

# بررسی رابطه بین سه متغیر سودآوری، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام هله‌لینگ‌های اقتصادی با بازده شرکتهای فرعی

(مطالعه موردی هله‌لینگ شستا)

حسین جهانگیرنیا<sup>۱</sup>

عضو هیئت علمی دانشگاه ازاد اسلامی واحد قم

عبدالله شیرمحمدپور گرجانی<sup>۲</sup>

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز

صادق خیراندیش<sup>۳</sup>

کارشناس ارشد مهندسی صنایع

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

## چکیده

هدف اصلی این پژوهش مطالعه ارتباط بین بازده هله‌لینگ تخصصی و بازده شرکت‌های فرعی (شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. 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 هله‌لینگ (شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی) بر بازده شرکت‌های فرعی اثر دارد یا خیر؟ برای پاسخ‌گویی به این پرسش نمونه‌ای به تعداد ۵۳ شرکت از شرکت‌های تحت پوشش شرکت سرمایه‌گذاری 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 دارائی‌ها به عنوان عملکرد و شاخص‌های هله‌لینگ و متغیر عملکرد شرکت‌های فرعی با استفاده از معیار شاخص نسبت  $Q$  تویین مورد ارزیابی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون و آزمون‌های  $t$  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 می‌دهد که در حالت کلی شاخص‌های هله‌لینگ 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.

1-hosein\_jahangirnia@yahoo.com

2- ashirmohammadpour@yahoo.com

3-sadiqkheirandish@gmail.com

## واژه‌های کلیدی: هلدینگ، بازده سهام و سودآوری

### مقدمه

شرکت‌های مادر تخصصی (هلدینگ) مفهوم جدیدی به تفکیک مالکیت و مدیریت بخشیده اند و آن حذف کنترل بیش از حدی است که مالکان، نظیر دستگاه‌های دولتی بر شرکت‌های تابعه اعمال می‌کنند، این کار، با حداقل نمودن کanal‌های 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 کارآمد ترین 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 متتحول 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 بهره گیری شده است؛ اما مطالب ارائه شده به نحوی تدوین شده که بازتابی از گرایش علمی، نظری و کاربردی همراه با برداشت‌های تجربی پژوهشگران می‌باشد.

### مرواریدیات

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 سرمایه‌گذار (شرکت دوم) شناخته می‌شود، به این شرکت‌ها گاهاً شرکت مادر تخصصی نیز گفته می‌شود [۱۰].

نقش شرکت‌های هلدینگ در بخش‌های مختلف اقتصادی به قدری زیاد است که حدود ۶۰ درصد دارایی‌های ایالات متحده توسط شرکت‌های هلدینگ کنترل و اداره می‌شوند، این تناسب تقریباً در اروپا نیز وجود دارد. در کشورهای در حال توسعه نیز بخش عمده‌ای از اقتصاد توسط گروه‌های صنعتی اداره و کنترل می‌شود. در ایران بیشتر فعالیت‌های اقتصادی در اختیار دولت بوده و بخش دیگر در گروه‌های شبه دولتی و یا نهادهای وابسته و بانک‌ها 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 نمی‌باشند؛ بنابراین برای تحقق اهداف هلدینگ نیاز به مهارت، دانش مدیریتی و همچنین در نحوه تصمیم‌گیری، نظارت و کنترل، سلسله مراتب و اختیارات به تخصص‌های لازم دارند [۲].

مالکیت شرکتی از طریق مالکیت بر سهام در شرکت‌ها، تأثیر چشم‌گیری بر روش کنترل، نظارت و راهبری شرکت‌ها 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 سرمایه‌گذاران در خصوص استفاده بهینه از منابع مالی در اختیار، از ابزارهای بازار بورس و اوراق بهادار اقدام می‌نمایند؛ 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 می‌شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد؛ بنابراین باستی 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 [۲].

