

بررسی تاثیر فساد مالی و منابع مالی مشتقه بر ارزش شرکت ها

معصومه بهمنی^۱، علی امیری^{۲*} و حجت الله سالاری^۲

- ۱- گروه حسابداری، مرکز بستک، دانشگاه آزاد اسلامی، بستک، ایران
۲- گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران
*نویسنده مسئول:

چکیده

هدف از این مطالعه، بررسی تاثیر فساد مالی و منابع مالی مشتقه بر ارزش شرکت ها می باشد. پژوهش حاضر از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. نمونه آماری مشتمل بر اطلاعات مالی ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بوده است. تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش با استفاده از نرم‌افزارهای Spss 22 و Eviews 8.1 می باشد که نتایج حاکی بود که فساد مالی بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد و اینکه منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد و در نهایت منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. در این مطالعه براساس داده های آماری و با استفاده از متغیر های تعدیل گر به نتایج مهمی خواهیم رسید که مورد استفاده تصمیم گیرندگان و سرمایه گذاران خواهد بود.

واژه‌های کلیدی: فساد مالی، ارزش شرکت، منابع مالی مشتقه، قراردادهای سلف

مقدمه

خصوصیات ساختار مربوط به منابع مالی مشتقه از یک سری منابع و عوامل بیرونی نیز تاثیر می پذیرد. در برخی موارد الگوهای حمایت شرکتی و بازخوردهای همگرایانه در استراتژی های بازار سهام باعث به وجود آمدن فساد مالی می شود. منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف در هر مرحله از گام های شرکت در راستای رسیدن به اهداف خود می تواند عملکرد شرکت را در جهت مثبت یا منفی سوق دهد. ابزارهای مالی مشتقه گونه ای از ابزارهای مالی هستند که فقط متخصصان فن از چند و چون عملکرد آنها آگاهی کامل دارند و معمولاً خبرگان حرفه ای روی آن ها سرمایه گذاری می کنند پترو^۱ (۲۰۱۵). به طور خلاصه می توان گفت که مشتقات یا منابع مالی مشتقه قراردادهایی بین دو یا چند طرف هست که پرداخت های آن براساس موقعیت سنجی تعیین می شود. در برخی موارد شناسایی الگوهای موقعیت سنجی فوق می تواند منجر به فساد مالی شده و در نهایت ارزش شرکت ها را تحت تاثیر قرار دهد. در واقع منابع مالی مشتقه ابزارهایی برای کاهش یا انتقال مخاطره (ریسک) به شمار می آید اما در برخی موارد این ابزارها در جهت سوء استفاده مدیران مورد استفاده قرار گرفته و منجر به فسادهای مالی می شود (آلمانیز و همکاران^۲، ۲۰۱۲).

فساد مالی معمولاً از طرف مدیران اتفاق افتاده و در برخی موارد انگیزه های کسب پول های هنگفت، مدیران را وا می دارد که اطلاعات مربوط به صورت های مالی شرکت ها را وارونه وار نشان دهند. در برخی موارد ارزش بازار سهام شرکت ها تحت نوسان شدید قیمت قرار می گیرد و در این مواقع مدیران سودجو بر مبنای جایجایی برخی از متغیرها و اعداد و ارقام صورت های مالی ارزش شرکت ها در نقطه بهینه مدنظر خود نشان داده و از اختلاف بین صورت های مالی واقعی و اعداد موجود در صورت های مالی به نمایش داده شده سوء استفاده کرده و فساد مالی را به وقوع می پیوندند. فساد مالی نشات گرفته از یک سری عواملی مانند تفاوت بین جریان های نقدی مورد انتظار و جریان های نقدی واقعی نیز می باشد (کیم و همکاران^۳، ۲۰۱۷). در برخی موارد مدیران جریان های نقدی مورد انتظار را به عنوان جریان های نقدی واقعی نیز نشان داده و از اختلاف این دو مورد در راستای اهداف سودجویانه خود استفاده می کنند. منابع مالی مشتقه که در برخی از شرکت ها به عنوان یکی از منابع تامین مالی مورد استفاده قرار می گیرد، می تواند بر روی ارزش شرکت ها تاثیر داشته باشد. ارزش ناشی از منابع مالی مشتقه بر طبق الگوهای مربوط به فساد مالی می تواند در بلند مدت نوسانات ارزش بازار سهام شرکت ها را تحت تاثیر قرار داده و در نهایت ارزش شرکت ها را به صورت غیر واقعی وانمود نماید (هیگان و آنتولین^۴، ۲۰۱۲). برخی از منابع مالی مشتقه مانند: منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده توسط شرکت های بزرگ صادر می شود و به صورت استاندارد و تضمین شده در بورس سازمان یافته و معامله می شوند و برخی در حاشیه بورس و به صورت خارج از بورس با توافق و مذاکره دو طرف معامله صورت می پذیرد. فساد مالی از اندازه شرکت نیز می تواند نشات بگیرد در برخی موارد که اندازه شرکت بیش از حد بزرگ بوده و عواملی مانند نسبت اهرم مالی و نسبت بازده دارایی ها نوسانات شدیدی دارند، فرصت مناسبی برای مدیران سودجو ایجاد شده تا اقدام به فساد مالی نمایند (کیم و همکاران^۵، ۲۰۱۶). همچنین مخارج سرمایه ای یکی دیگر از عوامل ایجاد کننده فساد مالی می باشد که در بلند مدت تاثیر بسیار زیادی بر روی ارزش شرکت ها می گذارد. فساد مالی نشات گرفته از مخارج سرمایه ای تحت تاثیر عواملی مانند: نسبت جاری، سیاست های تقسیم سود و نسبت فروش نیز می تواند قرار گیرد. در حالت کلی فساد مالی ناشی از منابع مالی مشتقه سودآوری شرکت را تحت تاثیر قرار داده و نسبت بازده دارایی ها در بلند مدت رو به سمت نزولی خواهد آورد و در نهایت سیاست های تقسیم سود شرکت ها را تحت تاثیر قرار داده و یک نوع بدبینی از طرف سرمایه گذاران بر روی ارزش شرکت ها را ایجاد خواهد کرد. در ارزشیابی شرکت ها معمولاً قیمت بازار که بر مبنای ارزش قراردادهای به وجود می آید توسط شاخص صنعت مورد فعالیت و ارزش بازار سهام مورد تعدیل قرار می گیرد (آمیر^۶، ۲۰۰۹).

