



بررسی رابطه بین سه متغیر سودآوری، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام هلدینگ‌های اقتصادی با بازده شرکت‌های فرعی (مطالعه موردی هلدینگ شستا)

حسین جهانگیرنیا^۱، عبدالله شیرمحمدپورمگرجانی^۲، صادق خیراندیش^۳

۱- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد قم

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز

۳- کارشناس ارشد مهندسی صنایع

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۹/۱۴ . تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۲/۱۸

چکیده

هدف اصلی این پژوهش مطالعه ارتباط بین بازده هلدینگ تخصصی و بازده شرکت‌های فرعی (شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به عبارت دیگر در این پژوهش سعی شده است به این سؤال پاسخ داده شود که آیا مکانیسم‌های سیاست‌های مالی و عملیاتی مؤثر در سودآوری هلدینگ (شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی) بر بازده شرکت‌های فرعی اثر دارد یا خیر؟ برای پاسخ گویی به این پرسش نمونه ای به تعداد ۵۳ شرکت از شرکت‌های تحت پوشش شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی، پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش متغیر نسبت سودآوری، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها به عنوان عملکرد و شاخص‌های هلدینگ و متغیر عملکرد شرکت‌های فرعی با استفاده از معیار شاخص نسبت Q توپین مورد ارزیابی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون و آزمون‌های t، F و ضریب تعیین در سطح معنی داری ۹۵ درصد استفاده شده است. لازم به توضیح است که برای تجزیه و تحلیل مدل‌ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می دهد که در حالت



* نویسنده مسئول

1-hosein_jahangirnia@yahoo.com

2-ashirmohammadpour@yahoo.com

3-sadiqkheirandish@gmail.com



کلی شاخص‌های هلدینگ بر بازده شرکت‌های فرعی تأثیرگذار می‌باشد و مالکیت شرکتی از طریق سهامدار نهادی در شرکت‌ها، تأثیر چشمگیری بر نظارت و عملکرد شرکت‌های فرعی دارد و باعث افزایش بازدهی عملکرد مالی شرکت‌های فرعی گردیده است.

واژگان کلیدی: هلدینگ، بازده سهام و سودآوری

مقدمه

شرکت‌های مادر تخصصی (هلدینگ) مفهوم جدیدی به تفکیک مالکیت و مدیریت بخشیده‌اند و آن حذف کنترل بیش از حدی است که مالکان، نظیر دستگاه‌های دولتی بر شرکت‌های تابعه اعمال می‌کنند، این کار، با حداقل نمودن کانال‌های ارتباطی شرکت‌های تابعه یا شرکت‌های سرمایه‌گذار اصلی و ایجاد یک کانال واحد صورت می‌گیرد.

شرکت‌ها به منظور سازگاری با تغییرات محیط پیرامون خود مدام در حال تغییر و تحول و تکامل هستند، تنها کارآمدترین سازمان‌ها در بازار رقابتی بقا می‌یابند. به طور مشخص، در فرآیند تکامل سازمان‌ها، تغییر در مدیریت و ساختار سازمانی کلید اصلی تحول به شمار می‌رود. همزمان با رشد یک شرکت، ساختار سازمان آن نیز، به منظور پاسخگویی به مسئولیت‌های روزافزون مدیران باید متحول گردد.

بسیاری از کشورها در تلاش جهت دستیابی به اقتصاد مبتنی بر بازار، بی‌تردید باید دگرگونی‌هایی را ایجاد کنند. این دگرگونی‌ها مشکلات خاصی را بخصوص برای شرکت‌های دولتی به وجود می‌آورند برای رفع این مشکلات راهکارهایی نیز ارائه شده است یکی از راهکارهای مناسب، خصوصی سازی است که در کشور ما در راستای اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی در حال انجام می‌باشد.

در این تحقیق به موضوع رابطه بین هلدینگ و شرکت‌های تابعه (فرعی) با نگاه نظارتی و ارزیابی عملکرد آن‌ها پرداخته شده است و در تدوین برنامه ارزیابی عملکرد از منابع گوناگون بهره‌گیری شده است؛ اما مطالب ارائه شده به نحوی تدوین شده که بازتابی از گرایش علمی، نظری و کاربردی همراه با برداشت‌های تجربی پژوهشگران می‌باشد.

مرور ادبیات

هلدینگ شامل مجموعه‌ای از شرکت‌ها است که در یک سازمان، شرکت و یا نهادی، مالکیت و اداره و یا فقط اداره کلیه شرکت‌ها را بر عهده داشته باشد، یا به عبارت دیگر، شرکت مادر تخصصی، شرکتی است که بیش از ۵۰ درصد حق رای سهامداران یک یا چند شرکت سرمایه‌پذیر (تابع) را در اختیار دارد و به عبارت دیگر، بیش از نصف سهام یا حق رأی یک شرکت به وسیله آن تملک شده باشد. در این صورت شرکت



نخست به عنوان یک شرکت تابع سرمایه گذار (شرکت دوم) شناخته می شود، به این شرکت ها گاهاً شرکت مادر تخصصی نیز گفته می شود [۱۰].

