

بررسی تأثیر توان اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

سید علی تقوی^۱ و لیلا گل باز^۲

چکیده

در پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر توان اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام پرداخته می‌شود. به منظور سنجش توان اعتباری شرکت‌های نمونه، از معیارهای نسبت آنی، میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) و کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حساب‌های پرداختی تجاری) استفاده شده و برای سنجش نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، انحراف معیار پنج ساله آنها مبنای عمل بوده است. در مسیر انجام این پژوهش، سه فرضیه تدوین و ۱۳۷ شرکت از طریق نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک، برای دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۳-۱۳۸۹ انتخاب شده و با مراجعه به صورت‌های مالی آنان، اطلاعات لازم برای سنجش متغیرها، استخراج و آزمون‌های آماری بر روی آنها انجام گرفت. روش تحلیل داده‌های پژوهش حاضر، با استفاده از رگرسیون چند متغیره، استفاده از داده‌های پانل و روش اثرهای تصادفی، حاکی از این مطلب بود: نخست اینکه کاهش نسبت آنی بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. دوم اینکه کاهش میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) تأثیر منفی اما غیر معناداری بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام دارد و سوم اینکه افزایش کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حساب‌های پرداختی تجاری) بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: توان اعتباری، نسبت آنی، میزان اعتبار تجاری، نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

طبقه‌بندی موضوعی: G10-G19

۱. مربی و دانشجوی دکتری دانشگاه امام صادق (ع)، s.a.taghavi@gmail.com

۲. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات سمنان، نویسنده مسئول
golbazleila@gmail.com

مقدمه

توانایی شرکت^۱ در مشخص ساختن ویژگی‌های خود نظیر منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی برای فراهم سازی سرمایه در بهبود توان اعتباری و همچنین برنامه‌ریزی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی محسوب می‌شود. برای بهینه سازی ویژگی‌های شرکت، شناخت منابع مختلف تأمین مالی و هزینه‌های مربوط به منظور تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه‌ای دارد. با وجود تضاد منافع بین اعتباردهندگان و صاحبان سهام، بحران‌های مالی و وام‌های دارای سطوح ریسک متفاوت، هیچ روش دقیقی برای محاسبه و تعیین نسبت مطلوبی از توان اعتباری و ساختار بهینه سرمایه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) وجود ندارد. در صورتی که پرداخت بدهی از منابع ارزانی تأمین شود، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکت‌ها باعث افزایش بازدهی صاحبان سهام می‌شود و در صورتی که بازده سرمایه‌گذاری پایین تر از نرخ بدهی باشد، استفاده از بدهی روش تأمین مالی مطلوبی به شمار نمی‌آید. ویژگی‌های شرکتی در جهت بررسی توان اعتباری آنها نظیر ساختار سرمایه، نرخ بازده دارایی‌ها، فرصت‌های سودآوری و عمر شرکت به عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح شده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ویژگی‌های آنان منوط ساخته است. این امر، برنامه‌ریزی استراتژیک آنان را به انتخاب منابع مؤثرتر نزدیک کرده است. بنابراین عوامل و متغیرهای سیال مؤثر بر توان اعتباری و ویژگی‌های شرکت می‌تواند سودآوری و کارایی آنها را در پوشش هدف مذکور و در قالب تئوری نمایندگی و رعایت تئوری سلسله مراتب تحت تأثیر قرار دهد (فتوح و همکاران، ۲۰۰۲).

روشن است که موج تصمیم‌گیری مدیران مالی برای رعایت اصل تطابق به هنگام تأمین منابع مالی، رهیافتی معین در تعدیل تصمیم‌های مذکور با توجه به مقتضیات محیط اقتصادی محسوب می‌شود و مدلی مناسب برای رونق و اثر بخشی روز افزون تفکر حاکم بر عملکرد شرکت‌ها شمرده می‌شود. بررسی این موضوع در قالب نگرش ویژگی‌های شرکتی و نوع فعالیت شرکت‌های مورد بررسی نتیجه به دست آمده را کاربردی‌تر خواهد کرد. همچنین بررسی موضوع، میزان اثرپذیری کیفیت گزارشگری مالی از ساختار منابع مالی شرکت‌ها در بازارهای تأمین اعتبار را مشخص و

مدیران مالی را نسبت به فرصت‌ها و تهدیدات داخلی و خارجی موجود در مسیر فعالیت آگاه می‌کند (سینایی و رضاییان، ۱۳۸۴).

نظر به اینکه بازارهای مالی در سال‌های اخیر توجه افراد زیادی را به خود جلب کرده است، بازار سرمایه نقش مهمی در تخصیص بهینه منابع اقتصادی جامعه دارد. از سوی دیگر، گزارشگری مالی با کیفیت بالا، تصمیم‌گیری‌های آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران را تسهیل می‌کند و در هدایت این سرمایه‌ها را در هدایت به فرآیند تخصیص بهینه منابع کمک می‌کند. بنابراین در دادن اطلاعات مالی به بازار سرمایه، اطلاعات مالی باید از کیفیت بالایی برخوردار باشند تا برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی مفید واقع شوند. نقش اصلی گزارشگری مالی، انتقال اثربخش اطلاعات مالی به افراد برون سازمانی به روشی معتبر و به موقع است که یکی از اهداف عمده آن، فراهم ساختن اطلاعات لازم برای ارزیابی عملکرد و توان سودآوری بنگاه اقتصادی است (پیری و همکاران، ۱۳۹۳). بی‌شک، شرط لازم برای دستیابی به این هدف، دادن اطلاعات مالی به نحوی است که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن سازد و در سنجش توان سودآوری و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی بنگاه اقتصادی مؤثر واقع شود. مدیران می‌توانند از آگاهی خود درباره فعالیت‌های تجاری شرکت برای بهبود اثربخشی صورت‌های مالی، بعنوان ابزاری برای انتقال اطلاعات به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان استفاده نمایند (سان و همکاران^۱، ۲۰۰۷).

در پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر توان اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام پرداخته خواهد شد.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

محیط فعالیت شرکت‌ها، محیطی بسیار رقابتی است. پژوهش‌ها در زمینه رابطه میان ساختار سرمایه و توان اعتباری نشان داده است که ساختار بهینه سرمایه می‌تواند توان اعتباری شرکت را در بازار افزایش دهد. هم‌چنین افزایش توان اعتباری، موجب ورود جریان نقدی عملیاتی به داخل واحد تجاری شده و در نتیجه نیاز شرکت به استقراض کاهش یافته و از این رو ساختار سرمایه شرکت نیز بهبود می‌یابد. بنابراین ساختار سرمایه و توان اعتباری بر همدیگر تأثیر متقابل دارند. از دیدگاه مدیریت مالی، توان اعتباری واحدهای تجاری، یکی از مهمترین موضوع‌هایی است که در دو دهه اخیر به آن پرداخته شده

است. امروزه درجه بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنان وابسته است و در واقع مبنای تولید و دادن خدمات، به نحوه تأمین و مصرف وجوه مالی مربوط می‌شود. ساختار سرمایه هر شرکت، هشدار اولیه‌ای در ارتباط با میزان تنگناهای مالی شرکت است و باید در برنامه ریزی استراتژیک شرکت‌ها، تعیین عوامل موثر بر کارایی تأمین مالی آنان مورد توجه جدی باشد. از سوی دیگر، نقش اصلی موفقیت در تجارت را توان رقابتی تعیین می‌کند و شرکت‌ها به رقابت می‌پردازند تا بازگشت سرمایه خود را افزایش و جایگاه خود را در بازار تحکیم و رقابتی خود را از دور خارج و قدرت بازار را در دست گیرند (اسمیت و همکاران، ۲۰۰۸).

