

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

رسول برادران حسن‌زاده^{۱*}، هوشنگ تقی‌زاده^{**}، عباس رضایی^{***}

* استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

** استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

*** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز

چکیده

پژوهش حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری گزارش شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد، صورت پذیرفته است. برای اندازه‌گیری محتوای اطلاعاتی سود سه مدل که چند جنبهٔ مختلف محتوای اطلاعاتی سود را می‌سنجد، برآزش شده است، به طوری که تأثیرپذیری بازده سهام از تغییرات سود حسابداری، سود هر سهم بر قیمت سهام و سود هر سهم بر ارزش دفتری آن به عنوان محتوای اطلاعاتی سود حسابداری فرض شده است. جامعه آماری ۱۰۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار از لحاظ بازدهی طی سال‌های (۱۳۸۳-۱۳۷۸) و نمونه مورد رسیدگی شامل ۳۹ شرکت است. مدل‌های مربوطه هم به صورت کلی (تأثیر همه متغیرهای مستقل با هم) و هم جداگانه (بر اساس فرضیه‌های تحقیق) آزمون شد. نتایج آزمون کلی مدل‌های تحقیق عموماً بیانگر عدم نقش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری است و بیشترین تأثیر بر بازده سهام را متغیرهای نسبت سود هر سهم به قیمت (E/P) و نسبت سود هر سهم به ارزش دفتری هر سهم (E/BV) و تغییرات سود حسابداری

(ΔE_{arn}) داشتند. همچنین نتایج پژوهش بیانگر تأثیر مثبت و معنادار درصد مالکیت و تمرکز سهامداران نهادی به صورت جداگانه بر بازده سهام است.

واژه‌های کلیدی: ترکیب سهامداران، سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی، محتوای اطلاعاتی سود حسابداری

چارچوب نظری پژوهش

بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های مزبور برخوردار بوده، به اطلاعات مختلفی در مورد چشم‌اندازهای آتی و برنامه‌های شرکت و حتی در مواردی قراردادهای آتی شرکت نیز دسترسی دارند [۱]، [۲]، [۱۶] و [۱۷].

مطابق تعریف بوش^۲ [۲۰] سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و موسسات بازنشستگی هستند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد [۱۷] و [۲۰].

در سال‌های اخیر، حاکمیت شرکتی^۳ به یک جنبه اصلی و پویای تجارت تبدیل شده و توجه به آن به صورت تصاعدی روبه افزایش است. گروه‌های زیادی در حاکمیت شرکتی نفوذ دارند. در این میان، سهامداران به ویژه سهامداران نهادی نقش مهمی ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می‌کنند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند، زیرا آنان هم می‌توانند بر مدیریت شرکت، نفوذی چشم‌گیر داشته باشند و هم می‌توانند منافع مدیریت را با منافع گروه سهامداران هم جهت نمایند. تمرکز

این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش اساسی است که آیا ترکیب سهامداران (حضور سهامداران نهادی) بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری تأثیر دارد یا خیر؟ اطلاعات حسابداری یکی از منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. این اطلاعات عمدتاً در سه گروه صورتهای مالی، گزارشهای کمی و تجزیه و تحلیل‌های خاص طبقه‌بندی می‌شوند. در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی هر یک از اطلاعات فوق می‌تواند به تنهایی یا توأم و یا حتی همراه با اطلاعات خارج از سیستمهای حسابداری بکار گرفته شود [۲].

یکی از عناصر مهم این اطلاعات، صورتهای مالی شرکت‌ها، خصوصاً صورت سود و زیان آنهاست که بیانگر نتیجه فعالیت‌های شرکت در یک دوره مالی بوده و رقم نهایی آن نیز، نشان‌دهنده سود و زیان خالص آن دوره است و به‌عنوان مبنای اساسی بیشتر تصمیم‌گیری‌ها، مدل‌های ارزشیابی و قیمت‌گذاری سهام تلقی شده، به‌طوری‌که صحت، دقت، قابلیت اعتماد، اطمینان، قابلیت پیش‌بینی و تحقق آن، رابطه مستقیمی با صحت تصمیم‌گیری‌ها و ارزشیابی‌ها خواهد داشت [۳]. گروه‌های زیادی در داخل و خارج سازمان از اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنند. یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان سهامداران هستند. در این میان **سهامداران نهادی**^۱ با عنایت به مالکیت

2-Bushee
3-Corporate Governance

1-Institutional Investors

در مقابل نظریه نظارت فعال، طرفداران فرضیه منافع شخصی^۵ معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به اطلاعات محرمانه که برای اهداف تجاری استخراج شده اند، دسترسی دارند، به طوری که هر چه مالکیت متمرکز شود، احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات محرمانه بیشتر می‌شود. در چنین شرایطی، سهامداران بزرگ ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای گزارش سود با کیفیت و محتوای اطلاعاتی بالا داشته باشند. اگرچنین امری صحت داشته باشد، فرضیه منافع شخصی مدعی یک رابطه منفی بین مالکیت متمرکز و محتوای اطلاعاتی سود است [۲۶]. در پژوهش حاضر دوفرضیه فوق بررسی می‌شود. افزایش مالکیت نهادی در شرکت‌ها ممکن است بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری تأثیر داشته باشد، زیرا سهامداران بیشتری به اطلاعات درونی درباره استراتژی‌ها و آینده شرکت دسترسی پیدا می‌کنند. با توجه به موارد ذکر شده در بیان مسأله و ابهامات اشاره شده حاصل از تحقیقات مختلف در زمینه توجه سرمایه‌گذاران نهادی به سودهای کوتاه مدت و بلندمدت، این پژوهش به بررسی نقش مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های (۱۳۸۳-۱۳۷۸) می‌پردازد.

بررسی پیشینه پژوهش

نوروش و ابراهیمی کُردلر (۱۳۸۴) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی باتقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداختند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که در

مالکیت در دست سرمایه‌گذاران نهادی مشکلات نمایندگی را کنترل نموده، حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد [۲]، [۹] و [۱۷]. بعضی از صاحب‌نظران نظیر بوش [۲۰] معتقدند که سهامداران نهادی اغلب به عنوان مالکانی محسوب می‌شوند که بیش از اندازه بر سودهای جاری و کوتاه مدت تمرکز می‌نمایند. در مقابل این نگرش، رویکرد دیگری وجود دارد که سهامداران نهادی، سرمایه‌گذاران کار کشته‌ای هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند. این نگرش با تحقیقی که توسط شیلر و پوند^۱ [۲۵] انجام شد، تأیید شد. آنان دریافتند که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، زمان زیادی را برای تحلیل سرمایه‌گذاری صرف می‌کنند. همچنین والتر^۲ (۱۹۹۷) دریافت که شرکت‌های سرمایه‌گذاری حرفه‌ای‌تر از سایر سرمایه‌گذاران و دارای توانایی بیشتری در درک اطلاعات حسابداری هستند [۱] و [۲].