نقش شرکت های هلدینگ در بخش های مختلف اقتصادی به قدری زیاد است که حدود ۶۰ درصد دارایی های ایالات متحده توسط شرکت های هلدینگ کنترل و اداره می شوند، این تناسب تقریباً در اروپا نیز وجود دارد. در کشورهای در حال توسعه نیز بخش عمده ای از اقتصاد توسط گروه های صنعتی اداره و کنترل می شود. در ایران بیشتر فعالیت های اقتصادی در اختیار دولت بوده و بخش دیگر در گروه های شبه دولتی و یا نهادهای وابسته و بانک ها و بیمه متمرکز بوده و در اواخر دهه ۸۰ هلدینگهایی توسط بخش خصوصی راه اندازی گردیده است که به علت نوپا بودن و به دلیل تخصصی بودن فعالیت از مهارت لازم برخوردار نمی باشند؛ بنابراین برای تحقق اهداف هلدینگ نیاز به مهارت، دانش مدیریتی و همچنین در نحوه تصمیم گیری، نظارت و کنترل، سلسله مراتب و اختیارات به تخصص های لازم دارند [۷].

مالکیت شرکتی از طریق مالکیت بر سهام در شرکت ها، تأثیر چشم گیری بر روش کنترل، نظارت و راهبری شرکت ها دارد. بدین ترتیب با گسترش سهامداران، مالکان اداره شرکت را به مدیران منتخب تفویض کرده و با توسعه بازارهای مالی، بازارهای بورس و اوراق بهادار شکل گرفت؛ اغلب سرمایه گذاران در خصوص استفاده بهینه از منابع مالی در اختیار، از ابزارهای بازار بورس و اوراق بهادار اقدام می نمایند؛ بنابراین هر مشکلی که در بازار به وجود آید، تنها مسئله مربوط به مسائل اقتصادی نیست بلکه به جهت گستردگی بازارهای بورس و اوراق بهادار به یک مسئله اجتماعی مبدل می شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد؛ بنابراین بایستی معیارهای عملکرد مناسبی را برای اداره شرکت تبیین نمود تا هرگونه عواملی را که منجر به ایجاد نگرانی برای سهامداران خرد نماید کاسته شود و یک چسبندگی بین سهامداران و انتفاع آنان ایجاد نمود [۸].

برنامه های راهبردی شرکت های فرعی از طریق شرکت اصلی اعمال می گردد و مدیران شرکت های فرعی سیاست های عملیاتی و مالی شرکت تحت مدیریت خود را در چارچوب برنامه های راهبردی شرکت اصلی تدوین می نمایند. شرکت های فرعی همواره تأمین کننده نیازهای شرکت های گروه بوده و با حفظ شخصیت حقوقی خود به دنبال حداکثر کردن سود سهامداران خود می باشند [۹].

نرخ بازده یک سرمایه گذاری مفهومی است که از نظر سرمایه گذاران مختلف، معانی متفاوتی دارد. برخی از شرکت ها در جستجوی بازده کوتاه مدت نقدی هستند و ارزش کمتری به بازده بلندمدت می دهند و برخی دیگر از سرمایه گذاران در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می دهند. این قبیل شرکت ها در جستجوی پروژه هایی هستند که در بلندمدت درآمد بیشتری را عاید آن ها می کند. بنابراین بازده سهام عبارت است از سودی که از تقسیم سود نقدی و یا افزایش در ارزش سهام عاید سرمایه گذار می شود [۵].

شرکت ها بایستی در پایان هر دوره فعالیت صورتهای مالی اساسی تهیه نمایند. یکی از این صورتهای مالی

صورت سود و زیان است که آخرین رقم آن سود واحد تجاری است. در واقع سود از جمله برترین شاخص‌های اندازه‌گیری فعالیت‌های واحد اقتصادی است. [۴]

از آنجاکه مهم‌ترین منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت‌ها (در بورس اوراق بهادار) پیش‌بینی‌های سود ارائه شده توسط مدیریت شرکت‌ها در فواصل زمانی معین است. پیش‌بینی سود باید اطلاعاتی فراهم کند که منطقی و به موقع باشد تا بتواند نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان را به نحو مناسبی برطرف نماید. از سویی دیگر، وجود برخی از شرایط در محیط گزارشگری مالی، امکان ارزیابی مستقیم کیفیت اطلاعات به وسیله استفاده‌کنندگان را دشوارتر می‌سازد که از آن جمله می‌توان به تضاد منافع، پیامدهای اقتصادی بااهمیت، پیچیدگی اطلاعات و عدم دسترسی مستقیم به اطلاعات اشاره کرد. در این میان مدیران می‌توانند از دانش خود درباره فعالیت‌های تجاری برای بهبود اثربخشی صورت‌های مالی به عنوان ابزاری برای انتقال اطلاعات به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان استفاده کنند. [۶]

در دهه ۱۹۶۰ تنوع‌گرایی، به مفهوم حضور هلدینگ‌ها در کسب و کارها و صنایع متفاوت، توسعه یافت؛ اما بررسی‌های راملت (۱۹۸۶) از دانشگاه هاروارد که در مطالعه‌ای از ۵۰۰ شرکت برتر فورچون شرکت‌ها را در طبقاتی با عناوین شرکت‌های دارای کسب و کار واحد، کسب و کار غالب، کسب و کارهای مرتبط و شرکت‌های بزرگ تنوع‌یافته (کسب و کارهای غیر مرتبط) دسته‌بندی کرد نشان داد که در بین این طبقات، شرکت‌های دارای کسب و کار مرتبط تا حدی نتایج بهتری نسبت به سایر طبقات تنوع ایجاد می‌کنند. [۸]