¹ - Petrou.

² - Allayannis et al.

³ - Kimb et al.

⁴ - Higón and Antolín.

⁵ - Kim et al.

⁶ - Ameer.

فساد مالی در نهایت بر رشد اقتصادی کشور نیز تاثیر منفی گذاشته و با کاستن ارزش شرکت ها و ایجاد یک نوع دید منفی گرایانه سهام داران و سرمایه گذاران باعث خروج ارز و ریال ها از بازار سرمایه شده و در بلند مدت به شدت ارزش شرکت ها را رو به سمت نزولی خواهد برد. با توجه به مطالب مطرح شده مسئله اصلی این پژوهش بررسی الگوهای مربوط به فساد مالی و همچنین عوامل مربوط به منابع مالی مشتقه و تاثیر این عوامل بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

پیشینه و ادبیات تحقیق

پژوهش حاضر با شناخت و بررسی تاثیر فساد مالی و منابع مالی مشتقه بر ارزش شرکت ها، مبنای کاربردی برای بازیگران بازار سرمایه شامل سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل و... فراهم خواهد نمود. بدیهی است که به دنبال انجام هر تحقیقی تلاش بر این است نتایج به دست آمده مورد استفاده علاقمندان قرار بگیرد تا در اتخاذ تصمیمات موثر کارا و موثر باشد، لذا این تحقیق نیز مستثنی از این امر نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج تحقیقات برای خود مدیران شرکت ها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند. در این پژوهش مفاهیم متغیرهای اصلی پژوهش به صورت زیر مطرح شده است: فساد مالی^۷؛ فساد مالی عبارت است از دستکاری صورت های مالی و گزارش های منتشر شده شرکت ها توسط مدیران و عوامل زیر مجموعه آن، در راستای دستیابی به اهداف سودآورانه خود. فساد مالی معمولا در شرکت های بزرگتر نسبت به شرکت های کوچکتر بیشتر اتفاق می افتد و در اکثر موارد فساد مالی نشات گرفته از عدم کنترل دقیق توسط اعضای مستقل هیات مدیره و عدم کفایت مدیرعامل و همچنین گستردگی بیش از حد منابع مالی می باشد (اینکوپولو و همکاران^۸، ۲۰۱۴). منابع مالی مشتقه^۹؛ منابع مالی مشتقه گونه ای از منابع مالی هستند که توسط سرمایه گذران و شرکت های حرفه ای مورد استفاده قرار می گیرند. بطور خلاصه می توان گفت که منابع مالی مشتقه، قراردادی بین دو یا چند نفر است که پرداخت های آن بر مبنای موقعیت سنجی تعیین می شود. منابع مالی مشتقه معمولا در شرکت هایی که الگوهای استراتژیک آینده نگری دارند، مورد استفاده قرار گرفته و دو نوع معروف این نوع منابع مالی مشتقه عبارتند از منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف و منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده. منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف: قراردادهای سلف قراردادی هستند که به موجب آن دو طرف تعهد می کنند که در یک تاریخ مشخص با یک قیمت مشخص یک کالا یا سهام یا هر چیز دیگری را با کیفیت مشخص که کلا بر اساس توافق طرفین تعیین خواهد شد را مبادله کنند. در این قرارداد هم پیش شرط این است که تفاوت دیدگاه نسبت به قیمت آینده برای خریدار و فروشنده وجود داشته باشد. بر اساس قراردادهای مالی سلف تمامی مبالغ باید قبلا پرداخت گردد و کالا یا سهام در سررسید تحویل داده شود، بدین ترتیب در این معاملات یا پول نقد از طریق بانک ها ردوبدل می شود یا اسنادی که معادل پول نقد بشمار می آیند. یکی از دارایی هایی که در شرکت ها برای تامین مالی سلف استفاده از آن ها بسیار متداول است، برگه های مربوط به سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها می باشد. منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده: قراردادهای آینده قراردادهایی هستند که در آن دو طرف تعهد می کنند که در یک تاریخ مشخص و تعیین شده طبق ضوابط تعیین شده بازار رسمی بورس و با یک قیمت مشخص و تعیین شده طبق ضوابط تعیین شده بازار رسمی بورس، یک کالا یا یک کیفیت مشخص و تعیین شده طبق ضوابط تعیین شده بازار رسمی بورس را مبادله کنند. مبلغ این معامله یا در زمان قرارداد آینده یا در زمان سررسید معامله قرارداد آینده تعیین می شود. لذا اگر مبلغ معامله در زمان معامله تعیین شود، فروشنده معمولا نگران این است که قیمت کالا در آینده بالا رود و خریدار نگران این است که قیمت کالا ثابت مانده یا پایین بیاید. و برعکس زمانی که مبلغ معامله در زمان سررسید مشخص شود، خریدار نگران این است که قیمت کالا در آینده بالا رود و فروشنده معمولا نگران این است که قیمت کالا ثابت مانده یا پایین بیاید. این قراردادها در بازار رسمی یا بورس انجام می گیرد و مقداری از مبلغ مورد معامله نزد سازمان بورس به عنوان وجوه تضمین حسن قرارداد قرار می گیرد.

7- corruption financial

8 -Enikolopov et al.

9-Derivatives financial

برخی از شرکت ها از قراردادهای آینده بعنوان منابع مالی مشتقه استفاده می کنند (کیم و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۷). ارزش شرکت^{۱۱}: ارزش شرکت برابر است با ارزش بازار سهام شرکت در یک تاریخ مشخص. هرچقدر بازار سهام شرکت ها در تاریخ مشخص که معمولاً پایان سال مالی می باشد، بیشتر باشد نشاندهنده این است که ارزش شرکت نرخ رشد مثبتی را تجربه نموده است. ارزش شرکت ها معمولاً بعنوان نمایشگری از توانمندی های مدیریت در جهت کنترل امور مالی شرکت می باشد که در نهایت به سودآوری منتج شده است (بیل و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۲).