تحت فرضیه نظارت فعال^۳ به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به طور فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش، سرمایه‌گذاران نهادی، سهامدارانی متبخر و دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند. عموماً تحقیقات صورت گرفته این فرضیه را تأیید می‌کند. برای نمونه، نتایج تحقیق بروس و کینی^۴ [۲۱] بیانگر آن است بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با سطح سرمایه‌گذاران نهادی یک رابطه مثبت وجود دارد [۲۶].

1-Shiller & Pound

2-Walther

3-Active Monitoring Hypothesis

4-Brous & Kini

بر ارزش بازار آن (B/M)، ارزش دفتری بدهی به ارزش بازار سهام (D/E) و نسبت فروش به ازای هر سهم به قیمت سهم (S/P) رابطه مثبت و معنادار دارد. ۲- بازده سهام با اندازه شرکت رابطه منفی و معنادار دارد. ۳- بازده سهام با E/P رابطه مثبت و معنادار، ولی با بتا رابطه منفی غیر معنادار دارد [۲۴]. جونگ و کن^۲ (۲۰۰۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود در کشور کره پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که همزمان با افزایش حضور نهادها و سهامداران بزرگ، محتوای اطلاعاتی سود نیز افزایش می‌یابد. این نتایج را در ارتباط با حضور سرمایه‌گذاران نهادی می‌توان تأیید فرضیه نظارت فعال دانست [۲۳]. ولوری و جینکینز^۳ (۲۰۰۶) به بررسی نقش نظارتی مالکین نهادی از طریق آزمون تأثیر سطح مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌ها بر کیفیت سود گزارش شده پرداختند. آن‌ها برای آزمون رابطه بین کیفیت سود و مالکیت نهادی چهار بعد کیفیت توصیف شده در بیانیه مفاهیم شماره دو هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (SFAC.2) را بررسی نمودند. براساس یافته‌های ایشان بین سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود رابطه مستقیم وجود دارد. این در حالی است که براساس برخی دیگر از یافته‌های دیگر آن‌ها کیفیت سود با متمرکز شدن سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معکوس دارد [۲۶].

فرضیه‌های پژوهش

در پژوهش حاضر بر اساس ادبیات و مبانی نظری مطرح شده در ارتباط با نقش نظارتی سهامداران

شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در بر می‌گیرد. این نتیجه را ایشان به حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی ربط دادند که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. از این رو، قیمت‌های سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی باید بخش بیشتری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را منعکس کنند [۲]. مرفوع (۱۳۸۵) به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ویژگی پیش‌بینی سود شرکت‌ها (دقت، بموقع بودن و دفعات تجدیدنظر) پرداخت. یافته‌های وی بیانگر نقش بسیار ضعیف سرمایه‌گذاران نهادی در اثرگذاری بر ویژگی‌های پیش‌بینی سود است [۱۶]. مرادی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود پرداخته است. وی کیفیت سود را قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی سود، تداوم سود و بموقع بودن گزارشگری سود تعریف کرده است. همچنین یافته‌های وی بیانگر وجود یک رابطه مثبت و معنادار بین سرمایه‌گذاران نهادی و قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی سود، بموقع بودن گزارشگری سود و عدم رابطه معنادار سرمایه‌گذاران نهادی با تداوم سود است، حال آن‌که نتایج نشان دهنده رابطه‌ای معکوس و معنادار بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی با قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی سود و عدم ارتباط معنادار آن با تداوم سود و بموقع بودن گزارشگری سود است [۱۷]. کیم^۱ (۱۹۹۳) در تحقیقی رابطه بین بازده و متغیرهای بنیادی را در کره مطالعه کرد. نتایج تحقیق به شرح زیر است: ۱- بازده با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

جامعه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهد. همچنین به منظور انتخاب نمونه آماری شرایطی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

- ۱- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه بوده و طی قلمرو زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۲- قبل از سال ۱۳۷۸ در بورس پذیرفته شده باشند؛
- ۳- در طول دوره زمانی تحقیق، بیش از شش ماه در بورس غیر فعال نباشند؛
- ۴- شامل شرکتهای سرمایه‌گذاری و بانکها به سبب ماهیت خاص فعالیت آنها نباشند؛
- پس از اعمال محدودیتها ۳۹ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. در ضمن، علت عدم انتخاب سالهای ۱۳۸۴ و به تبع آن ۱۳۸۵ مسائلی همچون تغییرات عمده در ساختار بورس، کاهش عمده شاخص سهام، مسائل روانی و شایعات است. که در این دو سال بیشتر تغییرات در قیمتها، شاخص و بویژه بازده سهام (متغیر وابسته) ناشی از موارد فوق بوده است.

روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون

فرضیه‌ها

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون (ساده و مرکب) و همبستگی استفاده می‌شود؛ بدان معنا که ابتدا اطلاعات مورد نیاز برای انجام آزمون محاسبه و سپس آزمون‌های رگرسیون برای مطالعه اثر ترکیب سهامداران (حضور سهامداران نهادی) بر محتوای اطلاعاتی سود صورت می‌پذیرد. همچنین از نرم افزارهای EXCEL و SPSS.15 برای پردازش اطلاعات و آزمون‌های آماری استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های آماری، ابتدا صحت مفروضات مدل رگرسیون به دست آمده بررسی و سپس با استفاده از آزمون F و t

نهادی که هم قدرت و هم انگیزه لازم برای تشویق مدیران به گزارشگری سود با کیفیت و محتوای بالا را دارا هستند؛ همچنین برای پاسخگویی به سوال اصلی تحقیق و رسیدن به اهداف تحقیق فرضیه‌های طراحی شده و در مراحل کار این فرضیه‌ها را آزمون خواهیم نمود. بنابراین، فرضیه اول ما بیان می‌دارد که:

فرضیه اول: ترکیب سهامداران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری تأثیر دارد.