برنامه‌های راهبردی شرکت‌های فرعی از طریق شرکت اصلی اعمال می‌گردد و مدیران شرکت‌های فرعی سیاست‌های عملیاتی و مالی شرکت تحت مدیریت خود را در چارچوب برنامه‌های راهبردی شرکت اصلی تدوین می‌نمایند. شرکت‌های فرعی همواره تأمین کننده نیازهای شرکت‌های گروه بوده و با حفظ شخصیت حقوقی خود به دنبال حداکثر کردن سود سهامداران خود می‌باشد [۳].

نرخ بازده یک سرمایه‌گذاری مفهومی است که از نظر سرمایه‌گذاران مختلف، معانی متفاوتی دارد. برخی از شرکت‌ها در جستجوی بازده کوتاه مدت نقدی هستند و ارزش کمتری به بازده بلندمدت می‌دهند و برخی دیگر از سرمایه‌گذاران در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می‌دهند. این قبیل شرکت‌ها در جستجوی پروژه‌هایی هستند که در بلندمدت درآمد بیشتری را عاید آن‌ها می‌کند. بنابراین بازده سهام عبارت است از سودی که از تقسیم سود نقدی و یا افزایش در ارزش سهام عاید سرمایه‌گذار می‌شود [۴].

شرکت‌ها باستی در پایان هر دوره فعالیت صورتهای مالی اساسی تهیه نمایند. یکی از این صورتهای مالی صورت سود وزیان است که آخرین رقم آن سود واحد تجاری است. در واقع سود از جمله برترین شاخص‌های اندازه‌گیری فعالیت‌های واحد اقتصادی است. [۴]

از آنجاکه مهم ترین منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده کنندگان 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 استفاده کنندگان را به نحو مناسبی برطرف نماید. از سویی دیگر، وجود برخی از شرایط در محیط گزارشگری مالی، امکان ارزیابی مستقیم کیفیت اطلاعات به وسیله استفاده کنندگان را دشوارتر می‌سازد که از آن جمله می‌توان به تضاد منافع، پیامدهای اقتصادی بالاهمیت، 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 [۵].

در دهه ۱۹۶۰ تنواع گرایی، به مفهوم حضور هدینگ‌ها در کسب و کارها و صنایع متفاوت، توسعه یافت؛ اما بررسی‌های راملت (۱۹۸۶) از دانشگاه هاروارد که در مطالعه از ۵۰۰ شرکت برتر فورچون شرکت‌ها را در طبقاتی با عنوان‌ین شرکت‌های دارای کسب و کار واحد، کسب و کار غالب، کسب و کارهای مرتبط و شرکت‌های بزرگ تنواع یافته

(کسب و کارهای غیر مرتبط) دسته بندی کرد نشان داد که در بین این طبقات، شرکت های دارای کسب و کار مرتبط تا حدی نتایج بهتری نسبت به سایر طبقات تنوع ایجاد می کنند [۱].

اندرویوس در سال ۱۹۷۱ در تحقیقی تحت عنوان مفاهیم مربوط به استراتژی های شرکت های مادر، استراتژی سطح شرکت مادر را تدوین و الگوی تصمیم گیری در جهت تعیین اهداف سازمانی را تعریف نمود که مبانی خط مشی ها را برای دستیابی به این اهداف میسر می سازد و به وسیله آن حدود و دامنه کسب و کارهایی که شرکت باید دنبال کند را مشخص می کند [۱۵].

ابراهیمی و ذاکری به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و اندازه شرکت ها می پردازد، نتایج آزمون فرضیه این تحقیق مورد تایید قرار گرفته است. در این تحقیق مدیریت سود با استفاده از فروش دارایی های شرکت مورد بررسی قرار می گیرد. یکی از انگیزه های مدیریت سود کاهش خطای پیش بینی سود در دوره های جاری و آتی می باشد. بطوری که در صورت عدم تحقق پیش بینی های 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 پژوهش هایی در مورد شاخص های هلдинگ و همچنین بازدهی شرکت های فرعی به صورت جداگانه انجام شده است در این پژوهش نیز به لحاظ شناسایی معیارهای مناسب جهت بررسی شاخص های هلдинگ و همچنین شناسایی عوامل مؤثر بازدهی شرکت های فرعی پژوهش های ذیل موردمطالعه قرار گرفته است:

نتایج پژوهش نشان می دهد که تنها حضور سهامداران نهادی به کاهش مدیریت سود تأثیر دارد در حالی که وجود اعضاء غیر موظف هیئت مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره تأثیری بر مدیریت سود ندارد [۳].

