

تبیین نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه

سعید بهرامی

گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
saeed.bahrami6900@iau.ac.ir

سینا خردیار

گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول)
sina.kheradyar@iau.ac.ir

مجتبی ملکی چوبری

گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
mojtaba.malekichoobari@iau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۹/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۱۰/۰۳

چکیده

اطلاعات مالی می‌تواند بر تصمیمات شخصی هر یک از استفاده‌کنندگان اثر بگذارد، تخصیص منابع را تحت تاثیر قرار دهد و بر عملکرد بازار و اثربخشی اقتصاد تاثیر بگذارد. محتوای اطلاعات مالی ارائه شده توسط شرکت‌ها می‌تواند تحت تاثیر عوامل مختلفی از جمله ساختار سرمایه و ساختار مالکیت باشد. این پژوهش با هدف شناسایی شاخص‌های ساختار سرمایه و نقش آن بر محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه با توجه به نوع ساختار مالکیت در دوره زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ در ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. نتایج تحقیق نشان داد که تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و شاخص‌های سنجش محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه همچون (نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه، نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و سود انباشته، نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و سود انباشته، نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و سود انباشته) تاثیر معناداری دارد. نتایج یافت شده در این پژوهش در راستای نظریه نمایندگی توسعه یافته قرار می‌گیرد که در آن، تمرکز مالکیت به عنوان یک سازوکار حاکمیتی، تعاملات بین ساختار سرمایه (به عنوان تصمیم‌مدیریتی) و محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه را هدایت می‌کند.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، ساختار سرمایه بیرونی، صورت تغییرات در حقوق مالکانه.

۱- مقدمه

کلمه "اطلاعات" و مرتبط تر "اطلاعات حسابداری" بارها در ادبیات ظاهر شده‌اند. با این حال ما "اطلاعات" را که طبق تئوری اطلاعات کلاسیک تعریف شده‌است، با معیار قیمت سهام از محتوای اطلاعاتی اعداد حسابداری دریافت نمی‌کنیم (دانسکو و استجرین، ۲۰۲۲).

نیمه اول قرن بیستم انقلابی را در نحوه تفکر انسان در مورد اطلاعات به وجود آورد. کلود شان (پدر نظریه اطلاعات مدرن) در خط مقدم این انقلاب بود. شانون در پارگراف اول مقاله خود، مشکل اصلی ارتباط را شرح می‌دهد. از قضا، مشکلی نه چندان دور از هدف حسابداری و گزارشگری مالی: مشکل اساسی ارتباطات، باز تولید پیامی است که در نقطه‌ای دیگر، دقیقاً یا تقریباً انتخاب شده‌است. فرآیند حسابداری مالی واقعاً می‌تواند به عنوان یک سیستم ارتباطی کلاسیک رسمی شود که در آن اطلاعات مشخص می‌شود تنها زمانی منتقل شده‌است که عدم اطمینان در مورد توزیع احتمال حالت آینده کاهش یافته باشد. در نتیجه در این پژوهش، محتوای اطلاعاتی گزارش‌های حسابداری بر اساس معیار آنتروپی (عدم اطمینان) شانون در سال ۱۹۴۸ معرفی خواهد شد (لین، ۲۰۲۴). اطلاعات برگرفته از سیستم حسابداری باعث تغییر عدم اطمینان سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌شود؛ زیرا برخی از این اطلاعات دارای بار و محتوای اطلاعات بوده‌اند و میزان عدم اطمینان تصمیم‌گیرندگان را کاهش داده‌اند و منجر به افزایش بازده آتی سهام می‌شود و برخی دیگر به لحاظ نداشتن محتوای اطلاعاتی، سطح نااطمینانی سرمایه‌گذاران را افزایش داده‌اند. در این پژوهش، پژوهشگر تمرکز خود را بر محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه بنا نهاده است.

یکی از ابعاد اهمیت و ضرورت این پژوهش نقش ساختار سرمایه بر محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه است. ساختار سرمایه، چگونگی تامین مالی دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد. معمولاً شرکت‌ها از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام تامین مالی می‌کنند و تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه و تامین مالی از نظر تاثیری که بر هزینه‌های مالی، ریسک، ثروت سهامداران، ارزش شرکت و قیمت سهام به دنبال دارد، حائز اهمیت است (رزمی و پورفرهاد، ۱۳۹۸). نحوه مدیریت و تخصیص منابع مالی شرکت می‌تواند بر میزان شفافیت و ارتباط اطلاعات ارائه شده در صورت‌های مالی با تصمیمات سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد (اولاد غفاری و همکاران، ۱۴۰۲). در این بخش از پژوهش بعد از شناسایی شاخص‌های مرتبط با ساختار

سرمایه به این پرسش پاسخ خواهیم داد که کدامیک از شاخص‌های ساختار سرمایه می‌تواند بر محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه تاثیرگذار باشد.

پژوهشگران معتقدند شرکتی که اهرم بالایی در ساختار سرمایه خود و در نتیجه ریسک بالایی دارند، بازار از آن نرخ بازدهی بالاتری طلب می‌کند و این باعث کاهش واکنش بازار به سودهای گزارش شده و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سود می‌گردد (صالحی فرد و همکاران، ۱۴۰۰). در واقع می‌توان این گونه نتیجه گرفت که میزان اتکا بر تامین مالی از طریق بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها به طور معکوس بر محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده اثر دارد. پس ضرورت دارد بررسی شود که کدامیک از شاخص‌های ساختار سرمایه بیرونی، محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده را کمتر کاهش می‌دهد (خان و همکاران، ۲۰۲۱).

همچنین یکی دیگر چالش‌های پیش رو در این پژوهش، نقش ساختار مالکیت در رابطه بین شاخص‌های ساختار سرمایه و محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه می‌باشد. ساختار مالکیت از دو جنبه تمرکز مالکیت و ترکیب مالکیت می‌تواند بررسی شود. تمرکز مالکیت به توزیع مقدار سهام نگهداری شده تحت تملک تعداد معینی از افراد، نهادها یا خانواده‌ها گفته می‌شود که به دو دسته مالکیت متمرکز و مالکیت پراکنده تقسیم می‌شود و ترکیب مالکیت مربوط به حضور و وجود نهادها و یا گروه‌های معینی از قبیل دولت، سهامداران نهادی، سهامداران انفرادی و شرکای خارجی در بین سهامداران است. در ترکیب مالکیت به نوع سهامداران اشاره می‌شود (سجادی و همکاران، ۱۳۹۲). در این پژوهش بر تمرکز مالکیت به عنوان شاخصی جهت ارزیابی ساختار مالکیت تاکید شده است. نتایج یافت شده در این پژوهش در صورت تایید نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین شاخص‌های ساختار سرمایه و محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه به بسط فرضیه نظارت فعال می‌انجامد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در فهم و تبیین ساختار سرمایه، گویی دو پنجره متفاوت رو به یک منظره داریم: یکی پنجره ساختار سرمایه درونی و دیگری پنجره ساختار سرمایه بیرونی، که هر دو به درک بهتر چگونگی تامین مالی و مدیریت منابع شرکت کمک می‌کنند، اما از زوایای متفاوتی به موضوع می‌نگرند. نخست، ساختار سرمایه درونی را می‌توان به عنوان چارچوب تصمیم‌گیری و تخصیص منابع در دل سازمان، برای پروژه‌ها و واحدهای عملیاتی مختلف، در نظر گرفت؛ این رویکرد، که بیشتر در دایره‌ی مدیریت مالی شرکت

