



Shahid Bahonar
University of Kerman



Journal of Development and Capital



Iranian
Electronic Commerce Association

Print ISSN: 2008-2428

Online ISSN: 2645-3606

The Reaction of Investors to Protection against Conflicts of Interest during the Recession

Vahid BekhradiNasab[—]
Fatemeh Zholanezhad[—]
Hesam Rahmani[—]

Abstract

Objective: Establishing a strong capital market system in a variety of situations, such as economic growth and recession, requires attention to a number of factors. The ability of shareholders in complaints against the mismanagement and management of managers and executives, or in other words, the ease of shareholders' petition, are among the factors that have prompted investors to maintain their interests against the assumptions of stewardship and representation theory in the era of recession is immune. Accordingly, the purpose of this study is to respond to investors' protection against conflicts of interest during the recession.

Methods: Target sample consists of 176 of the listed companies in Tehran Stock Exchange during 2011-2017. The research method was based on multiple regression and panel data model using ordinary least squares method.

Results: The research findings suggest that the conflict of interests between the manager and the owner is negatively affected by the reaction of the investors, and investor protection has a direct effect on the investors' reaction. The other results of the research are that the positive effect of supporting the investor and the negative effect of the conflict of interests between the manager and the owner is reinforced by the reaction of investors in the period of the recession. Ultimately, the interaction effect of supporting the investor and the conflict of interests between the manager and the owner during the recession with the reaction of investors has a reverse effect.

Conclusion: Investors intuitively behave badly by inferring that the interests of the manager and the owner are not aligned, but as soon as they feel supported, they behave positively. This conclusion is repeated in the period of economic prosperity, but is intensified in the period of economic record.

Journal of Development and Capital, Vol. 5, No.2, Ser. 9, 211-230.

[—] **Corresponding Author**, Ph.D. of Accounting, Najaf Abad branch, University of Islamic Azad, Najaf Abad, Iran. (E-mail: vahid.BekhradiNasab@gmail.com).

[—] Ph.D. Student of Accounting, Najaf Abad branch, University of Islamic Azad, Najaf Abad, Iran. (E-mail: jolanejad1022@gmail.com).

[—] M.A. of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran. (E-mail: hesamrahmani1989@gmail.com).

Submitted: 23 January 2019

Accepted: 9 September 2020

Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

DOI: 10.22103/jdc.2020.13464.1064

©The Authors.

Abstract

Keywords: *Investor Reaction, Investor Protection, Conflict of Interests, Economic Downturn.*

JEL Classification: M41.

Citation: BekhradiNasab, V., Zholanezhad, F., Rahmani, H. (2020). The impact of accrual on the financial constraints in critical condition, according to three fama and french factor model by stock price movements process. *Journal of Development and Capital*, 5(2), 211-230 [In Persian].



واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوره رکود اقتصادی

وحید بخردی نسب⁻

فاطمه ژولانژاد⁻

حسام رحمانی⁻

چکیده

هدف: استقرار یک سیستم راهبری قوی در بازار سرمایه طی موقعیت‌های مختلف نظیر رونق و رکود اقتصادی، نیازمند توجه به پاره‌ای از عوامل است. شاخص شفافیت معاملات، شاخص مسئولیت مدیران و شاخص توانایی سهام‌داران در شکایت علیه سوء رفتار و تدبیر مدیران و مسئولین یا به عبارتی سهولت دادخواست سهام‌داران، از جمله عواملی هستند که واکنش سرمایه‌گذاران را نسبت به حفظ منافع در برابر فرضیه مباشرت و تئوری نمایندگی در دوران رکود اقتصادی مصون می‌دارد. بر این اساس هدف از مطالعه حاضر واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوران رکود اقتصادی است.

روش: جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۰ است. حجم نمونه بر اساس روش نظام‌مند بالغ بر ۱۷۶ شرکت است. روش اجرای پژوهش بر اساس رگرسیون چندگانه و الگوی داده‌های ترکیبی با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی اجراء شد.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر منفی دارد و حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد. همچنین از دیگر نتایج پژوهش این است که اثر مثبت حمایت از سرمایه‌گذار و اثر منفی تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود اقتصادی تقویت می‌شود. در نهایت اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع میان مدیر و مالک در دوره رکود اقتصادی با واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوس دارد.

نتیجه‌گیری: سرمایه‌گذاران با استنباط شهودی از همسو نبودن منافع مدیر و مالک، رفتار سوء از خود نشان می‌دهد ولی به محض اینکه احساس حمایت نماید، رفتار مثبت از خود نشان می‌دهد. این نتیجه‌گیری در دوره رونق اقتصادی به همین منوال تکرار می‌گردد ولی در دوره رکورد اقتصادی تشدید می‌گردد.

واژه‌های کلیدی: واکنش سرمایه‌گذار، حمایت از سرمایه‌گذار، تضاد منافع، رکود اقتصادی.

طبقه‌بندی JEL: M41.

توسعه و سرمایه، دوره پنجم، شماره ۲، پیاپی ۹، صص. ۲۱۱ تا ۲۳۰

⁻ نویسنده مسئول، دکتری گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران.
(رایانامه: vahid.BekhradiNasab@gmail.com)

⁻ دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران. (رایانامه: jolanejad1022@gmail.com)

⁻ کارشناسی ارشد گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (رایانامه: hesamrahmani1989@gmail.com)

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۱/۳ تاریخ پذیرش: ۹۹/۶/۱۷

دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

استناد: بخردی‌نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه؛ رحمانی، حسام. (۱۳۹۹). واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوره رکود اقتصادی. توسعه و سرمایه، ۵(۲)، ۲۳۰-۲۱۱.

مقدمه

سرمایه‌گذاران در موقعیت‌های مختلف اقتصادی (رونق یا رکود)، چشم‌اندازهای متفاوتی دارند و بر اساس این چشم‌اندازها، به جمع‌آوری و وزن‌دادن به اطلاعات اقدام می‌کنند. به عنوان مثال هنگامی که عدم اطمینان کل اقتصاد را در بر گرفته است، سرمایه‌گذاران در شرایط رکود اقتصادی تلاش می‌کنند تا ریسک خود را به حداقل برسانند؛ بنابراین در پی اطلاعاتی هستند که بالاترین قابلیت اتکا را داشته و همچنین از عینیت بالایی برخوردار باشد. در نتیجه از میان منابع اطلاعاتی مختلف، به منابعی اهمیت بیشتری می‌دهند که عینیت بیشتری داشته باشد. سود حسابداری یک منبع اطلاعاتی با عینیت بالا شناخته می‌شود. از این رو، آنها به سود حسابداری که یک منبع اطلاعاتی مناسب است، اهمیت بیشتری می‌دهند. در نقطه مقابل، سرمایه‌گذاران در شرایط رونق اقتصادی، از آنجا که وضعیت اقتصادی روبه‌رشد است، در پی اطلاعاتی هستند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد را به آنها نشان دهد. پس آنها جویای اطلاعاتی هستند که بیشتر بر اساس پیش‌بینی است و مسئله مربوط بودن برای آنها بسیار مهم و ویژگی عینیت از اهمیت کمتری برخوردار است (پرساکیس و ایتارادیس^۱، ۲۰۱۵).

وضعیت کلی اقتصاد هر کشور روی شرکت‌ها تأثیر و در نتیجه، این وضعیت بر سود شرکت نیز اثرگذار است. انتظار می‌رود که در دوره رونق اقتصادی، چون وضعیت کلی اقتصاد روبه‌رشد و تقاضا برای کالا و خدمات ثبات دارد، شرکت‌ها به راحتی به اهداف خود دست یابند و سود شرکت نیز از ثبات برخوردار باشد. اما در نقطه مقابل، در دوره رکود که وضعیت کلی اقتصاد نوسان دارد، بنابراین سود حسابداری نیز تحت تأثیر آن قرار گرفته و نوسان بیشتری دارد. در چنین حالتی انتظار می‌رود که سود حسابداری در دوره رونق نسبت به دوره رکود، از نوسان کمتری برخوردار باشد (الهادی و همکاران^۲، ۲۰۱۵).