واحدهای تجاری مختلف، به دنبال هر سرمایه‌گذاری و اعطای وام ناچار به پذیرش ریسک‌هایی هستند که بازپرداخت وام‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهند. بی‌شک؛ عوامل مذکور در توان اعتباری آنان بی‌تأثیر نخواهد بود. عواملی همچون تغییرات تکنولوژی، تغییر در نوع و سلیقه مصرف‌کنندگان، تغییرات نرخ ارز، جابجایی مدیریت و غیره ممکن است با افزایش میزان ریسک‌های مختلف واحدهای تجاری، بخشی از منابع آنان را به خطر انداخته و توان اعتباری آنان را با مخاطره مواجه نماید. تمرکز اعطای تسهیلات با حجم بالا به هر یک از گروه وام‌گیرندگان (صنعت، تجارت و غیره)، معاملات با اشخاص وابسته، افزایش در بدهی‌های بلند مدت می‌تواند از عوامل افزایش دهنده ریسک اعتباری تلقی شده و به تبع آن، نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام را تحت تأثیر قرار دهد (ساندرز و میلان، ۲۰۰۱).

توسعه بازارهای سرمایه با افزایش آگاهی سهامداران، فشار روی شرکت‌ها برای عملکرد بهتر را افزایش داده است. مدیران شرکت‌ها در حال حاضر دورانی را پیش رو دارند که آنها را ملزم به استقرار چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت‌های خود می‌کند تا ارزش و سودآوری را بهتر منعکس کند. سهامداران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند. با توجه به اینکه افزایش ثروت، نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزش‌یابی واحد تجاری برای مالکان، دارای اهمیت فراوانی است. در ادبیات و مفهوم مدیریت جدید، کار با دیگران جایگزین کار توسط دیگران شده است. این امر بر پیچیدگی مدیریت افزوده و در آینده نیز خواهد افزود. بنابراین پارادایم‌های جدید در این حوزه آشکار شده است. از جمله این پارادایم‌ها، قرار گرفتن هدف ارزش‌آفرینی در سر لوحه اهداف مدیریت است. مدیریت ارزش‌آفرین می‌بایست از ساز و

کارها و شیوه‌های مدیریتی موثر بر ارزش آفرینی بهره برده و در عمل بکار گیرد. توفیق در میزان ارزش آفرینی تا حدود زیادی به کیفیت سنجش عملکرد بستگی دارد. یعنی از شاخص‌های مبتنی بر ارزش به همراه شاخص‌های سنتی و یا جایگزین شاخص‌های سنتی استفاده شود. ارزش در کسب و کار اقتصادی، ارزش‌های ایجاد شده حاصل از کار با وسایل (سخت افزار) و روش‌ها (نرم افزار) تعریف می‌شود. کسب و کار، ارزش آفرینی تلقی می‌شود. به طوری که فعالیت‌های اقتصادی بنگاه‌های کسب و کار، بدون اندیشه و عمل زایش، استمرار و تداوم نخواهد داشت.

سنجش عملکرد از وظایف مدیریتی است که مفهوم عینی به کسب و کار داده است. در ادبیات مدیریت، شاخص‌های متفاوتی برای سنجش عملکرد از منظرهای مختلف داده شده است که منظر، مقاصد و اهداف ارزیابی را مشخص می‌نماید. ارزیابی عملکرد از منظر جامع، نگاه همه جانبه به همه ابعاد است که در حقیقت نشانه‌های کارکردی مدیریت بنگاه را آشکار می‌سازد و بسیار ضروری است. در شاخص‌های جامع سنجش عملکرد به ابعاد مالی و غیر مالی توجه می‌شود. در ادبیات مالی نیز با نگاهی جدید، به سنجش عملکرد توجه شده است. بکار بستن روش‌های سنتی و تغییر آن به روش‌های نوین، پارادایم جدید سنجش عملکرد تعریف شده است. به کارگیری تفکر سیستمی، یعنی تفکیک ناپذیر بودن فرآیند مدیریت و سنجش عملکرد از یک طرف و پذیرش پارادایم جدید سنجش عملکرد یعنی مبتنی بر ارزش آفرینی از طرف دیگر، بسیار ضروری و با اهمیت شده است (وطنی، ۱۳۸۹).

طی چند دهه اخیر، دنیای سازمانی دچار تغییرات بسیار در زمینه‌های مختلف شده است. در نتیجه همین تغییرات، سازمان‌ها وارد رقابت شدیدی در زمینه‌های بهبود کیفیت، افزایش انعطاف پذیری، افزایش قابلیت اطمینان، گسترش خطوط محصول، تأکید بر خلاقیت و غیره شده‌اند. در همین راستا، اندازه‌گیری عملکرد از اهمیت بیشتری برخوردار است. زیرا به گفته اندیشمندان مدیریت، اگر نتوانیم چیزی را اندازه‌گیری کنیم، نمی‌توانیم آن را مدیریت کنیم (داس، ۱۹۹۴).

پژوهش‌های بسیار زیادی در سال‌های اخیر پیرامون ماهیت و روش اندازه‌گیری عملکرد سازمان‌ها انجام شده است. نتایج این پژوهش‌ها از آن جهت ارزشمند است که می‌توان وضعیت فعلی سازمان‌ها را درک و چالش‌های آینده در زمینه اندازه‌گیری عملکرد را مورد بررسی قرار داد (مهرگان و شهبانرزاده، ۲۰۰۶).

اگرچه تصاحب بخشی از منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه یافته مرسوم است، در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی^۱، رواج بیشتری یافته است. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته، اجتناب‌ناپذیر و سودمند است و در چرخه عملیات شرکت^۲ تکرار می‌شود. ولی در شرایطی خاص، به سهامداران کنترل کننده یا مدیران شرکت‌ها اجازه می‌دهند که به هزینه سهامداران خرد، منافع شخصی خود را تأمین کنند. باید توجه داشت که امروزه، فرصت‌طلبی در معاملات با اشخاص وابسته، یکی از چالش‌های بزرگ راهبری شرکتی به ویژه در کشورهای آسیایی است که موجب کاهش ارزش بازار سرمایه می‌شود. بیشتر شرکت‌های آسیایی، بخشی از گروه‌های تجاری بزرگ هستند که مالکیت آنها در اختیار سهامدار کنترل کننده است. از این رو، روابط تجاری محیط اقتصادی آسیا، انجام معاملات با اشخاص وابسته را آسان می‌کند. با وجود آنکه همه معاملات با اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه نیستند، نگرش غالب این است که یکی از عوامل تأثیرگذار بر ریسک می‌باشند و سرمایه‌گذاران، قبل از سرمایه‌گذاری برای آن اهمیت زیادی قائل می‌شوند. از این رو، یکی از موارد با اهمیت در مورد معاملات با اشخاص وابسته، محافظت از سرمایه‌گذاران خرد است (سازمان همکاری‌ها و توسعه اقتصادی^۳، ۲۰۰۹).

