

پژوهش های تجربی حسابداری مالی
(علمی - تخصصی)
سال اول، شماره ی دوم، زمستان ۱۳۹۰، صص ۹۳-۱۰۹

تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام*

دکتر سید عباس هاشمی
استادیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان
شهرام کمالی
کارشناس ارشد حسابداری

چکیده

طبق تئوری عدم تقارن اطلاعات، «سهامداران نهادی» می توانند اطلاعات محرمانه ای را که از مدیران شرکت کسب می کنند، به سایر سهامداران منتقل کنند؛ زیرا سهامداران نهادی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را دارند. یکی از دیدگاه های تعیین محتوای اطلاعاتی سود، ضریب تغییر سود است؛ بدین صورت که تغییر در قیمت سهام، واکنش به تغییرات سود در یک دوره ی مشخص است. بنابراین بازدهی به سود مربوط بوده و ضریب تغییر سود به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود در نظر گرفته می شود. هدف از این پژوهش، بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی است. بدین منظور با استفاده از مدل رگرسیون به روش داده های ترکیبی، داده های ۸۰ شرکت طی دوره ی زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی این پژوهش با استفاده از مدل «ضریب واکنش سودهای آتی» و با کنترل آثار اندازه، رشد و ریسک سیستماتیک حاکی از این است که بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای آتی رابطه ی منفی وجود دارد.

واژگان کلیدی

سرمایه گذاران نهادی، سود هر سهم، بازده سهام، محتوای اطلاعاتی، ضریب واکنش سودهای آتی.

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۰۸/۱۰ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۰/۱۱/۱۵

نشانی پست الکترونیکی نویسنده مسؤول (دکتر سید عباس هاشمی): a.hashemi2@yahoo.com

۱- مقدمه

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیأت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی آن را هدایت می‌کند و سایر ذی‌نفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند، حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی^۱ و حقوقی در دایره‌ی مالکان شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه‌ی حکمرانی و راهبری بر سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ زیادی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنها را تحت تاثیر قرار دهند. از طرفی این سرمایه‌گذاران، سهامداران حرفه‌ای تلقی شده و دارای تحلیل‌گران قوی هستند که اطلاعات حسابداری را تحلیل می‌کنند و بنابراین توانایی استفاده از این اطلاعات را دارا هستند.

عوامل بسیاری بر بازدهی سهام یک شرکت تاثیرگذار است و تاکنون تحقیقات بسیاری برای مشخص کردن رابطه‌ی متغیرهای مختلف مالی و حسابداری شرکت‌ها و بازدهی آنها صورت گرفته، اما به ساختار مالکیت به عنوان یکی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازدهی به ویژه در ایران کمتر توجه شده است. سود خالص یکی از ارقام مندرج در صورت‌های مالی است که در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی تاثیر بسزایی دارد و توجه زیادی را به خود معطوف ساخته است. همواره این سؤال مطرح بوده که آیا سود حسابداری، توانایی توضیح واقعیت‌های اقتصادی را دارد یا خیر؟ پژوهش‌های تجربی، شواهد تجربی را در ارتباط با محتوای اطلاعاتی سود و ارتباط بین سود و بازده سهام ارائه نموده‌اند.

با توجه به مطالب بیان شده، این پژوهش درصدد پاسخگویی به این سؤال است که آیا سرمایه‌گذاران نهادی محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام را افزایش می‌دهند؟

۲- مروری بر پیشینه‌ی پژوهش

سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر: بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند (بوش^۲، ۱۹۹۸: ۳۰۶). در خصوص تاثیر سهامداران نهادی بر شرکت‌ها دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. برخی آنها را سرمایه‌گذارانی می‌دانند که به

سودهای جاری و کوتاه مدت تمرکز دارند. در مقابل، نگرش دیگری وجود دارد. طبق این نگرش آنها سهامدار حرفه‌ای هستند که دارای مزیت نسبی در پردازش و تجزیه و تحلیل اطلاعات بوده و اطلاعات مربوط به سود فعالیت اقتصادی بلندمدت را که در سود سال جاری منعکس نیست، در قیمت سهام لحاظ می‌کنند.