کیم و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان "شرکت های چند ملیتی و تاثیر فساد مالی بر ابزار مالی مشتقه در استفاده از ارزش شرکت" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند و روش آماری مورد استفاده آنان، روش آماری پانل دیتا بر مبنای رگرسیون چند متغیره خطی می باشد. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که فساد مالی در بلندمدت تاثیر بسیار زیادی بر روی کاهش ارزش شرکت ها می گذارد. همچنین نتایج نشات گرفته از تحقیق آن ها نشان داد که منابع مالی مشتقه از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر مثبتی می گذارد و در برخی موارد این منابع که حاصل یک قرارداد بر مبنای پیش بینی های انجام شده می باشد، می تواند منجر به فساد مالی شده و در نهایت ارزش شرکت ها را کاهش دهد. در نهایت نتایج تحقیق آن ها در ارتباط با فرضیه سوم نشان داد که منابع مالی مشتقه از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. کیم و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان "کیفیت حاکمیت شرکتی و استفاده از ابزار مالی مشتقه" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش پانل دیتا پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی بر منابع مالی مشتقه و ارزش آن ها تاثیر مثبتی گذاشته و در بلندمدت هرچقدر کیفیت حاکمیت شرکتی در جهت مثبت حرکت نماید، به همان نسبت نیز ارزش شرکت و منابع تامین مالی شرکت نیز مثبت خواهد شد. کاراپل^{۱۵} (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "ابزار مشتقه بین الملل شرکتی و ریسک شرکت" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداخت. نتایج وی نشان داد که استفاده از منابع مالی ابزار مشتقه بین الملل باعث افزایش ریسک شرکت ها خواهد شد. نتایج تحقیق او از این جهت قابل تامل است که با توجه به نوسانات نرخ ارز که در بازارهای جهانی اتفاق می افتد، منابع مالی بین المللی مشتقه قابل صرفه نبوده و در بلندمدت ریسک شرکت را افزایش داده و بر ارزش شرکت ها تاثیر منفی خواهد گذاشت. نگوین و روگمن^{۱۶} (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "منابع تامین مالی سرمایه ای داخلی و عملکرد میان مدت شرکت و تاثیر آن بر رشد اقتصا" صادی به بررسی روابط بین متغیرهای فوق بر مبنای روش آماری پانل دیتا پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که تامین مالی سرمایه ای داخلی بر روی عملکرد شرکت ها تاثیر مثبتی گذاشته و در نهایت باعث بروز رشد اقتصادی در شرکت ها خواهد شد. پترو^{۱۷} (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "فساد مالی خارجی و تاثیر آن بر عملکرد شرکت" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداخت. نتایج تحقیق وی که با استفاده از روش آماری پانل دیتا بر مبنای رگرسیون چند متغیره خطی انجام شده بود نشان داد که الگوهای مربوط به فساد مالی در بلندمدت بر عملکرد شرکت تاثیر منفی گذاشته و در برخی موارد این الگوها در کوتاه مدت تاثیر مثبتی بر روی عملکرد شرکت می گذارند یعنی عملکرد شرکت را در کوتاه مدت وارونه نمایش می دهند. لیون بروک و اسپمید^{۱۸} (۲۰۱۴)، در پژوهشی تحت عنوان "ارزش شرکت و ابزار مالی مشتقه و فساد مالی" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که ارزش شرکت ها از فساد مالی تاثیر مستقیمی می گیرد و ابزار مالی مشتقه در بلندمدت بر فساد

10 - Kimb et al.

11- firmvalue

12 - Bell et al.

13 -Kimb et al.

14 -Kim et al.

15 -Krapl.

16 -Nguyen and Rugman.

17 -Petrou.

18 -Lievenbruck and Schmid.

مالی تاثیر منفی می گذارد. یعنی هرچقدر استفاده از منابع مالی مشتقه به خصوص قراردادهای آینده بیشتر شود، به همان نسبت ریسک شرکت کاهش پیدا کرده و در نهایت باعث کاهش فساد مالی شرکت ها خواهد شد. چن و کینگ^{۱۹} (۲۰۱۴)، در پژوهشی تحت عنوان "ابزار مالی مشتقه، هزینه بدهی و فساد مالی" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند. روش آماری مورد استفاده آنان، روش آماری سری زمانی بر مبنای معادلات ساختاری بوده و در بین سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ انجام شده است. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که استفاده از منابع مالی مشتقه باعث کاهش هزینه بدهی شرکت ها شده و در نهایت باعث کاهش فساد مالی شده و تاثیر منفی بر روی الگوهای فساد مالی خواهد گذاشت. دونادلی و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۴)، در پژوهشی تحت عنوان "مسئله نمایندگی، عملکرد شرکت و فساد مالی شرکت" به بررسی روابط بین متغیرها با استفاده از روش پانل دیتا پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که مشکلات نمایندگی در بلندمدت بر عملکرد شرکت ها تاثیر منفی گذاشته و در نهایت موجب فساد مالی خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آن ها حاکی از آن بود که الگوهای مربوط به مشکلات نمایندگی، نشأت گرفته از سودآوری و مخارج سرمایه ای شرکت ها بوده و در بلندمدت اعمال سیاست های محافظه کارانه از سمت مدیران باعث کاهش میزان فساد مالی در شرکت ها خواهد شد. اینکوپولو و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۴)، در پژوهشی تحت عنوان "ارزش شرکت در بحران مالی: تاثیر سطح ارزش شرکت و افشای اطلاعات مالی بر فساد مالی" به بررسی روابط بین متغیرهای با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره خطی پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که ارزش شرکت بر روی سطوح افشا تاثیر مثبتی گذاشته، به این صورت که هرچقدر شفافیت اطلاعات بیشتر شود، ارزش شرکت نیز در جهت مثبت حرکت خواهد کرد و در نهایت از بروز فساد مالی جلوگیری خواهد شد. چنگ و همکاران^{۲۲} (۲۰۱۳)، در پژوهشی تحت عنوان "ابزار مالی مشتقه خارجی و ارزش شرکت" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند. روش آماری مورد استفاده آنان، روش آماری پانل دیتا بر مبنای روش آماری رگرسیون خطی چند متغیره می باشد. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که ابزار مالی مشتقه خارجی در بلندمدت با توجه به استفاده مناسب از انبر الگوهای مربوط به ارزش شرکت تاثیر مثبتی خواهد گذاشت. همچنین نتایج تحقیق آن ها نشان داد که استفاده از ابزار مالی مشتقه خارجی در جهت تامین منابع مالی می تواند بر روی سایر عوامل شرکت مانند مخارج سرمایه ای و اندازه شرکت و نسبت سودآوری شرکت ها تاثیر مثبتی داشته باشد. بلیتار و همکاران^{۲۳} (۲۰۱۳)، در پژوهشی تحت عنوان "ابزار مالی مشتقه و ارزش سهامداران شرکت" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند. روش آماری مورد استفاده آن ها، روش آماری پانل دیتا بوده و به این نتیجه رسیدند که الگوهای مربوط به ابزار مالی مشتقه که در جهت تامین مالی زود هنگام شرکت ها اتفاق می افتد، اگر از الگوهای حاکمیت شرکتی و قوانین مصوب پیروی نمایند در نهایت ارزش سهامداران شرکت را بالا برده و باعث افزایش ارزش شرکت در بازار سرمایه خواهد شد اما اگر این الگوها در جهت انعطاف پذیری اندازه شرکت و مخارج سرمایه ای مورد استفاده قرار گیرد، امکان دارد منجر به وقوع فساد مالی گردد.