در رسوایی‌های مالی رخ داده اخیر نظیر آدلفیا^۴ و انرون^۵ آمریکا و پارمالات^۶ اروپا، معاملات با اشخاص وابسته به یکی از کانون‌های نگرانی تبدیل شده است. به گونه‌ای که استفاده هدفمند از این معاملات و عدم افشای آنها یا کافی نبودن افشا، از عوامل سقوط شرکت‌ها بوده است. به گفته دیگر، یکی از دلایل رسوایی شرکت‌های بزرگ آمریکا، ضعف در گزارشگری مالی و به خصوص ضعف در گزارش معاملات با اشخاص وابسته شناخته شده است. وجود معامله با اشخاص وابسته، یکی از نشانه‌های حسابداری متهورانه است. وجود معامله با اشخاص وابسته، یکی از نه دلیل عمده‌ای است که شرکت‌ها را ترغیب می‌کند تا دوباره گزارش‌های مالی خود را بدهند (گوردن و هنری^۷، ۲۰۰۵). بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۱۲ ایران، معامله با شخص وابسته این گونه تعریف می‌شود: انتقال منابع، خدمات یا تعهدهای بین اشخاص وابسته، صرف‌نظر از مطالبه یا عدم مطالبه بهای آن. رابطه با شخص

-
1. Corporate governance
 2. Company operations cycle
 3. OECD
 4. Adelfia
 5. Enron
 6. Parmalat
 7. Gordon & Henry

وابسته می‌تواند بر وضعیت مالی^۱، عملکرد مالی^۲ و انعطاف‌پذیری مالی^۳ واحد تجاری تأثیر داشته باشد. اشخاص وابسته ممکن است معاملاتی انجام دهند که اشخاص غیر وابسته انجام نمی‌دهند. همچنین مبالغ معاملات بین اشخاص وابسته ممکن است با مبالغ مشابه بین اشخاص غیر وابسته یکسان نباشد. به دلایل گفته شده، آگاهی از معاملات، مانده حساب‌های طرفین و رابطه با اشخاص وابسته، ممکن است بر ارزیابی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از عملیات واحد تجاری شامل ارزیابی ریسک و فرصت‌های پیش روی واحد تجاری، تأثیر بگذارد (استانداردهای حسابداری ایران، ۱۳۸۹).

صورت‌های مالی با مقاصد عمومی برای پاسخگویی به نیازهای استفاده‌کنندگانی تهیه می‌شود که در موقعیت دریافت گزارش‌های متناسب با نیازهای اطلاعاتی خاص خود نیستند. صورت‌های مالی به طور جداگانه یا همراه با سایر گزارش‌ها، برای استفاده عموم داده می‌شود. مفاد این استاندارد برای صورت‌های مالی تلفیقی گروه واحدهای تجاری نیز کاربرد دارد. هدف صورت‌های مالی، دادن اطلاعات تلخیصی و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در تصمیم‌گیری اقتصادی مفید واقع می‌شود. صورت‌های مالی همچنین نتایج ایفای وظیفه مباشرت مدیریت یا حسابداری آنها را در قبال منابع در اختیارشان نشان می‌دهد. این اطلاعات، همراه با سایر اطلاعات مندرج در یادداشت‌های توضیحی، استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری و به ویژه زمانبندی و اطمینان از توانایی آن در ایجاد وجه نقد یاری می‌کند. صورت‌های مالی باید وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری را به نحو مطلوب نشان دهد. به طور تقریبی در تمام شرایط، اعمال مناسب الزامات استانداردهای حسابداری همراه با افشای اطلاعات اضافی در صورت لزوم، سبب دادن صورتهای مالی به نحو مطلوب می‌شود. هر واحد تجاری که صورت‌های مالی آن طبق استانداردهای حسابداری تهیه و گزارش می‌شود، باید این واقعیت را افشا کند. در صورت‌های مالی نباید ذکر کرد که این صورتهای طبق استانداردهای حسابداری تهیه شده است، مگر اینکه در تهیه آن مفاد تمام الزامات مندرج در استانداردهای مربوط رعایت شده باشد.

مدیریت واحد تجاری باید رویه‌های حسابداری را به گونه‌ای انتخاب و اعمال کند که صورت‌های مالی با تمام الزامات استانداردهای حسابداری مربوط مطابقت داشته باشد. در صورت

-
1. Financial position
 2. Financial performance
 3. Financial flexibility

نیود استاندارد خاص، مدیریت باید رویه‌ها را به گونه‌ای تعیین کند تا اطمینان یابد صورتهای مالی اطلاعاتی را فراهم می‌آورد که: به نیازهای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان مربوط و قابل اتکاست. به گونه‌ای که وضعیت مالی و عملکرد مالی واحد تجاری را صادقانه بیان می‌کند، منعکس‌کننده محتوای اقتصادی و نه فقط شکل حقوقی معاملات و سایر رویدادهاست، بی‌طرفانه یعنی عاری از تمایلات جانبدارانه و محتاطانه است و از تمام جنبه‌های با اهمیت، کامل است. رویه‌های حسابداری راه‌کارهای ویژه‌ای است که واحد تجاری برای تهیه و دادن صورتهای مالی انتخاب می‌کند. راه‌کارهای مزبور که در استانداردهای حسابداری مشخص شده‌اند، برای اعمال اصول مندرج در مفاهیم نظری گزارشگری مالی اقلام، معاملات و سایر رویدادهای مالی و بویژه موارد زیر ایجاد شده است:

الف: اندازه‌گیری و تجدید اندازه‌گیری دارایی‌ها و بدهی‌ها در مواردی که مبالغ مربوط از اهمیت نسبی برخوردار است.

ب: نحوه و زمان شناخت تغییرات در دارایی‌ها و بدهی‌ها در صورتهای عملکرد مالی (استانداردهای حسابداری ایران، ۱۳۸۹).

ارزش بازار عبارت از قیمت فروش یک قلم دارایی در شرایط عادی تجاری است. اگر اوراق بهادار شرکت در بورس اوراق بهادار معامله شود، به طور معمول قیمت معامله مؤید ارزش بازار آن سهم می‌باشد. اعتبار این ارزش منوط به تداوم بازاری دارد که این قیمت از آن استخراج شده است. باید توجه داشت که این ارزش با ارزش ذاتی سهام می‌تواند متفاوت باشد. اغلب، تفاوت بین ارزش جاری بازار و ارزش ذاتی (که می‌توان آن را ارزش واقعی یا ارزش تئوریک سهام دانست)، مبنای تصمیم‌های خرید و فروش سهام است. در ضمن، ارزش بازار سهام زمانی قابلیت اتکاء دارد که برآیند حجم مبنایی از سهام باشد، تا بتوان آن را برای کل سهام شرکت و در نتیجه محاسبه ارزش آن استفاده نمود. ارزش یک شرکت را می‌توان با فرض تداوم فعالیت آن و به عنوان یک فعالیت اقتصادی به طور کل ارزیابی نمود. در نتیجه کسی که با این دیدگاه به شرکت می‌نگرد در صدد بر نمی‌آید که ارزش شرکت را بر اساس مقادیر مندرج در ترازنامه مشخص کند، بلکه توانایی شرکت را در مورد قابلیت ایجاد سود در آینده مورد توجه قرار می‌دهد. بر اساس این روش، به عوامل موثر بر ارزش شرکت مانند قدرت سودآوری، فرصت‌های رشد، ساختار سرمایه و میزان ریسک مالی شرکت توجه می‌شود که در چارچوب مدل‌های مختلفی ارزش شرکت را برآورد می‌نمایند (ساعی و همکاران، ۱۳۸۹).