اندریوس در سال ۱۹۷۱ در تحقیقی تحت عنوان مفاهیم مربوط به استراتژی‌های شرکت‌های مادر، استراتژی سطح شرکت مادر را تدوین و الگوی تصمیم‌گیری در جهت تعیین اهداف سازمانی را تعریف نمود که مبنای خط‌مشی‌ها را برای دستیابی به این اهداف میسر می‌سازد و به وسیله آن حدود و دامنه کسب و کارهایی که شرکت باید دنبال کند را مشخص می‌کند. [۱۵]

فیروز باندراپت (۱۹۳۲) هولدینگ را کاراترین شیوه و ابزاری می‌دانند که تاکنون ابداع شده است و می‌توان برای کنترل و مدیریت توأم دو یا چند واحد که تاکنون مستقل بوده‌اند، بکار گرفته شوند. [۱۶]

از دیدگاه ریچارد لینچ (۲۰۰۶) شرکت هلدینگ شرکتی است که مالک کسب و کارهای مختلف است و به عنوان یک شرکت سرمایه‌گذاری، سهام کسب و کارهای مختلف را به صورت اکثریت (حداقل ۵۰٪) در اختیار دارد. البته در برخی از کسب و کارها ممکن است شرکت هلدینگ با داشتن سهام زیر ۵۰٪ نیز نقش کنترل بر کسب و کارهای تابعه خود را داشته باشد. [۱۷]

ابراهیمی و ذاکری به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و اندازه شرکت‌ها می‌پردازد، نتایج آزمون فرضیه این تحقیق مورد تایید قرار گرفته است. در این تحقیق مدیریت سود با استفاده از فروش دارایی‌های شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. یکی از انگیزه‌های مدیریت سود کاهش خطای پیش‌بینی سود در دوره‌های



جاری و آتی می باشد. بطوری که در صورت عدم تحقق پیش بینی‌های مدیریت در ارتباط با سود ایشان با استفاده از ابزارهایی همانند زمان بندی فروش دارایی به مدیریت سود می پردازد [۲].

در ایران پژوهشی با این عنوان صورت نگرفته است ولی پژوهش‌هایی در مورد شاخص‌های هلدینگ و همچنین بازدهی شرکت‌های فرعی به صورت جداگانه انجام شده است در این پژوهش نیز به لحاظ شناسایی معیارهای مناسب جهت بررسی شاخص‌های هلدینگ و همچنین شناسایی عوامل مؤثر بازدهی شرکت‌های فرعی پژوهش‌های ذیل مورد مطالعه قرار گرفته است:

نتایج پژوهش نشان می دهد که تنها حضور سهامداران نهادی به کاهش مدیریت سود تأثیر دارد در حالی که وجود اعضاء غیرموظف هیئت مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره تأثیری بر مدیریت سود ندارد [۱۴].

ایرج نوروش و همکاران، در مقاله بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی مدیریت سود طی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۲ پرداخته است یافته‌های تحقیق نشان می دهد که شرکت‌های بزرگ در ایران نیز به مدیریت سود اقدام کرده اند و انگیزه اعمال مدیریت سود با افزایش بدهی همراه می باشد، مدیران این شرکت‌ها از اقلام تعهدی برای کمتر کردن مالیات شرکت‌هایشان استفاده می کنند و همچنین با بزرگ تر شدن شرکت‌ها تمایل مدیران به مدیریت سود بیشتر می شود [۱۳].

بیبا مشایخی و همکاران، ۱۳۸۴، در مقاله نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن وجوه نقد حاصل از عملیات به علت دست کاری و اعمال نظر کمتر مدیریت، به عنوان معیار اصلی عملکرد شرکت به بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی و مدیریت سود و همچنین ارتباط بین اقلام تعهدی و وجوه نقد حاصل از عملیات پرداخته اند نتیجه تحقیق حاکی از آن است که در شرکت‌های مورد مطالعه، مدیریت سود اعمال شده است و وجوه نقد حاصل از عملیات و اقلام تعهدی به صورت معنی داری رابطه معکوس با یکدیگر دارند [۱۱].

بهار مقدم و ثقفی، ۱۳۸۷، طی تحقیقی به بررسی محرک‌های مؤثر بر مدیریت سود در شرکت‌های بورسی پرداختند و شواهدی در خصوص رابطه بین ساختار مالکیت و عرضه عمده سهام و میزان پاداش مدیران و کیفیت کار مؤسسات حسابرسی و میزان رشد شرکت و اندازه شرکت و نیز ساختار مالی آن‌ها با میزان مدیریت سود پیدا کردند [۴].