خزائی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان "مسئولیت پیش قراردادی؛ شرایط تحقق و زیان های قابل جبران" به بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش پرداخت. از زمانی که طرفین به قصد انعقاد قرارداد با یکدیگر ارتباط برقرار نموده تا هنگامی که قرارداد نهایی منعقد شود یا از آن صرف نظر نمایند، دوره پیش قراردادی نامیده می شود. اصل آزادی قراردادی، مستلزم پذیرش مخاطرات این دوره توسط طرفین می باشد. مسئولیتی که برای جبران زیان ها ایجاد می گردد، مسئولیت پیش قراردادی نامیده می شود. از آنجا که معمولا زیان های دوره پیش قراردادی به واسطه اتکای زیان بار یکی از طرفین به باور معقول خود از انعقاد قرارداد در آینده نزدیک صورت می گیرد. اسماعیلی رزی و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی قیمت گذاری قراردادهای آتی کالایی با استفاده از پویایی های قیمت نقد: کاربرد الگو برای بازار آتی طلا در ایران" به بررسی روابط

¹⁹ -Chen and King.

²⁰ -Donadelli et al.

²¹ -Enikolopov et al.

²² -Chang et al.

²³ -Belghitar et al.

بین این متغیرها پرداختند. قیمت گذاری قراردادهای آتی در ایران، سه الگوی نظری قیمت گذاری قرارداد آتی یک عاملی بدون جهش، یک عاملی با اندازه جهش نمایی و یک عاملی با اندازه جهش یکنواخت مورد بررسی قرار گرفت. برآورد پارامترهای این سه الگو با استفاده از داده های قیمت آتی ۹۲-۹۱، نشان می دهد که اضافه کردن جهش نمایی به رفتار تصادفی قیمت نقد طلا، باعث بهبود عملکرد الگوی تک عاملی بدون جهش نشده است. اما استفاده از مدل دارای جهش تصادفی یکنواخت به جای الگوی بدون جهش، تاثیر مطلوبی بر برآورد پارامترهای الگوی تک عاملی داشته است. عبدی پور فرد و شهیدی (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی ابعاد فقهی، حقوقی و مالی قراردادهای سلف در بورس" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. در بازار فیزیکی بورس های کالایی که قرارداد سلف در آن منعقد می گردد، حصول قبض فی المجلس ثمن به دلیل مدت دار بودن فرآیند انجام امور تسویه با ایراد قبض ثمن قبل از تفرق مواجه می شود. بررسی توجیهات فقهی و حقوقی راهکارهای ارائه شده در این زمینه موضوع این پژوهش می باشد. مهرانی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین متغیرها را طی یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ در ۴۸۰ سال-شرکت با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره، پرداختند. نتایج تحقیق به صورت زیر عنوان شد که چرخه عمر شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تاثیرگذار است؛ به گونه ای که این رابطه در شرکت های در حال رشد نسبت به شرکت های بالغ دارای شدت بیشتری می باشد. به عبارت دیگر، قدرت توضیح دهندگی الگوی شرکت های رشدی از الگوی شرکت های بالغ بیشتر می باشد. دیدار و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر تنوع سازی کسب و کار بر عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک درجه تمرکز صنعتی" با استفاده از اطلاعات مالی ۱۲۵ شرکت در قالب ۷ صنعت طی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. تعداد نمونه تحقیق آنها شامل ۱۲۵۰ شرکت-سال می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش بیانگر این است که بین شاخص هرفیندال - هریشمن و عملکرد شرکت های مورد بررسی در صنایع رقابتی رابطه مستقیم و معنادار، در صنایع نیمه متمرکز رابطه معکوس و معنادار و در صنایع متمرکز رابطه معکوس و غیر معناداری وجود دارد. و بین شاخص هرفیندال - هریشمن و ارزش شرکت های مورد بررسی در صنایع رقابتی، نیمه متمرکز و متمرکز رابطه معکوس و غیر معناداری وجود دارد. در نتیجه می توان گفت که تنوع سازی کسب و کار، بر عملکرد شرکت های مورد پژوهش تاثیر مثبت و معنادار و بر ارزش شرکت های مورد پژوهش تاثیر منفی و غیر معناداری داشته است. رحیمیان (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان "بررسی فساد اقتصادی و راه های مبارزه با آن" به بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش پرداخت. با افزایش روزافزون فساد اقتصادی در سازمان ها، شرکت ها و موسسات در کشورهای مختلف جهان، برنامه ریزی برای مبارزه فساد اقتصادی مورد توجه قرار گرفته و پیشرفت و توسعه اقتصاد هر جامعه ای در نتیجه گرو داشتن اقتصادی سالم و عاری از فساد می باشد. خسروآبادی و بنی مهد (۱۳۹۳)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی پیش بینی بی اخلاقی و فساد مالی با توجه به اعتماد اجتماعی در حرفه حسابرسی" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان از آن داشت که توسعه اخلاق، در حرفه حسابرسی مستلزم بهبود ارزش های اجتماعی از جمله اعتماد اجتماعی می شود. و همچنین رابطه مستقیمی میان اعتماد اجتماعی پایین و فساد مالی در میان حسابرسان شاغل در بخش خصوصی حرفه حسابرسی وجود دارد. طالقانی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان "بررسی عوامل فردی و سازمانی موثر بر فساد اداری در شعب بانک سپه استان قم" به بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که بین پای بندی اعتقادی، ویژگی شخصیتی، سبک ارتباطی، سبک رهبری و کیفیت زندگی کاری به عنوان عوامل فردی و فساد اداری رابطه معناداری وجود دارد. سینایی و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تاثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که رابطه غیرخطی و معنی داری بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته و فرصت های رشد تاثیر معنی داری بر این رابطه دارد.