حقوق صاحبان سهام^۱، معرف علائق سهام‌داران و صاحبان اصلی شرکت نسبت به خالص دارایی‌های شرکت است. حقوق صاحبان سهام، باقی‌مانده منافع مالکین شرکت در دارایی‌های شرکت است که پس از کسر بدهی‌های آن شرکت بدست آمده است. در یک موسسه تجاری، حقوق صاحبان سهام در اصل منافع صاحبان اصلی موسسه را نشان می‌دهد. در حسابداری، حقوق صاحبان سهام، اهدافی چون تعیین سرمایه قانونی و ثبت شده، تعیین منابع سرمایه شرکت و تعیین سود سهامی را دنبال می‌نماید که می‌تواند بین صاحبان سهام توزیع شود. در یک شرکت سهامی، حقوق صاحبان سهام مواردی چون سود و زیان انباشته، سهام سرمایه، کسر سهام و اندوخته‌های شرکت را شامل می‌شود (جیمز^۲، ۲۰۱۲؛ براون و آبراهانم^۳، ۲۰۱۲).

بسیاری از اقتصاددانان در مورد حقوق صاحبان سهام معتقدند که شرکت‌های بزرگ، کارآمدترین، موثرترین و با صرفه‌ترین نوع بنگاه‌هایی اقتصادی اند. همین دلیل سبب شده است که توجه اقتصاددانان به شرکت، حوزه فعالیت آن و موضوع‌های مربوط به آن باشد. یکی از مهم‌ترین اهداف بنگاه‌های اقتصادی، کسب انتفاع و افزایش ثروت صاحبان سهام (مالکان) در درازمدت است. سهامداران، اعتبار دهندگان و دیگر گروه‌های مرتبط با بنگاه‌های اقتصادی به منظور تصمیم‌گیری‌های منطقی نیازمند اطلاعات قابل اتکا و مربوط در خصوص حقوق صاحبان سهام و عملکرد آنها می‌باشند. با توجه به اینکه سهامداران و اعتباردهندگان منابع مالی محدود خود را به بنگاه‌های اقتصادی تخصیص می‌دهند، ارزیابی عملکرد، فرآیند رسمی فراهم آوردن اطلاعات در مورد نتایج کار است. این امر سبب شناسایی نقاط قوت سازمان و بزرگ جلوه دادن آن به منظور خلق ارزش‌های بیشتر و در واقع عملکرد مطلوب‌تر می‌شود. زیرا با تجزیه و تحلیل فعالیت‌های گذشته بنگاه، نگاهی به آینده، به پیشینه کردن ارزش‌ها و به تبع آن، بهبود حقوق صاحبان سهام کمک می‌کند (عزیززاده، ۱۳۸۸).

با مراجعه به مطالعات صورت گرفته در می‌یابیم که الماسی زفره (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول، بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی (دفتری و بازاری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی نخست پژوهش حاکی از این بود که بین شاخص لرنر و بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی دفتری رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین در مورد تأثیر شاخص لرنر و بازده حقوق صاحبان سهام بر نسبت بدهی به ارزش بازاری به روش آثار ثابت شایان ذکر است که صرف نظر از اندازه، سودآوری و

1. Shareholders' equity
2. James
3. Brown & Abrahamem

نرخ رشد شرکت، به عنوان متغیرهای کنترلی، رابطه مثبتی بین شاخص لرنر و بازده حقوق صاحبان سهام با اهرم مالی بازاری وجود داشت، اما این رابطه از لحاظ آماری معنادار نبود و وجود رابطه شاخص لرنر و بازده حقوق صاحبان سهام با اهرم بازاری رد شد. به عبارت دیگر، رقابت در بازار محصول و بازده حقوق صاحبان سهام تأثیری بر تصمیم‌های تأمین مالی مدیران نداشت.

نظیر (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سطح معاملات با اشخاص وابسته پرداخت. آزمون فرضیه‌های پژوهش مذکور نشان داد که سطح معاملات با اشخاص وابسته دارای رابطه معناداری با متغیرهای تمرکز مالکیت و توازن کنترل می‌باشد. به نحوی که افزایش تمرکز مالکیت و کاهش توازن کنترل به افزایش سطح معاملات با اشخاص وابسته خواهد انجامید.

سرلک و اکبری (۱۳۹۲) در پژوهش خود به بررسی رابطه میان معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود پرداختند. نتایج این پژوهش، حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار میان معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود بود.

کبودان (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی پیش‌بینی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها با استفاده از مدل ارزش‌گذاری اولسون بر اساس اجزای درآمد، اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی پرداخت. نتیجه پژوهش مذکور، نمایانگر آن بود که میان پیش‌بینی ارزش بازار شرکت‌ها و اطلاعات واقعی ارزش بازار، تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.

جلیلی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارزیابی توان شاخص‌های ارزش مالی و سودآوری در تبیین بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که از میان متغیرهای مستقل مورد مطالعه، بین ارزش افزوده اقتصادی و سود خالص با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. بقیه متغیرهای مستقل یعنی ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده نقدی، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌داری با بازده سهام دارند ولی این ارتباط‌ها به اندازه ارزش افزوده اقتصادی نیست. ابوالقاسم و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی تأثیر ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی بر شاخص‌های سودآوری دریافتند که شاخص‌های سودآوری، به صورت معناداری از ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی تأثیر پذیر هستند.

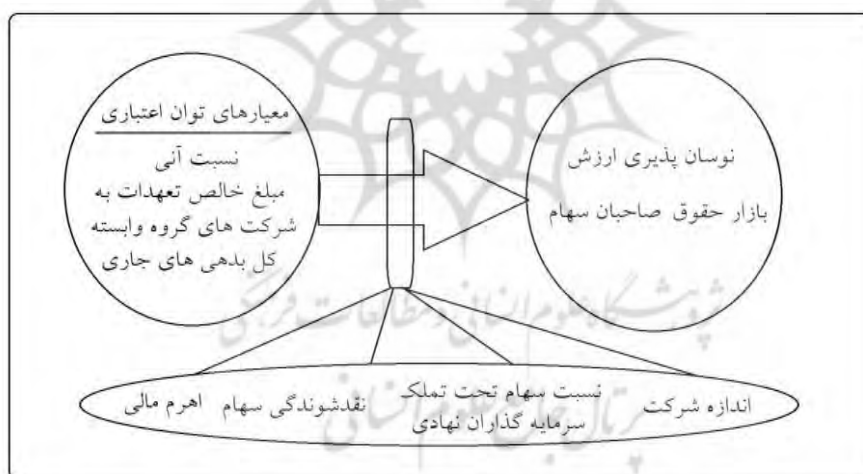
مارچینیا و دی استب^۱ (۲۰۱۴) با بررسی رابطه میان سود جامع و نسبت‌های مالی در جهت سنجش عملکرد مالی دریافتند که سود جامع گزارش شده از طرف شرکت‌ها، نسبت‌های مالی آنها را به صورت معناداری بهبود می‌بخشد و از این نظر موجب بهبود عملکرد آنها می‌شود.

نن‌چن و همکاران^۱ (۲۰۱۳) در پژوهش خود، اثر مقررات افشا بر مدیریت سود از طریق انجام معاملات با اشخاص وابسته را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که با استقرار مقررات افشای معاملات با اشخاص وابسته، مدیریت سود کاهش یافته است.

دلنا و همکاران^۲ (۲۰۱۳) با بررسی اندازه‌گیری عملکرد واحدهای تجاری با استفاده از نسبت‌های مالی دریافته‌اند که سود قبل از مالیات و همچنین سود خالص، بیشترین تأثیر پذیری را از نسبت‌های مالی داشته‌اند.