می‌کند و هدف آن، بهینه‌سازی کل ساختار مالی شرکت برای خلق حداکثر ارزش است؛ بنابراین، هرچند این دو مفهوم از هم متمایزند، اما به شدت به یکدیگر وابسته‌اند؛ تصمیمات اتخاذ شده در سطح ساختار سرمایه درونی می‌تواند بر ساختار سرمایه بیرونی تأثیر بگذارد (مثلاً اگر سود انباشته‌ی داخلی کم باشد، نیاز به تأمین مالی بیرونی افزایش می‌یابد) و بالعکس، وضعیت ساختار سرمایه بیرونی (مانند دسترسی به وام ارزان) می‌تواند گزینه‌های تأمین مالی درونی را نیز تحت تأثیر قرار دهد، و در نهایت، هر دو با هم به شرکت کمک می‌کنند تا به صورت پایدار و سودآور به اهداف بلندمدت خود دست یابد. محقق در این پژوهش بر ساختار سرمایه بیرونی متمرکز شده و به تبیین نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و صورت تغییرات در حقوق مالکانه می‌پردازد (دستبوی، ۱۳۹۴).

مهدی‌پور (۱۴۰۴)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های مالی و ساختار مالکیت بر به موقع بودن گزارشگری مالی با تأکید بر نوع اظهارنظر حسابرس در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه پژوهش وی نشان داد که گزارش حسابرسی تعدیل شده باعث افزایش رابطه منفی بین ویژگی‌های مالی و مالکیت مدیریتی یا به موقع بودن گزارشگری مالی و کاهش رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و به موقع بودن گزارشگری مالی شود.

سلطانی‌پور و ساردو (۱۴۰۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و آنتروپی صورت‌های مالی بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه پژوهش وی نشان داد که بین آنتروپی و بازده رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بین مالکیت نهادی و بازده سهام رابطه معناداری دیده نشد.

خدادادی (۱۴۰۱)، در پژوهشی به بررسی نقش سهامداران عمده بر رابطه افشای پایداری و محتوای اطلاعاتی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق وی نشان داد که افشای پایداری بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری اثر می‌گذارد و سهامداران عمده بر رابطه بین افشای پایداری و محتوای اطلاعاتی سود اثر می‌گذارد. جان و همکاران (۲۰۲۴)، در پژوهشی به بررسی تأثیر

سرمایه‌گذاران نهادی خارجی بر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام چین پرداختند. این مقاله تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی خارجی را بر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام در بازار سرمایه چین بررسی می‌کند. با استفاده از شرکت‌های فهرست‌شده در بازار سهام-A-share شانس‌نگاه‌ی و شنژن در دوره ۲۰۰۵ تا ۲۰۲۱ به عنوان نمونه پژوهش، این مطالعه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در افزایش محتوای اطلاعاتی بازار هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت نقش "پیشرو" ایفا می‌کنند. علاوه بر این، محتوای

جریان دارد، به چگونگی تقسیم‌بندی و هدایت سرمایه‌ها در میان اجزای گوناگون کسب‌وکار می‌پردازد، به طوری که هر واحد یا پروژه، ضمن حفظ استقلال نسبی در تأمین مالی، از بهینه‌ترین ترکیب منابع، چه از محل سود انباشته‌ی خود و چه از طریق تخصیص بودجه‌ی داخلی شرکت، بهره‌مند شود؛ مثلاً هنگامی که شرکتی با چندین واحد تجاری فعالیت می‌کند، هر واحد ممکن است بر اساس نیاز و پتانسیل بازدهی خود، ساختار سرمایه "درونی" مطلوب خود را با استفاده از سود حاصل از عملیات خود یا حتی دریافت اعتبار از واحدهای دیگر شرکت که مازاد نقدینگی دارند، شکل دهد، و این فرآیند تخصیص، با هدف حداکثر کردن بازدهی هر جزء و در نهایت کل سازمان، هدایت می‌شود و در آن، مفاهیمی چون هزینه فرصت سرمایه درونی و نرخ بازده مورد انتظار، نقش محوری ایفا می‌کنند (وپرا و همکاران، ۲۰۲۵).

در نقطه مقابل، ساختار سرمایه بیرونی، تصویری کلان‌تر و ملموس‌تر از وضعیت مالی شرکت در مواجهه با جهان خارج ارائه می‌دهد؛ این همان ترکیب نهایی و قابل مشاهده‌ی بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام در ترازنامه‌ی شرکت است که حاصل تعاملات شرکت با نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران در بازارهای پولی و سرمایه می‌باشد؛ این رویکرد، به دنبال یافتن آن "نقطه بهینه" در ترکیب منابع مالی خارجی است که هزینه سرمایه کل شرکت را به حداقل رسانده و ارزش آن را در بلندمدت به حداکثر برساند؛ بنابراین، هنگامی که شرکتی تصمیم به جذب سرمایه از طریق انتشار اوراق قرضه، اخذ وام‌های بانکی کلان، یا عرضه سهام جدید در بازار می‌گیرد، در واقع در حال شکل‌دهی و بازنگری در ساختار سرمایه بیرونی خود است؛ مثلاً اگر شرکتی برای تأمین مالی یک طرح توسعه‌ی بزرگ، بخشی از سرمایه مورد نیاز خود را از طریق افزایش سرمایه و انتشار سهام جدید و بخش دیگر را از طریق انتشار اوراق قرضه بلندمدت تأمین کند، این ترکیب نهایی، یعنی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در سطح کلان شرکت، نمایانگر ساختار سرمایه بیرونی آن خواهد بود و این تصمیم‌گیری‌ها، مستقیماً تحت تأثیر عواملی چون نرخ بهره‌ی بازار، ریسک اعتباری شرکت، و انتظارات سرمایه‌گذاران خارجی قرار دارند (لین، ۲۰۲۴). تفاوت اصلی این دو مفهوم در دامنه و سطح تحلیل آن‌هاست؛ ساختار سرمایه درونی، بیشتر یک ابزار مدیریتی و عملیاتی برای تخصیص کارآمد سرمایه در لایه‌های مختلف و پروژه‌های گوناگون شرکت است و بر تصمیمات داخلی و تخصیص وجوه در داخل سازمان تمرکز دارد، در حالی که ساختار سرمایه بیرونی، یک مفهوم استراتژیک و مالی در سطح کلان شرکت است که ترکیب نهایی منابع مالی شرکت در مواجهه با بازار سرمایه و اعتباردهندگان را منعکس