با این وجود پوند^۳ (۱۹۸۸: ۲۴۲-۲۴۰) نقشی چندگانه برای سرمایه‌گذاران نهادی متصور بوده و دو فرضیه‌ی متضاد در مورد سطح مالکیت نهادی و ارزش شرکت مطرح نموده است. بر اساس دیدگاه وی، فرضیه‌ی نظارت کارآمد بیان می‌کند که با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کارتری آنها اعمال می‌شود و اختلافات عقیده و مشاجرات نمایندگی به احتمال زیاد برطرف می‌شود. بر اساس این فرضیه، رابطه‌ی مثبتی بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی پیش‌بینی می‌شود. ساهت و همکاران^۴ (۲۰۱۱: ۱) دریافتند، ارتباط مثبت و معنی‌دار متقابلی بین ناپایداری سهام و مالکیت نهادی وجود دارد. الیاسیانی و جن جیا^۵ (۲۰۱۰: ۶۰۶) به رابطه‌ی مثبت متقابل بین عملکرد شرکت و ثبات مالکیت نهادی پی بردند. همچنین در این پژوهش، سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه حساس به فشار (مالکانی که تمایل کمتری برای نظارت بر مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (مالکانی که انگیزه‌ی بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم شدند و رابطه‌ی بین میزان ثبات هر دو گروه و عملکرد مورد بررسی قرار گرفت که برای هر دو گروه رابطه‌ی مثبت بود، اما این رابطه برای گروه دوم (غیر حساس به فشار) قویتر بوده است. نتایج پژوهش ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹: ۱۰۴) نشان داد که ارتباط مثبت و معنی‌دار بین مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت وجود دارد. در مقابل، فرضیه‌ی همگرایی منافع بیان می‌نماید که سهامداران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند. این فرضیه رابطه‌ی منفی بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی پیش‌بینی می‌نماید. برخی از روش‌های مستقیم که سهامداران نهادی از طریق آنها می‌توانند مدیران را کنترل و ملزم سازند تا در راستای اهداف مورد نظر آنها عمل نمایند، شامل: حق رای سهامداران نهادی جهت تغییر مدیران، فروش سهام به دست سهامداران نهادی و خروج آنها از ساختار مالکیت شرکت است. تغییر مدیران به دست سهامداران نهادی باعث از بین رفتن منافع مدیران در شرکت می‌گردد. همچنین خروج سهامداران از ساختار مالکیت شرکت می‌تواند باعث عدم اطمینان سایر سهامداران و نشانه‌ای از عملکرد ضعیف مدیران در شرکت باشد و منافع مدیران را به خطر می‌اندازد که در نهایت منجر به کاهش ارزش شرکت در بازار سرمایه می‌گردد. بنابراین مدیران منافع خود را در دستیابی به منافع سهامداران می‌بینند و این باعث همسویی و همگرایی منافع

مدیران و سهامداران نهادی می‌گردد. المطیری و حسن^۶ (۲۰۱۰: ۱) نشان دادند که بین ساختار مالکیت و هر دو معیار عملکرد (ROA و Q توبین) ارتباطی وجود ندارد. همچنین یافته‌ها حاکی از عدم ارتباط بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت است. نویسی و نایکر^۷ (۲۰۰۶: ۲۴۷) دریافتند که تملک سهام از طریق سهامداران نهادی در سطوح پایین‌تر مالکیت، رابطه‌ی مثبتی با ارزش شرکت‌های نیوزلندی دارد که این یافته‌ها با فرضیه‌ی نظارت کارآمد سازگار است. با این وجود با افزایش مالکیت سهام، تاثیر آن بر عملکرد شرکت منفی می‌شود که این یافته مطابق با فرضیه‌ی همگرایی منافع است. عباسی (۱۳۸۹) دریافت که دو معیار ثبات مالکیت نهادی تاثیر منفی و معنی‌داری بر عملکرد شرکت دارند و یک معیار تاثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت ندارد. همچنین عملکرد شرکت تاثیر بر این سه معیار ندارد. مهرانی و بهبهانی نیا (۱۳۸۹: ۳۸) دریافتند که در شرکت‌های با مالکیت نهادی، حضور سهامداران نهادی سبب مکانیزم صحیح قیمت‌گذاری از دیدگاه ایجاد تمایز میان اقلام تعهدی و نقدی نشده است. پژوهش احمد پور و همکاران (۱۳۸۸: ۲۳) نشان داد وقتی انگیزه برای دستکاری سود بالاست، مدیران غیر موظف و سهامدار نهادی عمده، نقش ضعیفی در کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی غیر عادی دارند. نمازی و کرمانی (۱۳۸۷: ۸۳) به رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت پی بردند.