کوآن و همکاران^۳ (۲۰۱۰) در پژوهشی، ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش بر اساس یک نمونه شامل پنجاه شرکت اندونزیایی طی سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ انجام گرفت. آنها فرضیه پژوهش را بر اساس نظریه نمایندگی و تضاد منافع توسعه دادند. نتایج تجربی آنان نشان داد که شواهد آماری معناداری درباره رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود وجود ندارد.

مدل مفهومی پژوهش به صورت نمودار ۱ نشان داده می‌شود.



نمودار ۱- مدل مفهومی پژوهش

1. Nenchen et al
2. Delena et al
3. Kuan et al

فرضیه‌های پژوهش

به منظور حصول اهداف پژوهش حاضر، فرضیه‌های پژوهش بشرح زیر تبیین می‌شوند:

فرضیه نخست: کاهش نسبت آنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر دارد.

فرضیه دوم: کاهش میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر دارد.

فرضیه سوم: افزایش کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

با توجه به این که هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر معیارهای توان اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها می‌باشد، این پژوهش از نظر هدف، کاربردی، به لحاظ شیوه انجام کار از نوع پژوهش‌های توصیفی - علی و از نظر بعد زمانی نیز از نوع پژوهش‌های پس رویدادی می‌باشد. جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۳ به مدت پنج سال بوده است. برای حصول نمونه آماری مطلوب از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بنابراین، جامعه آماری با استفاده از شرایط و محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

۱. شرکت‌های نمونه در طی این دوره پنج ساله عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند.
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، شرکت‌های نمونه می‌بایست دارای سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند باشند.
۳. داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد.
۴. شرکت‌ها در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.

۵. شرکت‌ها جزو بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشند. زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمدها و هزینه‌ها در آنها متفاوت است.

پس از اعمال این محدودیت‌ها، همه ۱۳۷ شرکت، شرایط حضور در جامعه آماری را داشته‌اند که با توجه به قلمروی ۵ ساله پژوهش، مشتمل بر ۶۸۵ سال-شرکت می‌باشد.

در پژوهش حاضر از متغیرهای زیر استفاده شد:

۱. نسبت آئی: مطابق با پژوهش اکبری (۱۳۹۱)، متغیر نسبت آئی از رابطه زیر بدست می‌آید.

$$\text{نسبت آئی} = \frac{\text{دارایی‌های جاری - موجودی کالا}}{\text{بدهی‌های جاری}}$$

۲. مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته: متغیر مذکور از طریق صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه (با استفاده از اطلاعات مستخرج از نرم افزار ره آورد نوین)، قابل استخراج است.

۳. کل بدهی‌های جاری: متغیر مذکور از طریق صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه (با استفاده از اطلاعات مستخرج از نرم افزار ره آورد نوین) قابل استخراج است.

۴. نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام: در پژوهش حاضر، نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. مطابق با پژوهش یه^۱ (۲۰۰۶) ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت t در دوره t از حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت بازار هر سهم شرکت در تاریخ ترازنامه بدست می‌آید. همچنین نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، از انحراف معیار حقوق صاحبان سهام شرکت طی پنج سال قبل محاسبه می‌شود.

۵. اهرم مالی: در پژوهش حاضر، درجه اهرمی از رابطه زیر بدست می‌آید (غلامی، ۱۳۸۲):

$$\text{درجه اهرمی} = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

۶. اندازه شرکت: اندازه شرکت عبارت از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال است (باغومیان و نقدی، ۱۳۹۳).

۷. نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی: نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی برابر با نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهامداران شرکت در پایان سال است (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲).

۸. نقدشوندگی سهام: به منظور سنجش نقدشوندگی سهام از مدل آمیهود استفاده می‌شود. مطابق با رابطه مذکور خواهیم داشت:

$$SPREAD_{it} = [(AP - BP) / ((AP + BP) / 2)] * 100$$

SPREAD: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، AP (ASK PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت t در دوره i، BP (BID PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت t در دوره i، t: دوره زمانی مورد بررسی و i: نمونه مورد بررسی می‌باشد (استل^۱، ۱۹۷۸).

شیوه سنجش متغیرهای پژوهش، به اختصار در جدول ۱ تبیین شده است.

جدول ۱- شیوه سنجش متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه سنجش	منبع
نسبت آبی	QR	مستقل	دارایی‌های جاری - موجودی کالا بدهی‌های جاری	اکبری (۱۳۹۱)
مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته	OAC	مستقل	مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه	نرم افزار ره‌آورد نوین
کل بدهی‌های جاری	TCL	مستقل	مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه	نرم افزار ره‌آورد نوین
نوسان پذیری حقوق صاحبان سهام	EMV	وابسته	انحراف معیار حقوق صاحبان سهام شرکت طی پنج سال	یه (۲۰۰۶)

نام متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه سنجش	منبع
نقدشوندگی سهام	LI Q	کنترلی	مدل آمیهود	استل (۱۹۷۸)
اهرم مالی	LEV	کنترلی	نسبت کل بدهی‌های یک شرکت به کل دارایی هایش	غلامی (۱۳۸۲)
نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی	INS	کنترلی	نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهامداران شرکت در پایان سال.	(قربانی و همکاران، ۱۳۹۲)
اندازه شرکت	SIZE	کنترلی	لگاریتم مانده دارایی ها در پایان سال	باغومیان و نقدی (۱۳۹۳)

در پژوهش حاضر، از مدل تعدیل شده در پژوهش اسپریر و همکاران^(۲۰۱۲) به شرح زیر استفاده شده است:

مدل فرضیه نخست

$$EMVV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 QR_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INS_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه دوم

$$EMVV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 OAC_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INS_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه سوم

$$EMVV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TCL_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INS_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در روابط فوق:

EMVV (Equity Market Value Volatility): نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام، QR (Quick Ratio): نسبت آنی، OAC(Obligations to Affiliated Companies):

مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته، TCL (Total Current Liabilities): کل

بدهی‌های جاری، LIQ: نقدشوندگی سهام، LEV: اهرم مالی، SIZE: اندازه شرکت، INS:

نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی و β_0 ، β_1 و β_5 : ضرایب رگرسیونی مدل و ε :

درصد خطا می‌باشد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به اختصار در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته	نقد شوندگی	نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	بدهی جاری	نسبت آنی	سهام سرمایه سهامداران نهادی	اندازه شرکت	اهرم مالی	
OAC	LIQ	EMVV	TCL	QR	INS	SIZE	LEV	
۱/۱۸۰	۱۷/۳۲۷	۶/۹۷۹	۰/۴۳۸۶	۰/۴۳۷	۰/۵۰۳	۱۳/۳۶۵	۰/۵۵۷	میانگین
۶۹۴۹۸۲۱	۵/۹۴۸	۶/۲۸۳	۱۴۰۶۹۷	۰/۴۰۷	۰/۵۳۸	۱۳/۲۰۰	۰/۶۰۹	میانه
۱/۰۶۱	۱۵۴/۰۷۰	۳۹/۱۴	۳/۶۴۸	۰/۹۳۱	۰/۸۷۵	۲۰/۳۶۸	۰/۹۸۵	بیشینه
۴۰۱۲۸	۰/۰۰۰	-۲۲/۰۴۷	۱۵۹۴	۰/۰۱۷	۰/۰۸۷	۷/۷۵۴	۰/۰۰۸	کمینه
۷۱۲/۴۱۰	۲۶/۲۶۱	۷/۵۳۲	۲/۷۶۹	۰/۲۲۹	۰/۲۱۷	۲/۰۰۴	۰/۲۶۵	انحراف معیار
۱۰/۴۴۸	۲/۴۳۰	۰/۳۹۰	۹/۲۰۹	۰/۲۲۵	۰/۰۹۸	۰/۵۳۹	-۰/۳۴۱	کشدگی
۱۲۷/۴۶۶	۹/۲۹۳	۴/۵۳۲	۹۵/۰۲	۱/۹۷۹	۲/۰۵۹	۳/۹۰۳	۱/۹۸۶	چولگی