۴- روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی محسوب می شود هدف تحقیقات کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. و به لحاظ جمع آوری اطلاعات، تحقیقی علی (پس رویدادی) است چرا که از اطلاعات گذشته شرکت های نمونه استفاده می گردد و از نظر تئوریک در حوزه تحقیقات اثباتی بوده زیرا شامل مجموعه روشهایی است که علاوه بر بیان مشاهدات، به بررسی روابط بین متغیرهای مورد مشاهده نیز اقدام می نماید. و از نظر استدلال، جزء تحقیقات استقرایی می باشد که در آن مبانی نظری و پیشینه تحقیق از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه های تحقیق با بکارگیری روشهای آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده شده است.

جامعه آماری در دسترس این پژوهش شامل شرکت های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

در این پژوهش از روش حذف نظامند برای تعیین نمونه مورد نظر استفاده شده است و تعداد نمونه پس از غربال گری (حذف نظامند) برابر با ۱۶۵ شرکت مورد مطالعه می باشد.

۵- مدل های آزمون فرضیه ها

$$\begin{aligned}
 UC_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \\
 UR_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \\
 UL_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \\
 UCR_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \\
 UCL_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \\
 URL_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \\
 UCRL_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ECS_{it} + \beta_2 Con_{it} + \beta_3 ECS_{it} * Con_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 P/S_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

در مدل های فوق:

UC: نشان دهنده نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه است. UR: نشان دهنده نسبت نااطمینانی سود انباشته است.

UL: نشان دهنده نسبت نااطمینانی اندوخته قانونی است. UCR: نشان دهنده نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و سود انباشته است. UCL: نشان دهنده نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و اندوخته قانونی است.

URL: نشان دهنده نسبت ترکیب نااطمینانی سود انباشته و اندوخته قانونی است. UCRL: نشان دهنده نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و اندوخته قانونی است. ECS: نشان دهنده ساختار سرمایه بیرونی است. Ins: نشان

اطلاعاتی سرمایه گذاران نهادی داخلی و خارجی مکمل یکدیگر هستند، به طوری که سرمایه گذاران نهادی خارجی در ترویج افزایش محتوای اطلاعاتی در بازار سهام چین نسبت به هممتایان داخلی خود مؤثرتر هستند. این یافته ها شواهد تجربی جدیدی را در مورد چگونگی افزایش کارایی بازار سهام چین از طریق گشایش بیشتر به روی سرمایه گذاران نهادی خارجی و افزایش محتوای اطلاعاتی قیمت ارائه می دهند.

دوعان (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی ویژگی های خاص شرکت به عنوان عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شواهدی در یک کشور نوظهور به بررسی تاثیر برخی متغیرها بر ساختار سرمایه ۱۰۲ شرکت ویتنامی برای دوره زمانی ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۸ پرداخت. نتایج مربوط به پژوهش حاکی از آن است که اندازه شرکت تاثیر مثبت و معنی داری بر اهرم مالی دارد این در حالی است که دارایی ثابت مشهود، نقدینگی، سودآوری و مالکیت خارجی در این شرکت ها، با ساختار سرمایه رابطه معکوس دارد.

۳- فرضیه های پژوهش

۳-۱- فرضیه اصلی

تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه تاثیر معناداری دارد.

۳-۲- فرضیه های فرعی

(۱) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه تاثیر معناداری دارد.

(۲) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت نااطمینانی سود انباشته تاثیر معناداری دارد.

(۳) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت نااطمینانی اندوخته قانونی تاثیر معناداری دارد.

(۴) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و سود انباشته تاثیر معناداری دارد.

(۵) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و اندوخته قانونی تاثیر معناداری دارد.

(۶) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی سود انباشته و اندوخته قانونی تاثیر معناداری دارد.

(۷) تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و اندوخته قانونی تاثیر معناداری دارد.

نامساوی چی پی شف کمی نمودند (راس، ۲۰۱۶). موارد شناسایی شده‌ای از صورت تغییرات در حقوق مالکانه که دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری با توجه به موضوع پژوهش بودند در مقاله آن‌ها، افزایش سرمایه، سود انباشته و اندوخته قانونی شناسایی شده بودند.

دلیل استفاده از نسبت نااطمینانی موارد شناسایی شده در روش دلفی را به اختصار اینگونه می‌توان تشریح کرد:

اطلاعات برگرفته از سیستم حسابداری باعث تغییر نااطمینانی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌شود، زیرا برخی از این اطلاعات دارای بار و محتوای اطلاعاتی بوده‌اند و میزان نااطمینانی تصمیم‌گیرندگان را کاهش داده‌اند و برخی دیگر به لحاظ نداشتن محتوای اطلاعات، سطح نااطمینانی سرمایه‌گذاران را افزایش داده‌اند (راس، ۲۰۱۶). سیستم حسابداری به طور بالقوه دارای چنین توانی است که با ارائه گزارشی جامع از تاریخچه مالی شرکت‌ها نااطمینانی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد (چریستنسن، ۲۰۰۲).

کمی کردن محتوای اطلاعاتی به تفضیل در مقاله (بهرامی و همکاران، ۱۴۰۵) اشاره شده‌است که در زیر به اختصار با توجه به قانون نامساوی چی پی شف به آن خواهیم پرداخت.

با فرض آنکه هر یک از موارد شناسایی شده در روش دلفی فازی را J در نظر بگیریم، آنگاه محتوای اطلاعاتی $IC(M)$ ، به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود:

در ابتدا در تابع $f(j)$ ، هر تحقق J را به یکی از چهار حالت ممکن که J اختصاص می‌دهد.

$$f(j_t) = \begin{matrix} H & \text{for} & j_t > \mu_{jt} + \sqrt{2}\delta_{jt} \\ HM & \text{for} & \mu_{jt} \leq j_t \leq \mu_{jt} + \sqrt{2}\delta_{jt} \\ LM & \text{for} & \mu_{jt} - \sqrt{2}\delta_{jt} \leq j_t < \mu_{jt} \\ H & \text{for} & j_t < \mu_{jt} - \sqrt{2}\delta_{jt} \end{matrix}$$

که در آن H ، HM ، LM و L به ترتیب نشان می‌دهد که J به ترتیب در حالت بالا، متوسط رو به بالا، متوسط رو به پایین و پایین است.