یکی از اقلام صورت‌های مالی که به عنوان معیار ارزیابی عملکرد و توانایی سودآوری واحد انتفاعی مورد توجه قرار می‌گیرد، سود خالص است. سود حسابداری و مشتق‌های آن از جمله معیارهایی است که برای پیش‌بینی بازده، ارائه و مورد استفاده قرار گرفته‌اند (لشکری و همکاران، ۱۳۸۸). سود به عنوان مهم‌ترین شاخص حسابداری همواره برای مقاصد مختلف نظیر ارزیابی سهام و عملکرد مدیریت شرکت‌ها مورد توجه بوده است. گرچه رقم سود گزارش شده شرکت‌ها جزء اصلی‌ترین مبانی تصمیم‌گیری در بازار سرمایه به حساب می‌آید، وجود مواردی چون برآوردها، روش‌های گوناگون حسابداری و در نهایت هموارسازی و مدیریت سود، نقش اطلاعاتی آن را به عنوان مبنای مهم تصمیم‌گیری در بازار سرمایه تهدید می‌کند (ایزدی‌نیا و نظرزاده، ۱۳۸۸). در این میان میزان اختلاف جریان‌های نقد با سود خالص نشان از وجود تضاد منافع بین مدیر شرکت با مالکان است. هر چه این اختلاف بیشتر، دستکاری سود توسط مدیران هم بیشتر و در نتیجه تضاد منافع بین مدیران و مالکان هم بیشتر است. به بیان دیگر اختیار عمل مدیران در استفاده از اصول تحقق و تطابق، برآورد و پیش‌بینی و همچنین اعمال روش‌هایی نظیر تغییر روش ارزیابی موجودی کالا، استهلاک سرفقلمی، هزینه جاری یا سرمایه‌ای تلقی کردن هزینه‌های تحقیق و توسعه و تعیین هزینه مطالبات

مشکوک الوصول از جمله مواردی هستند که مدیران می‌توانند از طریق اعمال آنها، سود را تغییر دهند. پس دستکاری سود از جنبه‌های با اهمیت ارزیابی سلامت مالی شرکت‌ها است و مورد توجه سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی شرکت است.

از یک طرف به دلیل آگاهی بیشتر مدیران از وضعیت شرکت، انتظار می‌رود به گونه‌ای اطلاعات تهیه و ارائه شود که وضعیت شرکت را به بهترین نحو منعکس کند. از طرف دیگر بنا به دلایلی نظیر ابقاء در شرکت، دریافت پاداش و ... مدیریت واحد انتفاعی خواسته یا ناخواسته ممکن است با دستکاری سود، وضعیت شرکت را مطلوب جلوه دهد. تحت چنین شرایطی سود واقعی با سود گزارش شده در صورت‌های مالی مغایرت داشته و رویدادی تحت عنوان تضاد منافع بین کارگزار و کارگمار رخ می‌دهد. **پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶)** معتقد است که تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر منفی دارد. ولی با توجه به وضعیت کنونی اقتصاد کشور ایران که هم اکنون با بحران رکود روبه‌رو است و عدم اطمینان کل اقتصاد را در بر گرفته است، انتظار می‌رود که میزان حمایت از سرمایه‌گذاران و سهام‌داران شرکت‌های سهامی افزایش یابد و به نحو بهتری انجام گیرد. پس می‌توان گفت که حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد و اثر مثبت حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود تقویت می‌شود. ولی اثر منفی تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود تقویت می‌شود. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به بررسی میزان حمایت از سهام‌داران جزء یک شرکت سهامی عام می‌پردازد و با استفاده از سه مولفه (شاخص شفافیت معاملات، شاخص مسئولیت مدیران، شاخص توانایی سهام‌داران در شکایت علیه سوء رفتار و تدبیر مدیران) مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. بررسی تضاد منافع با توجه به تفاوت در میزان شاخص حمایت از سرمایه‌گذار در پژوهش‌ها به طور محدود بررسی شده است. در شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران، حمایت از سهام‌داران خرد در مقابل استفاده مدیران از دارایی‌های شرکت برای نیل به اهداف شخصی اندازه‌گیری می‌شود.

این شاخص می‌تواند به عنوان یک عامل مهم در تضاد منافع در نظر گرفته شود. بر اساس نظریات **لیوز و همکاران^۳ (۲۰۰۳)** و **کارولنی^۴ (۲۰۱۲)** در کشورهایی که شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران در دامنه‌ای بالاتر قرار دارد و بازار سهام از گستردگی بیشتری برخوردار است، سطوح دستکاری سود در مقایسه با کشورهایی که این شاخص ضعیف‌تر و بازار سهام محدود و کوچک است، کاهش می‌یابد. با توجه به مطالب بیان شده پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این سؤال است که واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع مالی طی دوران رکود اقتصادی چگونه است. در باب اهمیت و ضرورت انجام پژوهش می‌توان گفت کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها و به طور خاص سود گزارش شده، می‌تواند در گزارشگری مالی اطمینان سرمایه‌گذاران را در بازارهای مالی تحت تأثیر قرار دهد. بر اساس نظریه تقاضا، شرکت‌ها با روی آوردن به حسابرسی که از شهرت بیشتری برخوردار هستند، می‌کوشند نشان دهند کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی آنها مطلوب‌تر است. از طرفی میزان کیفیت اطلاعات حسابداری از جمله سود حسابداری در شرایط متفاوت اقتصادی از جمله رونق و رکود و میزان تفاوت در شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران در هر دوره متفاوت است. پس با توجه به ارائه اطلاعات حسابداری از سوی مدیران در شرایط رکود اقتصادی و میزان دستکاری سود مدیران با توجه به حمایت از سرمایه‌گذاران جزء یک شرکت سهامی، می‌توان به بررسی تأثیر بین دستکاری سود حسابداری در

شرایط رکود اقتصادی با توجه به میزان حمایت از سرمایه‌گذار پرداخته شود. در ادامه به بررسی به مبانی نظری، پیشینه پژوهش، روش اجرای پژوهش، یافته‌ها و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تضاد منافع بین کارگزار و کارگمار

یکی از اهداف صورت‌های مالی، انعکاس نتایج مباشرت مدیریت یا حسابدگی آنها در قبال منابعی است که در اختیار آنها قرار گرفته است (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳). تصمیم‌های مالی مختلف برای رفاه مالی و همچنین تداوم فعالیت شرکت ضروری است (قدیری مقدم و اسدیان، ۱۳۸۹). استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی برای اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی، غالباً خواهان ارزیابی وظیفه مباشرت یا حسابدگی مدیریت هستند. تصمیم‌های اقتصادی مزبور شامل مواردی مانند فروش یا حفظ سرمایه‌گذاری در واحد تجاری و انتخاب مجدد یا جایگزینی مدیران است. استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، وظیفه مباشرت مدیریت را با توجه به صورت‌های مالی مورد بررسی و ارزیابی قرار می‌دهند. صورت سود و زیان از جمله صورت‌های مالی است که در ارزیابی وظیفه مباشرت مدیریت از اهمیت زیادی برخوردار است. صورت سود و زیان منعکس‌کننده عملکرد واحد تجاری و در برگیرنده بازده حاصل از منابع تحت کنترل واحد تجاری است (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳). سود به عنوان یکی از مهم‌ترین اقلام صورت‌های مالی، اطلاعات اساسی برای سرمایه‌گذاران را فراهم می‌آورد. زیرا از این طریق هم می‌توانند وضعیت شرکت را با سایر شرکت‌ها و نیز وضعیت همان شرکت در سال‌های گذشته را مورد مقایسه قرار دهند و هم روند سودهای آتی را پیش‌بینی نمایند. بنابراین، با توجه به اهمیت اطلاعات سود برای عموم سرمایه‌گذاران، مدیران در افشای اطلاعات سود بسیار هوشیار هستند (هوگان و ویلکینز، ۲۰۰۸). ولی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و سایر گزارش‌های حسابداری، به‌ویژه سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در صورت کسب اطلاعات مرتبط با روش‌ها و چگونگی دستکاری سود توسط مدیران به تصمیم‌های اقتصادی آگاهانه‌تر دست می‌یابند (ثقفی و بهارمقدم، ۱۳۸۷). از آنجایی که اطلاعات مربوط به سود در مقایسه با سایر اطلاعات گزارش شده توسط سیستم حسابداری بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران است، توجه به ویژگی‌های کیفی سود گزارش شده بسیار مهم خواهد بود. دستکاری سود به عنوان یک پروکسی از تضاد منافع میان مدیران و مالکان می‌تواند در گزارشگری مالی واکنش سرمایه‌گذاران را در بازارهای مالی تحت تأثیر قرار دهد (قائمی و همکاران، ۱۳۸۷). به بیان دیگر تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوس دارد. پس فرضیه اول پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر منفی دارد.