ابراهیمی کردلر و حسنی، ۱۳۸۵، مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. ایشان در این تحقیق مدل تعدیل شده جونز را برای محاسبه شاخص مدیریت سود برای ۳۰ شرکت عرضه کننده اولیه سهام به عموم در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۰ بکار برده و به این نتیجه دست یافتند که مدیران سود شرکت‌ها را در سال قبل از عرضه اولیه و سال عرضه اولیه سهام به عموم مدیریت می کنند. همچنین آن‌ها تأثیر مدیریت سود بر عملکرد



بلندمدت قیمت سهام شرکت عرضه کننده اولیه سهام به عموم را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین اقلام تعهدی جاری اختیاری سال اول شرکت‌ها و عملکرد بلندمدت قیمت سهام در سه سال آتی رابطه معنی دار مثبت وجود دارد [۱۱].

ملائطری و کریمی زند، ۱۳۸۶، طی تحقیقی به بررسی ارتباط بین کیفیت سودآوری با اندازه شرکت و نوع صنعت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج تحقیق نشان داد که بین اندازه شرکت (فروش) و سودآوری همبستگی قوی وجود دارد و این ارتباط به صورت مستقیم است [۱۲].

بیان مسئله

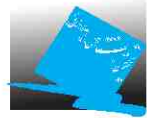
هلدینگ‌های تخصصی با توجه به سیاست و استراتژی‌های تبیین شده اقدام به سرمایه گذاری در فعالیت‌های تخصصی مرتبط با صنعت می نمایند. هلدینگ‌های تخصصی به عنوان اثرگذارترین مجموعه در حوزه مدیریت شرکت‌های فرعی نقش بی نظیری را در خصوص اجرای معیارهای عملکردی شرکت ایفا می کنند سؤال اساسی این است که آیا مکانیسم‌های سیاست‌های مالی و عملیاتی مؤثر در سودآوری هلدینگ بر بازده شرکت‌های فرعی اثر دارد یا خیر؟

اهمیت و ضرورت تحقیق

ضرورت استفاده از سیاست‌های مناسب مالی اقتصادی در بنگاه داری و بررسی و پایش تصمیمات مدیریتی در هلدینگ‌های بزرگ و بررسی اثرات این تصمیم‌گیری‌ها در درازمدت و کوتاه‌مدت منجر می‌شود تا مدیران با دقت نظر بیشتری اعمال رأی نموده و تصمیم‌گیری نمایند.

روش اجرایی پژوهش

ادبیات موضوع و مبانی نظری در این پژوهش به صورت کتابخانه ای انجام گرفته است و جمع آوری داده‌ها و اطلاعات از طریق اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیر پرداز که دارای اعتبار و از روایی برخوردار است استفاده شده است. همچنین از سایر منابع از جمله آرشیوهای اینترنتی و سایت‌های علمی و پژوهشی دانشگاه‌ها استفاده شد. مطالعه انجام شده از میان انواع پژوهش‌های توصیفی، از نوع همبستگی بوده چراکه در آن ارتباط بین کیفیت سیاست هلدینگ و عملکرد شرکت‌ها مورد مطالعه قرار می‌گیرد؛ بنابراین پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. در این تحقیق هدف، تعیین میزان رابطه متغیرهاست. برای



این منظور برحسب مقیاس‌های اندازه‌گیری متغیرها، شاخص‌های مناسبی اختیار می‌شود.

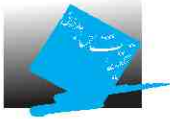
جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه کلیه هلدینگ‌ها و زیرمجموعه‌های شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. لازم به یادآوری می‌باشد که انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً قابل استفاده‌ترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی در این نهاد قرار داشته و از طرف دیگر تنها شرکت‌هایی هستند که سهام آن‌ها در بازار بورس قیمت‌گذاری و دادوستد می‌شود. از جامعه آماری آن دسته از شرکت‌هایی که از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۱ به طور مستمر در بورس فعالیت نداشته یا فاقد اطلاعات مورد نیاز در مورد متغیرهای تعیین شده در پژوهش بودند حذف شده‌اند به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود ناهمگونی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است شرایط یادشده عبارتند از:

- سال مالی منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.
 - شرکت‌ها تا پایان سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - شرکت‌ها باید از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۱ توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - معاملات سهام آن‌ها به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از یک ماه در مورد سهام یادشده اتفاق نیفتاده باشد.
 - اطلاعات مورد نیاز در این پژوهش از شرکت‌ها در دسترس باشد.
- همچنین برخی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) که دارای افشاهای مالی و ساختار حاکمیت شرکتی متفاوتی هستند، از نمونه حذف شده‌اند. با توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۵۳ شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش شد. از آنجاکه هر شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ دارای ۵ مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج در صورت‌های مالی است بنابراین تعداد مشاهدات کل شرکت سال برابر ۲۶۵ مورد می‌باشد.

فرضیات تحقیق

فرضیه حدس و گمانی زیرکانه و علمی است که برای نتیجه تحقیق پیش‌بینی می‌شود؛ و در محک آزمایش علمی سنجیده می‌شود. در هر پژوهش علمی پژوهشگر معمولاً نسبت به نتایج احتمالی پژوهش خود یک یا چند فرضیه را در نظر می‌گیرد تا بتواند تحقیق خود را در جهت مشخص هدایت و به پیش ببرد. در جدول ۱ این فرضیات بیان شده است.