با بررسی پیشینه تحقیق و مسئله اصلی پژوهش به این نکته دست پیدا خواهیم کرد که چگونه بتوان پلی برای رسیدن به اهداف پژوهش پیدا نمود.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده فرضیه‌های این تحقیق به صورت زیر ارائه می‌شود:

فرضیه ۱: فساد مالی بر ارزش شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد.

فرضیه ۲: منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد.

فرضیه ۳: منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی و از لحاظ هدف نیز از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی است، زیرا از داده‌های تاریخی استفاده می‌شود. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۴ است و نمونه تحقیق شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند و داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دسترس باشد. بر اساس محدودیت‌های در نظر گرفته شده تعداد ۱۰۴ شرکت (شرکت در تمام سال‌ها) به عنوان نمونه نهایی تحقیق انتخاب شد. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز برای انجام تحقیق از طریق سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران از جمله سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (Rdis)، شرکت اطلاع رسانی بورس و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری و محاسبات اولیه مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل انجام شد. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از نرم افزارهای Eviews 7 و Spss 20 صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیز از الگوی رگرسیونی چندگانه و روش آماری پانل دیتا استفاده شده است. مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش کیم و همکاران^{۲۴} (۲۰۱۷) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Tobin's } Q)_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 use_{i,t} + \beta_2 c_{i,t} + \beta_3 u\ sec_{i,t} + \beta_4 Firm\ size_{i,t} + \beta_5 leverage_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \\ & \beta_7 Capital\ Expenditures_{i,t} + \beta_8 Quick\ ratio_{i,t} + \beta_9 Dividend\ yield_{i,t} + \beta_{10} For\ Sales_{i,t} + \\ & \beta_{11} Geomarket_{i,t} + \beta_{12} Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی تاثیر فساد مالی بر ارزش شرکت‌ها می‌باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

H_0 : فساد مالی بر ارزش شرکت‌ها، تاثیر معناداری وجود ندارد.

H_1 : فساد مالی بر ارزش شرکت‌ها، تاثیر معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

²⁴ -Kimb et al.

$$\begin{aligned} \ln(\text{Tobin's } Q)_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{use}_{i,t} + \beta_2 c_{i,t} + \beta_3 u \text{sec}_{i,t} + \beta_4 \text{Firmsize}_{i,t} + \beta_5 \text{leverage}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \\ & \beta_7 \text{CapitalExpenditures}_{i,t} + \beta_8 \text{Quickratio}_{i,t} + \beta_9 \text{Dividendyield}_{i,t} + \beta_{10} \text{ForSales}_{i,t} + \\ & \beta_{11} \text{Geomarket}_{i,t} + \beta_{12} \text{Ind}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول شماره یک ارائه شده است.

جدول شماره ۱- نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۲۴	F	۶/۰۱۰۰	(۵۰۵,۱۰۳)	۰/۰۰۲۷
هاسمن	۶۲۴	χ^2	۹/۴۴۸۰	۱۲	۰/۰۳۲۹

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۲۷)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم‌چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۳۲۹) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۴۷۸۲) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نارایب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۰۸)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. هم‌چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۳۶ بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی (۰/۶۲۲۵) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جدول شماره دو ارائه شده است.

جدول شماره ۲ - نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره RAMSEY		آماره DURBIN-WATSON		آماره BREUSCH-PAGAN		آماره JARQUE-BERA	
<i>P-Value</i>	<i>F</i>	D		<i>P-Value</i>	<i>F</i>	<i>P-Value</i>	χ^2
۰/۶۲۲۵	۰/۳۱۷۰	۲/۳۶		۰/۰۲۰۸	۵/۸۵۷۴	۰/۴۷۸۲	۱/۴۹۲۸

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول شماره سه ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار *Eviews 7* به صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Tobin's } Q)_{i,t} = & 0.3428 + 0.0178\text{use}_{i,t} + 0.0378c_{i,t} + 0.0131\text{u sec}_{i,t} + 0.0228\text{Firmsize}_{i,t} \\ & - 0.0057\text{leverage}_{i,t} + 0.0772\text{ROA}_{i,t} + 0.0234\text{CapitalExpenditures}_{i,t} - 0.0126\text{Quickratio}_{i,t} \\ & - 0.0134\text{Dividendyield}_{i,t} - 0.0518\text{ForSales}_{i,t} + 0.0290\text{Geomarket}_{i,t} + 0.0197\text{Ind}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جدول شماره ۳ - نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: ارزش شرکت تعداد مشاهدات: ۶۲۴ سال - شرکت				
رابطه	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
مستقیم	۰/۰۳۵۸	۲/۴۸۵۹	۰/۳۴۲۸	جزء ثابت
مستقیم	۰/۰۰۰۴	۴/۹۹۲۵	۰/۰۱۷۸	فساد مالی
مستقیم	۰/۷۸۵۴	۲/۰۴۹۴	۰/۰۲۲۸	اندازه شرکت
معکوس	۰/۰۲۰۹	-۲/۰۶۱۶	-۰/۰۰۵۷	نسبت اهرم مالی
مستقیم	۰/۰۰۴۷	۳/۳۶۵۸	۰/۰۷۷۲	نسبت بازده دارایی‌های
مستقیم	۰/۰۰۰۶	۴/۸۷۵۵	۰/۰۲۳۴	مخارج سرمایه‌ای
معکوس	۰/۶۵۶۷	-۰/۴۴۴۶	-۰/۰۱۲۶	نسبت سریع یا جاری
معکوس	۰/۰۲۳۹	-۲/۷۳۸۲	-۰/۰۱۳۴	سیاست‌های تقسیم سود
معکوس	۰/۰۰۳۷	-۳/۹۱۳۰	-۰/۰۵۱۸	نسبت فروش
مستقیم	۰/۰۱۰۷	۲/۸۲۳۳	۰/۰۲۹۰	ارزش بازار سهام
مستقیم	۰/۰۳۸۲	۲/۰۷۷۹	۰/۰۱۹۷	شاخص صنعت مورد فعالیت
۰/۶۵۸۷	ضریب تعیین مدل			
۶/۱۰۲۵ (۰/۰۰۰۰)	آماره <i>F</i> (<i>P-Value</i>)			