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به حمایت سرمایه‌گذار

بررسی نقش نظارت در حصول اطمینان از کیفیت گزارشگری، به سه دهه قبل باز می‌گردد. به طور عمده، پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که کیفیت بالای نظارت با کیفیت گزارشگری ارتباط دارد (بیکر و همکاران، ۱۹۹۸؛ فرانسیس و همکاران، ۱۹۹۹؛ بالسام و همکاران، ۲۰۰۳؛ کارامانیس و لئوکس، ۲۰۰۸). از نظر واتس و زیمرمن^۱ (۱۹۸۳) و بیکر و همکاران (۱۹۹۸)، نظارت حالتی ارزشمند است که توسط شرکت‌ها در جهت کاهش هزینه نمایندگی و همچنین کاهش

گزارشگری نادرست و افزایش کیفیت گزارشگری، مورد استفاده قرار می‌گیرد. بر اساس نظریه تقاضا، شرکت‌ها با روی آوردن به حسابرسانی که نام معروف‌تری دارند، می‌کوشند تا نشان دهند که کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی آنها مطلوب‌تر است. نیاز به حل تناقض‌های نمایندگی محرکی برای تقاضای نظارت با کیفیت بالا است. نامتقارن بودن اطلاعات بین صاحبان سرمایه (ذی‌نفعان) و نماینده‌ها (مدیران) موجب بروز اغتشاش ذهنی می‌شود و این نگرانی را پدید می‌آورد که نماینده، منافع شخصی خود را به هزینه صاحب سرمایه دنبال می‌کند. بر اساس تئوری نمایندگی، صاحب سرمایه و نماینده به این نتیجه می‌رسند که به نفع هر دو طرف است که اغتشاش ذهنی کاهش یابد. لذا ترتیباتی را دنبال می‌کنند که منافع شخصی آنها را هم راستا سازد. یکی از این ترتیبات، حمایت و حفاظت سرمایه‌گذار است که ابزاری نظارتی برای بهبود اطلاعات درباره وضعیت و عملکرد مالی شرکت و افزایش تقارن اطلاعات است. حمایت از سرمایه‌گذار به عنوان یک عنصر مهم در تضاد منافع در نظر گرفته می‌شود (لیوز و همکاران، ۲۰۰۳). بر اساس یافته‌های لیوز و همکاران (۲۰۰۳) و کارولنی (۲۰۱۲)، در اقتصادهای با ویژگی‌هایی همچون مالکیت نسبتاً پراکنده، حمایت مؤثر و قوی‌تر از سرمایه‌گذاران و بازار سهام گسترده، سطوح پایین‌تری از دستکاری سود را نسبت به کشورهای با مالکیت نسبتاً متمرکز، حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران و بازار سهام کمتر توسعه یافته نشان می‌دهد. همچنین بوشمن و اسمیت^{۱۱} (۲۰۰۱) و نابار و بونلرت^{۱۲} (۲۰۰۷) به این نتیجه دست یافتند که در کشورهایی که از سرمایه‌گذاران خود حمایت بیشتری می‌شود و میزان این شاخص در سطح بالاتری قرار دارد، رقم سود از کیفیت بیشتری برخوردار است. برگستالر و همکاران^{۱۳} (۲۰۰۶) گزارش دادند که شرکت‌های خصوصی و دولتی، در کشورهای دارای سیستم حقوقی ضعیف شفافیت کمتری دارد. نابار و بونلرت (۲۰۰۷) معتقد است که دستکاری سود تنها به حمایت از سرمایه‌گذار مرتبط نیست و به فرهنگ کشور نیز ارتباط دارد. چون فرهنگ ملی تعیین‌کننده سیستم حاکمیت شرکتی است. کاهان و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۸)، اعلان کردند که مدیران فعال در کشورهای دارای حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران، هموارسازی فرصت طلبانه بیشتری برای دستیابی به سود دارند. اما مدیران در کشورهای دارای حمایت قوی از سرمایه‌گذاران با استفاده از هموارسازی سود اطلاعات محرمانه سود را منتقل می‌نمایند. هوکیو و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۲) یک رابطه مثبت میان حمایت از سرمایه‌گذار و دستکاری سود یافتند. پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان «کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذار و مدیریت سود در طول بحران اقتصادی ۲۰۰۸»، به این نتیجه رسید که در شرکت‌هایی که حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران و اجبار قانونی گسترده‌ای وجود دارد، کیفیت حسابرسی بیشتر است و در کشورهایی که حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران وجود دارد، کیفیت سود نیز بیشتر است. پس انتظار می‌رود که حمایت از سرمایه‌گذار منجر به واکنش مثبت در رفتار سرمایه‌گذاران می‌شود. بر این اساس فرضیه دوم به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه دوم: حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد.

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به حمایت سرمایه‌گذار در دوران رکود اقتصادی

بیشتر یافته‌های پژوهش‌ها در ارتباط با رکود اقتصادی نشان می‌دهد که در طول بحران مالی، تضاد منافع افزایش می‌یابد. افزایش تضاد منافع در کشورهای دارای حمایت ضعیف از سرمایه‌گذار مشهودتر و بیشتر است. جای تعجب است که

هیچ شواهد روشنی در زمینه اثر رکود اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار وجود ندارد. بسیاری از اقتصاددانان نظیر پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶) به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به حمایت سرمایه‌گذار در دوران رکود اقتصادی پرداخته‌اند. چرا که در طول دوره رکود اقتصادی و بحران مالی عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد (کنچل و ویلکنز^{۱۵}، ۲۰۰۶؛ هوریب و کوک^{۱۶}، ۲۰۰۵). پژوهشگران اخیراً نظیر جوئل و همکاران^{۱۷} (۲۰۰۷)، لین و لئو^{۱۸} (۲۰۱۰) و چیا و همکاران^{۱۹} (۲۰۱۱) دریافته‌اند که محافظت قوی از سرمایه‌گذاران، قوانین قوی، سیستم حقوقی درست همگی تعیین‌کننده‌های اصلی صورت‌های مالی با کیفیت هستند. بر اساس یافته‌های به دست آمده در پژوهش‌های گونتر و یونگ^{۲۰} (۲۰۰۰)، بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱)، لئوز و همکاران (۲۰۰۳) و شن و چی^{۲۱} (۲۰۰۵)، تضاد منافع میان مدیر و مالک در کشورهای دارای حمایت قوی از سرمایه‌گذاران و سیستم‌های حقوقی قوی کمتر است. نتایج به دست آمده از نیومن و همکاران^{۲۲} (۲۰۰۵) و جگی و لاو^{۲۳} (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که حمایت از سرمایه‌گذار به تضاد منافع پایین‌تر مرتبط است. پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶) معتقد است که تأثیر حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوران رکود اقتصادی تقویت می‌شود. بر این اساس فرضیه سوم به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه سوم: اثر مثبت حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود اقتصادی تقویت می‌شود.

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تضاد منافع بین کارگزار و کارگزار در دوران رکود اقتصادی

تضاد منافع در محیط‌های حقوقی متفاوت، مشابه نیست. اثر حمایت سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران اولین عامل تعیین‌کننده است. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۳) پیش‌بینی کردند که در کشورهای دارای حقوق مدنی، هزینه کمتری صرف نظارت رفتار مدیر می‌گردد و از حساب‌برسان برتر کمتر استفاده می‌شود. چوی و همکاران^{۲۴} (۲۰۰۸) استدلال نمودند که عوامل ریسک و ویژه کشور، نیز نقش مهمی در تعیین تضاد منافع و هزینه بدهی در کشورها ایفا می‌نمایند که بر واکنش سرمایه‌گذاران نیز مؤثر است. یافته‌های آنها، وجود رابطه منفی میان واکنش سرمایه‌گذاران و تضاد منافع در دوران رکود اقتصادی را تأیید و اثبات می‌نماید.

جگی و لاو (۲۰۱۱) نیز اعلام کردند که شاخص شفافیت معاملات، شاخص مسئولیت مدیران و شاخص توانایی سهام‌داران در شکایت علیه سوءرفتار و تدبیر مدیران و مسئولین (سهولت دادخواست سهام‌داران) با حمایت از سرمایه‌گذار مرتبط است. لئوز و همکاران (۲۰۰۳)، استدلال کردند که نظارت در کشورهای دارای حمایت از سرمایه‌گذار، کمتر است. نظارت بر مدیر نقش چالش برانگیزی در دوران رکود اقتصادی دارد. کنچل و ویلکنز (۲۰۰۶) اشاره نمودند که نظارت در بازارهای سرمایه مدرن، جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، حساس است. لئوز و همکاران (۲۰۰۳) و بالاسوبرامانیام و همکاران^{۲۵} (۲۰۱۰) دریافته‌اند که کشورهای دارای حمایت قوی از سرمایه‌گذار، تضاد منافع کمتری دارد و به این صورت کیفیت گزارشگری آنها بالاتر است. لئوز و همکاران (۲۰۰۳) و شن و چی (۲۰۰۵) نشان دادند که افشاگری مالی از حمایت قوی از سرمایه‌گذار، انگیزه تضاد منافع را کاهش می‌دهد. پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶) معتقد است که تأثیر تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوران رکود اقتصادی تقویت می‌شود. بر این اساس فرضیه چهارم به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه چهارم: اثر منفی تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود اقتصادی تقویت می‌شود.