آنچه در بازارهای سرمایه مهم است، این است که بسیاری از افراد سرمایه‌گذار، سهامداران خرد هستند و تنها راه دسترسی آنها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌های منتشر شده از جانب شرکت‌ها است. یک نمونه از این اطلاعیه‌ها را می‌توان اعلان سود دانست. حال اگر در بین سرمایه‌گذاران، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته باشند و به عنوان مثال از اعلان‌های سود مطلع باشند، قادر خواهند بود تا بر عرضه و تقاضای بازار تاثیر گذاشته و به اصطلاح منجر به بروز شکاف قیمت‌ها شوند.

با این وجود، نتایج برخی از پژوهش‌های گذشته نشان داده است که قیمت‌های سهام اطلاعات سودآوری مربوط به فعالیت‌های بلندمدت را منعکس می‌نمایند. این امر از آنجا ناشی می‌شود که تمامی فعالیت‌های اقتصادی شرکت از جمله فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و قراردادهای فروش بلندمدت، با اینکه در سود جاری منعکس نمی‌شود، اما اطلاعات آنها در اختیار بازار قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران نهادی که سهامداران حرفه‌ای هستند، اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را که در سود سال جاری منعکس نیستند، تجزیه و تحلیل نموده و در تعیین قیمت سهام لحاظ می‌نمایند. همچنین این اطلاعات اغلب از طریق کانال‌هایی همانند

اعضای هیأت مدیره مشترک در اختیار شبکه ی شرکت های سهامداری قرار می گیرد و از این طریق بیشتر سهامداران نهادی به این اطلاعات دسترسی پیدا می کنند؛ لذا رواج مالکیت سهام شرکت ها به دست شرکت های دیگر می تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات مدیران و سرمایه گذاران بیرونی در بازار سرمایه داشته باشد (نوروش و ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۴: ۹۸).

به بیان دیگر، سرمایه گذاران نهادی چند انگیزه برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند. از جمله ی این انگیزه ها می توان به این موضوع اشاره کرد که صورت های مالی منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت هستند یا اینکه این سرمایه گذاران در تجزیه و تحلیل اطلاعات حسابداری نسبت به سایر سرمایه گذاران توانا تر هستند. بنابراین انتظار می رود بین سطح این مالکیت ها و محتوای اطلاعاتی سود، رابطه ای منطقی وجود داشته باشد. در نتیجه با افزایش میزان مالکیت نهادی، ارائه ی اطلاعات به دست مدیران شرکت به افراد در بازار افزایش یافته و به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعات کاهش خواهد یافت. بنابراین کیفیت افشا اطلاعات مالی تحت تاثیر ترکیب مالکیت شرکت و محیط اطلاعاتی بوده و از این رو ترکیب مالکیت شرکت می تواند به عنوان یک متغیر مهم در نظر گرفته شود.

پژوهشگران در پژوهش های مختلف از روش های متفاوتی برای تعیین محتوای اطلاعاتی سود استفاده نموده اند. مطابق با دیدگاه بیور^۸ (۱۹۸۹) تغییر در قیمت سهام، واکنش به تغییرات سود در یک دوره ی مشخص است. بنابراین بازدهی به سود مربوط بوده و ضریب تغییر سود (ERC)^۹ به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود در نظر گرفته می شود. چوی و جانگ^{۱۰} (۲۰۰۸: ۲۶۷) ضریب تغییر سودهای آتی (FERC) را به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در نظر گرفته اند.