در مرحله بعدی باید توزیع‌های حالت‌ای احتمال PA و PI را تشکیل دهیم. برای اعمال رویکرد تئوری اطلاعات، بهترین کاری که می‌توانیم انجام دهیم این است که این تکالیف را به روشی شهودی پروکسی کنیم که PI ، $f(j_t)$ ، $P(A)$ این کار را انجام می‌دهند:

$$PII = \left\{ \frac{1}{4}, \frac{1}{4}, \frac{1}{4} \right\} \Rightarrow PI2 = PA1$$

$$PA_t = PI_{t+1} = \left\{ \frac{a}{T}, \frac{b}{T}, \frac{c}{T}, \frac{d}{T} \right\} \quad t \geq 2$$

دهنده مالکیت نهادی است. BM : نشان دهنده نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار است. P/S : نشان دهنده قیمت هر سهم به فروش است. SG : نشان دهنده نرخ رشد فروش است.

۶- متغیرهای پژوهش

۱-۶- متغیر وابسته

در این پژوهش محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه می‌باشد. که در این پژوهش به پیروی از تحقیق بهرامی و همکاران (۱۴۰۵) که به روش دلفی فازی و در نهایت آزمون تحلیل حساسیت به شناسایی و آزمون محتوای اطلاعاتی موارد موجود در صورت تغییرات در حقوق مالکانه پرداخته شده بود، محتوای اطلاعاتی متغیرهایی همچون افزایش سرمایه (UC)، سود انباشته (UR)، اندوخته قانونی (UL) و ترکیبی از متغیرها همچون افزایش سرمایه و سود انباشته (UCR)، افزایش سرمایه و اندوخته قانونی (UCL)، سود انباشته و اندوخته قانونی (URL)، افزایش سرمایه و سود انباشته و اندوخته قانونی ($UCRL$) در جهت گسترش و ادامه نتایج تحقیق، مد نظر قرار داده شد که در زیر به اختصار مراحل کمی سازی آن‌ها تشریح شده است.

کمی کردن محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه:

برای اینکه بتوان محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه را اندازه‌گیری کرد به الگویی برای کمی کردن محتوای اطلاعاتی ارقام صورت‌ها نیاز است. این الگو می‌بایست از روش علمی معتبر استخراج شود. همه موارد مطرح شده در صورت تغییرات در حقوق مالکانه به یک اندازه در تعیین محتوای اطلاعاتی مهم نیستند. این تفاوت در اهمیت به مواردی همچون (ماهیت موارد؛ منظور آنچه که قرار است تاثیر آن بر محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه بررسی شود، حجم و اندازه تغییرات، تاثیر بر ارزش سهام، ارتباط با تصمیمات سرمایه‌گذاری، شفافیت و سهولت تفسیر) اشاره دارد. مطابق با پژوهش انجام شده توسط (بهرامی و همکاران، ۱۴۰۵) که در آن به شناسایی مواردی از صورت تغییرات در حقوق مالکانه با توجه به موضوع پژوهش به روش دلفی فازی پرداخته شده است و در جهت تایید نتیجه یافت شده از روش دلفی فازی، آزمون تحلیل حساسیت نیز انجام گردید؛ ایشان با توجه به آنکه در آزمون تحلیل حساسیت، نسبت نااطمینانی موارد شناسایی شده در روش دلفی را بکار گرفته بودند در این پژوهش نیز به پیروی از تحقیق قبلی خود، محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه شناسایی شده را با نسبت نااطمینانی و با استفاده از

در این پژوهش با استفاده از بکارگیری روش دلفی فازی طی سه مرحله نظرسنجی از ۱۲ عامل ساختار سرمایه موثر بر محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات، سه عامل از مدل مفهومی نهایی تحقیق حذف گردیده و مدل نهایی دارای ۹ عامل تعیین گردید که در (۱) آمده است.

جدول (۱) عوامل و زیرعوامل ساختار سرمایه موثر بر محتوای اطلاعاتی

متغیرها	عوامل	زیرعوامل	کد
ساختار سرمایه بیرونی ECS	عامل تورم ECS1	افزایش هزینه های ساخت	C31
		افزایش نرخ نقدینگی	C32
		رشد نرخ ارز	C33
	عامل نرخ بازار ECS2	نرخ بهره	C41

با توجه به نتایجی که از جدول فوق برای هر بعد از ابعاد ساختار سرمایه بدست می آوریم:

$$ECS = \lambda_1 ECS1 + \lambda_2 ECS2 \quad (1)$$

با توجه به ضرایب بدست آمده برای مولفه ها، معادلات مربوط در سطح مولفه ها به قرار زیر خواهد بود که در نهایت با حل معادله مذکور به یک کمیت ایده آل برای هر یک از ابعاد دست یابیم که در آن هم از نظر خبرگان بازار سرمایه و هم از اطلاعات موجود در صورت های مالی استفاده شده است و در نهایت در زمینه هر یک از شاخص های ساختار سرمایه درونی و بیرونی به کمیتی دست می یابیم که ترکیبی از نظر خبرگان و وضعیت موجود در شرکت با توجه به اطلاعات موجود در صورت های مالی شان می باشد دست می یابیم.

$$ECS1 = \lambda_1 C31 + \lambda_2 C32 + \lambda_3 C33 \quad (1-1)$$

$$ECS2 = \lambda_1 C41 \quad (2-1)$$

با حل معادلات فوق به کمیت ایده آل برای هر یک از ابعاد دست خواهیم یافت که در معادلات فوق:

ECS2, ECS1: به ترتیب نشان دهنده عامل تورم و عامل نرخ بازار است.

$\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3$: نشان دهنده وزن نهایی مولفه ها می باشد

C31, C32, C33... C41: نشان دهنده وضعیت موجود در هر شرکت می باشد که با استفاده از روش اندازه گیری ارائه شده و اطلاعات در دسترس آن، محاسبه می شود.

PIt و PAT به ترتیب برای t در ابتدا و انتهای دوره t تعریف شده است. جهت محاسبه عدم اطمینان برای هر یک از توزیع های حالت احتمال از رابطه زیر استفاده خواهیم کرد:

$$U(P) = \sum_{i=1}^n (P_i * \log P_i)$$

U(P): در رابطه فوق نشان دهنده عدم اطمینان می باشد.