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع بین کارگزار و کارگمار در دوران رکود اقتصادی اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذاران و تضاد منافع، توسط فرانسیس و همکاران (۲۰۰۳)، فرانسیس و وانگ^{۲۶} (۲۰۰۸)، وان تندلو و وان استرایلن^{۲۷} (۲۰۰۸) مورد بررسی قرار گرفته است. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که استانداردهای حسابداری ملی، به موقع و در کشورهایی با قوانین مشترک واضح هستند، که این مطابق با ایفای نقش بیشتر توسط افشای عمومی اطلاعات حسابداری بر مبنای تعهدی در راهبری شرکتی در هریک از کشورها است. مایژور و وان استرایلن^{۲۸} (۲۰۰۶) و فاروگی و همکاران^{۲۹} (۲۰۱۴) در پژوهش‌های خود نشان دادند که میزان و اندازه دستکاری سود بصورت یکنواخت نیست و محیط حسابرسی سخت‌گیرانه صرف نظر از نوع حسابرس می‌تواند میزان دستکاری سود را کاهش دهد. از نظر فرانسیس و وانگ (۲۰۰۸)، حمایت از سرمایه‌گذاران خود به خود منجر به افزایش در کیفیت سود نمی‌شود بلکه به عنوان واسطه‌ای در جهت تحریک حسابرسان و در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران بیشتر و از شدت بیشتری برخوردار است، میزان کیفیت سود فقط در شرکت‌هایی که از چهار موسسه بزرگ استفاده می‌کنند، بیشتر است. بخردی‌نسب و نقی‌هانجف‌آبادی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی «تأثیر حمایت از سرمایه‌گذار و پذیرش استانداردهای حسابداری بر کیفیت سود» پرداخته‌اند. نتایج در این پژوهش گویای این است که به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی همچنین به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و استقلال هیئت مدیره و به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و حفاظت از سهامداران رابطه معناداری با کیفیت سود دارد. ولی به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و پذیرش استانداردهای حسابداری و به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و عدم دوگانگی مسئولیت مدیر عامل اثری بر کیفیت سود ندارد. همچنین پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶) معتقد است که تأثیر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع میان مدیر و مالک در دوره رکود اقتصادی با واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوسی دارد. بر این اساس فرضیه پنجم به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه پنجم: اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع میان مدیر و مالک در دوره رکود اقتصادی با واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوسی دارد.

پیشینه پژوهش

بخردی‌نسب (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی نقش مدیریت راهبردی در بازار سرمایه نسبت به اعلان سود پرداخته است. شواهد پژوهش حاکی از آن است که مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها و تمایز، واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود را نمی‌تواند تغییر دهد، لیکن مدیریت با اتخاذ راهبردهای کسب و کار، حجم معاملات شرکت را تغییر می‌دهد.

بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارقام تعهدی بر محدودیت مالی در شرایط بحرانی بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام پرداختند. شواهد این پژوهش حاکی از آن است که ارقام تعهدی اختیاری بر محدودیت مالی تأثیر معکوس ولی ارقام تعهدی غیراختیاری بر محدودیت مالی بدون تأثیر است. از دیگر نتایج پژوهش، نقش منفی بکارگیری ارقام تعهدی در شرایط بحرانی بر بازده اضافی سهام با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ است. در واقع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای محدودیت‌های مالی هستند، نمی‌توانند از ارقام تعهدی غیر اختیاری جهت نشان دادن

جنبه‌های مثبت فعالیت خود استفاده کنند و در استفاده از این مورد محدود می‌شوند. ولی شرکت‌هایی که از اقلام تعهدی اختیاری در راستای علامت‌دهی جنبه‌های مثبت فعالیت خود به بازار استفاده می‌کنند، افت قیمت سهام ناشی از بحران مالی را جبران و در بازه زمانی کوتاه‌مدت بازده سهام خود را در مدت کوتاهی افزایش می‌دهند.

بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین مومنتوم و بازده اضافی سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که کیفیت سود بر رابطه بین مومنتوم و بازده اضافی سهام تأثیر گذار است.

بخردی‌نسب و نقی‌هانجف‌آبادی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر حمایت از سرمایه‌گذار و پذیرش استانداردهای حسابداری بر کیفیت سود پرداختند. شواهد پژوهش حاکی از آن است که به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی همچنین به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و استقلال هیئت مدیره و به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و حفاظت از سهامداران رابطه معناداری با کیفیت سود دارد. ولی به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و پذیرش استانداردهای حسابداری و به کارگیری استانداردهای حسابداری مالی و عدم دوگانگی مسئولیت مدیر عامل اثری بر کیفیت سود ندارد.

بخردی‌نسب و احمدی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر بحران‌های مالی بین‌المللی جهانی علیه ایران بر کیفیت سود پرداختند. شواهد نشان داد که تشدید بحران مالی باعث افت کیفیت سود و تقلیل بحران مالی باعث بهبود کیفیت سود شده است.

بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر سایر مکانیسم‌های کیفیت سود بر بازده اضافی با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با تکنیک پرتفوی بندی ۲۴ گانه به صورت فصلی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که معیارهای کیفیت سود بر بازده اضافی سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر گذار است.

بخردی‌نسب و شفیع‌ی (۲۰۱۵)^{۳۰} در پژوهشی به بررسی تأثیر اقلام تعهدی بر محدودیت مالی پرداختند. شواهد در این پژوهش نشان داد که اقلام تعهدی اختیاری بر محدودیت‌های مالی تأثیر گذار است ولی اقلام تعهدی غیراختیاری بر محدودیت‌های مالی تأثیر گذار نیست.

پرساکیس (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذار و مدیریت سود در طول بحران اقتصادی ۲۰۰۸»، به این نتیجه رسید که کیفیت حسابرسی رابطه مستقیمی با بیشترین مولفه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران دارد و کیفیت حسابرسی در طول بحران مالی کاهش می‌یابد. در شرکت‌هایی که حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران و اجبار قانونی گسترده‌ای وجود دارد، کیفیت حسابرسی بیشتر است و در کشورهایی که حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران وجود دارد، کیفیت سود نیز بیشتر است.

روش اجرای پژوهش

الگوی مورد استفاده در مطالعه حاضر به پیروی از پژوهش پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶) به شرح رابطه ۱ است.

رابطه (۱)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 IC_{it} + \beta_2 INVPR_t + \beta_3 ED_i + \beta_4 IC_{it} \times INVPR_t + \beta_5 IC_{it} \times ED_i + \beta_6 IC_{it} \times INVPR_t \times ED_t + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 PROFIT_{it} + \beta_9 SOLVE_{it} + \beta_{10} LOSS_{it} + \beta_{11} COMPLEX_{it} + \beta_{12} IRISK_{it} + \beta_{13} BM_{it} + \beta_{14} LEVERAGE_{it} + \beta_{15} \Delta REV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این رابطه:

CAR: واکنش سرمایه گذاران

IC: تضاد منافع

INVPR: میزان حمایت از سرمایه گذاران

ED: رکود اقتصادی

SIZE: اندازه شرکت

PROFIT: سودآوری

SOLVE: حقوق مالکانه

LOSS: زیان دهی

COMPLEX: توان بازپرداخت بدهی ها

IRISK: ریسک

BM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام

LEVERAGE: اهرم مالی

REV: تغییر در میزان فروش خالص و درآمد ارائه خدمات

ε : خطای مدل

اجزای این مدل در ادامه تعریف شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

واکنش سرمایه گذاران (CAR): متغیر وابسته پژوهش حاضر واکنش سرمایه گذاران است. جهت اندازه گیری این

متغیر از معیار بازده غیرعادی سهام استفاده می شود که به شرح رابطه ۲ اندازه گیری شده است.

رابطه (۲)

$$CAR_{it} = R_{it} - RM_{it}$$

که در این رابطه :

R: بازده سهام

RM: بازده شاخص کل بازار سهام

بازده سهام به شرح رابطه ۳ محاسبه شده است.

رابطه (۳)

$$RET_{it} = \frac{DPS_{it} + P_{it}(1 + a_{it} + b_{it}) - (p_{it-1} + c \times a)}{(p_{it-1} + c_{it} \times a_{it})}$$

که در این رابطه :

RET: بازده تحقق یافته

DPS: سود نقدی سهام

P_t : قیمت سهام در پایان سال مالی

P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای سال مالی

a: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

b: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته

c: مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

همچنین بازده شاخص کل بازار سهام در دوره t از تفاوت شاخص بورس در پایان دوره نسبت به اول دوره و تقسیم این تفاضل بر شاخص بورس در ابتدای دوره به دست آمده است.

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش شامل رکود اقتصادی، حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع است که به شرح زیر اندازه‌گیری شده است.