پژوهش های مختلفی در زمینه ی تاثیر مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی انجام شده است. به عنوان نمونه، ساریخانی و ابراهیمی (۲۰۱۱: ۴۳) نشان دادند که محتوای اطلاعاتی سود رابطه ی مثبت و معناداری با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی دارد. چوی و جانگ^۹ (۲۰۰۸: ۲۶۱) دریافتند سودمندی اطلاعات سودهای آتی بر بازده سهام با وجود تاثیر تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران نهادی افزایش می یابد. آیرز و فریمن^{۱۱} (۲۰۰۳: ۴۷) نشان دادند، ضریب واکنش متقابل بین مالکان نهادی و تغییرات سودهای آتی و رابطه ی بین تحلیل گران مالی و تغییرات سودهای آتی به طور معنی داری بزرگتر از صفر است. جیامبالو و همکاران^{۱۲} (۲۰۰۲: ۱۱۷) به این نتیجه رسیدند که میزان انعکاس سودآوری آتی در قیمت جاری سهام وابستگی مثبتی با درصد مالکیت سهام توسط موسسات سرمایه گذاری دارد. جیانگ و کیم^{۱۳} (۲۰۰۰: ۸۵) دریافتند هر میزان سطح مالکیت

شرکت‌های ژاپنی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت بین شرکتی در آنها بیشتر است، قیمت بازار سهام، اطلاعات مرتبط با سودآوری آینده ی شرکت را سریع‌تر از شرکت‌هایی که میزان مالکیت بین شرکتی کمتری دارند، در بر می‌گیرد. مهرانی و همکاران (۱۳۸۹: ۲۲۷) دریافتند بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. کرمی (۱۳۸۷: ۸۱) نشان داد تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی‌شود و ممکن است آن را تنزل نیز ببخشد، حال آنکه سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد، بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز بگردد. پژوهش نورو و ابراهیمی کرد لر (۱۳۸۴: ۹۷) نشان داد شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی پایین، اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی گزارش نموده‌اند.

رابطه‌ی بین سود و بازدهی با عوامل دیگری تحت تاثیر قرار می‌گیرند که این عوامل باید کنترل شوند. در این پژوهش، بر اساس پژوهش چوی و جانگ (۲۰۰۸: ۲۷۵) و با توجه به پژوهش‌های داخلی اخیر، متغیرهای اندازه، رشد و ریسک که بر رابطه‌ی سود و بازده تاثیرگذار هستند، به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند.

۳- فرضیه‌ی پژوهش

۱- وجود سهامداران نهادی با کنترل آثار اندازه، رشد و ریسک سیستماتیک موجب افزایش محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام می‌شود.

۴- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. جامعه‌ی آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ است. از آنجا که در مدل‌های رگرسیونی مورد استفاده جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، اطلاعات یک سال قبل و یک سال بعد نیز جزء متغیرهای مورد مطالعه است، از این رو اطلاعات ۹ ساله جمع‌آوری شده است، اما آزمون فرضیه‌ها برای یک دوره‌ی ۷ ساله انجام گردیده است.

در این پژوهش برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است؛ بدین منظور کلیه‌ی شرکت‌های جامعه‌ی آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۲- معاملات سهام آنها طی دوره ی پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

۳- به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آنها تولیدی باشد.

۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترس باشد. با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۸۰ شرکت انتخاب شده است. برای گردآوری داده‌ها از روش اسنادکاوی استفاده گردید. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه به دست آمده است. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است.

برای اندازه گیری محتوای اطلاعاتی سودهای آتی از مدل «ضریب واکنش سودهای آتی»^{۱۴} بر اساس پژوهش جوی و جانگ (۲۰۰۸: ۲۶۸) به شرح مدل شماره ی (۱) استفاده شده است. به دلیل اینکه مدل فوق نشان دهنده ی محتوای اطلاعاتی سودهای آتی است و در پژوهش‌های داخلی مورد استفاده قرار نگرفته و همچنین پژوهش‌های انجام شده در داخل کشور بر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری متمرکز بوده است، از این مدل استفاده شده است.

$$R_t = a_0 + a_1 INST + a_2 CONTROL + b_0 E_{t-1} + b_1 E_t + b_2 E_{t+1} + b_3 R_{t+1} + c_0 INST * E_{t-1} + c_1 INST * E_t + c_2 INST * E_{t+1} + c_3 INST * R_{t+1} + d_0 MV * E_{t-1} + d_1 MV * E_t + d_2 MV * E_{t+1} + d_3 MV * R_{t+1} + e_0 MTB * E_{t-1} + e_1 MTB * E_t + e_2 MTB * E_{t+1} + e_3 MTB * R_{t+1} + f_0 BETA * E_{t-1} + f_1 BETA * E_t + f_2 BETA * E_{t+1} + f_3 BETA * R_{t+1} + U_t \quad (1)$$