ایرج نوروش و همکاران، در مقاله "بررسی مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی مدیریت سود طی سال های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۲ پرداخته است یافته های تحقیق نشان می دهد که شرکت های بزرگ در ایران نیز به مدیریت سود اقدام کرده اند و انگیزه اعمال مدیریت سود با افزایش بدھی همراه می باشد، مدیران این شرکت ها از اقلام تعهدی برای کمتر کردن مالیات شرکت هایشان استفاده می کنند و همچنین با بزرگ تر شدن شرکت ها تمایل مدیران به مدیریت سود بیشتر می شود [۴].

بیتا مشایخی و همکاران، در مقاله "نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با در نظر گرفتن وجود 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 وجود نقد حاصل از عملیات پرداخته اند نتیجه تحقیق حاکی از آن است که در شرکت های موردمطالعه، مدیریت سود اعمال شده است و وجود نقد حاصل از عملیات و اقلام تعهدی به صورت معنی داری رابطه معکوس با یکدیگر دارند [۵].

بهار مقدم و ثقفی، ۱۳۸۷، طی تحقیقی به بررسی محرك های مؤثر بر مدیریت سود در شرکت های بورسی پرداختند و شواهدی در خصوص رابطه بین ساختار مالکیت و عرضه عمدۀ سهام و میزان پاداش مدیران و کیفیت کار مؤسسات حسابرسی و میزان رشد شرکت و اندازه شرکت و نیز ساختار مالی آن ها با میزان مدیریت سود پیدا کردند [۶].

ابراهیمی کر دل و حسنی، ۱۳۸۵، مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قراردادند. ایشان در این تحقیق مدل تعديل شده جونز را برای محاسبه شاخص مدیریت سود برای ۳۰ شرکت عرضه کننده اولیه سهام به عموم در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۰ بکار برد 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 می‌کنند. همچنین آن‌ها تأثیر مدیریت سود بر عملکرد بلندمدت قیمت سهام شرکت عرضه کننده اولیه سهام به عموم را مورد بررسی قراردادند 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 [۲].

ملانظری 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 [۳].

### بیان مسئله

هلهینگهای تخصصی با توجه به سیاست و استراتژی‌های تبیین شده اقدام به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تخصصی مرتبط با صنعت می‌نمایند. هلهینگهای تخصصی به عنوان اثر گذارترین مجموعه در حوزه مدیریت شرکت‌های فرعی نقش بی‌نظیری را در خصوص اجرای معیارهای عملکردی شرکت ایفا می‌کنند سؤال اساسی این است که آیا مکانیسم‌های سیاست‌های مالی و عملیاتی مؤثر در سودآوری هلهینگ 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 هلهینگ‌های 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

ادیبات موضوع و مبانی نظری در این پژوهش به صورت کتابخانه‌ای 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 هلهینگ و عملکرد شرکت‌ها مورد مطالعه قرار می‌گیرد؛ بنابراین پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی 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 متغیرهای است. 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 استفاده ترین 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 موردنیاز در مورد متغیرهای تعیین شده در پژوهش بودند حذف شده‌اند به علت گسترده‌گی حجم جامعه آماری 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 نیافتداده باشد.
- اطلاعات موردنیاز در این پژوهش از شرکت‌ها در دسترس باشد.

همچنین برخی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) که دارای افشاگری 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 برد. در جدول ۱ این فرضیات بیان شده است.