تضاد منافع (IC): اولین متغیر مستقل در پژوهش حاضر تضاد منافع است. تضاد منافع اشاره به فرضیه مباشرت و نمایندگی دارد. انعطاف‌پذیری اصول پذیرفته شده حسابداری در تهیه صورت‌های مالی موجب می‌شود تا مدیران در تهیه و گزارش اطلاعات از اختیار عمل خود استفاده کنند (ناظمی و سیدی، ۱۳۸۹). در تضاد منافع مدیران یا کارگزار قصد استفاده از انتخاب‌های اختیاری خود در اداره سازمان را دارد. جهت سنجش تضاد منافع از ارقام تعهدی اختیاری استفاده شده است. ارقام تعهدی اختیاری تفاوت بین ارقام تعهدی کل و ارقام تعهدی غیراختیاری است که با استفاده مدل تعدیل شده جونز^{۳۱} (۱۹۹۱) به شرح رابطه ۴ سنجیده شده است.

رابطه (۴)

$$\frac{TAC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \beta_1 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{TA_{t-1}} + \beta_2 \left(\frac{PPA_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

که در این رابطه:

TAC: جمع ارقام تعهدی (سود عملیاتی منهای جریان‌های نقدی عملیاتی)

TA: جمع دارایی‌ها

ΔREV : تغییرات در فروش خالص و درآمد ارائه خدمات

ΔREC : تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری

PPE: مبلغ ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود

ε : خطای مدل که نشان دهنده ارقام تعهدی غیرعادی یا ارقام اختیاری است.

مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۱) به صورت مقطعی برای هر سال و شرکت برازش شده و در نهایت به پیروی از پژوهش بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۴) با بدست آمدن ارقام تعهدی غیرعادی برای هر سال و شرکت، نتایج به عنوان تضاد منافع میان مالکان و مدیران در پنل هم ردیف دیگر متغیرها برازش می‌شود.

رکود اقتصادی (ED): رکود اقتصادی دومین متغیر مستقل که به صورت موهومی سنجیده شده است و در هریک از سال‌های مورد مطالعه، در صورت منفی بودن نرخ رشد اقتصادی عدد یک، در صورت نبود آن صفر.

حمایت از سرمایه‌گذار (INVPR): شاخص حمایت از سرمایه‌گذار که با استفاده از چهار مؤلفه اندازه‌گیری شده است. دامنه ارزش‌گذاری این متغیرها بین صفر تا ده است.

۱- شاخص شفافیت معاملات.

۲- شاخص مسئولیت مدیران.

۳- شاخص توانایی سهام‌داران در شکایت علیه سوءرفتار و تدبیر مدیران و مسئولین (سهولت دادخواست سهام‌داران). این شاخص هر ساله به وسیله بانک جهانی^{۳۲} برای هر کشور اندازه‌گیری می‌شود^{۳۳} و از میانگین‌گیری غیر وزنی سه شاخص فوق‌اندازه‌گیری می‌شود.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت است.

سودآوری (PROFIT): سودآوری برابر با نسبت سود خالص به فروش است.

حقوق مالکانه (SOLVE): حقوق مالکانه برابر با نسبت حقوق صاحبان سهام به کل بدهی‌ها است.

زبان‌دهی (LOSS): اگر شرکت دارای زیان خالص باشد عدد یک، در صورت نبود صفر.

توان بازپرداخت بدهی‌ها (COMPLEX): توان بازپرداخت بدهی‌ها برابر با نسبت مجموع موجودی‌ها، حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری به کل دارایی‌ها است.

ریسک (IRISK): ریسک برابر با نسبت حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری به کل دارایی‌ها است.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برابر با تقسیم ارزش دفتری سهام عادی به ارزش بازار آن سهام است.

اهرم مالی (LEVERAGE): اهرم مالی برابر با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است.

تغییر در میزان فروش خالص و درآمد ارائه خدمات (REV): تغییر در میزان فروش خالص و درآمد ارائه خدمات برابر با تغییر در میزان فروش خالص و درآمد ارائه خدمات در دوره جاری نسبت به دوره قبل است.

جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری این است که کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مواردی همچون در دسترس بودن اطلاعات، تحت کنترل و نظارت بودن، انتشار گزارش‌های مالی طبق استانداردهای حسابداری و رعایت سایر الزام‌های قانونی به طور مشترک عمل می‌کنند. بدین منظور برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سامان‌مند استفاده شده و کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشد به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شد.

سهام شرکت از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ در بازار اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.

سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره رسیدگی تغییر نکرده باشد. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشد. معاملات سهام شرکت‌ها طی دوره پژوهش، بیش از ۶ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد. کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد. در نهایت تعداد ۱۲۳۲ سال-شرکت (۱۷۶ شرکت) به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش به دو بخش توصیفی و استنباطی تقسیم شده که در ادامه به آن پرداخته شده است.

آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی را برای ۱۷۶ شرکت عضو نمونه آماری در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۷ ساله نشان می‌دهد.

جدول ۱. آماره توصیفی

واکنش سرمایه‌گذاران	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
تضاد منافع	۰/۰۲۴۷	۰/۰۱۱	۰/۰۴۷	۰	۰/۰۴۲
میزان حمایت از سرمایه‌گذاران	۳/۴۵	۳/۳۵	۴	۳	۰/۴۶
رکود اقتصادی	۰/۳۳	۰	۱	۰	۰/۴۷
اندازه شرکت	۱۳/۸۴	۱۳/۶۰	۱۹	۱۰/۱	۱/۵
سودآوری	۰/۱۶	۰/۱۱	۶/۸۵	-۳/۰۴	۰/۳۶
حقوق مالکانه	۱/۰۷	۰/۵۷	۷۷/۵۳	-۰/۶۷	۳/۲۲
زیاندهی	۰/۱۲	۰	۱	۰	۰/۳۲
توان بازپرداخت بدهی‌ها	۰/۵۲	۰/۵۳	۰/۹۴	۰/۰۰۲	۰/۱۹
ریسک	۰/۲۸	۰/۲۶	۰/۹۰	۰/۰۰۲	۰/۱۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۰/۶۳	۰/۶۳	۳/۰۶	۰/۰۱	۰/۲۷
اهرم مالی	۰/۵۱	۰/۴۶	۰/۹۹	۰/۰۰۱	۰/۹۴
تغییر در میزان فروش خالص و درآمد ارائه خدمات	۰/۱۶	۰/۱۱	۳/۴۵	-۲/۰۶	۰/۳۳

مأخذ: محاسبات تحقیق

از بین شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم‌ترین آنها محسوب می‌شود که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین متغیرهای تضاد منافع برابر با ۰/۰۲۴۷ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود میانه متغیرهای حمایت از سرمایه‌گذار به ترتیب برابر با ۳/۳۵ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار است. همچنین از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است که این مقدار نباید برای متغیرها برابر صفر باشد که به عنوان نمونه در این پژوهش مقدار این پارامتر برای متغیر رکود اقتصادی برابر با ۰/۴۷ است. مطابق با توصیف یافته‌ها شواهد نشان می‌دهد که ۳۰٪ شرکت‌ها دارای شفافیت معاملاتی، مسؤلیت

بالای مدیران، توانایی سهام‌داران در شکایت علیه سوء رفتار و تدبیر مدیران برخوردارند. همچنین مدیران ۲٪ از شرکت‌ها دارای تضاد منافع با مالکان آن شرکت‌ها هستند.

آمار استنباطی

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصادسنجی به آن برخورد می‌شود، موضوع واریانس ناهمسانی و خودهمبستگی خطای مدل است. جهت بررسی واریانس ناهمسانی و خودهمبستگی به ترتیب از آزمون‌های بروش‌پاگان و بروش‌گادفری استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری این دو فروض کلاسیک که از سطح خطای ۰/۰۵ بالاتر است، نتایج بررسی واریانس ناهمسانی و خودهمبستگی حاکی از آن است که در بین اجزای خطای مدل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی وجود ندارد. پس از مشخص شدن فروض کلاسیک، باید آزمون‌های آماری لازم جهت تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد. جهت بررسی نوع داده‌ها (تلفیقی یا ترکیبی) از آزمون F لیمر و جهت بررسی اثرات آن (تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شده است. سطح معناداری آزمون F لیمر از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است. بنابراین فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها برای مدل پژوهش پذیرفته نمی‌شود و رویکرد تابلویی برای داده‌های پژوهش تأیید می‌شود. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون هاسمن از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است، بنابراین مدل پژوهش بر روی متغیرهای مورد نظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برازش شده است. در ادامه نتایج آزمون صورت گرفته با در نظر گرفتن فروض کلاسیک مدل و انتخاب نوع داده‌ها در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج مربوط به تخمین مدل