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۶۵/۸۷ درصد از ارزش شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره سه، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر فساد مالی کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۰۴)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری فساد مالی بر ارزش شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت فساد مالی بر ارزش شرکت ها، تاثیر معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۱۷۸) حاکی از وجود تاثیر مستقیم فساد مالی بر ارزش شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی فساد مالی بر ارزش شرکت ها نیز به میزان ۰/۰۱۷۸ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می توان نتیجه گرفت که فساد مالی بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

هدف از آزمون فرضیه دوم تحقیق بررسی این موضوع می باشد که آیا منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود دارد یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:
 H_0 : منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود ندارد.
 H_1 : منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود دارد.
 این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب β_2 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\begin{aligned} \ln(\text{Tobin's } Q)_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{use}_{i,t} + \beta_2 c_{i,t} + \beta_3 \text{u sec}_{i,t} + \beta_4 \text{Firm size}_{i,t} + \beta_5 \text{leverage}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \\ & \beta_7 \text{Capital Expenditures}_{i,t} + \beta_8 \text{Quickratio}_{i,t} + \beta_9 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_{10} \text{For Sales}_{i,t} + \\ & \beta_{11} \text{Geomarket}_{i,t} + \beta_{12} \text{Ind}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

(۱)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_2 = 0 \\ H_1 : \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

جدول شماره ۴ - نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: ارزش شرکت				
تعداد مشاهدات: ۶۲۴ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۳۴۲۸	۲/۴۸۵۹	۰/۰۳۵۸	مستقیم
منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف	۰/۰۳۷۸	۳/۷۷۸۰	۰/۰۰۶۹	مستقیم
اندازه شرکت	۰/۰۲۲۸	۲/۰۴۹۴	۰/۷۸۵۴	مستقیم
نسبت اهرم مالی	-۰/۰۰۵۷	-۲/۰۶۱۶	۰/۰۲۰۹	معکوس
نسبت بازده دارایی های	۰/۰۷۷۲	۳/۳۶۵۸	۰/۰۰۴۷	مستقیم
مخارج سرمایه ای	۰/۰۲۳۴	۴/۸۷۵۵	۰/۰۰۰۶	مستقیم
نسبت سریع یا جاری	-۰/۰۱۲۶	-۰/۴۴۴۶	۰/۶۵۶۷	معکوس

سیاست های تقسیم سود	-۰/۰۱۳۴	-۲/۷۳۸۲	۰/۰۲۳۹	معکوس
نسبت فروش	-۰/۰۵۱۸	-۳/۹۱۳۰	۰/۰۰۳۷	معکوس
ارزش بازار سهام	۰/۰۲۹۰	۲/۸۲۳۳	۰/۰۱۰۷	مستقیم
شاخص صنعت مورد فعالیت	۰/۰۱۹۷	۲/۰۷۷۹	۰/۰۳۸۲	مستقیم
ضریب تعیین مدل		۰/۶۵۸۷		
<i>F</i> آماره		۶/۱۰۲۵		
<i>(P-Value)</i>		(۰/۰۰۰۰)		

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۴، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۶۹)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۳۷۸) حاکی از وجود تاثیر مستقیم منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها نیز به میزان ۰/۰۳۷۸ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم تحقیق تاثیر منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود ندارد.

H_1 : منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\ln(\text{Tobin's } Q)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{use}_{i,t} + \beta_2 \text{c}_{i,t} + \beta_3 \text{u sec}_{i,t} + \beta_4 \text{Firmsize}_{i,t} + \beta_5 \text{leverage}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{CapitalExpenditures}_{i,t} + \beta_8 \text{Quickratio}_{i,t} + \beta_9 \text{Dividendyield}_{i,t} + \beta_{10} \text{ForSales}_{i,t} +$$

$$\beta_{11} \text{Geomarket}_{i,t} + \beta_{12} \text{Ind}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_3 = 0 \\ H_1 : \beta_3 \neq 0 \end{cases}$$

جدول شماره ۵ - نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: ارزش شرکت تعداد مشاهدات: ۶۲۴ سال - شرکت				
رابطه	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
مستقیم	۰/۰۳۵۸	۲/۴۸۵۹	۰/۳۴۲۸	جزء ثابت
مستقیم	۰/۰۱۳۸	۲/۲۴۵۸	۰/۰۱۳۱	منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده
مستقیم	۰/۷۸۵۴	۲/۰۴۹۴	۰/۰۲۲۸	اندازه شرکت
معکوس	۰/۰۲۰۹	-۲/۰۶۱۶	-۰/۰۰۵۷	نسبت اهرم مالی
مستقیم	۰/۰۰۴۷	۳/۳۶۵۸	۰/۰۷۷۲	نسبت بازده دارایی های
مستقیم	۰/۰۰۰۶	۴/۸۷۵۵	۰/۰۲۳۴	مخارج سرمایه ای
معکوس	۰/۶۵۶۷	-۰/۴۴۴۶	-۰/۰۱۲۶	نسبت سریع یا جاری
معکوس	۰/۰۲۳۹	-۲/۷۳۸۲	-۰/۰۱۳۴	سیاست های تقسیم سود
معکوس	۰/۰۰۳۷	-۳/۹۱۳۰	-۰/۰۵۱۸	نسبت فروش
مستقیم	۰/۰۱۰۷	۲/۸۲۳۳	۰/۰۲۹۰	ارزش بازار سهام
مستقیم	۰/۰۳۸۲	۲/۰۷۷۹	۰/۰۱۹۷	شاخص صنعت مورد فعالیت
۰/۶۵۸۷	ضریب تعیین مدل			
۶/۱۰۲۵ (۰/۰۰۰۰)	آماره F (P-Value)			

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۵، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۱۳۸)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه سوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها تاثیر معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۱۳۱) حاکی از وجود تاثیر مستقیم منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها نیز به میزان ۰/۰۱۳۱ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد.