جدول ۱- فرضیات تحقیق

$H_1$	$H_0$	
بین شاخص‌های هلدینگ تخصصی و بازده شرکت‌های فرعی رابطه معنی‌داری وجود دارد.	بین شاخص‌های هلدینگ تخصصی و بازده شرکت‌های فرعی رابطه معنی‌داری وجود ندارد.	اصلی
بین شاخص‌های هلدینگ و بازده سود "ROI" در شرکت‌های فرعی رابطه معنی‌داری وجود ندارد.	بین شاخص‌های هلدینگ و بازده سود "ROI" در شرکت‌های فرعی رابطه معنی‌داری وجود دارد.	اول

معنی داری وجود دارد.	داری وجود ندارد.	
بین شاخص های هلدینگ و بازده دارایی ها "ROA" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.	بین شاخص های هلدینگ و بازده دارایی ها "ROA" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود ندارد.	دوم
بین شاخص های هلدینگ و بازده حقوق صاحبان سهام "ROE" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.	بین شاخص های هلدینگ و بازده حقوق صاحبان سهام "ROE" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود ندارد.	سوم

## 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 های سود نسبت $Q$ توبین از تقسیم ارزش بازار اوراق بهادار شرکت از هر نوع و بدھی های بلندمدت به اضافه ارزش دفتری بدھی های کوتاه مدت بر ارزش جایگزینی دارایی های شرکت به دست می آید.
	ROI	$\frac{\text{خالص سود}}{\text{درآمد}} = \frac{\text{خالص سود}}{ROI}$
متغیر مستقل	ROA	$\frac{\text{خالص سود}}{\text{مجموع دارایی ها}} = \frac{\text{خالص سود}}{ROA}$
	ROE	$\frac{\text{خالص سود}}{\text{حقوق صاحبان سهام}} = \frac{\text{خالص سود}}{ROE}$

## مدل تحقیق

مدل رگرسیون در این پژوهش به صورت ذیل می باشد:

$$Ln(Q_{it}) = S_0 + S_1 ROI_{it} + S_2 ROA_{it} + S_3 ROE_{it} + V_{it}$$

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

۱- آزمون کولموگروف - اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیرهای تحقیق

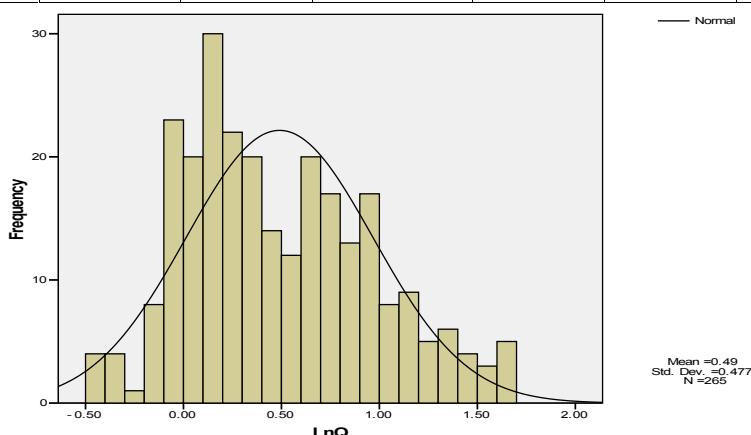
- ۲- آزمون دوربین - واتسون برای بررسی نبود خودهمبستگی بین خطاهای استقلال خطاهای در رگرسیون
- ۳- رگرسیون چند متغیره و دیاگرام پراکنش و معادله خط که دارای خطای معیار کمتری در مقایسه با سایر روش‌های آماری می‌باشد استفاده شده است.

## تجزیه و تحلیل داده‌ها

اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۷ 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 Eviews<sup>۶</sup> و Spss<sup>۱۸</sup> 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 موردن 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 درنهایت مناسب ترین مدل برآورده شده است. همچنین در کل تحقیق پیش‌فرض‌های 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 پیش‌فرض‌ها راهکار مناسبی جهت رفع مشکل به کار گرفته شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
<b>Q</b>	265	1/84	1/51	0/98	1/42	1/85	0/40	5/19
<b>LnQ</b>	265	0/49	0/41	0/48	0/42	-0/49	-0/45	1/65
<b>ROI</b>	265	20/02	16/54	22/48	0/35	4/87	-91/87	103/52
<b>ROA</b>	265	12/77	13/12	0/72	0/87	-20/11	-20/11	63/13
<b>ROE</b>	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 اسمیرنف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق S-k