نام متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۳/۸۵	۱/۴۸	-۰/۲۵	۰/۷۹۵۳
تضاد منافع	-۲/۷۸	۵/۱۸	-۵/۳۷	۰/۰۰۰۰
حمایت از سرمایه‌گذاران	۳/۷۷	۱/۶	۲/۳۵	۰/۰۱۸۹
رکود اقتصادی	-۲/۸	۱/۱۳	-۰/۲۴	۰/۸۰۴۶
همکنشی دوره رکود و حمایت از سرمایه‌گذاران	۹/۵۸	۱/۵۴	۶/۲	۰/۰۰۰۰
همکنشی تضاد منافع و رکود اقتصادی	-۳/۱	۱/۲۴	-۲/۴۹	۰/۰۱۲۹
همکنشی تضاد منافع، حمایت از سرمایه‌گذاران و رکود اقتصادی	۱/۰۱	۳/۲۴	۳/۱۲	۰/۰۰۱۸
اندازه شرکت	۲/۱۸	۱/۲۷	۱/۷۱	۰/۰۸۶۷
نسبت سود خالص	۱/۹۳	۱/۲۷	۱/۵۱	۰/۱۲۹۸
نسبت حقوق مالکانه	۱/۴۹	۸/۳۶	۱/۷۷	۰/۰۷۵۹
زیان خالص	-۷/۸۷	۱/۶۲	-۰/۴۸	۰/۶۲۷۲
توان بازپرداخت بدهی‌ها	۶/۰۰۰	۵/۶۶	۱/۰۶	۰/۲۸۸۸
ریسک حسابداری	-۵/۸۳	۵/۵۷	-۱/۰۴	۰/۲۹۵۹
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۶/۷۵	۳/۷۲	۰/۱۸	۰/۸۵۵۸
اهرم مالی	-۶/۳۸	۶/۳۷	-۱/۰۰۰۷	۰/۳۱۷۲
تغییر در میزان فروش خالص و درآمد ارائه خدمات	۷/۲۳	۱/۲۹	۵/۵۹	۰/۰۰۰۰
آماره F فیشر	-	-	۶/۳۵	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۵۸	-	-	-

-	۲/۱۹	-	-	آماره دوربین واتسون
۰/۰۰۰۰	۲/۵۱	-	-	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰۹	۳۸/۰۰۹	-	-	آزمون هاسمن
۰/۵۶۲۹	۱/۱۲	-	-	ناهمسانی واریانس
۰/۴۷۸۵	۱/۱۷	-	-	خودهمبستگی

مأخذ: محاسبات تحقیق

مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده‌گی مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است، که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۱۹ نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

نتایج فرضیه‌ها

هدف اول این پژوهش تعیین تأثیر تضاد منافع بر واکنش سرمایه‌گذاران است، لذا فرض مقابل فرضیه اول بدین گونه است که تضاد منافع بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر منفی دارد و فرض صفر آن بیانگر عدم تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته است، براساس نتایج مندرج در جدول ۲ نتایج بیانگر آن است که سطح معناداری متغیر تضاد منافع برابر با ۰/۰۰۰۰ و ضریب برآوردی آن به میزان ۲/۷۸- است، این نتایج تأیید کننده فرض مقابل بوده و لذا فرض صفر رد شده و فرضیه اول پژوهش تأیید می‌گردد. از طرفی هدف از فرضیه دوم تعیین تأثیر حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران بوده و بر این مبنا فرض مقابل مبنی بر مثبت و معناداری این رابطه و فرض مقابل مخالف این رابطه است. همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌گردد سطح معناداری و ضریب برآورد شده متغیر حمایت از سرمایه‌گذاران به ترتیب برابر با ۰/۰۱۸۹ و ۳/۷۷ است که نتایج حاکی از رد فرضیه صفر بوده که این نتایج نشان می‌دهد حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

در ارتباط با بررسی فرضیه سوم، هدف اینگونه تدوین شد که اثر حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود اقتصادی را تعیین نماید. براساس نتایج تخمین، بررسی‌ها حاکی از آن است که سطح معناداری متغیر همکنشی دوره رکود و حمایت از سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۰۰۰۰ بوده که نشان از معناداری رابطه بین دو متغیر بوده و با توجه به اینکه ضریب برآوردی آن برابر با ۹/۵۸ است، این نتایج حاکی از آن است که اثر حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود در بورس اوراق بهادار تهران تقویت می‌شود. علاوه بر این هدف از بررسی فرضیه چهارم نیز تعیین تأثیر تضاد منافع بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوران رکود بوده و لذا فرض صفر این‌گونه تدوین شد که وجود تضاد منافع توانایی تنزیل واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود را داراست. همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود سطح معناداری متغیر همکنشی تضاد منافع و رکود اقتصادی برابر با ۰/۰۱۲۹ بوده و با توجه به اینکه ضریب برآورد شده برابر با ۳/۱۰- است، لذا می‌توان گفت که وجود تضاد منافع سبب واکنش معکوس سرمایه‌گذاران در دوره رکود گردیده است و لذا فرضیه چهارم پژوهش نیز تأیید شد. در نهایت هدف نهایی این پژوهش تعیین تأثیر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع در دوره رکود با واکنش سرمایه‌گذاران است. بر این مبنا فرض مقابل این‌گونه

تدوین شد که اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع در دوره رکود با واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوسی دارند. بنابراین فرض صفر خلاف این موضوع تعیین شد. در جهت بررسی این هدف نتایج مندرج در جدول ۲ حاکی از آن است که ضریب برآورد شده متغیر همکنشی تضاد منافع، حمایت از سرمایه‌گذاران و رکود اقتصادی برابر با ۱/۰۱- بوده و با توجه به اینکه سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۱۸ است، نتایج حاکی از آن است که اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع در دوره رکود با واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوس دارند و در نتیجه فرضیه پنجم تأیید گردید.

بحث و نتیجه‌گیری

یکی از مفاهیمی که به تازگی در بین مباحث مالی و حسابداری جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است، حمایت از سرمایه‌گذاران و اثرگذاری این مهم بر دیگر متغیرها است. از این رو پژوهش حاضر با هدف بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به حفاظت از آنها در برابر دستکاری سود توسط مدیریت در دوره رکود اقتصادی مورد بررسی قرار گرفت. یکی از مفروضات اصلی بازار کارا این است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی، واکنش منطقی بروز می‌دهند؛ اما مشاهدات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی عقلایی نیست. در بسیاری از مشاهدات، واکنش سهامداران بیش از حد مورد انتظار و در بسیاری دیگر، واکنش سهامداران کمتر از حد مورد انتظار گزارش شده است. اما اگر حمایتی از سرمایه‌گذاران توسط مجامع قانونی و سازمان‌های زیربسط صورت بگیرد، واکنش آنها برای خرید و فروش سهام می‌تواند مثبت باشد. از طرف دیگر فعالیت‌های شرکت‌ها وابسته به دیدگاه مدیریت و رفتار آنها یا به عبارتی تضاد منافع است، که یکی از رفتارهای نامناسب مدیریت دستکاری سود از طریق اقلام تعهدی است. این رفتار مدیریت نتایج فعالیت و اطلاعات منتشره توسط شرکت به سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده و کیفیت این اطلاعات را مخدوش می‌نماید. علاوه بر این رویدادهای اقتصادی نیز یکی از عوامل اثرگذار بر واکنش سرمایه‌گذاران است. یکی از این رویدادها وقوع رکود اقتصادی بوده که تمامی شرکت‌ها و صنایع را در بر می‌گیرد. اما وقوع این عوامل به صورت یک‌جا نامشخص بوده و لذا این پژوهش با هدف بررسی این عوامل در بورس درصدد ارائه اطلاعات به سرمایه‌گذاران برآمد. متناسب با این هدف، پنج فرضیه طراحی گردید و این اهداف در قالب فروض رگرسیونی مورد برآزش قرار گرفت. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان داد که تضاد منافع واکنش منفی سرمایه‌گذاران را در پی دارد و به عبارتی هر چه قدر سود گزارش شده از طریق اقلام تعهدی توسط مدیریت دستکاری شود، سرمایه‌گذاران نسبت به سهام آن شرکت واکنش منفی را نشان داده و لذا قیمت کمتری برای آن سهام را در نظر می‌گیرند. این رویداد سبب می‌گردد که بازده سهام شرکتی که سود را برای اهداف شخصی دستکاری می‌نماید، کمتر از بازده بازار گردد و در نتیجه سهامداران از بابت این عامل متضرر شوند. نتایج در آزمون فرضیه اول با پژوهش پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶)، بخردی‌نسب و شفیی (۲۰۱۵)، بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶)، بخردی‌نسب و نقی‌ها نجف‌آبادی (۱۳۹۵)، بخردی‌نسب و احمدی (۱۳۹۶) و بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) همخوانی دارد. از طرف دیگر نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم داشته و هر چه این محافظت بیشتر گردد، سرمایه‌گذاران بیشتر منتفع می‌شوند. به عبارت دیگر می‌توان گفت که اگر سازمان‌ها و

ارگان‌های دولتی و هر نهادی که بتواند فعالیتی را انجام دهد که منتج به حمایت از سرمایه‌گذاران شود، رویداد مرتبط به افزایش بازده سرمایه‌گذاران منتهی شده و بنابراین می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که حمایت از سرمایه‌گذاران ریسک آنها را کاهش می‌دهد. نتایج در آزمون فرضیه دوم با پژوهش پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶)، بخردی‌نسب و شفيعی (۲۰۱۵)، بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶)، بخردی‌نسب و نقی‌ها نجف‌آبادی (۱۳۹۵)، بخردی‌نسب و احمدی (۱۳۹۶) و بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) همخوانی دارد.