به منظور بررسی نرمال بودن پسماند مدل فرضیه‌های پژوهش از آزمون جارک - برا در محیط نرم افزاری ایویوز استفاده شده است و نتایج در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳- آزمون نرمال بودن پسماند مدل فرضیه‌های پژوهش

متغیر	نماد	آماره جارک برا	احتمال آماره جارک برا
پسماند مدل فرضیه نخست	Resid 1	۷۳/۴۸۵	۰/۵۴۵
پسماند مدل فرضیه دوم	Resid 2	۹۴/۷۱۷	۰/۰۷۱
پسماند مدل فرضیه سوم	Resid 3	۷۵/۳۸۲	۰/۰۷۹

به لحاظ آنکه احتمال آماره جارک - برا بیشتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، نرمال بودن پسماند مدل فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌شود.

به منظور بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون پایایی (آزمون لوین لین و چو)

متغیر	نماد	آماره لوین لین و چو	احتمال آماره لوین لین و چو
نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	EMVV	-۴۵/۷۲۵۱	۰/۰۰۰۰
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INS	-۱۹/۷۷۹۹	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۳۳/۷۳۱۸	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۲۱۵/۰۵۱	۰/۰۰۰۰
مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته	OAC	-۲۳۶/۷۹۹	۰/۰۰۰۰
نسبت آنی	QR	-۱۹/۳۴۲۶	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۳۵/۳۱۲۱	۰/۰۰۰۰
کل بدهی های جاری	TCL	-۱۶۱/۸۰۲	۰/۰۰۰۰

بر اساس نتایج بدست آمده، متغیرهای پژوهش در دوره بررسی، پایا بوده‌اند. زیرا احتمال آماره آزمون لوین، لین و چو برای تمامی متغیرها، کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده است. به منظور بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش، از معیارهای تکرانس و عامل تورم واریانس استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول ۵- نتایج آزمون هم خطی

متغیر	نماد	آماره های همخطی	
		تکرانس	عامل تورم واریانس
نسبت آنی	QR	۰/۹۹۷	۱/۰۰۳
نقدشوندگی سهام	LIQ	۰/۹۹۷	۱/۰۰۳
اهرم مالی	LEV	۰/۹۳۵	۱/۰۷۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۷۷۲	۱/۲۹۵
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INS	۰/۹۷۶	۱/۰۲۵
مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته	OAC	۰/۹۴۴	۱/۰۶۴
کل بدهی های جاری	TCL	۰/۶۴۱	۱/۳۵۹

به لحاظ آنکه برای همه متغیرهای مستقل و کنترلی، مقدار تکرانس بیشتر از ۰/۲ و مقدار عامل تورم واریانس، کمتر از ۵ می باشد، فرض وجود هم خطی میان متغیرها رد می شود.

به منظور بررسی واریانس ناهمسانی، آزمون وایت به کار رفته و نتایج در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون واریانس ناهمسانی

آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	نخست	۲/۴۱۲۵۳۱	(۳/۴۱۲)	۰/۴۱۲۲
	دوم	۲/۹۶۳۲۲۱	(۳/۴۱۵)	۰/۳۳۵۲
	سوم	۲/۴۶۵۲۱۲	(۳/۴۵۲)	۰/۹۶۳۲

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون وایت، بیشتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، واریانس‌ها همسان بوده و مشکل واریانس ناهمسانی وجود ندارد.

نتایج آزمون اف لیمر برای فرضیه‌های پژوهش در جدول نشان داده شده است.

جدول ۷- نتایج آزمون اف لیمر

آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون	نتیجه گیری
اف لیمر	نخست	۲/۹۶۲۱۵۵	(۱۳۶/۵۴۳)	۰/۰۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی
	دوم	۲/۹۹۶۳۲۲	(۱۳۶/۵۴۳)	۰/۰۰۰۰	
	سوم	۲/۹۰۰۹۸۹	(۱۳۶/۵۴۳)	۰/۰۰۰۰	

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون اف لیمر با استفاده از داده های تابلویی تأیید شده است، به منظور استفاده از روش آثار مناسب در برابر روش آثار تصادفی، آزمون هاسمن استفاده می‌شود و نتایج در جدول ۸ نشان داده شده است.

جدول ۸- نتایج آزمون هاسمن

آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون	نتیجه گیری
هاسمن	نخست	۵/۹۷۳۸۵۲	۵	۰/۳۸۴۱	استفاده از روش اثرات تصادفی
	دوم	۶/۳۱۰۰۰۹	۵	۰/۲۷۷۲	
	سوم	۵/۴۱۴۱۵۲	۵	۰/۳۲۸۷	

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون هاسمن، بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، استفاده از روش آثار تصادفی تایید می‌شود.

کاهش نسبت آنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. مدل رگرسیونی مربوط به این فرضیه در جدول ۹ نشان داده شده است.

جدول ۹- نتایج آزمون فرضیه نخست

$EMV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 QR_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INS_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	نماد	ضریب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	۵/۹۱۹۳۳۲	۲/۲۹۳۹۱۲	۰/۰۰۰۰
نسبت آنی	QR	-۰/۰۰۸۱۴۰	-۰/۰۰۶۰۲۵	۰/۰۰۹۶
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۰/۰۱۵۵۴۴	-۱/۴۱۵۸۲۳	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۹۲۲۲۸	۰/۵۳۳۶۸۳	۰/۰۰۴۷
اهرم مالی	LEV	۰/۵۰۷۵۲۲	۰/۴۱۲۳۹۳	۰/۰۰۱۲
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INS	-۰/۳۶۲۴۸۵	-۰/۲۱۵۷۵۶	۰/۰۶۵۲
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف
۰/۵۲	۰/۵۰	۲/۱۸	۲۲/۹۸۵	۰/۰۰۰

بر اساس مطالب جدول بالا در می‌یابیم که نسبت آنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر منفی و معناداری دارد. زیرا علامت ضریب رگرسیونی آن منفی (۰/۰۰۸-)، و احتمال آماره تی مربوط به آن (۰/۰۰۹۶) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. به عبارت دیگر، با افزایش نسبت آنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها کاهش می‌یابد. بنابراین فرضیه نخست پژوهش تأیید می‌شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی، تأثیر مثبت و معنادار و متغیر کنترلی نقدشوندگی سهام، تأثیری منفی و معنادار بر تأثیر نسبت آنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام داشته‌اند. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۵۰ درصد تغییرات نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات نسبت آنی توضیح داده می‌شود. در ادامه، چون مقدار آماره دوربین - واتسون (۲/۱۹) در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خود همبستگی

نوع نخست میان متغیرهای پژوهش رد شده و به لحاظ آنکه مقدار احتمال آماره آزمون اف (۰/۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، معنادار بودن مدل رگرسیونی برازش شده تأیید می‌شود. کاهش میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. مدل رگرسیونی مربوط به این فرضیه در جدول ۱۰ نشان داده شده است.