و در نهایت جهت محاسبه محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه هر یک از موارد شناسایی شده به صورت مستقل از رابطه زیر استفاده می کنیم:

$$U_j P_{It} > U_j P_{At}$$

if

$$\frac{|U_j(P_{It}) - U_j(P_{At})|}{U_j(P_{It})}$$

IC (jt)

$$\frac{|U_j(P_{It}) - U_j(P_{At})|}{\log n - U_j P_{It}} \quad \text{if} \quad U_j P_{It} < U_j P_{At}$$

$$0 \quad \text{if} \quad U_j P_{It} = U_j P_{At}$$

در رابطه فوق n را مساوی با ۴ در نظر می گیریم

ترکیب برخی از منابع اطلاعاتی به افزایش محتوای اطلاعاتی گزارش های مالی منجر می شود و ترکیب برخی دیگر از منابع اطلاعاتی، محتوای اطلاعاتی گزارش های مالی را کاهش می دهد. به لحاظ نظری هر چقدر استقلال بین متغیرهای صورت های مالی در زمان ترکیب منابع اطلاعاتی بیشتر باشد، محتوای اطلاعاتی بیشتری تولید می شود و تاثیر بیشتری بر بازده آتی خواهد داشت. در این پژوهش به پیروی از تحقیق بهرامی و همکاران (۱۴۰۵)، ترکیب محتوای اطلاعاتی متغیرهای چون افزایش سرمایه و سود انباشته، افزایش سرمایه و اندوخته قانونی، سود انباشته و اندوخته قانونی، افزایش سرمایه و سود انباشته و اندوخته قانونی، به لحاظ تأثیری که بر بازده آتی سهام از خود نشان دادند، در این پژوهش به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده اند. و محتوای اطلاعاتی ترکیبی از متغیرهای مستقل در صورت های مالی به صورت زیر کمی شده است

$$IC(U_{it}) \cap \dots IC(U_{jt}) = \frac{1}{\binom{E}{2}} IC(U_{K*t}) \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=t+1}^n |\rho_{ij}^t|$$

۶-۲- متغیر مستقل

در این پژوهش شاخص های ساختار سرمایه بیرونی می باشد به شرح زیر در دو بخش کیفی و کمی شناسایی و اندازه گیری خواهند شد.

۶-۴- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی به کار رفته شده عبارتند از: نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (BM)، نسبت قیمت هر سهم به قیمت فروش (P/S)، نسبت نرخ رشد فروش (SG) که از اختلاف فروش سال جاری از فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود.

۷- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

جهت تجزیه و تحلیل مدل‌های ارائه شده ابتدا به تعیین نوع داده‌های ترکیبی (داده‌های تابلویی یا داده‌های تلفیقی) با استفاده از آزمون اف لیمر پرداخته می‌شود و سپس با مشخص شدن نوع داده‌های ترکیبی، با استفاده از آزمون هاسمن، اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. شایان ذکر است در صورتی که با انجام آزمون اف لیمر، مشخص شود که نوع داده تلفیقی می‌باشد دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن نمی‌باشد.

ساختار سرمایه بیرونی شامل افزایش در هزینه‌های تولیدی، افزایش نرخ نقدینگی، رشد نرخ ارز و رشد نرخ بهره که هر یک بصورت زیر اندازه‌گیری خواهد شد:

هزینه‌های تولیدی: از مجموع مواد، دستمزد و سربار هر یک از مشاهدات که در صورت‌های مالی افشا شده است، محاسبه می‌شود.

داده‌های مربوط به افزایش نرخ رشد نقدینگی، رشد نرخ ارز و رشد نرخ بهره از سایت بانک مرکزی جمع‌آوری شده است.

در نهایت با ترکیب رابطه (۱) با روابط (۱-۱)، (۱-۲) می‌توان مقدار کمی ساختار سرمایه بیرونی هر سال-شرکت بر اساس مولفه‌ها را بر اساس معادله زیر محاسبه کرده آن را معیاری برای اندازه‌گیری شاخص‌های ساختار سرمایه (ساختار سرمایه درونی و بیرونی) در نظر گرفت

$$ECS = \lambda_1 (\lambda_1 C_{31} + \lambda_2 C_{32} + \lambda_3 C_{33}) + \lambda_2 (\lambda_1 C_{41})$$

۳-۶- متغیر تعدیلگر

تمرکز مالکیت در این پژوهش به عنوان متغیر تعدیلگر در نظر گرفته شده است.

جدول (۲) - نتایج آزمون فرضیه

UCRL	URL	UCL	UCR	UL	UR	UC	متغیر وابسته	نماد متغیر مستقل
مدل هفتم	مدل ششم	مدل پنجم	مدل چهارم	مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	سطح معناداری	
-۱۱/۳۷ (۰/۰۰)	-۱۰/۸۰ (۰/۰۰)	-۱۱/۴۸ (۰/۰۰)	-۱۳/۷۰ (۰/۰۰)	-۱۵/۲۸ (۰/۰۰)	-۲۸/۶۶ (۰/۰۰)	-۲۱/۹۶ (۰/۰۰)	مقدار ضریب سطح معناداری	ECS (ساختار سرمایه بیرونی)
۰/۱۰ (۰/۰۰)	۰/۰۲ (۰/۳۱)	۰/۰۳ (۰/۱۷)	۰/۰۷ (۰/۰۰)	۰/۰۴ (۰/۲۵)	۰/۰۵ (۰/۱۱)	۰/۱۷ (۰/۰۰)	مقدار ضریب سطح معناداری	Con (تمرکز مالکیت)
-۸/۹۰ (۰/۰۰)	-۲/۸۷ (۰/۱۹)	-۳/۵۵ (۰/۱۱)	-۶/۷۹ (۰/۰۰)	-۳/۵۹ (۰/۲۹)	-۴/۷۵ (۰/۰۹)	-۱۶/۷۵ (۰/۰۰)	مقدار ضریب سطح معناداری	ECS*Con (متغیر تعاملی)
-۰/۰۴ (۰/۲۲)	-۰/۰۴ (۰/۱۸)	-۰/۰۲ (۰/۴۷)	-۰/۰۴ (۰/۱۲)	-۰/۱۲ (۰/۰۱)	-۰/۰۷ (۰/۰۷)	-۰/۱۸ (۰/۰۰)	مقدار ضریب سطح معناداری	BM (ارزش دفتری به بازار)
۰/۰۰۰۸ (۰/۰۶)	۰/۰۰۰۱ (۰/۷۵)	۰/۰۰۰۱ (۰/۷۲)	۰/۰۰۰۲ (۰/۵۶)	۰/۰۰۱ (۰/۶۳)	۰/۰۰۰۴ (۰/۴۵)	۰/۰۰۰۱ (۰/۸۲)	مقدار ضریب سطح معناداری	P/S (قیمت هر سهم به فروش)
-۰/۰۴ (۰/۰۰)	-۰/۰۴ (۰/۰۰)	-۰/۰۵ (۰/۰۰)	-۰/۰۴ (۰/۰۰)	-۰/۰۳ (۰/۰۲)	-۰/۰۲ (۰/۰۲)	-۰/۰۰۹ (۰/۳۴)	مقدار ضریب سطح معناداری	SG (نرخ رشد فروش)
-۰/۱۰ (۰/۰۰)	۰/۰۰۴ (۰/۸۳)	۰/۰۱ (۰/۶۲)	۰/۰۱ (۰/۴۲)	-۰/۰۱ (۰/۷۵)	۰/۱۱ (۰/۰۰)	۰/۰۴ (۰/۲۱)	مقدار ضریب سطح معناداری	C (عرض از مبدا)
۳۷/۵۳ (۰/۰۰)	۲۴/۹۸ (۰/۰۰)	۲۸/۸۴ (۰/۰۰)	۴۹/۹۲ (۰/۰۰)	۱۹/۰۴ (۰/۰۰)	۸۵/۰۴ (۰/۰۰)	۶۴/۳۵ (۰/۰۰)	مقدار ضریب سطح معناداری	آماره F
۰/۲۱	۰/۴۴	۰/۳۶	۰/۲۶	۰/۳۱	۰/۳۷	۰/۳۱	ضریب تعیین تعدیل شده	
۲/۴۷	۲/۲۶	۲/۳۴	۲/۴۵	۲/۴۴	۲/۳۵	۲/۴۲	آماره دوربین واتسون	