علاوه بر این نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که اثر حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود تقویت می‌شود. این نتایج بیانگر آن است که در دوران رکود اقتصادی هر چه حمایت از سرمایه‌گذاران بیشتر شود، واکنش سرمایه‌گذاران نیز بیشتر و مثبت‌تر است. بنابراین وقوع رکود در اقتصاد کشور می‌تواند از طریق حمایت از سرمایه‌گذاران کم‌اثر شود. بنابراین بورس با کاهش شاخص کمتری روبه‌رو می‌شود. از طرف دیگر با توجه به اینکه ایجاد رکود در اقتصاد ریسک سرمایه‌گذاری در بورس را افزایش می‌دهد، لذا این دوران برای سرمایه‌گذاران زیان‌بار بوده و منجر به خروج سرمایه از بازار سرمایه و سهام می‌شود. اما نتایج این پژوهش حاکی از آن است که اگر از سرمایه‌گذاران حمایت‌های لازم صورت گیرد و سهام آنان در برابر رکود اقتصادی و فعالیت‌های مخرب محافظت شود، علاوه بر اینکه آنان از خروج سرمایه خود منصرف نمی‌شوند، در نهایت بازدهی بیشتر از بازده بازار را کسب خواهند نمود. همچنین می‌توان بیان نمود که با افزایش بحران اقتصادی در کشور، شرکت‌ها تمایل بیشتری به بهره‌گیری از خدمات حسابرسی دارند. در این ارتباط بایستی اشاره شود که حسابرسان نقش مهمی در دوران بحران مالی دارند، چراکه آنها می‌توانند با افزایش کیفیت حسابرسی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. اما زمانی که بحران مالی افزایش پیدا می‌کند، تمایل شرکت‌ها به دستکاری سود و در نتیجه کاهش کیفیت حسابرسی نیز افزایش پیدا می‌کند. نتایج در آزمون فرضیه سوم با پژوهش پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶)، بخردی‌نسب و شفيعی (۲۰۱۵)، بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶)، بخردی‌نسب و نقی‌ها نجف‌آبادی (۱۳۹۵)، بخردی‌نسب و احمدی (۱۳۹۶) و بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) همخوانی دارد. از طرف دیگر نتایج فرضیه چهارم پژوهش نشان داد که اثر تضاد منافع بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوران رکود به صورت منفی است. به نحوی که می‌توان گفت اگر مدیریت برای دستیابی به مقاصد و اهداف خود اقدام به استفاده از اقدام تعهدی برای دستکاری سود و تعیین سود بر اساس انتظارات خود بنماید و اگر این اقدامات در دوره رکود اقتصادی صورت بگیرد، سرمایه‌گذاران واکنش منفی برای قیمت سهام نشان داده و حاضر به فروش سهام به قیمت کمتری هستند. چرا که این اقدام مدیریت سبب خدشه‌دار شدن کیفیت اطلاعات شده و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند براساس این اطلاعات تصمیم‌گیری‌های مفید اقتصادی بنمایند. به عبارت دیگر این نتایج علاوه بر این که تأیید کننده نتیجه فرضیه چهارم است، بیانگر آن بوده که وقوع رکود اقتصادی بر این عامل تأثیر منفی می‌گذارد. نتایج در آزمون فرضیه سوم با پژوهش پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶)، بخردی‌نسب و شفيعی (۲۰۱۵)، بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶)، بخردی‌نسب و نقی‌ها نجف‌آبادی (۱۳۹۵)، بخردی‌نسب و احمدی (۱۳۹۶) و بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) همخوانی دارد. در نهایت نتایج پژوهش در قالب یک هدف کلی مورد بررسی قرار گرفت. بر مبنای نتایج به دست آمده می‌توان گفت که حمایت از سرمایه‌گذار بر رابطه تضاد منافع و واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود تأثیر معکوسی دارد. به

عبارت دیگر این نتایج بیانگر آن است که اگر از سرمایه گذاران حمایت لازم صورت بگیرد، این اقدام سبب تنزیل تأثیر دستکاری‌های سود توسط مدیریت بر واکنش سرمایه گذاران شده و اگر این وقایع نیز در دوره رکود انجام شوند، این حمایت باز تأثیر معکوس خود بر واکنش سرمایه گذاران و در نتیجه بازده غیرعادی را خواهند گذاشت. در نهایت با افزایش حمایت از سرمایه گذاران، شرکت‌ها تلاش می‌کنند اطلاعات شفاف‌تری افشاء کنند و در نتیجه به ابعاد غیرمالی نیز توجه بیشتری داشته باشند. ضمن اینکه در شرکت‌هایی که حمایت از سرمایه گذاران بالاتری دارند، شرکت‌ها تمایل بیشتری به حسابرسی بهتری داشته که این موضوع با افزایش حق‌الزحمه‌های حسابرسی و در نتیجه بهره‌گیری از خدمات حسابرسی جهت بررسی صورت‌های مالی همراه است. نتایج در آزمون فرضیه پنجم با پژوهش پرساکیس و ایتارادیس (۲۰۱۶)، بخردی‌نسب و شفیع (۲۰۱۵)، بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶)، بخردی‌نسب و نقی‌ها نجف‌آبادی (۱۳۹۵)، بخردی‌نسب و احمدی (۱۳۹۶) و بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) همخوانی دارد.

مطابق با این نتایج به سرمایه گذاران پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه گذاری نمایند که دارای سطح قابلیت اتکای بالای اطلاعات بوده و رتبه قابلیت اتکای اطلاعات که توسط سازمان بورس به شرکت‌ها اختصاص می‌یابد در سطح بالایی باشد. علاوه بر این به سازمان بورس و دیگر سازمان و نهادهای ناظر بر فعالیت سرمایه گذاران نیز پیشنهاد می‌شود که حمایت لازم را از سرمایه گذاران به انجام برسانند و شرکت‌ها را بر حسب میزان دستکاری سود رتبه‌بندی نموده و آنها را در اختیار سرمایه گذاران قرار دهند.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------------------|--------------------------------|
| 1. Persakis and Iatridis | 2. Al-Hadi |
| 3. Leuz | 4. Karolyi |
| 5. Hogan and Wilkins | 6. Becker |
| 7. Francis | 8. Balsam |
| 9. Caramanis and Lennox | 10. Watts and Zimmerman |
| 11. Bushman and Smith | 12. Nabar and Boonlert |
| 13. Cahan | 14. Houque |
| 15. Knechel and Willekens | 16. Hudaib and Cooke |
| 17. Johl | 18. Lin and Liu |
| 19. Chia | 20. Guenther and Young |
| 21. Shen and Chih | 22. Newman |
| 23. Jaggi and Low | 24. Choi |
| 25. Balasubramanian | 26. Francis and Wang |
| 27. VanTendeloo and Vanstraelen | 28. Maijoor and Vanstraelen |
| 29. Farooqi | 30. Bekharadi Nasab and Shafii |
| 31. Jones | 32. Word Bank Group |

۳۳. این شاخص هر ساله به وسیله بانک جهانی تعیین و در وب‌گاه (www.DoingBusiness) در دسترس است.

منابع

- ایزدی‌نیا، ناصر؛ نظرزاده، سید یاسر. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. توسعه و سرمایه، (۱)۲، ۱۱۰-۸۷.
- بخردی‌نسب، وحید. (۱۳۹۹). نقش مدیریت راهبردی در بازار سرمایه نسبت به اعلان سود. پژوهش‌های راهبردی مالی و بودجه، (۵)۲، ۱۴۷-۱۱۳.
- بخردی‌نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه. (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین مومنتوم و بازده اضافی سهام. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، (۳۲)۸، ۴۲-۲۱.