نتیجه گیری

در این پژوهش ابتدا خلاصه آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شد. در ادامه به ارائه آمار استنباطی پرداخته شد و مدل های تحقیق در قالب آمار استنباطی فرضیه ها ارائه شد. برای آزمون مدل های ابتدا از آزمون چاو استفاده شد تا مشخص گردد که آیا از روش پانل باید استفاده کرد یا روش ترکیبی و در ادامه از آزمون هاسمن برای استفاده از روش پانل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت استفاده شد. در نهایت برازش مدل ارائه و نتایج حاصل از مفروضات رگرسیون کلاسیک برای مدل های تحقیق بیان گردید. در این تحقیق سه فرضیه مورد بررسی قرار گرفت. در فرضیه اول تاثیر فساد مالی بر ارزش شرکت ها بررسی شد. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که فساد مالی بر ارزش شرکت ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. نتایج فرضیه اول تحقیق با بعضی از تحقیقات گذشته از جمله کیم و همکاران (۲۰۱۷)، کیم و همکاران (۲۰۱۶) و نگوین و روگمن (۲۰۱۵) مطابقت داشته و با نتایج تحقیق چنگ و همکاران (۲۰۱۳) و دو و همکاران (۲۰۱۲) در تضاد است. در فرضیه دوم نیز تاثیر منابع مالی

مشته ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکتها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که منابع مالی مشته ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکتها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های بسیاری از تحقیقات از جمله کیم و همکاران (۲۰۱۶)، کاراپل (۲۰۱۵) و لیون بروک و اسپمید (۲۰۱۴) مطابقت دارد. همچنین در فرضیه سوم تاثیر منابع مالی مشته ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکتها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که منابع مالی مشته ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکتها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های بسیاری از تحقیقات از جمله نگوین و روگمن (۲۰۱۵) و چن و کینگ (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

منابع و مآخذ

فهرست منابع فارسی:

- خزائی، سید علی (۱۳۹۵). "مسئولیت پیش قراردادی؛ شرایط تحقق و زیان های قابل جبران"، پژوهشنامه حقوق اسلامی. سال هفدهم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۵، ص ۱۰۵-۱۲۷.
- اسماعیلی رزی، حسین؛ دلالی اصفهانی، رحیم؛ صمدی، سعید و پرورده، افشین (۱۳۹۴). "بررسی قیمت گذاری قراردادهای آتی کالایی با استفاده از پویایی های قیمت نقد: کاربرد الگو برای بازار آتی طلا در ایران"، فصلنامه نظریه های کاربردی اقتصاد. سال دوم، شماره ۳، پاییز ۱۳۹۴، ص ۱۶۴-۱۴۵.
- عبدی پور فرد، ابراهیم و شهیدی، مرتضی (۱۳۹۴). "بررسی ابعاد فقهی، حقوقی و مالی قراردادهای سلف در بورس"، پژوهشنامه حقوق اسلامی. سال شانزدهم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۴، ص ۳۳-۵۰.
- دیدار، حمزه؛ ایمانی برندق، محمد و شاهرضایی، سمانه (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر تنوع سازی کسب و کار بر عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک درجه تمرکز صنعتی"، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی. سال دوم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۳، ص ۸۶-۶۵.
- مهرانی، کاوه؛ تحریری، آرش و فرهادی، سوران (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری. سال پنجم، شماره ۱۷، تابستان ۱۳۹۳، ص ۱۶۳ تا ۱۸۰.
- رحیمیان، نرگس (۱۳۹۳). "بررسی فساد اقتصادی و راه های مبارزه با آن"، مجله اقتصادی. شماره های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹۳، ص ۱۱۶-۱۰۳.
- خسروآبادی، طاهره و بنی مهد، بهمن (۱۳۹۳). "بررسی پیش بینی بی اخلاقی و فساد مالی با توجه به اعتماد اجتماعی در حرفه حسابرسی"، فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری. سال دهم، شماره ۴.
- طالقانی، غلامرضا؛ طباطبائی، زهرا و غفاری، علی (۱۳۹۳). "بررسی عوامل فردی و سازمانی موثر بر فساد اداری در شعب بانک سپه استان قم"، فصلنامه مدیریت فرهنگ سازمانی. دوره ۱۲، شماره ۲، تابستان ۱۳۹۳، ص ۲۵۳-۲۳۵.
- سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران (۱۳۹۰). "بررسی تاثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکتها"، مجله پژوهش های حسابداری مالی. سال سوم، شماره چهارم، زمستان ۱۳۹۰، ص ۱۰۲-۸۷.
- عظیمی، حسین؛ عطاfer، علی و شائمی برزکی، علی (۱۳۸۹). "بررسی عوامل مدیریتی و سازمانی موثر بر فساد اداری-مالی در سازمان های دولتی مراکز استان های اصفهان و زنجان"، فصلنامه اندیشه مدیریت راهبردی. سال چهارم، شماره دوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، ص ۱۲۹-۱۴۷.
- سازمان حسابرسی، مدیریت تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی. (۱۳۸۶). استاندارد حسابداری شماره ۱، نحوه ارائه صورت های مالی.