از طرف دیگر، براساس تحقیقات پیشین به نظر می‌رسد تمرکز مالکیت به حرکت در جهت منافع شخصی منجر خواهد شد. بنابراین، ما تأثیر تمرکز مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده را بررسی می‌کنیم. بنابراین، فرضیه دوم ما به قرار زیر خواهد بود:

فرضیه دوم: تمرکز سهامداران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری تأثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش به دلیل اینکه نتایج آن به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، از لحاظ هدف، **کاربردی**^۱ و به دلیل اینکه رابطه میان متغیرها را با هدف پیش بینی تغییرات یک یا چند متغیر وابسته (ملاک) با توجه به متغیرهای مستقل (پیش بینی) را می‌سنجد؛ از لحاظ روش، **همبستگی**^۲ است.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

۱۰۰ شرکت برتر بورس از لحاظ بازدهی طی قلمرو زمانی تحقیق طی سال‌های (۱۳۸۳-۱۳۷۸)

میزان تأثیر متغیر مستقل بر متغیر تابع (وابسته) آزمون شده است.

آمار توصیفی

جدول (۱): آمار توصیفی داده‌های پژوهش

متغیرها	شاخص آماری	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
PIH		۲۳۴	۰	۰/۹۹۴	۰/۴۵۱	۰/۲۹۷
CONC		۲۳۴	۰	۰/۹۸۰	۰/۱۶۰	۰/۱۷۵
RETB		۲۳۴	-۵۸/۱۷	۷۶۲/۱۳	۷۶/۳۶	۱۰۰/۶۰
RETT		۲۳۴	-۵۷/۰۴	۴۹۴/۶۱	۸۲/۰۲	۹۵/۲۳
ΔEARN		۲۳۴	-۱۵/۸۰	۵/۶۲۰	۰/۳۵۳	۱/۴۰۰
E/P		۲۳۴	-۰/۱۷۷	۱/۳۸۳	۰/۲۵۰	۰/۲۰۴
E/BV		۲۳۴	-۰/۲۸۷	۴/۲۹۹	۱/۲۲	۰/۷۲۷

مدل‌های مرتبط با آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از سه مدل که جنبه‌های مختلف محتوای اطلاعاتی سود حسابداری را می‌سنجند، استفاده شده است. از جمله معیارهای سنجش محتوای اطلاعاتی سود حسابداری بررسی تأثیرگذاری سود بر بازده سهام و قدرت توضیح دهندگی سود است. در این تحقیق محتوای اطلاعاتی سود به سه شکل اندازه‌گیری شده است:

۱- مطابق دیدگاه ولوری و جینکینز [۲۶] فرض می‌کنیم تغییر در قیمت سهام واکنش به تغییرات سود در یک دوره مشخص است، بنابراین، بازدهی سهام به سود مربوط بوده، ضریب تغییر سود یا ارائه صادقانه^۱ (ERC) به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود در نظر گرفته می‌شود که مدل آن به شرح زیر است:

$$RETB_{it} = a + \beta_1 \Delta EARN + \beta_2 \Delta EARN * PIH_{it} + \beta_3 \Delta EARN * CONC_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل:

RETB: بازده کل ۱۲ ماهه سهام از اول مرداد سال مالی t تا پایان سال مالی t+1
ΔEARN: تغییر سود (زیان) خالص از سال مالی t-1 به سال مالی t
PIH: درصد سهام عادی در اختیار سهامداران نهادی در پایان سال مالی t
CONC: تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی که از طریق شاخص هر فیندال-هرشمن ($\sum_{i=1}^n PIH^2$) به دست می‌آید. برای محاسبه و اندازه‌گیری تمرکز از روشهای متعددی استفاده می‌شود که معروفترین آن شاخص هر فیندال-هرشمن ۲ (HHI) است که به طور خلاصه شاخص هر فیندال (H) نیز نامیده می‌شود. از سال ۱۹۸۲ تاکنون، اداره آمار آمریکا شاخص‌های

۲- محاسبه بازده بدین گونه بیانگر تأثیر مجامع شرکت‌ها بر بازده سهام است.

3-Percentage of common shares held by institutions at the end of year

4-Concentrate Ownership of Institutional investors

1-The Earnings Response Coefficient

عادی بر تعداد کل سهام عادی شرکت به دست آمده است.

سایر متغیرها نظیر آنچه قبلاً تعریف شد، هستند.

فرض‌های اساسی رگرسیون

مهمترین فرض‌های اساسی رگرسیون عبارتند از:

۱- کلیه داده‌ها (متغیرها) دارای توزیع نرمال باشد:

برای آزمون نرمال بودن داده‌ها از روش کولموگوروف-اسمیرنوف^۱ (K-S) استفاده شده است [۱۸]. در تحقیق حاضر برای نرمال کردن داده‌های تحقیق از لگاریتم طبیعی $\ln(1/V^2)$ استفاده شده است [۱۱].

۲- جملات خطاها در مشاهدات مختلف

ناهمبسته‌اند: اگر این فرض نقض شود، با مساله‌ای موسوم به خود همبستگی^۲ مواجه خواهیم بود. به طور کلی، هرگاه ϵ_t ها از نظم خاصی پیروی نکنند، فرض ناهمبسته بودن ϵ_t ها نقض شده، خود همبستگی مثبت، منفی یا تلفیقی از خود همبستگی مثبت و منفی را خواهیم داشت. برای انجام این کار از روش دوربین-واتسن (D.W) استفاده شده است. چنانچه مقدار آماره آزمون در بازه (۱/۵ و ۲/۵) باشد، وجود خود همبستگی بین خطاها رد می‌شود [۱۸].

۳- بین متغیرهای مستقل هم خطی (همبستگی)

وجود نداشته باشد: برای این کار تکنیک‌های متعددی وجود دارد. یکی از معیارهای تشخیص هم خطی، مقدار R^2 یا بسیار بزرگ و مقادیر کوچک t یا (عدم معناداری ضرایب) و دیگری شاخص وضعیت بالای ۳۰ است [۱۸] و [۱۲]. نکته مهم در این آزمون

تمرکز صنایع کارخانه‌ها را بر اساس روش هر فیندال-هرشمن محاسبه و منتشر کرده است.