- بخردی‌نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه. (۱۳۹۸). تأثیر اقلام تعهدی بر محدودیت مالی در شرایط بحرانی بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام. *مجله توسعه و سرمایه*، ۱۵(۱)، ۴۵-۱.
- بخردی‌نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه. (۱۳۹۴). تأثیر اقلام تعهدی بر شاخص SA. *ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری*، ۱۵ و ۱۶(۱)، ۲-۱۵.
- بخردی‌نسب، وحید؛ احمدی، سیدمجتبی. (۱۳۹۶). تأثیر بحران‌های مالی بین‌المللی جهانی علیه ایران بر کیفیت سود. *مطالعات اقتصاد. مدیریت مالی و حسابداری*، ۳(۱)، ۳۴-۵۱.
- بخردی‌نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه. (۱۳۹۶). تأثیر سایر مکانیسم‌های کیفیت سود بر بازده اضافی با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با تکنیک پرتفوی بندی ۲۴ گانه به صورت فصلی. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۰(۳۶)، ۲۵-۴۳.
- بخردی‌نسب، وحید؛ نقی‌ها نجف‌آبادی، روح‌الله. (۱۳۹۵). تأثیر حمایت از سرمایه‌گذار و پذیرش استانداردهای حسابداری بر کیفیت سود. *پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری*، ۴، ۲۶۴-۲۵۱.
- پورحیدری، امید؛ همتی، داود. (۱۳۸۳). بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۳۶)، ۶۳-۴۷.
- ثقفی، علی؛ بهار مقدم، مهدی. (۱۳۸۷). محرک‌های مؤثر بر مدیریت سود. *توسعه و سرمایه*، ۱(۲)، ۱۲۵-۱۰۳.
- قدیری‌مقدم، ابوالفضل؛ اسدیان، فاطمه. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه. *توسعه و سرمایه*، ۳(۱)، ۱۷۶-۱۵۵.
- قائمی، محمدحسین، جمال لیوانی، علی و سجاد ده بزرگی. (۱۳۸۷). کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۲، ۸۸-۷۱.
- لشکری، زهرا؛ مقدس‌پور، هنگامه؛ قاسمی، محمد. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بهره‌وری سرمایه، سود هر سهم و نسبت قیمت به سود هر سهم با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *توسعه و سرمایه*، ۱۲(۱)، ۱۷۳-۱۵۱.
- ناظمی، امین؛ سیدی، سیداحمد. (۱۳۸۹). آیا معیارهای ارزیابی کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران یکدیگر را تأیید می‌کنند؟ *توسعه و سرمایه*، ۳(۲)، ۹۳-۱۰۹.

References

- Al-Hadi, A., Taylor, G., Hossain, M. (2015). Disaggregation, auditor conservatism and implied cost of equity capital: An international evidence from the GCC. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 66-98.
- BakhridiNasab, V., Ahmadi, S.M. (2017). The impact of global international financial crises against iran on profit quality. *economic studies. Financial Management and Accounting*, 3(1), 51-34 [In Persian].
- BakhridiNasab, V., NaqihaNajafabadi, R. (2016). The effect of investor support and acceptance of accounting standards on profit quality. *Applied Research in Management and Accounting*, 4, 264-251 [In Persian].
- BakhridiNasab, V., Joolanjad, F. (2015). The effect of accruals on the SA index. *Monthly Journal of Management and Accounting Research*. 15 and 16(1), 2-15 [In Persian].
- Balasubramanian, N., Black, B., Khanna, V., (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *European Corporate Governance Institute*. 11(4), 319-340.
- Balsam, S., Krishnan, J., Yang, J.S. (2003). Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), 71-97.
- Becker, C.L., DeFond, M.L., Jiambalvo, J., Subramanyam, K.R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Bekharadi Nasab, V., Hossein, S. (2015). The effects of accruals on financial constraints in Tehran Stock Exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 4(1), 402-408.
- BekhradiNasab, V. (2020). The role of strategic management in capital markets in relation to income statement. *Vahid Bekhradinassab. Scientific Journal of Budget and Finance Strategic Research*, 2(2), 113-147 [In Persian].

- BekhradiNasab, V., Jolanejad, F. (2017). The impact of earning quality on excess returns with regard to momentum the impact of earning quality on excess returns with regard to momentum category 24's portfolio technique for seasonal. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 10(36), 25-43 [In Persian].
- BekhradiNasab, V., Zholanezhad, F. (2017). The impact of earning quality on excess returns with regard to momentum. *Financial engineering and securities management*, 8(32), 21-42 [In Persian].
- BekhradiNasab, V., Zholanezhad, F. (2019). The impact of accrual on the financial constraints in critical condition, according to three fama and french factor model by stock price movements process. *Journal of Development and Capital*, 5(1), 1-45 [In Persian].
- Burgstahler, DC., Hail, L., Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in european private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016.
- Bushman, R.M., Smith, A.J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Cahan, S.F., Liu, G., Sun, J. (2008). Investor protection, income smoothing, and earnings informativeness. *Journal of International Accounting Research*, 7(1), 1-24.
- Caramanis, C., Lennox, C. (2008). Audit effort and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 116-138.
- Chia, Y.M., Lapsley, I., Lee, H.W. (2011). Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis. *Management Auditing Journal*, 22(2), 177-196.
- Choi, J.H., Kim, J.B., Liu, X., Simunic, D. (2008). Audit pricing, legal liability regimes, and Big 4 premiums: theory and cross-country evidence. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 55-99.
- Farooqi, J., Harris, O., Ngo, T. (2014). Corporate diversification, real activities manipulation, and firm value. *Journal of Multinational Financial Management*, 27, 130-151.
- Francis, J.R., Khurana, I.K., Pereira, R. (2003). Investor protection laws, accounting and auditing around the world. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1(1), 1-30.
- Francis, J.R., Maydew, E.L., Sparks, H.C. (1999). The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 18(2), 17-34.
- Francis, J.R., Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191.
- Ghadiri Moghadam, A., Asadian, F. (2010). Evaluating the effect of firm characteristics on capital structure. *Journal of Development and Capital*, 3(1), 155-176 [In Persian].
- Ghaemi, MH., Jamal Liwani, A., Deh Bozorgi, S. (2008). Earnings quality and stock returns. *Accounting and Auditing Review*, 15(3), 71-88 [In Persian].
- Guenther, D.A., Young, D. (2000). The association between financial accounting measures and real economic activity: a multinational study. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 53-72.
- Hogan, C.E., Wilkins, M.S. (2008). Evidence on the audit risk model: Do auditors increase audit fees in the presence of internal control deficiencies? *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 219-242.
- Houque, M.N., Van Zijl, T., Dunstan, K., Karim, W. (2012). The effect of IFRS adoption and investor protection on earnings quality around the world. *The International Journal of Accounting*, 47(3), 333-355.
- Hudaib, M., Cooke, T.E. (2005). The impact of managing director changes and financial distress on audit qualification and auditor switching. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9-10), 1703-1739.
- Izadinia, N., Nazarzade, S. (2009). Investigating the relationship between earning quality and stock rate of return: Listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 2(1), 87-110 [In Persian].
- Jaggi, B., Low, P.Y. (2011). Joint effect of investor protection and securities regulations on audit fees. *International Journal of Accounting*, 46(13), 241-270.
- Johl, S., Jubb, C.A., Houghton, K.A. (2007). Earnings management the audit opinion: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 22(7), 688-715.
- Jones, J., (1991), Earnings management during import relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.

- Karolyi, G. (2012). Corporate governance, agency problems and international cross-listings: A defense of the bonding hypothesis. *Emerging Markets Review*, 13(4), 516-547.
- Knechel, W.R., Willekens, M. (2006). The role of risk management and governance in determining audit demand. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9-10), 1344-1367.
- Lashkari, Z., Moghadaspour, H., Ghasemi, M. (2009). Comparing relationships: Between capital productivity and return with between earning per share and price-earning ratio and return in Tehran Stock Exchange market. *Journal of Development and Capital*, 2(1), 151-173 [In Persian].
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P.D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Lin, Z.J., Liu, M. (2010). The determinants of auditor switching from the perspective of corporate governance in China. *Advances in Accounting*, 26(1), 117-127.
- Maijor, S.J., Vanstraelen, A., (2006). Earnings management within Europe: the effects of member state audit environment, audit firm quality and international capital markets. *Accounting and Business Research*, 36(1), 33-52.
- Nabar, S., Boonlert-U-Thai, K.K. (2007). Earnings management, investor protection, and national culture. *Journal of International Accounting Research*, 6(2), 35-54.
- Nazemi, A., Seyedi, S. (2011). Do earnings quality measures confirm each other? evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 3(2), 93-109 [In Persian].
- Newman, P., Patterson, E., Smith, R. (2005). The role of auditing in investor protection. *Accounting Review*, 80(1), 289-313.
- Persakis, A., Iatridis, G.E. (2015). Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, 1-35.
- Persakis, A., Iatridis, G.E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Elsevier, 41(C), 73-101.
- Pourheidari, O., Hemmati, D. (2004). Investigating the effect of debt contracts, political expenses, reward schemes and ownership on profit management in companies listed on Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 11(36), 63-47 [In Persian].
- Saghafi, A., Bahar Moghaddam, M. (2008). Incentives affecting earnings management. *Journal of Development and Capital*, 1(2), 103-125 [In Persian].
- Shen, C.H., Chih, H.L. (2005). Nvestor protection, prospect theory, and earnings management: an international comparison of the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 29, 2675-2697.
- Van Tendeloo, B., Vanstraelen, A. (2008). Earnings management and audit quality in Europe: evidence from the private client segment market. *European Accounting Review*, 17(3), 447-469.
- Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1983). Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. *Journal of Law and Economics*, 26(3), 613-633.