جدول ۱- فرضیات تحقیق

فرضیه	H_0	H_1
اصلی	بین شاخص های هلدینگ تخصصی و بازده شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود ندارد.	بین شاخص های هلدینگ تخصصی و بازده شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.
اول	بین شاخص های هلدینگ و بازده سود "ROI" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود ندارد.	بین شاخص های هلدینگ و بازده سود "ROI" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.
دوم	بین شاخص های هلدینگ و بازده دارایی ها "ROA" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود ندارد.	بین شاخص های هلدینگ و بازده دارایی ها "ROA" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.
سوم	بین شاخص های هلدینگ و بازده حقوق صاحبان سهام "ROE" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود ندارد.	بین شاخص های هلدینگ و بازده حقوق صاحبان سهام "ROE" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.

متغیرهای پژوهش و شیوه اندازه گیری متغیرها

برای بررسی ارتباط بین مکانیسم های سیاست های مالی و عملیاتی مؤثر در سودآوری هلدینگ بر بازده شرکت های فرعی از مدل رگرسیون استفاده شده است. متغیرهای موجود در مدل رگرسیون به صورت ذیل می باشد:

جدول ۲- متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	توضیحات
وابسته	بازدهی و عملکرد شرکت های فرعی	یکی از معیارهای مهم ارزیابی عملکرد شرکت ها تست Q نویسن می باشد. تست Q نویسن از تقسیم ارزش بازار اوراق بهادار شرکت از هر نوع و بلدهی های بلندمدت به اضافه ارزش دفتری بلدهی های کوتاه مدت بر ارزش جایگزینی دارایی های شرکت به دست می آید.
متغیر مستقل	ROI	$ROI = \frac{\text{خالص سود}}{\text{درآمد}}$
	ROA	$ROA = \frac{\text{خالص سود}}{\text{مجموع دارایی ها}}$
	ROE	$ROE = \frac{\text{خالص سود}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$

مدل تحقیق

مدل رگرسیون در این پژوهش به صورت ذیل می باشد:

$$Ln(Q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 ROI_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$



به دلیل اینکه متغیرهای پژوهش از نوع فاصله ای بوده روش پژوهش همبستگی می باشد جهت انجام آزمون‌های آماری از:

- ۱- آزمون کولموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیرهای تحقیق
- ۲- آزمون دوربین- واتسون برای بررسی نبود خودهمبستگی بین خطاها یا استقلال خطاها در رگرسیون
- ۳- رگرسیون چند متغیره و دیگرام پراکنش و معادله خط که دارای خطای معیار کمتری در مقایسه با سایر روش‌های آماری می باشند استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

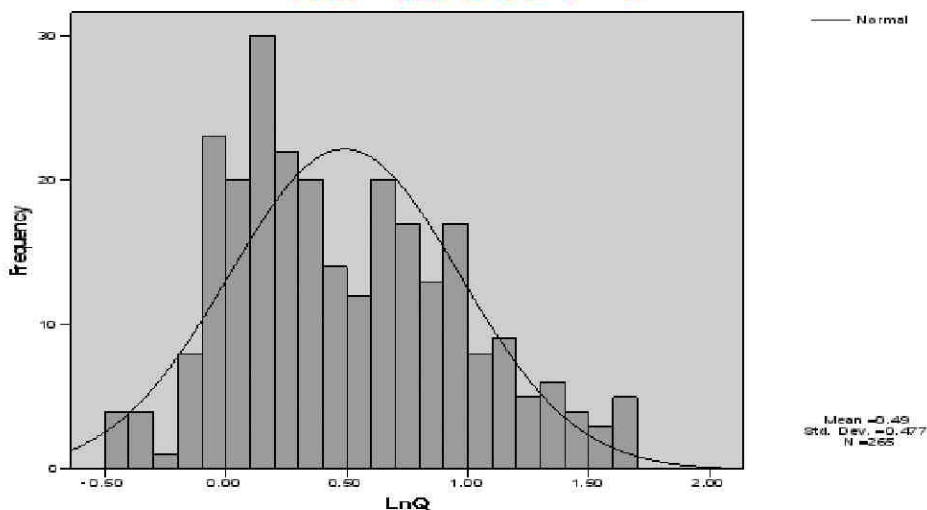
اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش بررسی شود. داده‌های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel محاسبه و با نرم افزار ۱۸Spss و ۶Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند و آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون‌های t، F و ضریب تعیین انجام گرفته است. در این تحقیق با استفاده از آمار توصیفی شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی محاسبه شده است (جدول ۱). در ادامه، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته است. این آزمون با استفاده از آزمون کلموگروف- اسمیرنوف انجام شده است (جدول ۲). برای تجزیه و تحلیل مدل‌ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. در این مدل‌ها وجود یا عدم وجود اثرات و همچنین ثابت یا تصادفی بودن اثرات در مدل‌ها بررسی شده و در نهایت مناسب ترین مدل برآورد شده است. همچنین در کل تحقیق پیش فرض‌های این مدل‌ها از جمله نرمال بودن متغیر وابسته (شکل ۱)، نداشتن خودهمبستگی، وجود ارتباط خطی، همسانی واریانس و نداشتن هم خطی بین متغیرهای مستقل با آزمون‌ها و نمودارهای مناسب بررسی شده است در صورت نقض هر کدام از پیش فرض‌ها راهکار مناسبی جهت رفع مشکل به کار گرفته شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حدافل	حداکثر
Q	265	1/84	1/51	0/98	1/42	1/85	0/40	5/19
LnQ	265	0/49	0/41	0/48	0/42	-0/49	-0/45	1/65
ROI	265	20/02	16/54	22/48	0/35	4/87	-91/87	103/52
ROA	265	14/59	12/77	13/12	0/72	0/87	-20/11	63/13
ROE	265	35/28	37/34	24/23	-0/40	0/14	-38/55	92/28