LOSS: متغیر کیفی که اگر شرکت زیان گزارش

کرده باشد، ۱؛ و در غیر این صورت صفر خواهد شد.

ε: جزء ناشناخته

۲- مطابق دیدگاه جونگ و کن [۲۳] محتوای

اطلاعاتی سود را می‌توان با استفاده از رگرسیون

$\frac{E}{P}$ و بازده سهام اندازه‌گیری کرد؛ که مدل آن به شرح زیر است:

$$RETT_{it} = a + \beta_1 \frac{E_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{E_{it}}{P_{it-1}} PIH_{it} + \beta_3 \frac{E_{it}}{P_{it-1}} CoNC_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \epsilon_{it}$$

که در این مدل:

RETT: بازده کل ۱۲ ماهه سهام برای سال مالی t

E: سود هر سهم

P: قیمت هر سهم

سایر متغیرها نظیر آنچه قبلاً تعریف شد، هستند.

۳- استفاده از مدل مبتنی بر ارزش دفتری (ویژه) حقوق صاحبان سهام:

$$RETT_{it} = a + \beta_1 \frac{E_{it}}{BV_{it}} + \beta_2 \frac{E_{it}}{BV_{it}} PIH_{it} + \beta_3 \frac{E_{it}}{BV_{it}} CoNC_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \epsilon_{it}$$

که در این مدل:

BV: ارزش دفتری (ویژه) هر سهم در سال مالی t

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیانگر مبلغی

است که در صورت انحلال شرکت هر سهم عادی

دریافت خواهد کرد. در این تحقیق ارزش دفتری

از طریق رابطه تقسیم جمع حقوق صاحبان سهام

1-Kolmogrov- smirnov Test

2-Autocorrelation

همزمان متغیرهای تحقیق برمتغیر وابسته) آزمون قرار شده است؛ که در ادامه بر اساس نتایج حاصل از مدل‌ها به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است.

برخلاف سایر آزمون‌ها این است که آیا این هم خطی حاد است یا خیر؟ حاد بودن هم خطی بیانگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون است. موارد فوق در نتایج تحقیق مشاهده نگردید.

الف) نتایج حاصل از آزمون مدل‌ها براساس

فرضیه‌های پژوهش

الف - ۱) فرضیه اول

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها سه مدل طراحی شده است. همان‌طور که قبلاً اشاره شد، مدل‌های پژوهش هم براساس فرضیه‌های تحقیق و هم به صورت کلی (تأثیر

جدول (۲): نتایج حاصل از آزمون مدل (۱) براساس فرضیه اول

LnRETb = -۳/۴۹۰ + ۰/۱۱۷ LnΔEarn*PIH				
p-Value= ۰/۰۴۴		F آماره = ۴/۱۲۲		روشن: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
مقدار ثابت	۰/۰۰۰	-۲۵/۱۳۶	-۳/۴۹۰	
مقدار LnΔEarn*PIH	۰/۰۴۴	۲/۰۳۰	۰/۱۱۷	
D.W = ۱/۵۹۹ آماره		R ² =۰/۰۲ (تعدیل شده)		

۰/۹۵ است. از این رو فرض H_0 رد و فرضیه اول

تحقیق براساس مدل (۱) تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۷] مطابقت دارد.

آزمون مدل (۱) براساس فرضیه اول

آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر LnΔEarn*PIH بیانگر رابطه مثبت و معنادار (ضعیف) درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در سطح اطمینان

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون مدل (۲) براساس فرضیه اول

LnRETT = -۲/۱۴۵ + ۰/۱۴۶ LnE/P*PIH				
p-Value= ۰/۰۰۰		F آماره = ۲۰/۱۶۶		روشن: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
مقدار ثابت	۰/۰۰۰	-۲۷/۲۳۰	-۲/۱۴۵	
مقدار LnE/P*PIH	۰/۰۰۰	۴/۴۹۱	۰/۱۴۶	
D.W = ۱.۶۶۲ آماره		R ² =۰/۰۹۵ (تعدیل شده)		

آزمون مدل (۲) براساس فرضیه اول

آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر LnE/P*PIH بیانگر رابطه مثبت و معنادار (ضعیف) درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در سطح اطمینان ۰/۹۵ است.

از این رو، فرض H_0 رد و فرضیه اول تحقیق براساس مدل (۲) تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۶] و جونگ و کن [۲۳] مطابقت دارد.

جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون مدل (۳) براساس فرضیه اول

$\text{LnRETT} = -۲/۷۲۶ + ۰/۰۸۲ \text{ LnE/BV*PIH}$				
p-Value = ۰/۰۰۹		F آماره = ۷/۰۶۷		روش: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۳۵/۷۱۴	-۲/۷۲۶	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۰۹	۲/۶۵۸	۰/۰۸۲	LnE/BV*PIH
D. W = ۱/۶۳۲ آماره			$R^2 = ۰/۰۴$ (تعدیل شده)	

آزمون مدل (۳) براساس فرضیه اول

آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر LnE/BV*PIH بیانگر رابطه مثبت و معنادار درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در سطح اطمینان ۰/۹۵ است.

از این رو، فرض H_0 رد و فرضیه اول تحقیق براساس مدل (۳) تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۶] مطابقت دارد .
الف- (۲) فرضیه دوم

جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون مدل (۱) براساس فرضیه دوم

$\text{LnRETB} = -۳/۶۹۳ + ۰/۱۴۵ \text{ Ln } \Delta \text{Earn * CONC}$				
p-Value = ۰/۰۰۸		F آماره = ۷/۰۹۵		روش: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۱۹/۷۶۰	-۳/۶۹۳	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۰۸	۲/۶۶۴	۰/۱۴۵	$\text{Ln } \Delta \text{Earn * CONC}$
D. W = ۱/۵۸۹ آماره			$R^2 = ۰/۰۳$ (تعدیل شده)	

آزمون مدل (۱) براساس فرضیه دوم

آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر $\text{Ln } \Delta \text{Earn * CONC}$ بیانگر رابطه مثبت و معنادار تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای

اطلاعاتی سود در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو فرض H_0 رد و فرضیه دوم تحقیق بر اساس مدل (۱) تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۷] و مرادی [۱۷] مطابقت ندارد.

جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون مدل (۲) براساس فرضیه دوم

LnRETT = -۲/۱۰۹ + ۰/۰۸۴ LnE/P* CONC				
p-Value = ۰/۰۰۱		F آماره = ۱۰/۷۰		روش: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۲۲/۵۱۶	-۲/۱۰۹	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۰۱	۳/۲۷۱	۰/۰۸۴	LnE/P*CONC
D. W = ۱/۷۲۰ آماره			R ² =۰/۰۵۳ (تعدیل شده)	

آزمون مدل (۲) براساس فرضیه دوم
 آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر
 LnE/P*CONC بیانگر رابطه مثبت و معنادار تمرکز
 سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در
 سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو فرض H₀ رد و
 فرضیه دوم تحقیق براساس مدل (۲) تأیید می‌شود. این
 نتیجه با یافته‌های مرادی [۱۷]، جونگ وکن [۲۳] و
 ولوری وچینکینز [۲۶] مطابقت ندارد.

جدول (۷): نتایج حاصل از آزمون مدل (۳) براساس فرضیه دوم

LnRETT = -۱/۹۱۳ + ۰/۰۴۳ LnE/BV*CONC				
p-Value = ۰/۰۴۶		F آماره = ۳/۷۰۱		روش: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۳۳/۱۵۷	-۱/۹۱۳	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۴۶	۱/۹۲۴	۰/۰۴۳	LnE/BV*CONC
D. W = ۱/۶۵۴ آماره			R ² =۰/۰۲ (تعدیل شده)	

آزمون مدل (۳) براساس فرضیه دوم
 آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر
 LnE/BV*CONC بیانگر تأثیر مثبت و معنادار تمرکز
 سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در
 سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو، فرض H₀ رد
 و فرضیه دوم تحقیق بر اساس مدل (۳) تأیید
 می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری وچینکینز
 [۲۶] مطابقت ندارد.

آزمون مدل (۳) براساس فرضیه دوم
 آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر
 LnE/BV*CONC بیانگر تأثیر مثبت و معنادار تمرکز
 سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در
 سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو، فرض H₀ رد و
 فرضیه دوم تحقیق بر اساس مدل (۳) تأیید
 می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری وچینکینز
 [۲۶] مطابقت ندارد.

آزمون مدل (۳) براساس فرضیه دوم
 آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر
 LnE/BV*CONC بیانگر تأثیر مثبت و معنادار تمرکز
 سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود در
 سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو، فرض H₀ رد
 و فرضیه دوم تحقیق بر اساس مدل (۳) تأیید
 می‌شود. این نتیجه با یافته‌های ولوری وچینکینز
 [۲۶] مطابقت ندارد.

ب) نتایج حاصل از آزمون کلی مدل‌ها (تأثیر همه متغیرهای مستقل با هم)

جدول (۸): نتایج حاصل از آزمون کلی مدل (۱)

LnRETB = -۴/۰۷۷ + ۱/۴۶۲ LnΔEarn - ۱/۰۸۰ LnΔEarn*PIH + ۰/۵۹۰ LnΔEarn* CONC - ۰/۲۲۸ LOSS				
pValue = ۰/۰۲۶		F آماره = ۲/۸۴۴		روش: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۱۷/۶۵۳	-۴/۰۷۷	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۱۴	۲/۴۷۴	۱/۴۶۲	LnΔEarn
معنادار	۰/۰۳۶	-۲/۱۱۹	-۱/۰۸۰	LnΔEarn*PIH
معنادار	۰/۰۲۳	۲/۲۸۹	۰/۵۹۰	LnΔEarn*CONC
-	۰/۸۳۴	-۰/۲۱۰	-۰/۲۲۸	LOSS
D.W = ۱/۵۳ آماره			R ² = ۰/۰۵ (تعدیل شده)	

نتایج حاصل از آزمون کلی مدل (۱)

آزمون (F): با توجه به جدول ملاحظه می‌شود که مقدار p-Value = ۰/۰۲۶ در سطح اطمینان ۹۵٪ کمتر از ۵٪ است. لذا مدل رگرسیونی معنادار بوده، فرض خطی بودن مدل تأیید می‌شود. در تمامی نتایج حاصل از آزمون مدل‌ها، نتیجه فوق حاصل شده است.

آزمون (t): مقدار آماره t و p-Value متغیر LnΔEarn*CONC و LnΔEarn*PIH بی‌انگه رابطه مثبت (منفی) معنادار بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و (درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی) با محتوای اطلاعاتی سود در سطح اطمینان ۹۵٪ است. از این رو، فرض H₀ رد می‌شود و فرضیه‌های تحقیق بر اساس مدل (۱) تأیید می‌شوند. برخلاف پیش‌بینی، درصد سهام عادی در اختیار سهامداران نهادی به رابطه بین تغییرات سود و بازده به‌طور منفی اثر (ضعیف) می‌گذارد. همچنین بر خلاف پیش‌بینی، تمرکز سهامداران نهادی به رابطه بین

تغییرات سود و بازده به‌طور مثبت اثر (ضعیف) می‌گذارد. یعنی درصد مالکیت سهامداران نهادی و تمرکز آنها به رابطه بین تغییرات سود و بازده تأثیر (ضعیف) می‌گذارند. این نتایج با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۶] و مرادی [۱۷] مطابقت ندارد.

بررسی ضریب تعیین تعدیل شده (R²): مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل برابر ۰/۰۵ است. این رقم نشان می‌دهد که با فرض ثابت بودن اثر سایر متغیرها تنها ۰/۰۵ از تغییرات بازده ۱۲ ماهه (متغیر وابسته) می‌تواند توسط تغییرات در متغیرهای مستقل (تغییرات سود خالص، درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی و تمرکز سهامداران نهادی) توضیح داده شود و بقیه تغییرات در بازده تعدیلی ۱۲ ماهه توسط عواملی غیر از موارد فوق توضیح داده می‌شود. تفسیر سایر جداول به شرح فوق است.

بررسی آزمون دورین- واتسن (D.W): مقدار آزمون D.W محاسبه برابر ۱/۵۳ است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که جملات خطای (مدل اول)

می‌شود، سایر موارد مطرحه در بالا در مورد آماره t و F همچنان پا برجا هستند. تنها نکته قابل ذکر این است که مدل اصلی (۱) قدرت و توان تبیین زیاد بازده را ندارد. در این مدل، تنها متغیر تغییرات سود ($\text{Ln}\Delta\text{Earn}$) بیشترین تأثیر را بر بازده می‌گذارد (قدرت تبیین بیشتر بازده را دارد). این نتیجه با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۶]، مرادی [۱۷]، پورحیدری و کهنسال [۷] و حسامی [۱۰] مطابقت دارد. نتایج حاصل از مدل برازش شده (۱) در جدول (۹) ملاحظه می‌شود.