و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به این نتیجه دست یافتیم که، تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت نااطمینانی اندوخته قانونی تاثیر معناداری ندارد و بنابراین پذیرفته نخواهد شد.

در فرضیه فرعی چهارم به این نتیجه دست یافتیم که، تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و سود انباشته رابطه منفی و معناداری دارد. نتایج مدل (۴) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت (۰/۷۹-) معنادار و منفی است؛ از این رو با افزایش یک درصدی تعامل در دو متغیر ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت، نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه و سود انباشته ۶/۷۹ درصد کاهش خواهد یافت که می‌تواند به افزایش در محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه بینجامد.

تحلیل: سهامدار کنترل‌کننده با مدیریت بهینه منابع داخلی و خارجی، یک ساختار سرمایه پایدار و قابل پیش‌بینی ایجاد می‌کند. این امر باعث می‌شود که بازار با اطمینان بیشتری نسبت به برنامه‌ها و عملکرد مالی شرکت قضاوت کند، در نتیجه نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه و سود انباشته کاهش می‌یابد.

در فرضیه فرعی پنجم نتایج مدل (۵) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به این نتیجه دست یافتیم که، تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه و اندوخته قانونی تاثیر معناداری ندارد و بنابراین پذیرفته نخواهد شد.

در فرضیه فرعی ششم نتایج مدل (۶) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به این نتیجه دست یافتیم که، تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی سود انباشته و اندوخته قانونی تاثیر معناداری ندارد و بنابراین پذیرفته نخواهد شد.

در فرضیه فرعی هفتم به این نتیجه دست یافتیم که، تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و اندوخته قانونی رابطه منفی و معناداری دارد. نتایج مدل (۷) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت (۰/۹۰-) معنادار و منفی است؛ از این رو با افزایش یک درصدی تعامل در دو متغیر ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت، نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و

در بررسی معناداری مدل‌های آماری پژوهش احتمال آماره F در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچکتر است که با احتمال ۹۵ درصد، معنادار بودن مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل آماری مربوط به فرضیه‌ها به ترتیب ۳۱، ۳۷، ۳۱، ۲۶، ۳۶، ۴۴، ۲۱ درصد، می‌باشد که حاکی از توانایی متغیرهای مستقل و کنترلی در تبیین تغییرات متغیر وابسته است. مقدار دوربین واتسون به ترتیب عدد ۲/۴۲، ۲/۳۵، ۲/۴۴، ۲/۴۵، ۲/۳۴، ۲/۲۶، ۲/۴۷ می‌باشد که عدم همبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. در فرضیه فرعی اول به این نتیجه دست یافتیم که، تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه رابطه منفی و معناداری دارد. نتایج مدل (۱) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی و مالکیت نهادی (۰/۷۵-) معنادار و منفی است؛ از این رو با افزایش یک درصدی تعامل در دو متغیر ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت، نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه ۱۶/۷۵ درصد کاهش خواهد یافت که می‌تواند به افزایش در محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه بینجامد. تحلیل: هنگامی که تمرکز مالکیت منجر به یک سهامدار کنترل‌کننده مسئولیت‌پذیر و با دیدگاه بلندمدت شود، تعامل آن با ساختار سرمایه بیرونی (به ویژه در مورد افزایش سرمایه) می‌تواند به نتایج زیر منجر شود:

- تصمیم‌گیری سریع و استراتژیک در مورد افزایش سرمایه.
- توازن بهینه بین بدهی و سهام برای کاهش ریسک مالی.
- قیمت‌گذاری منصفانه‌تر سهام جدید.
- کاهش اطلاعات نامتقارن و افزایش شفافیت در مورد دلایل افزایش سرمایه.

همه این عوامل دست به دست هم می‌دهند تا نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه کاهش یابد. بازار با اطمینان بیشتری می‌تواند تصمیمات مالی شرکت را درک کرده و ارزیابی کند، زیرا توسط یک نهاد کنترل‌کننده قوی و باانگیزه در جهت حفظ ارزش بلندمدت هدایت می‌شود.

در فرضیه فرعی دوم نتایج مدل (۲) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به این نتیجه دست یافتیم که، مالکیت نهادی بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و نسبت نااطمینانی سود انباشته تاثیر معناداری ندارد و بنابراین پذیرفته نخواهد شد.

در فرضیه فرعی سوم نتایج مدل (۳) در سطح معنی‌داری ۵٪ نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی ساختار سرمایه بیرونی

اندوخته قانونی ۸/۹۰ درصد کاهش خواهد یافت که می‌تواند به افزایش در محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه بینجامد.

تحلیل: تحلیل نشان می‌دهد که ساختار مالکیت، تعیین‌کننده اصلی است که آیا ساختار سرمایه بیرونی باعث کاهش یا افزایش نااطمینانی افزایش سرمایه، سود انباشته و اندوخته قانونی می‌شود؛ به این صورت که مالکیت نهادی با نظارت خود، شفافیت را در مدیریت سود انباشته و تصمیمات افزایش سرمایه بهبود می‌بخشد و نااطمینانی را کاهش می‌دهد، در حالی که مالکیت متمرکز در صورت "مسئولیت‌پذیر" بودن، از طریق تصمیم‌گیری سریع و استراتژیک در مورد تأمین مالی و تخصیص سود انباشته، یک ساختار سرمایه با ثبات‌تر و قابل پیش‌بینی‌تر ایجاد کرده و بدین ترتیب ریسک‌های مالی مرتبط با این اجزا را به حداقل می‌رساند.