شکل ۱- نرمال بودن توزیع متغیر وابسته



جدول ۲- آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق k-S

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف اسمیرنوف	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	سال	متغیر
		منفی	مثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانه			
0/002	1/85	-0/15	0/25	0/25	0/86	1/57	53	1387	Q
0/141	1/15	-0/14	0/16	0/16	0/86	1/68	53	1388	
0/049	1/36	-0/15	0/19	0/19	0/84	1/64	53	1389	
0/034	1/43	-0/13	0/20	0/20	0/85	1/74	53	1390	
0/001	1/94	-0/07	0/13	0/13	1/14	2/57	53	1391	
0/124	1/18	-0/09	0/16	0/16	0/44	0/35	53	1387	LnQ
0/749	0/68	-0/07	0/09	0/09	0/45	0/41	53	1388	
0/235	1/03	-0/08	0/14	0/14	0/43	0/39	53	1389	
0/143	1/15	-0/09	0/16	0/16	0/44	0/45	53	1390	
0/660	0/73	-0/10	0/05	0/10	0/47	0/85	53	1391	

در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی- زمانی گردآوری شده اند یعنی داده‌های جمع آوری شده برای مقاطع مختلف (در اینجا شرکت‌ها) در طی زمان می باشد. در داده‌هایی که بدین صورت جمع آوری می شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی گردد زیرا از هر شرکت در سال‌های مختلف چندین مشاهده تکرار شده



است که این مشاهدات به هم وابسته اند (زیرا متعلق به یک شرکت هستند). برای تحلیل این نوع داده‌ها از تحلیل پانلی استفاده می‌گردد.

۲- فرآیند انتخاب مدل مناسب

فرآیند انتخاب مدل مناسب به شرح زیر است:

مرحله اول: وجود اثرات در مقابل مدل بدون اثرات آزمون می‌گردد (آزمون لیمر یا چاو).

در این مرحله آزمون فرض به شرح زیر است:

$$\begin{cases} H_0: & \text{مدل ادغام شده مناسب است} \\ H_1: & \text{مدل با اثرات مناسب است} \end{cases}$$

در صورتی که مقدار احتمال برای آزمون بالا کمتر از $0/05$ باشد فرض صفر در سطح 95 درصد اطمینان رد می‌گردد یعنی مدل با اثرات ثابت یا تصادفی مناسب است و در غیر این صورت فرض صفر در سطح 95 درصد اطمینان رد نمی‌شود یعنی مدل ادغام شده مناسب است.

مرحله دوم: مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت آزمون می‌گردد (آزمون هاسمن).

در صورتی که مدل مورد استفاده، مدل با اثرات باشد، سؤال بعدی این است که آیا مدل با اثرات ثابت مناسب است یا مدل با اثرات تصادفی؟ برای پاسخ به این سؤال مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت با استفاده از آزمون هاسمن آزمون شده است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به شرح زیر است.

$$\begin{cases} H_0: & \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب است} \\ H_1: & \text{مدل با اثرات ثابت مناسب است} \end{cases}$$

در صورتی که مقدار احتمال برای آزمون بالا کمتر از $0/05$ باشد فرض صفر در سطح 95 درصد اطمینان رد شده یعنی مدل با اثرات ثابت مناسب است و در غیر این صورت فرض صفر در سطح 95 درصد اطمینان رد نمی‌شود یعنی مدل با اثرات تصادفی مناسب است. مقادیر احتمال آزمون چاو در تمام مدل‌ها کمتر از $0/05$ است بنابراین مدل‌های مورد استفاده دارای اثرات جداگانه ای برای شرکت‌ها هستند حال برای تشخیص تصادفی یا ثابت بودن این اثرات از آزمون هاسمن استفاده گردیده است. مقادیر احتمال برای آزمون هاسمن نیز برای کلی و سوم مدل کمتر از $0/05$ است بنابراین مدل‌های مورد استفاده دارای اثرات ثابت برای شرکت‌ها هستند در دو مدل اول و دوم مقدار احتمال آزمون چاو بیشتر از $0/05$ است بنابراین برای این مدل‌ها مدل بدون اثرات مناسب است در ادامه از این مدل‌های برای بررسی فرضیات استفاده گردیده است.