- مدرس، احمد. (۱۳۸۹). اثر فعالیتهای خارج از ترازنامه بر ریسک و بازدهی بانکها. مجله دانش حسابرسی، سال دهم، شماره ۱. دیوان محاسبات کشور. تهران.
- بختیاری، حسن. ۱۳۸۴. ارزیابی و بررسی تحلیلی ریسک ساختار ترازنامه بانک توسعه صادرات ایران. پایان نامه، موسسه عالی بانکداری ایران.
- جمشیدی، سعید. ۱۳۸۳، بانکداری اسلامی (تجهیز و تخصیص منابع).، تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی. حنیفه، مهین. ۱۳۸۸، علل گرایش به فعالیتهای خارج از ترازنامه در بانکهای ایران و تاثیر آن بر ساختار درآمدی آنها. پایان نامه، موسسه عالی بانکداری ایران.
- خلعتبری، فیروزه مرداد (۱۳۶۵). اقلام خارج از ترازنامه. مجله حسابدار، شماره 21، مرداد 1365.
- خواجوی، اردوان. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ریسک و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل های نوسانات. پایان نامه، موسسه عالی بانکداری ایران.
- دارمین، جین. ۱۳۸۵. مدیریت دارایی و بدهی راهنمایی برای خلق ارزش و کنترل ریسک. ترجمه صحاف رضوی، حسین. تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی.
- شاهمردادی. اصغر و محمد زنگنه. تابستان. (۱۳۸۵). محاسبه ارزش در معرض خطر برای شاخص های عمده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش پارامتریک. فصلنامه تحقیقات علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- شیرازی، فریدون. (۱۳۸۳). مطالعات موردی در اعتبارات اسنادی. تهران: انتشارات موسسه عالی بانکداری ایران.
- علیمدد، مصطفی. ۱۳۸۲. نقد حسابداری و گزارشگری مالی در بانکهای ایران. چهاردهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: انتشارات موسسه عالی بانکداری ایران
- فرخیانی، مهیار. ۱۳۸۶. بررسی ارتباط ساختار داراییهای موزون شده بر حسب ریسک بانکها با شاخص ریسک و بازدهی بانکها. پایان نامه، م وسسه عالی بانکداری ایران.
- کریمی، محمد. ۱۳۸۴. بررسی تحولات فعالیتهای خارج از ترازنامه در بانکداری بین المللی. مجموعه مقالات شانزدهمین همایش بانکداری اسلامی. تهران: انتشارات موسسه عالی بانکداری ایران

فهرست منابع لاتین:

- Huong Trang Kimb, Marina Papanastassiou, Quang Nguyen Middlesex (2017). Multinationals and the impact of corruption on financial derivatives use and firm value: Evidence from East Asia. J. of Multi. Fin. Manag. xxx - xxx-xxx
- Kim T., Papanastassiou M., Nguyen Q., 2016. Linking governance quality and derivatives use: Insights from firms' hedging behavior. Working paper.
- Krapl, A.A., 2015. Corporate international diversification and risk. Int. Rev. Financ. Anal. 37, 1-13.
- Petrou, A.P., 2015. Arbitrariness of corruption and foreign affiliate performance: a resource dependence perspective. J. World Bus. 50, 826-837.
- Nguyen, Q.T.K., Rugman, A.M., 2015. Internal equity financing and the performance of multinational subsidiaries in emerging economies. J. Int. Bus. Stud. 46 (4), 468-490.
- Donadelli, M., Fasan, M., Magnanelli, B.S., 2014. The agency problem, financial performance and corruption: Country, industry and firm level perspectives. Eur. Manag. Rev. 11, 259-272.
- Lievenbruck, M., Schmid, T., 2014. Why do firms (not) hedge? Novel evidence on cultural influence. J. Corp. Finance 25, 92-106.
- Chen, J., King, T.H.D., 2014. Corporate hedging and the cost of debt. J. Corp. Finance 29, 221-245.
- Enikolopov, R., Petrova, M., Stepanov, S., 2014. Firm value in crisis: effects of firm-level transparency and country-level institutions. J. Bank. Finance 46, 72-84.

- Chang, S.J., Chung, J., Moon, J.J., 2013. When do foreign subsidiaries outperform local firms? *J. Int. Bus. Stud.* 44 (8), 853–860.
- Belghitar, Y., Clark, E., Mefteh, S., 2013. Foreign currency derivative use and shareholder value. *Int. Rev. Financ. Anal.* 29, 283–293.
- Allayannis, G., Lel, U., Miller, P.D., 2012. The use of foreign currency derivatives corporate governance, and firm value around the world. *J. Int. Econ.* 87, 65–79.
- Lee, I.H., Rugman, A.M., 2012. Firm-specific advantages, inward FDI origins, and performance of multinational enterprises. *J. Int. Manag.* 18, 132–146.
- Lee, S.H., Hong, S.J., 2012. Corruption and subsidiary profitability: US MNC subsidiaries in the Asia Pacific region. *Asia Pac. J. Manag.* 29 (4), 949–964.
- Higón, D.A., Antolín, M.M., 2012. Multinationality, foreignness and institutional distance in the relation between R&D and productivity. *Res. Policy* 41 (3), 592–601.
- Doh, J.P., Lawton, T.C., Rajwani, T., 2012. Advancing nonmarket strategy research: institutional perspectives in a changing world. *Acad. Manag. Perspect.* 26 (3), 22–39.
- Bell, G., Filatotchev, I., Rasheed, A., 2012. The liability of foreignness in capital markets: sources and remedies. *J. Int. Bus. Stud.* 43 (2), 107–122.
- Campello, M., Lin, C., Ma, Y., Zou, H., 2011. The real and financial implication of corporate hedging. *J. Finance* 66 (5), 1615–1647.
- Bartram, M.S., Brown, W.G., Conrad, J., 2011. The effects of derivatives on firm risk and value. *J. Financ. Quant. Anal.* 46 (4), 967–999.
- Ameer, R., 2009. Value-relevance of foreign exchange and interest rate derivatives disclosure: the case of Malaysian firms. *J. Risk Finance* 10 (1), 79–90.
- Chan, C.M., Isobe, T., Makino, S., 2008. Which country matters? Institutional development and foreign affiliate performance. *Strateg. Manag. J.* 29, 1179–1205.