احتمال	مقدار Z کلموگروف - اسمیرنف	بیشترین تفاوت					پارامترهای نرمال			متغیر
		منفی	ثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانگین	تعداد	سال		
0/002	1/85	-0/15	0/25	0/25	0/86	1/57	53	1387	Q	LnQ
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		
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، داده ها به صورت مقطعی- زمانی گردآوری شده اند یعنی داده های جمع آوری شده برای مقاطع مختلف (در اینجا شرکت ها) در طی زمان می باشد. در داده هایی که بدین صورت جمع آوری می شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی گردد زیرا از هر شرکت در سال های مختلف چندین مشاهده تکرار شده است که این مشاهدات به هم وابسته اند (زیرا متعلق به یک شرکت هستند). برای تحلیل این نوع داده ها از تحلیل پانلی استفاده می گردد.

#### (a) فرآیند انتخاب مدل مناسب

فرآیند انتخاب مدل مناسب به شرح زیر است:

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

در این مرحله آزمون فرض به شرح زیر است:

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

درصورتی که مقدار احتمال برای آزمون بالا کمتر از  $0.05$  باشد فرض صفر در سطح  $95$  درصد اطمینان رد می گردد یعنی مدل با اثرا ت ثابت یا تصادفی مناسب است و در غیر این صورت فرض صفر در سطح  $95$  درصد اطمینان رد نمی شود یعنی مدل ادغام شده مناسب است.

### مرحله دوم: مدل با اثرا ت تصادفی در مقابل مدل با اثرا ت ثابت آزمون می گردد (آزمون هاسمن).

درصورتی که مدل مورداستفاده، مدل با اثرا ت باشد، سؤال بعدی این است که آیا مدل با اثرا ت ثابت مناسب است یا مدل با اثرا ت تصادفی؟ برای پاسخ به این سؤال مدل با اثرا ت تصادفی در مقابل مدل با اثرا ت ثابت با استفاده از آزمون هاسمن آزمون شده است.

فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به شرح زیر است.

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

درصورتی که مقدار احتمال برای آزمون بالا کمتر از  $0.05$  باشد فرض صفر در سطح  $95$  درصد اطمینان رد شده یعنی مدل با اثرا ت ثابت مناسب است و در غیر این صورت فرض صفر در سطح  $95$  درصد اطمینان رد نمی شود یعنی مدل با اثرا ت تصادفی مناسب است. مقادیر احتمال آزمون چاو در تمام مدل ها کمتر از  $0.05$  است بنابراین مدل های مورداستفاده دارای اثرا ت جداگانه ای برای شرکت ها هستند حال برای تشخیص تصادفی یا ثابت بودن این اثرا ت از آزمون هاسمن استفاده گردیده است. مقادیر احتمال برای آزمون هاسمن نیز برای کلی و سوم مدل کمتر از  $0.05$  است بنابراین مدل های مورداستفاده دارای اثرا ت ثابت برای شرکت ها هستند در دو مدل اول و دوم مقدار احتمال آزمون چاو بیشتر از  $0.05$  است بنابراین برای این مدل ها مدل بدون اثرا ت مناسب است در ادامه از این مدل های برای بررسی فرضیات استفاده گردیده است.

جدول ۳- انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن				آزمون چاو یا لیمر			مدل ها
	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار کای-دو	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار	آزمون اثرات	
مدل با 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 با اثرات تصادفی	0/468	1	0/53	0/0001	(52,211)	4/45	مقدار F	مدل ۱
				0/0001	52	196/15	مقدار کای-دو	
مدل با اثرات تصادفی	0/341	1	0/91	0/0001	(52,211)	3/94	مقدار F	مدل ۲
				0/0001	52	179/93	مقدار کای-دو	
مدل با اثرات ثابت	0/012	1	6/29	0/0001	(52,211)	2/89	مقدار F	مدل ۳
				0/0001	52	142/69	مقدار کای-دو	

(b) آزمون فرضیه ها و محاسبه ضرایب مدل

در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی<sup>۴</sup> استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش به علت نوع ماهیت داده ها است. زیرا در تحلیل پانلی، داده ها به صورت مقطعی- زمانی<sup>۵</sup> گردآوری شده اند. در داده هایی که بدین صورت جمع آوری می شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی گردد؛ زیرا از هر شرکت در سال های مختلف چندین مشاهده وجود دارد که این مشاهدات به هم وابسته اند. به عبارت دیگر در این تحلیل تعداد داده ها عبارت است از تعداد شرکت ها ضربدر تعداد سال ها.