دردوره‌های مختلف مستقل هستند. به عبارت دیگر، مقادیر خطا تصادفی بوده، فرض وجود خود همبستگی بین خطاهای مدل برآورد شده رد می‌شود. در تمامی نتایج حاصل از آزمون مدل‌ها، نتیجه فوق حاصل شده است.

مدل برازش شده نهایی (۱) براساس روش stepwise: به دلیل احتمال وجود خود همبستگی مثبت و خفیف بین جملات خطا، و اینکه مقدار ضریب تعیین تعدیل شده ضعیف است؛ لذا با استفاده از تحلیل رگرسیون (stepwise)، مناسبترین معادله مدل (۱) برازش می‌شود. همچنان که ملاحظه

جدول (۹) : نتایج حاصل از مدل نهایی برازش شده (۱)

LnRET _B = -۳/۶۷۰ + ۰/۴۴۴ LnΔEarn				
p-Value= ۰/۰۱۶		F آماره = ۵/۹۵۶		روش : Stepwise
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۳۰/۷۰۱	-۳/۶۷۰	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۱۶	۲/۴۴۱	۰/۴۴۴	LnΔEarn
D.W = ۱/۵۴ آماره			R ² = ۰/۰۳۱ (تعدیل شده)	

جدول (۱۰) : نتایج حاصل از آزمون کلی مدل (۲)

LnRETT = -۲/۲۸۸ + ۰/۳۱۰ LnE/P - ۰/۰۳۰ LnE/P*PIH + ۰/۰۲۹ LnE/P*CONC + ۱/۲۸۹ LOSS				
p-Value= ۰/۰۰۰		F آماره = ۱۶/۱۷۹		روش : Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۲۳/۷۹۹	-۲/۲۸۸	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۰۳	۳/۰۱۳	۰/۳۱۰	LnE/P
-	۰/۸۶۵	-۰/۱۷۰	-۰/۰۳۰	LnE/P*PIH
-	۰/۷۳۹	۰/۳۳۴	۰/۰۲۹	LnE/P*CONC
معنادار	۰/۰۰۲	۳/۱۴۸	۱/۲۸۹	LOSS
D.W = ۱/۶۰۷ آماره			R ² = ۰/۲۶ (تعدیل شده)	

نتایج حاصل از آزمون کلی مدل (۲)

با یافته‌های ولوری وجینکینز [۲۶] و جونگ وکن

[۲۳] و مرادی [۱۷] مطابقت ندارد.

مدل برآزش شده نهایی بر اساس روش **stepwise**: مدل اصلی (۲) قدرت و توان تبیین زیاد بازده را ندارد. در مدل برآزش شده نهایی (۲) متغیر سود هر سهم بر قیمت (LnE/P) بیشترین تأثیر را بر بازده می‌گذارد (قدرت تبیین بیشتر بازده را دارد). تأثیر مثبت و معنادار متغیر (LnE/P) بر بازده با یافته‌های کیم [۲۴] مطابقت دارد؛ اما با یافته‌های حجازی [۱۲] و باقرزاده [۶] مطابقت ندارد. نتایج حاصل از مدل برآزش شده (۲) در جدول (۱۱) ملاحظه می‌شود.

آزمون (t): مقادار آماره t و p-Value متغیر LnE/P*CONC و LnE/P*PIH بیانگر عدم رابطه معنادار بین درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی با محتوای اطلاعاتی سود در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو، فرض H_0 پذیرش و فرضیه‌های تحقیق بر اساس مدل (۲) رد می‌شوند. برخلاف پیش بینی حضور و تمرکز سهامداران نهادی تأثیری بر رابطه سود هر سهم بر قیمت و بازده نمی‌گذارند. این نتیجه

جدول (۱۱): نتایج حاصل از آزمون مدل نهایی برآزش شده (۲)

LnRETT = -۲/۲۵۱ + ۰/۳۰۹ LnE/P + ۱/۲۸۲ LOSS				
p-Value= ۰/۰۰۰		F آماره = ۳۲/۴۸۱		روش: stepwise
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
مقدار ثابت	۰/۰۰۰	-۳۱/۵۸۰	-۲/۲۵۱	مقدار ثابت
مقدار LnE/P	۰/۰۰۰	۶/۴۳۲	۰/۳۰۹	LnE/P
مقدار LOSS	۰/۰۰۲	۳/۱۵۴	۱/۲۸۲	LOSS
D. W = ۱/۷۰۳ آماره			$R^2 = ۰/۲۷$ (تعدیل شده)	

جدول (۱۲): نتایج حاصل از آزمون کلی مدل (۳)

LnRETT = -۲/۳۴۸ + ۰/۴۴۶ LnE/BV - ۰/۲۵۵ LnE/BV*PIH + ۰/۱۰۴ LnE/BV*CONC + ۱/۰۶۸ LOSS				
p-Value= ۰/۰۰۰		F آماره = ۱۰/۱۸۵		روش: Enter
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
مقدار ثابت	۰/۰۰۰	-۵/۶۱۳	-۲/۳۴۸	مقدار ثابت
مقدار LnE/BV	۰/۰۰۱	۳/۳۷۰	۰/۴۴۶	LnE/BV
-	۰/۱۷۲	-۱/۳۷۳	-۰/۲۵۵	LnE/BV*PIH
-	۰/۲۷۰	۱/۱۰۸	۰/۱۰۴	LnE/BV*CONC
مقدار LOSS	۰/۰۲۱	۲/۳۳۱	۱/۰۶۸	LOSS
D. W = ۱/۶۸۱ آماره			$R^2 = ۰/۱۷$ (تعدیل شده)	

نتایج حاصل از آزمون کلی مدل (۳)

آزمون (t): مقادار آماره و p-Value متغیر $\text{LnE/BV} * \text{PIH}$ و $\text{LnE/BV} * \text{CONC}$ بیانگر عدم رابطه معنادار بین درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی با محتوای اطلاعاتی سود در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. از این رو، فرض H_0 پذیرش و فرضیه‌های تحقیق براساس مدل (۳) رد می‌شوند. این نتیجه با یافته‌های ولوری و جینکینز [۲۷] و مرادی [۱۷] مطابقت ندارد.