۸- نتیجه‌گیری

در این پژوهش به تبیین نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه بیرونی و محتوای اطلاعاتی صورت تغییرات در حقوق مالکانه پرداختیم. ساختار سرمایه که بیانگر ترکیب منابع تأمین مالی بلندمدت شرکت، به ویژه نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام است، به خودی خود حامل اطلاعاتی بالقوه درباره ریسک و استراتژی شرکت می‌باشد و نحوه تأمین مالی آن می‌تواند سیگنال‌هایی درباره انتظارات مدیریت از آینده و توانایی شرکت در تحمل تعهدات مالی را به بازار مخابره کند (ژیمینگ ژائو، ۲۰۲۵). در ادامه، تغییرات در حقوق مالکانه، خصوصاً آن‌هایی که توسط اشخاص درون‌سازمانی یا سهامداران عمده صورت می‌پذیرد، به عنوان منابعی غنی از اطلاعات نامتقارن تلقی می‌شوند، زیرا این افراد به دلیل دسترسی به اطلاعات درونی، بهتر از دیگران از وضعیت واقعی و چشم‌انداز آتی شرکت آگاه هستند و لذا هرگونه خرید یا فروش سهام توسط آن‌ها می‌تواند تفسیری از ارزش‌گذاری آن‌ها بر شرکت و انتظاراتشان از بازده آتی ارائه دهد؛ این ارتباط میان ساختار سرمایه و محتوای اطلاعاتی تغییرات حقوق مالکانه، مستقیماً تحت تأثیر عامل سوم، یعنی ساختار مالکیت، قرار می‌گیرد؛ ساختار مالکیت که به توزیع سهام شرکت میان سهامداران مختلف، از جمله سهامداران خرد و کلان، اشاره دارد، مشخص‌کننده میزان تمرکز مالکیت و همچنین نوع بازیگران اصلی در ترکیب سهامداری است. چرا که درک بازار از سیگنال‌های ارسالی توسط تغییرات حقوق مالکانه، به شدت وابسته به این است که چه کسی این تغییرات را ایجاد می‌کند؛ به عنوان مثال، اگر ساختار مالکیت شرکت به سمت تمرکز بالا پیش رفته باشد و سهامدار عمده‌ای (مانند یک

صندوق سرمایه‌گذاری نهادی بزرگ یا یک کارآفرین موسس) در شرکت حضور داشته باشد که دارای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و دیدگاهی استراتژیک است، آنگاه هرگونه خرید سهام توسط این نهاد، نه تنها نشان‌دهنده اعتماد عمیق به چشم‌انداز رشد و سودآوری شرکت، بلکه مؤید این نکته است که ساختار سرمایه فعلی (مثلاً با وجود نسبت بدهی بالا) از دیدگاه این سهامدار استراتژیک، قابل تحمل و حتی مطلوب است، چرا که پتانسیل اهرم‌سازی برای افزایش بازده حقوق صاحبان سهام را فراهم می‌آورد؛ در مقابل، اگر همین سهامدار عمده اقدام به فروش سهام خود نماید، این اقدام صرفاً به معنای خروج از سرمایه‌گذاری نیست، بلکه سیگنال بسیار قوی‌تری درباره ریسک‌های موجود در ساختار سرمایه (مانند نگرانی از عدم توانایی بازپرداخت بدهی‌ها در صورت بروز رکود اقتصادی) یا کاهش انتظارات از سودآوری آتی شرکت، ارسال می‌کند و بدین ترتیب، محتوای اطلاعاتی این فروش، در پرتو ساختار مالکیت متمرکز و نگرش استراتژیک سهامدار عمده، بسیار پررنگ‌تر و هشداردهنده‌تر خواهد بود.

حال تصور کنید ساختار مالکیت شرکت پراکنده باشد و هیچ سهامدار عمده‌ای با نفوذ قابل توجهی وجود نداشته باشد؛ در این حالت، تغییرات حقوق مالکانه توسط افراد مختلف، از جمله مدیران سطوح میانی یا سرمایه‌گذاران خرد، ممکن است کمتر بتواند پیام قاطعی درباره کل ساختار سرمایه یا استراتژی بلندمدت شرکت به بازار ارسال کند، چرا که این تغییرات ممکن است ناشی از نیازهای مالی شخصی، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت یا حتی اطلاعات محدودتری باشد، در نتیجه، ارتباط میان ساختار سرمایه و محتوای اطلاعاتی تغییرات حقوق مالکانه، در چنین ساختار مالکیتی، تضعیف می‌شود و سیگنال‌های دریافتی از بازار، مبهم‌تر خواهند بود.

بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده (Moderator) عمل می‌کند؛ این عامل، با تعیین ماهیت و انگیزه‌های سهامداران کلیدی، بر نحوه تفسیر بازار از سیگنال‌های قیمتی ناشی از تغییرات حقوق مالکانه، خصوصاً در ارتباط با وضعیت ساختار سرمایه، تأثیر گذاشته و عمق و جهت‌گیری محتوای اطلاعاتی این سیگنال‌ها را تعیین می‌نماید، به گونه‌ای که درک جامع از این رابطه، مستلزم تحلیل همزمان هر سه مؤلفه ساختار سرمایه، تغییرات حقوق مالکانه و ساختار مالکیت است تا بتوان به تفسیری دقیق از دینامیک‌های اطلاعاتی حاکم بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها دست یافت.

با توجه به نتیجه یافت شده مبنی بر اینکه بین تمرکز مالکیت می‌تواند بر ساختار سرمایه بیرونی و محتوای اطلاعاتی

اثر متغیرهای حاکمیتی (مانند ساختار مالکیت) بر روی گزارشگری مالی را تحت الشعاع قرار دهند.

پ. لزوم تطابق با استانداردهای حسابداری جدید

محدودیت: از آنجا که صورت تغییرات حقوق مالکانه از ۱۳۹۸ اجباری شده، شرکت‌ها هنوز در مرحله یادگیری و جانداختن این گزارش هستند. این امر ممکن است منجر به ناهمگونی در شیوه‌های گزارشگری در سال‌های اولیه شود (به دلیل فقدان رویه‌های تثبیت‌شده و تجارب حسابرسی یکسان). ناهمگونی در افشاگری‌ها در سال‌های ابتدایی اجرای استانداردها، تحلیل مقایسه‌ای را دشوار می‌کند.