<sup>4</sup> Panel Analysis

<sup>5</sup> Cross section-time series

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

جدول ۴- برآورد ضرایب فرضیه اصلی

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

جدول ۵- برآورد ضرایب فرضیه اول

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

جدول ۵- برآورد ضرایب فرضیه دوم

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

جدول ۶- برآورد ضرایب فرضیه سوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
C	0/188	4/077	0/0001	معنادار و مثبت
ROE	0/009	7/345	0/0001	معنادار و مثبت
F	6/257	F	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 می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۷٪، ۱۱٪، ۳۳٪ و ۶۱٪ است یعنی در حدود درصدهای فوق از تغییرات متغیر وابسته توسط سایر متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون 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 برآورده معنادار است.

## نتیجه‌گیری

فرضیه اول: بین شاخص های هلдинگ و بازده سود "ROI" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد. مقدار احتمال معنی داری  $F$  برابر با  $0,0001$  است. این مقدار کمتر از  $0,05$  است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان  $95\%$  درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان  $95\%$  درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با  $0,11$  است یعنی در حدود  $11\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل  $ROI$  بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون 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 می توان فرض مقابل را پذیرفت که نشان می دهد رابطه مثبت معنی داری بین شاخص های هلдинگ و نسبت سود به فروش در شرکت های فرعی وجود دارد. نسبت سود خالص به فروش نشان دهنده این است که سیاست های هلдинگ در خصوص مبنای قرار دادن این شاخص به منزله این است که در راستای هم افزایی به ازای فروش هر واحد کالا چه میزان سود عاید شرکت می نماید.

فرضیه دوم: بین شاخص های هلдинگ و بازده داراییها "ROA" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد. در آزمون فرضیه بالا به دنبال تبیین رابطه میان متغیر کمی شاخص های هلдинگ و متغیر کمی بازده دارایی ها در شرکت های فرعی هستیم. دقیقاً عین آزمون فرعی اول مقدار احتمال معنی داری  $F$  برابر با  $0,0001$  است. این مقدار کمتر از  $0,05$  است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان  $95\%$  درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان  $95\%$  درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با  $0,33$  است یعنی در حدود  $33\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل  $ROA$  بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با  $1,85$  است. مقدار آماره  $t$  برای  $ROA$  برابر با  $11,48$  (معنادار و مثبت) است. درنتیجه فرض صفر یعنی عدم وجود ارتباط بین دو متغیر رد شده و می توان فرض مقابل را پذیرفت. یافته های تحقیق حاکی از آن است که بین شاخص های هلдинگ و بازده دارایی ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نسبت بازده دارایی ها مؤید این است که هر چه این نسبت افزایش یابد نشان دهنده استفاده بهینه از دارایی های شرکت می باشد.

فرضیه سوم: بین شاخص های هلдинگ و حقوق صاحبان سهام "ROE" در شرکت های فرعی رابطه معنی داری وجود دارد.

مقدار احتمال معنی داری  $F$  برابر با  $0,0001$  است. این مقدار کمتر از  $0,05$  است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان  $95\%$  درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان  $95\%$  درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با  $0,61$  است یعنی در حدود  $61\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل  $ROE$  بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با  $1,88$  است.

مقدار آماره  $t$  برای  $ROE$  برابر با  $7,34$  (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 شاخص های هلдинگ و بازده شرکت های فرعی

رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. مثبت بودن رابطه فوق دلالت بر تأثیرگذاری مثبت شاخص های هلдинگ به عنوان شرکت مادر تخصصی بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های فرعی دارد. نسبت حقوق صاحبان سهام نشان دهنده میزان استفاده از سرمایه مالکانه در سودآوری شرکت می باشد.