جدول ۳- انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون چاو یا لیمر				مدل ها
	مقدار حاصل	درجه آزادی	مقدار کای - دو	مقدار حاصل	درجه آزادی	مقدار	آزمون اثرات	
مدل یا اثرات ثابت	0/042	3	8/22	0/0001	(52,209)	3/45	مقدار F	مدل کلی
				0/0001	52	164/10	مقدار کای - دو	
مدل یا اثرات تصادفی	0/468	1	0/53	0/0001	(52,211)	4/45	مقدار F	مدل 1
				0/0001	52	196/15	مقدار کای - دو	
مدل یا اثرات تصادفی	0/341	1	0/91	0/0001	(52,211)	3/94	مقدار F	مدل 2
				0/0001	52	179/93	مقدار کای - دو	
مدل یا اثرات ثابت	0/012	1	6/29	0/0001	(52,211)	2/89	مقدار F	مدل 3
				0/0001	52	142/69	مقدار کای - دو	

a- آزمون فرضیه‌ها و محاسبه ضرایب مدل

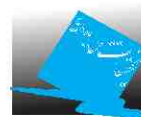
در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی^۱ استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش به علت نوع ماهیت داده‌ها است. زیرا در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی-زمانی^۲ گردآوری شده‌اند. در داده‌هایی که بدین صورت جمع آوری می‌شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی‌گردد؛ زیرا از هر شرکت در سال‌های مختلف چندین مشاهده وجود دارد که این مشاهدات به هم وابسته‌اند. به عبارت دیگر در این تحلیل تعداد داده‌ها عبارت است از تعداد شرکت‌ها ضربدر تعداد سال‌ها.

جدول ۳- مدل‌های فرضیات تحقیق

پارامترها				مدل فرضیه	فرضیه
ROE	ROA	ROI	C		
0/006	0/021	0/003	0/194	$Ln(Q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 ROI_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه اصلی
		0/007	0/345	$Ln(Q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 ROI_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه اول
	0/020		0/195	$Ln(Q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه دوم
0/009			0/188	$Ln(Q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه سوم

1- Panel Analysis

2- Cross section-time series



جدول ۴- برآورد ضرایب فرضیه اصلی

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
C	0/194	4/539	0/0001	مقدار مثبت
ROI	0/003	2/359	0/019	مقدار مثبت
ROA	0/021	6/227	0/000	مقدار مثبت
ROE	0/006	4/002	0/0001	مقدار مثبت
F مقدار	7/977	F مقدار احتمال		0/0001
ضریب تعیین	0/677	دوربین واتسون		1/966

جدول ۵- برآورد ضرایب فرضیه اول

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
C	0/345	6/548	0/0001	مقدار مثبت
ROI	0/007	5/586	0/0001	مقدار مثبت
F مقدار	31/26	F مقدار احتمال		0/0001
ضریب تعیین	0/106	دوربین واتسون		1/946

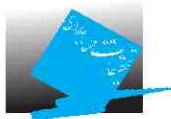
جدول ۶- برآورد ضرایب فرضیه دوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
C	0/195	4/288	0/0001	مقدار مثبت
ROA	0/020	11/484	0/0001	مقدار مثبت
F مقدار	131/937	F مقدار احتمال		0/0001
ضریب تعیین	0/334	دوربین واتسون		1/875

جدول ۷- برآورد ضرایب فرضیه سوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
C	0/188	4/077	0/0001	مقدار مثبت
ROE	0/009	7/345	0/0001	مقدار مثبت
F مقدار	6/257	F مقدار احتمال		0/0001
ضریب تعیین	0/611	دوربین واتسون		1/879

در جداول بالا مدل با اثرات تصادفی برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F در همه فرضیه‌ها کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد



مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با $0.67/0.11/0.33$ و 0.61% است یعنی در حدود درصد‌های فوق از تغییرات متغیر وابسته توسط سایر متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین و اتسون نیز برآورد شده است که در همه فرضیات نزدیک ۲ بوده که از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. برآورد و آزمون معناداری برای متغیرهای مستقل در جداول بالا مشخص شده است. مقدار آماره t برای پارامترهای مختلف برآورد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی پارامترهای برآوردی معنادار است.

نتیجه‌گیری

فرضیه اول: بین شاخص‌های هلدینگ و بازده سود ROI در شرکت‌های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد. مقدار احتمال معنی داری F برابر با 0.001 است. این مقدار کمتر از 0.05 است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با 0.11 است یعنی در حدود ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل ROI بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین و اتسون برابر با 1.65 است. با توجه به اینکه مقدار آماره t برای ROI برابر با 5.59 (معنادار و مثبت) است؛ بنابراین فرض صفر یعنی عدم وجود ارتباط بین دو متغیر رد شده و می‌توان فرض مقابل را پذیرفت که نشان می‌دهد رابطه مثبت معنی داری بین شاخص‌های هلدینگ و نسبت سود به فروش در شرکت‌های فرعی وجود دارد. نسبت سود خالص به فروش نشان دهنده این است که سیاست‌های هلدینگ در خصوص مینا قرار دادن این شاخص به منزله این است که در راستای هم‌افزایی به ازای فروش هر واحد کالا چه میزان سود عاید شرکت می‌نماید.

فرضیه دوم: بین شاخص‌های هلدینگ و بازده دارایی‌ها ROA در شرکت‌های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.