مدل برازش شده نهایی بر اساس

روش **stepwise**: مدل اصلی (۳) قدرت و توان تبیین زیاد بازده را ندارد. در مدل برازش شده نهایی (۳) متغیر سود هر سهم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (LnE/BV) بیشترین تأثیر را بر بازده می‌گذارد (قدرت تبیین بیشتر بازده را دارد). نتایج حاصل از مدل برازش شده (۳) در جدول (۱۳) ملاحظه می‌شود.

جدول (۱۳): نتایج حاصل از مدل نهایی برازش شده (۳)

LnRETT = -۱/۸۲۳ + ۰/۲۶۴ LnE/BV + ۱/۲۰۴ LOSS				
p-Value= ۰/۰۰۰		F آماره = ۱۹/۰۴۷		روش: stepwise
نتیجه	p-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	۰/۰۰۰	-۵۸/۶۲۶	-۱/۸۲۳	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۰۰	۴/۱۰۰	۰/۲۶۴	LnE/BV
معنادار	۰/۰۰۸	۲/۶۷۸	۱/۲۰۴	LOSS
آماره D.W = ۱/۷۹۱			$R^2 = ۰/۱۶۹$ (تعدیل شده)	

خلاصه و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر، دو نگرش رقیب (یعنی فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی آزمون گردید. به طور کلی، یافته‌های تحقیق از آزمون مدل‌ها بر اساس فرضیه‌ها بیانگر تأثیر مثبت (ضعیف) و معنادار متغیر درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی و تمرکز آنها بر بازده سهام (محتوای اطلاعاتی سود) است جدول (۱۴). نتایج بالا (بویژه در آزمون مدل‌های تحقیق بر اساس فرضیه‌ها) نشان می‌دهد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی تا حدودی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. این امر می‌تواند بیانگر آن باشد که مالکان نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت کرده

دلایل زیر را می‌توان در کسب نتایج به دست آمده موثر دانست:

- ۱- یکی از موارد مهم و اساسی که می‌تواند توجیه کننده ارتباط ضعیف متغیرهای مربوطه، بویژه تغییرات سود بر بازده سهام باشد، نوسان‌های موجود در بازار بورس و عدم کارایی آن است.
- ۲- تأثیر محرک‌های دیگر بر بازده سهام شرکت‌های ایرانی نظیر شایعات، مسائل روانی و ... [۱۹]، [۱۱].
- ۳- عدم تأثیر متغیرهای کنترلی (مجازی) در مدل‌ها مثل اهرم مالی، اندازه شرکت، نسبت‌های مالی (نظیر سودآوری) و ...

مثبت بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود بیانگر آن است که برخلاف فرضیه **منافع شخصی**، تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی باعث تشویق مدیریت به گزارش سود با محتوای بالا می‌شود.

و مدیران را به گزارش سود با محتوای بالا ترغیب می‌کنند. از این رو، اطلاعات سود این شرکت‌ها قابل اتکاتر بوده، توانایی بیشتری برای توضیح واقعیت‌های اقتصادی دارند. اثر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام (محتوای اطلاعاتی سود) را می‌توان به **فرضیه نظارت فعال** ارتباط داد. همچنین وجود یک رابطه

جدول (۱۴): نتایج آزمون مدل‌ها براساس فرضیه‌های پژوهش

شرح	مدل	فرضیه اول	فرضیه دوم
محتوای اطلاعاتی سود	(۱)	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).
	(۲)	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).
	(۳)	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).

تحلیل‌های آماری است و به معنی عدم تأثیر و رابطه بین متغیرهای مربوطه نیست، بلکه ضریب همبستگی و ضریب تعیین تعدیل شده نشان دهنده این موارد است؛ یعنی درصد مالکیت سهام عادی در اختیار سهامداران نهادی است و تمرکز آنها باهم توانایی تبیین بالای بازده سهام را ندارد. نتایج فرضیه‌های تحقیق براساس آزمون کلی مدل‌ها در جدول (۱۵) ارائه شده است.

همچنین نتایج آزمون کلی مدل‌ها (به استثنای مدل ۱) عمدتاً بیانگر عدم نقش و تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری است. این نتایج (به استثنای نتیجه مدل ۱) بیانگر عدم پذیرش دو نگرش رقیب (یعنی **فرضیه نظارت فعال** و **فرضیه منافع شخصی**) است که نتیجه فوق می‌تواند ناشی از عوامل تأثیرگذار بر نتایج تحقیق باشد. البته، نباید فراموش کرد نتایج به دست آمده صرفاً براساس

جدول (۱۵): نتایج فرضیه‌های پژوهش براساس آزمون کلی مدل‌ها

شرح	مدل	فرضیه اول	فرضیه دوم
محتوای اطلاعاتی سود	(۱)	رابطه منفی و معنادار وجود دارد (موثر).	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد (موثر).
	(۲)	رابطه معنادار وجود ندارد (عدم تأثیر).	رابطه معنادار وجود ندارد (عدم تأثیر).
	(۳)	رابطه معنادار وجود ندارد (عدم تأثیر).	رابطه معنادار وجود ندارد (عدم تأثیر).

پیشنهاد‌های تحقیق

الف) پیشنهاد به استفاده کنندگان از نتایج پژوهش

۱- براساس یافته‌های پژوهش، ترکیب سهامداران نهادی (درصد مالکیت و تمرکز) به‌طور جداگانه تأثیر و نقش مثبتی (هر چند ضعیف) بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری می‌گذارند. بنابراین، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود به ترکیب سهامداران توجه نموده، آن را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ کنند؛ ۲- این تحقیق، ارتباط بازدهی سهام با اطلاعات حسابداری را آزمون کرده است که به معنای واکنش بازار سرمایه به اطلاعات حسابداری است. لذا به تحلیلگران و سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که برای تصمیم‌گیری‌های خود، متغیرهای $(\Delta \text{Earn}, E/BV, E/P)$ را نیز در کنار سایر معیارها لحاظ کنند؛ ۳- به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود که اطلاعات مربوط به سهامداران نهادی را در اختیار استفاده کنندگان از صورتهای مالی قرار دهد.