## مراجع

- ۱ ابراهیمی کردر، ع؛ والهام حسنی آذر دارایانی، ۱۳۸۵، "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۵، صفحه ۲۳ - ۳.
- ۲ ابراهیمی کردر، علی و ذاکری، حامد (۱۳۸۸)، "بررسی مدیریت سود با استفاده از فروش دارایی ها"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران**، شماره ۳، ص ۱۳۵ - ۱۲۲.
- ۳ ثقیقی، ع، و محمدعلی آقایی، ۱۳۷۳، "رفتار سود حسابداری"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۹، صفحه ۵
- ۴ ثقیقی، علی و مهدی بهار مقدم (۱۳۸۷)، "محرك های مؤثر بر مدیریت سود"، **فصلنامه - توسعه و سرمایه**، شماره ۲، ص ۱۲۵
- ۵ حاجی وند، ت، ۱۳۷۵، "انگیزه مدیریت در هموارسازی سود در شرکت های بورسی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ۶ حاجی ها زهرا، قصاب ماهر لیلا، (۱۳۸۹) "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص نسبت Q تبیین در بازار سرمایه ایران" **فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)**، دوره ۱ شماره ۶.
- ۷ حسنی رضا، مرادی امیر، (۱۳۸۷) "شیوه های ارزش آفرینی شرکت مادر در شرکت های زیرمجموعه". **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 شرکت های هلдинگ**.
- ۹ سپاسی، س؛ و همکاران، ۱۳۸۴، "بررسی مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، **مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیraz**، دوره ۲۲، شماره دوم، صفحه ۱۶۶ - ۱۷۸.
- ۱۰ مونس خواه غ، ۱۳۸۹، "بررسی رابطه رفتار مدیریت سود شرکت های 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 شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بورسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۴، صفحه ۳۵ - ۵۴.

- ملاتنژری، م؛ و ساناز کریمی زند، 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 حسابرسی دانشکده مدیریت**، شماره ۴۷، صفحه ۸۳ - ۱۰۰. ۱۲
- نوروش، الف؛ و همکاران، ۱۳۸۵، "کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۳، صفحه ۱۳۵ - ۱۶۰. ۱۳
- بزدانیان، (۱۳۸۵) "معیارهای حسابداری عملکرد" رساله دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ۱۴
- 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 Limited0268-6902 ۱۵
- Fallatah, Y. 2006. "The role of Asset Reliability and Audit Quality in Equity Valuation". A thsis summmitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Florida Atlantic University. ۱۶
- Kirschenheiter, M, Melumad, N. D. (2002). "Earnings Quality and Smoothing", Draft, June, Working Paper ۱۷
- Mulford, C.W, Comiskey, E. E. (2002). "The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Practices", New York, John Wiley & Sons. ۱۸

# **Examine the relationship between ROI,ROI,ROE in holding companies**

## **Abstract**

The main goal of this study is the statement of the relationship between audit quality and auditor specialization on earnings management in listed Companies of Tehran stock exchange. In other words, this study has tried to answer the question whether high-quality audit and auditor specialization in firms accepted in the Tehran Stock Exchange shows or not shows the low earnings management company?

To answer the question in this study, have been investigated 77 companies adopted the Tehran Stock Exchange in the period 2008 to 2012. In this study, for evaluation of the variable earnings management have been used model Adjusted Jones (1995) and for evaluation of the variable audit quality have been used criteria for auditor size, auditor tenure and auditor specialization. Research to test hypotheses to significance level of 95 percent has been used t and F tests regression model and determining factor. It is worth mentioning has been used panel data to Analysis Models.

The result showed that overall audit quality on earnings management is effective and enhancing audit quality has been prevented earnings management by clients. Furthermore, the component auditor size and auditor tenure on earnings management are considered, and it reduced. Also, the results showed that there is no significant relationship between auditor specialization and earnings management.

**Keywords:** holdings, Stock returns, Profitability