فهرست منابع

- اولاد غفاری، حمید؛ خسروی، نگار؛ لشگری، زهرا (۱۴۰۲). نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت و سرعت اصلاح ساختار سرمایه، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۲، شماره ۴۵، شماره پیاپی ۴۵، صص ۱۰۴-۸۵ خدادادی، حمیدرضا (۱۴۰۱). بررسی نقش سهامداران عمده بر رابطه افشای پایداری و محتوای اطلاعاتی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های نوین در مدیریت کارآفرینی و توسعه کسب و کار، بهار، شماره ۱، صص ۳۳۲-۳۴۶ دستنبو، فرزاد (۱۳۹۴)، ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی با ساختار مالکیت، پایان نامه درجه کارشناسی ارشد، مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی
- سلطانی‌پور ساردو، مجتبی (۱۴۰۳). بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی و آنتروپی صورت‌های مالی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بیستمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری. شیروان.
- صالحی فرد، محمد؛ نسل موسوی، سید حسین؛ پورآقاجان، عباسعلی (۱۴۰۰). بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه های سود فصلی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۰، شماره ۳۹، شماره پیاپی ۳۹، صص ۱۵۷-۱۶۹ مهدی‌پور، مرضیه (۱۴۰۴). تاثیر ویژگیهای مالی و ساختار مالکیت بر به موقع بودن گزارشگری مالی با تاکید بر نوع اظهارنظر حسابرس در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۵، شماره ۲، پیاپی ۵۸، صص ۸۱-۱۰۲

برخی از اقلام صورت تغییرات در حقوق مالکانه همچون (نسبت نااطمینانی افزایش سرمایه، نسبت ترکیب نااطمینانی افزایش سود انباشته و سود انباشته و اندوخته قانونی) تاثیر معناداری داشته باشد پیشنهاد زیر مطرح می‌شود:

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که اطمینان حاصل شود که هر تغییر در اجزای حقوق مالکانه، به ویژه آنهایی که با افزایش سرمایه ارتباط دارند، به صورت مستند و با دلایل اقتصادی قوی توجیه شده باشند تا از سوءتعبیر عدم وجود سهامدار عمده جلوگیری شود.

همچنین به تحلیلگران پیشنهاد می‌شود هنگام ارزیابی سلامت مالی و پایداری ساختار سرمایه، به این نسبت‌های حقوق مالکانه (مربوط به افزایش سرمایه، سود انباشته و اندوخته) به عنوان شاخص‌های ضمنی حاکمیت شرکتی نگاه کنند. هرگونه نوسان غیرمنتظره در این نسبت‌ها در شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا/پایین، باید به عنوان زنگ خطری برای بررسی دقیق‌تر انگیزه‌های پشت پرده ساختاردهی حقوق مالکانه در نظر گرفته شود.

با توجه به عنوان پژوهش، پیشنهادات آتی باید بر پر کردن شکاف‌های نظری و عملی در تقاطع این سه متغیر اصلی تمرکز کنند.

اثر تعاملی بین نسبت بدهی (نماینده ساختار سرمایه بیرونی) و تمرکز مالکیت بر دقت و به موقع بودن افشای اطلاعات در صورت تغییرات حقوق مالکانه را بررسی نماییم. در اینجا مهم‌ترین محدودیت‌های احتمالی در اجرای این پژوهش را تشریح می‌کنم:

الف. دسترسی محدود به جزئیات افشای اختیاری

محدودیت: صورت تغییرات حقوق مالکانه خود یک گزارش اجباری است، اما "محتوای اطلاعاتی" که شما به دنبال آن هستید، اغلب شامل افشاهای اختیاری (مانند توضیحات کامل هیئت مدیره در مورد دلایل تغییرات مهم) است. دسترسی به این جزئیات کیفی و متنی از طریق داده‌های مالی استاندارد (مانند کدال) ممکن است دشوار باشد و باید از معیارهایی که بتواند به کمک شاخصی به میزان محتوای اطلاعاتی دست یابد استفاده کنیم. که در این پژوهش از معیار آنتروپی شانون استفاده نمودیم.

ب. تأثیر شوک‌های کلان اقتصادی

محدودیت: دوره پس از ۱۳۹۸ با شوک‌های اقتصادی و سیاسی بزرگی (مانند نوسانات ارزی شدید، تأثیرات همه‌گیری و تغییرات نرخ بهره) همراه بوده است. این عوامل خارجی می‌توانند

- Dănescu, T. and Stejerean RM. (2022). Companies' behavior in measuring the quality of financial reports: pre-and post-pandemic research. *Front Psychol.* 19;13:1005941. doi: 10.3389/fpsyg.2022.1005941. PMID: 36600718; PMCID: PMC9807020.
- David Grau-Vera, Gonzalo Rubio, Francisco Sogorb-Mira (2025). Time-varying risk aversion and capital Structure: An overlooked effect. *International Review of Economics & Finance* September 2025
- Doan, T. T. T. (2019). Firm-specific factors as determinants of capital structure: Evidence from an emerging country. *International Journal of Economics and Management Systems*, 4.
- Jun Xie, Meixia Yu, Bin Gao (2024). The impact of foreign institutional investors on the information content of Chinese stock prices. *International Review of Economics & Finance*. Volume 96, Part A, November 2024, 103592
- Khan, S., Bashir, U., & Islam, M. S. (2021). Determinants of capital structure of banks: evidence from the Kingdom of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(2), 268-285. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-04-2019-0135>
- Lin, J. (2024). Measuring and analyzing the information entropy value of key Audit matters (KAMs) disclosure at the system and reporting scale. *Heliyon*, 10(1), e23255. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e23255>
- Ross, J. F. (2016). The information content of accounting reports: An information theory perspective. *Information*, 7(3), 1-23.



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 16/ No. 64/ Winter 2027

Explain the role of ownership structure on the relationship between external capital structure and the informational content of the statement of changes in equity

Saeed Bahrami

Department of Accounting, Ra.C., Islamic Azad University, Rasht, Iran
saeed.bahrami6900@iau.ac.ir

Sina kheradyar

Department of Accounting, Ra.C., Islamic Azad University, Rasht, Iran
(Corresponding Author)
sina.kheradyar@iau.ac.ir

Mojtaba Maleki choobari

Department of Accounting, Ra.C., Islamic Azad University, Rasht, Iran
mojtaba.malekichoobari@iau.ac.ir

Abstract

Financial information can influence the personal decisions of each user, impact resource allocation, and affect market performance and economic efficiency. The content of financial information provided by companies can be influenced by various factors, including capital structure and ownership structure. This research aimed to identify capital structure indicators and their role in the informational content of the statement of changes in equity, considering the type of ownership structure, during the period of 2019 to 2023, in 165 companies listed on the Tehran Stock Exchange. The results showed that ownership concentration has a significant effect on the relationship between external capital structure and indicators measuring the informational content of the statement of changes in equity, such as (the ratio of capital increase uncertainty, the ratio of combined capital increase uncertainty and retained earnings, the ratio of combined capital increase uncertainty, retained earnings, and legal reserves). The findings of this research align with the expanded agency theory, where ownership concentration, as a governance mechanism, guides the interactions between capital structure (as a managerial decision) and the informational content of the statement of changes in equity.

Keywords: Capital Structure, External Capital Structure, Statement of Changes in Equity