ب) پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

۱- با عنایت به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقات بسیار کمی در زمینه نقش و حضور ترکیب سهامداران نهادی به عنوان یکی از عوامل اصلی حاکمیت شرکتی انجام شده است، لذا پیشنهاد می‌گردد پژوهش‌های زیر در زمینه ترکیب سهامداران نهادی در بورس تهران انجام شود:

- تأثیر ترکیب سهامداران بر ساختار سرمایه شرکت؛
- تأثیر ترکیب سهامداران بر انعکاس سودهای جاری در بازدهی‌های آتی؛
- تأثیر ترکیب سهامداران بر متغیرهای حسابداری (نظیر سود) در صنایع مختلف؛

- تأثیر ترکیب سهامداران بر تغییرات بازده سهام.

۲- برای اندازه‌گیری محتوای اطلاعاتی سود حسابداری مدل‌های زیادی وجود دارد که در پژوهش حاضر تعدادی از آنها آزمون شدند. پیشنهاد می‌گردد مدل‌های دیگر نیز آزمون شوند.

۳- بررسی تأثیر ترکیب سهامداران در سطوح مختلف (نظیر درصد سهام عادی کمتر از ۲۰٪، بین ۲۰٪ الی ۵۰٪ و بالای ۵۰٪) بر عوامل دیگر نظیر متغیرهای حسابداری.

منابع

- ۱- ابراهیمی کردلر، علی و محمد جواد اعرابی. (۱۳۸۹). تمرکز مالکیت و کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، ش ۲، شماره پیاپی (۴)، صص ۹۵-۱۱۰.
- ۲- ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۶). نظام راهبری شرکت و نقش سهامداران نهادی در آن، فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، سال سوم، ش ۸، صص ۱-۶.
- ۳- ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، رساله دکتری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
- ۴- ایمانی برندق، محمد. (۱۳۸۵). ارائه مدلی برای رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله دکتری، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی، صص ۲-۱۸ و ۵۰-۵۵.

- ۵- اولویت در سیاستگذاری بازارهای اوراق بهادار یا سرمایه‌گذاران نهادی، ۱۳۸۳/۵/۱۸، *نشریه اقتصاد پویا*، صص ۱-۴.
- ۶- آذر، عادل و منصور مؤمنی. (۱۳۸۳). *آمار و کاربرد آن در مدیریت، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)*، تهران، صص ۶۳.
- ۷- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۴). *عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۱۹، صص ۲۵-۶۴.
- ۸- پورحیدری، امید و امید کهنسال. (۱۳۸۴). *ارتباط بین سود و جریان‌های نقدی با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، فصلنامه مطالعات حسابداری*، ش ۹، صص ۲۷-۴۲.
- ۹- تقی زاده، هوشنگ و غفار تاروی. (۱۳۸۶). *الگوی گرافیکی روش تحقیق در علوم انسانی*، تهران، حفیظ، صص ۵۳-۵۴.
- ۱۰- حساس یگانه، یحیی و امیر پوریا نسب. (۱۳۸۴). *نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی، ماهنامه حسابداری*، سال نوزدهم، ش ۱۶۴ و ۱۶۵، صص ۱-۱۱ و ۸-۱۱.
- ۱۱- حسامی، علی. (۱۳۷۸). *بررسی تحلیلی ارتباط بین سود حسابداری با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، صص ۲-۱۰ و ۲۰-۳۰.
- ۱۲- حجازی، رضوان و صدیقه دوستیان. (۱۳۸۵). *مقایسه ارتباط تغییرات سود خالص و جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری*، سال دوم، ش ۷، صص ۲۸-۳۲.
- ۱۳- حجازی، رضوان و محبوبه فاطمی. (۱۳۸۵). *پیش‌بینی بازده با استفاده از نسبت‌های مالی، فصلنامه مطالعات حسابداری*، ش ۱۲ و ۱۳، صص ۸۳-۱۱۱.
- ۱۴- خاکی، غلامرضا. (۱۳۸۴). *روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی*، تهران، بازتاب، صص ۷۳-۱۵۰.
- ۱۵- کارشناسان تدوین استانداردها. (۱۳۸۳). *ضرورت تدوین استانداردهای حسابداری برای صندوقهای سازمانهای بازنشستگی، فصلنامه حسابرس*، سال پنجم، ش ۲۳، صص ۵۳-۶۲.
- ۱۶- مروری بر جایگاه سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه ایران، ۱۳۸۳/۱۱/۲۹، *نشریه جهان اقتصاد*، صص ۱-۱۰.
- ۱۷- مرفوع، محمد. (۱۳۸۵). *بررسی رابطه بین اعضای غیر مؤلف هیئت مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با ویژگی‌های پیش‌بینی سود*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- ۱۸- مرادی، محمد تقی. (۱۳۸۶). *رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
- ۱۹- مومنی، منصور و علی فعال قیومی. (۱۳۸۶). *تحلیل آماری با استفاده از SPSS*، تهران، کتاب نو، صص ۱۱۱-۱۵۳.
- ۲۰- نوروش، ایرج و مهدی حیدری. (۱۳۸۳). *بررسی محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده نقدی در*

ارتباط با بازده سهام؛ مقایسه تحلیلی با سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی، فصلنامه مطالعات حسابداری، ش ۸، صص ۱۲۱-۱۵۲.

- 21- Bushee, B.J.,1998, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, Accounting Review,73,pp.305-334.
- 22- Brous, P.A. and O.Kini ,1994, The Valuation Effects of Equity Issues and the level of Institutional Ownership: Evidence from Analysis' Earning Forecasts, Finance Manage ,Spring,pp. 33-46.
- 23- Chung, R., Firth, M. and J. Kim ,2002, Institutional Ownership and Apportunistic Earnings Management, Journal Corporate Finance , 8,pp. 29-48.
- 24- Jung, K. and S.Y. Kown .,2002, Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea, The International Journal of Accounting, 37,pp. 301-325.
- 25- Kim, O .,1993, Disagreements among shareholders Over a Firm's Disclosure Policy, Journal Finance,pp.1-3.
- 26- Shiller , R. J. and J. Pound .,1989, Survey evidence the diffusion Information among investors, Journal of Economic Behavior and Organizations,pp. 44-66.
- 27- Velury, U. and D.S.Jenkins .,2006, Institutional Ownership and The Quality of Earnings, Journal of Business Research,59,pp. 1043-1051.