جدول ۱۰- نتایج آزمون فرضیه دوم

$EMV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 OAC_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INS_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	نماد	ضریب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	۲/۸۵۲۹۶۳	۲/۰۸۵۲۵۴	۰/۰۳۴۹
میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته)	OAC	-۵/۵۷۳۱۵۲	-۱/۱۱۴۹۰۴	۰/۱۲۰۳
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۰/۰۱۵۴۴۸	-۱/۴۰۷۱۰۵	۰/۰۴۱۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۱۷۸۳۶	۰/۶۵۲۳۲۵	۰/۵۱۴۵
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۰۰۱۰	۰/۴۳۱۳۵۰	۰/۶۶۶۴
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INS	-۰/۳۲۹۹۲۷	-۰/۱۹۳۲۷۱	۰/۰۰۹۳
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف
۰/۳۹	۰/۳۳	۲/۱۸	۲۲/۴۱۲	۰/۰۰۰

بر اساس مطالب جدول بالا در می‌یابیم که میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر منفی اما غیر معناداری دارد. زیرا علامت ضریب رگرسیونی آن منفی (۵/۵۷۳-) و احتمال آماره تی مربوط به آن (۰/۱۲۰۳) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود. به عبارت دیگر، کاهش میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته)، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری ندارد. متغیرهای کنترلی نقدشوندگی سهام و نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی بر تأثیر میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی و معنادار داشته‌اند. بر اساس مقدار ضریب تعیین تعدیل شده حدود ۳۴ درصد تغییرات نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) توضیح داده می‌شود. در ادامه چون مقدار آماره دورین - واتسون (۲,۱۹) در بازه صفر و تفاصل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خود همبستگی نوع نخست میان متغیرهای پژوهش رد شده و به لحاظ آنکه مقدار احتمال آماره آزمون اف (۰/۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، معنادار بودن مدل رگرسیونی برازش شده تأیید می‌شود.

افزایش کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. مدل رگرسیونی مربوط به این فرضیه در جدول ۱۱ نشان داده شده است.

جدول ۱۱- نتایج آزمون فرضیه سوم

$EMV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TCL_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INS_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	نماد	ضریب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	۵/۹۴۷۹۰۶	۲/۲۴۵۳۰۶	۰/۰۲۵۲
کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری)	TCL	۵/۸۴۴۲۶۲	۴/۰۴۱۰۲۰	۰/۰۰۰۳
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۴/۰۱۵۵۵۵	-۳/۴۱۶۴۳۵	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۸۹۸۴۸	۰/۴۹۵۱۰۷	۰/۶۲۰۷
اهرم مالی	LEV	۰/۵۰۴۶۱۶	۰/۴۰۹۹۶۴	۰/۶۸۲۰
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INS	-۴/۳۶۴۴۴۴	-۳/۲۱۶۸۶۴	۰/۰۰۸۴
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دورین - واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف
۰/۳۴	۰/۳۲	۲/۱۸	۲۰/۷۳۵	۰/۰۰۰

بر اساس مطالب جدول ۱۱ در می‌یابیم که کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا علامت ضریب رگرسیونی آن مثبت (۵/۸۴۴) و احتمال آماره تی مربوط به آن (۰/۰۰۰۳)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، با افزایش کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها نیز افزایش می‌یابد. بر اساس مقدار ضریب تعیین تعدیل شده، حدود ۳۳ درصد تغییرات نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) توضیح داده می‌شود. در ادامه چون مقدار آماره دوربین - واتسون (۲/۱۹) در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خود همبستگی نوع نخست میان متغیرهای پژوهش رد شده و به لحاظ آنکه مقدار احتمال آماره آزمون اف (۰/۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، معنادار بودن مدل رگرسیونی برازش شده تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری و بحث

بر اساس نتایج آزمون فرضیه نخست به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌شود که با فراهم آوردن زمینه‌های لازم در جهت نگهداشت نسبت آنی در سطح بالا به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، زمینه‌های لازم کاهش نوسان‌های مربوطه را فراهم آورند. چرا که بر اساس نتایج حاصله، هرچه نسبت مربوطه در سطح بالایی باشد، نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بصورت معناداری کاهش خواهد یافت. واضح است هر چه نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در طول زمان کمتر باشد، امکان پیش‌بینی روند ارزش بازار آنها امکان‌پذیرتر خواهد بود. به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌شود که در بررسی وضعیت سودآوری شرکت و نسبت‌های مالی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، به فاکتور نسبت آنی توجه لازم را داشته باشند و در انتخاب واحدهای تجاری برای انجام فعالیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، واحدهایی را انتخاب نمایند که دارای نسبت آنی در سطح بالا باشند. در نهایت به پژوهشگران دانشگاهی پیشنهاد می‌شود که در بررسی عوامل مؤثر بر نوسان‌پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، بر روی فاکتور نسبت آنی

تمرکز نموده و آثار آن را مد نظر قرار دهند و از تأثیر سایر نسبت های مالی بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نیز آگاهی یابند. نتایج یافته‌های پژوهش حاکی از این مطلب بود که کاهش نسبت آنی بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد که یافته‌های پژوهش در انطباق با یافته‌های اسپریر و همکاران (۲۰۱۲) می‌باشد.

بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌شود که از طریق مدیریت حجم معاملات با اشخاص وابسته و به تبع آن، کاهش مبالغ مربوط به تعهدات، در جهت کنترل نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام گام بردارند.

به سرمایه گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌شود که در بررسی عوامل مؤثر بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، فاکتور مبالغ تعهد شده به اشخاص وابسته را مورد توجه لازم قرار دهند و شرکت‌هایی را برای انجام فعالیت های مالی و سرمایه گذاری انتخاب نمایند که از نظر مبالغ تعهد شده به اشخاص و گروه های وابسته، در سطح متعارفی قرار داشته باشند.

در نهایت به پژوهشگران دانشگاهی پیشنهاد می‌شود که در بررسی عوامل مؤثر بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، بر روی فاکتور مبالغ تعهد شده به اشخاص و گروه‌های وابسته تمرکز نموده و آثار آن را مد نظر قرار دهند.

نتایج یافته‌های پژوهش حاکی از این مطلب بود که کاهش میزان اعتبار تجاری (مبلغ خالص تعهدات به شرکت‌های گروه وابسته) تأثیر منفی اما غیر معناداری بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام دارد که یافته‌های پژوهش در انطباق با یافته‌های اسپریر و همکاران (۲۰۱۲) می‌باشد.

بر اساس نتایج حاصل از فرضیه سوم، به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌شود که با نگهداشت کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) در سطح پایین، زمینه‌های لازم کاهش نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام را فراهم آورند. به سرمایه گذاران و فعالان بازار بورس نیز پیشنهاد می‌شود که ضمن بررسی عناصر سمت چپ ترازنامه صورت های مالی شرکت‌ها، واحد هایی را برای انجام فعالیت های مالی و سرمایه گذاری انتخاب نمایند که از نظر مبالغ بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حسابهای پرداختی تجاری) در سطح پایینی قرار داشته باشند تا بدین وسیله از آثار سوء نوسان‌های ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در امان باشند. نتایج یافته‌های پژوهش حاکی از این مطلب بود که افزایش کل بدهی‌های جاری (شامل تسهیلات بانکی و حساب‌های پرداختی تجاری) بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد که یافته‌های پژوهش در انطباق با یافته‌های اسپریر و همکاران (۲۰۱۲) می‌باشد.