در آزمون فرضیه بالا به دنبال تبیین رابطه میان متغیر کمی شاخص‌های هلدینگ و متغیر کمی بازده دارایی‌ها در شرکت‌های فرعی هستیم. دقیقاً عین آزمون فرعی اول مقدار احتمال معنی داری F برابر با 0.001 است. این مقدار کمتر از 0.05 است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با 0.33 است یعنی در حدود ۳۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل ROA بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین و اتسون برابر با 1.85 است. مقدار آماره t برای ROA برابر با 11.48 (معنادار و مثبت) است. در نتیجه فرض صفر یعنی عدم وجود ارتباط بین دو متغیر رد شده و می‌توان فرض مقابل را پذیرفت. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که بین شاخص‌های هلدینگ و بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نسبت بازده دارایی‌ها مؤید این است که هر چه این نسبت افزایش یابد نشان دهنده استفاده بهینه از دارایی‌های



شرکت می باشد.

فرضیه سوم: بین شاخص‌های هلدینگ و حقوق صاحبان سهام ROE در شرکت‌های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.

مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰۱ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۱ است یعنی در حدود ۶۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل ROE بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۸۸ است.

مقدار آماره t برای ROE برابر با ۷.۳۴ (معنادار و مثبت) است، بنابراین فرض صفر یعنی عدم وجود ارتباط بین دو متغیر رد شده و می توان فرض مقابل را پذیرفت که نشان می دهد که بین شاخص‌های هلدینگ و بازده شرکت‌های فرعی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. مثبت بودن رابط فوق دلالت بر تأثیرگذاری مثبت شاخص‌های هلدینگ به عنوان شرکت مادر تخصصی بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های فرعی دارد. نسبت حقوق صاحبان سهام نشان دهنده میزان استفاده از سرمایه مالکانه در سودآوری شرکت می باشد.

منابع

- ۱- ابراهیمی کردلر، ع و الهام حسنی آذر دارایانی، (۱۳۸۵)، "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری و حسابداری**، شماره ۴۵، صفحه ۲۳-۳.
- ۲- ابراهیمی کردلر، علی و ذاکری، حامد (۱۳۸۸)، "بررسی مدیریت سود با استفاده از فروش دارایی‌ها"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳، ص ۱۳۵-۱۲۲.
- ۳- ثقفی، ع، و محمدعلی آقایی، (۱۳۷۳)، "رفتار سود حسابداری"، **حسابداری و حسابداری**، شماره ۹، صفحه ۵.
- ۴- ثقفی، علی و مهدی بهار مقدم (۱۳۸۷)، "محرك‌های مؤثر بر مدیریت سود"، **فصلنامه - توسعه و سرمایه**، شماره ۲، ص ۱۲۵.
- ۵- حاجی وند، ت، (۱۳۷۵)، "انگیزه مدیریت در هموارسازی سود در شرکت‌های بورسی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ۶- حاجی‌ها زهرا، قصاب ماهر لیلیا، (۱۳۸۹) "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص نسبت Qتوبین در بازار سرمایه ایران" **فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت**



- ۶- اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، دوره ۱ شماره ۶.
- ۷- حسنوی رضا، مرادی امیر، (۱۳۸۷) "شیوه‌های ارزش آفرینی شرکت مادر در شرکت‌های زیرمجموعه". دو فصلنامه مدیریت فردا، سال هفتم، شماره ۲۰
- ۸- سبحان الهی محمدعلی، رحمان سرشت حسین، اصل بیگی فرزانه، (۱۳۹۱) مطالعات مدیریت راهبردی الگوی تعامل استراتژیک در شرکت‌های هلدینگ.
- ۹- سیاسی، س؛ و همکاران، (۱۳۸۴)، " بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۲، شماره دوم، صفحه ۱۶۶ - ۱۷۸.
- ۱۰- مونس خواه غ، (۱۳۸۹)، " بررسی رابطه رفتار مدیریت سود شرکت‌های گروه با بازده سهام شرکت اصلی پذیرفته شده در بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اراک
- ۱۱- مشایخی، ب؛ و مریم صفری، (۱۳۸۵)، "وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری و حسابداری، شماره ۴۴، صفحه ۳۵ - ۵۴.
- ۱۲- ملانظری، م؛ و ساناز کریمی زنده، (۱۳۸۶)، " بررسی ارتباط بین هموارسازی سود با اندازه شرکت و نوع صنعت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، حسابداری و حسابداری، شماره ۴۷، صفحه ۸۳ - ۱۰۰.
- ۱۳- نوروش، الف؛ و همکاران، (۱۳۸۵)، "کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی"، حسابداری و حسابداری، شماره ۴۳، صفحه ۱۳۵ - ۱۶۰.
- ۱۴- یزدانیان، (۱۳۸۵) "معیارهای حسابداری عملکرد" رساله دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

15-Abdelghany, kh. 2005." Measuring the quality of earnings. **Managerial Auditing Journal**", Vol. 20 No. 9, 2005 pp. 1001-1015 Working Paper, Available at Emerald Group Publishing Limited 0268-6902

16-Fallatah, Y. 2006. "The role of Asset Reliability and Audit Quality in Equity Valuation". A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Florida Atlantic University.

17- Kirschenheiter, M, Melumad, N. D. (2002). "Earnings Quality and Smoothing", Draft, June, Working Paper

18-Mulford, C.W, Comiskey, E. E. (2002). "The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Practices", New York, John Wiley & Sons.