تضمین و تداوم حیات و بقای سازمان‌ها نیازمند یافتن راه حل‌ها و روش‌های جدید مقابله با مشکلات می‌باشد که به نوآوری، ابداع، خلق محصولات، فرآیندها و روش‌های جدید بستگی زیادی دارد. مدیران برای نیل به این هدف باید به نقش‌هایی روی آورند که متناسب با شرایط متحول محیطی باشد. در انجام هر پژوهش، مجموعه‌ای از عوامل خارج از کنترل پژوهشگر وجود دارند. اما بطور بالقوه می‌تواند نتایج یک پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. بدین منظور، باید نتایج یک پژوهش علمی با مد نظر قرار دادن محدودیت‌های موجود، مورد تحلیل و بررسی قرار گیرد. پژوهش حاضر نیز از قاعده مذکور مستثنی نبوده و دارای محدودیت‌هایی به شرح زیر بوده است:

در انجام پژوهش حاضر، آثار تورم نادیده گرفته شده است. بدیهی است در صورتی که تأثیر این عامل در محاسبات گنجانده می‌شد، شاید نتایج حاصله با نتایج فعلی متفاوت می‌بود.

در پایان پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده به شکل زیر داده می‌شود:

- بررسی تأثیر سایر نسبت‌های مالی بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
- بررسی تأثیر نسبت‌های نقدینگی بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.
- بررسی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر نوسان پذیری ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

منابع

- اکبری، فضل الله. (۱۳۹۱). تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، چاپ شانزدهم، انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، تهران.
- باغومیان، رافیک و نقدی، سجاد. (۱۳۹۳). «تأثیر سازوکار حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش‌گری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۶. صص: ۱۳۶-۱۱۹.
- پیری، پرویز، دیدار، حمزه و خدایار یگانه، سیما. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارش‌گری مالی در طول چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ششم، شماره سوم، صص: ۹۹-۱۱۸.
- جلیلی، صابر، نونهال نهر، علی اکبر و خالقی، نوید. (۱۳۹۱). «بررسی ارزیابی توان شاخص‌های ارزش مالی و سودآوری در تبیین بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، دوره ۵، شماره ۱۴، صص: ۹۴-۷۷.
- ساعی، محمد جواد، اسماعیلی، علی و باقری، اکبر. (۱۳۸۹). «بررسی تجربی محتوای اطلاعاتی ارزش دفتری سهام و سود خالص در شرکت‌های روبه افول و قوی». *مجله دانش و توسعه (علمی - پژوهشی)*، سال هفدهم، شماره ۳۰. صص: ۱۸۷-۱۶۳.
- سرلک، نرگس و اکبری، مینا. (۱۳۹۲). «رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۰، شماره ۴، صص: ۹۲-۷۷.
- سینایی، حسنعلی و رضاییان، علی. (۱۳۸۴). «بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی)». *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی*، سال پنجم، شماره نوزدهم. صص: ۱۴۸-۱۲۳.
- عزیززاده، طاهره (۱۳۸۸). «بررسی نقش معیارهای سنجش عملکرد در ایجاد ارزش برای شرکت». *مجله حسابداری*، شماره ۲۰۸. صص: ۴۵-۴۴.
- غلامی، غلامرضا. (۱۳۸۲). *بررسی ارتباط بین تغییرات اهرم‌های عملیاتی، مالی و مرکب با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- قربانی، بهزاد، فروغی، داریوش، امیری، هادی، هاشمی، سیدعباس. (۱۳۹۲). «کیفیت گزارش‌گری مالی». *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار تهران*، سال ششم، شماره ۱۷، صص: ۶۱-۴۵.

- الماسی زفره، جعفر علی. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول، بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی (دفتری و بازاری) در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی.
- نظیر، محمدرضا. (۱۳۹۳). تاثیر ساختار مالکیت بر سطح معاملات با اشخاص وابسته. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.
- کیودان، محمد رضا. (۱۳۹۱). پیش بینی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت ها با استفاده از مدل ارزش گذاری اولسون بر اساس اجزای درآمد ها؛ ارقام تعهدی و جریان های نقدی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اقتصادی - دانشکده صنایع.
- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۸۹). استانداردهای حسابداری. انتشارات سازمان حسابرسی. کمیته تدوین استاندارد های حسابداری. (۱۳۸۹). استانداردهای حسابرسی. انتشارات سازمان حسابرسی.
- وطنی، سعید. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد مالی شرکت های موجود در بازار سرمایه ایران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی اراک.
- Mohamed. A., Elhaja, A., Aini Muhamed, N. and Mazna Ramlia, N..(2015). " The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating". *Procedia Economics and Finance*, 31, pp. 62 – 74.
- Brown, C., and Abraham, F. (2012). "Sum of Perpetuities Method for Valuing Stock Prices". *Journal of Economics* 38 (1), pp.59–72.
- Das, L., (1994). "Performance measurement takes center stage at Johnson space center". *Industrial Engineering*, 26, pp.24-28.
- Delena, Dursun, Kuzeyb, Cemil, Uyarb, Ali. (2013). "Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach". *Expert Systems with Applications*, Volume 40, Issue 10, August 2013, pp.3970–3983
- Fottouh, B., Scaramozzino, P., and Harris , L.(2002) NON-Linearity In The Determinants Of Capital Structure: Evidence From Uk Firms. 9. pp.198-206.
- Gordon, E. A., and Henry, E. (2005). "Related Party Transactions and Earnings Management". Retrieved from <http://papers.ssrn.com>. Pp.102-120.
- James, W. (2012)." Dividend Policies and Common Stock Prices". *Journal of Finance* 11 (1): 29–41. doi:10.1111/j.1540-6261.1956.tb00684.
- Kuan, L., Tower, G., Rusmin, R. J. L.W., and Mitchell, Z. (2010). "Related Party Transactions and Earnings Management". *Journal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 14 (2), pp. 93–115.

- Marchinia, Pier Luigi, DEsteb, Carlotta. (2014). "Comprehensive Income and Financial Performance Ratios: Which Potential Effects on ROE and on Firm's Performance Evaluation". *Procedia Economics and Finance, Volume 32*, 2015, pp.1724–1739.
- Mehregan, M., and Shahbandarzadeh, H., (2006). "A method for performance evaluation of bank branches using multi-attribute decision making technique". *Financial Researches*, 20, pp.17–24
- Nen-Chen, R. H., Jeng-Ren, C., and Ying-Chieh, W. (2013). "Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China". *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(4), pp.292–313.
- OECD. (2009). "Guide on Fighting Abusive Related Party Transaction In Asia."
- Saunders, A., and Millon Correntt, M. (2001). "Financial markets and Institutions: *A modern perspective*", *Mc Graw-Hill, International Edition*.
- Schreiber, Irene, Gernot Müller, Claudia Klüppelberg, Wagner, Niklas. (2012). "Equities, credits and volatilities: A multivariate analysis of the European market during the subprime crisis". *International Review of Financial Analysis*. 24, (2012), pp.57–65
- Smith, David J, Jianguo Chen, and Hamish Anderson (2008) "The relationship between capital structure and product markets": *Evidence from New Zealand*. www.ssrn.com. pp.63-70.
- Stoll H.(1978). "The Supply of Dealer Services in Securities Markets", *Journal of Finance September*. pp.1133-1151
- Sun, Yamei. Lu, Yonglong. Wang, Tieyu. Ma, Hua, and Guizhen He. (2007). "Pattern of patent-based environmental technology innovation in China", *Technological Forecasting & Social Change*, [Available online at www.Sciencedirect.com].
- Yeh Q. J .(1996). "The application of data envelopment analysis in conjunction with financial ratios for bank performance evaluation". *European Journal of Operational Research society*, 47(8). pp. 980-988.