نحوه ی محاسبه ی متغیرهای به کار رفته در مدل رگرسیون در نگاره (۱) مشخص شده است:

نگاره ۱: تعریف متغیرهای پژوهش

نماد	نام	تعریف
R_t	بازده سال جاری	میانگین بازده ۱۲ ماهه سهام از اول تیر سال t تا پایان خرداد سال $t+1$
R_{t+1}	بازده سال بعد	میانگین بازده ۱۲ ماهه سهام از اول تیر سال $t+1$ تا پایان خرداد سال $t+2$
E_{t-1}	نسبت سود سال قبل به قیمت	قیمت ابتدای تیر سال قبل / سود هر سهم سال قبل
E_t	نسبت سود سال جاری به قیمت	قیمت ابتدای تیر سال جاری / سود هر سهم سال جاری
E_{t+1}	نسبت سود سال بعد به قیمت	قیمت ابتدای تیر سال بعد / سود هر سهم سال بعد
INST	درصد مالکیت نهادی استاندارد شده	* به شرح ادامه نگاره (۱)
متغیرهای کنترلی:		
MV	اندازه	لگاریتم طبیعی ارزش بازار
MTB	رشد	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
BETA	ریسک سیستماتیک	آن قسمت از ریسک که نمی‌توان از طریق تنوع بخشی کاهش داد
u_t	جزء نا شناخته	خطای مدل

* درصد مالکیت نهادی استاندارد شده نیز از طریق معادله ی زیر به دست می آید:

$$INST_{ijt} = INST_{it} \% - MEAN(INST_{jt} \%)/STD(INST_{jt} \%)$$
 (۲)

$INST_{it} \%$: درصد مالکیت نهادی شرکت i در سال t

برای محاسبه ی درصد مالکیت نهادی در هر شرکت، تعداد مالکیت سهام نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می گردد. براساس استاندارد بین المللی حسابداری شماره ی ۲۸ و استاندارد حسابداری شماره ی ۲۰ ایران، سرمایه گذاری مستقیم یا غیر مستقیم در حداقل ۲۰ درصد سهام با حق رای واحد سرمایه پذیر، به اعمال نفوذ موثر در واحد سرمایه پذیر منجر می گردد، مگر اینکه خلاف آن مشاهده شود (کمیته فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۶: ۳۸۵). در این پژوهش، مالکیت بیش از ۲۰ درصد به عنوان مالکیت نهادی در نظر گرفته شده است.

MEAN(INST_{jt}%): میانگین درصد مالکیت نهادی صنعت j که شرکت i در آن قرار دارد، در سال t

STD (INST_{jt}%): انحراف معیار درصد مالکیت نهادی صنعت j که شرکت i در آن قرار دارد، در سال t

در مدل شماره ۱ (۱)، ضریب تغییر سود آتی (FERC) به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود آتی در نظر گرفته شده است. همچنین اگر سرمایه‌گذاران نهادی تأثیری در جهت افزایش مدل داشته باشند، انتظار می‌رود C_2 مثبت باشد.

به منظور تخمین مدل‌های پژوهش از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است. استفاده از این تکنیک بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی میان متغیرهاست. بر اساس تخمین‌های به دست آمده و به کمک آزمون‌های آماری F ، t ، احتمال محاسبه شده (p-Value) و ضریب تعیین به قضاوت و ارزیابی در مورد فرضیه پژوهش پرداخته شده است.

سؤالی که اغلب مطرح می‌شود، این است که آیا شواهدی دال بر قابلیت ادغام شدن داده‌ها وجود دارد یا اینکه مدل برای تمام واحدهای مقطعی متفاوت است؟ لذا باید ابتدا بررسی شود که بین مقاطع، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود دارد یا خیر؟ در صورت وجود ناهمگنی، از روش داده‌های تابلویی و در غیر این صورت، از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌گردد. بدین منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. در این آزمون فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه H_1 مخالف، ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد.

در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، از مفروضات کلاسیک رگرسیون دو مورد آن حایز اهمیت است و باید آزمون گردد: یکی همسانی واریانس و دیگری عدم وجود خودهمبستگی میان اجزای اخلاص. در این پژوهش برای بررسی همسانی واریانس از آزمون براون - فورثیت^{۱۵} و از آزمون دوربین - واتسون^{۱۶} به منظور بررسی وجود خود همبستگی استفاده شده است. زمانی که آماره دوربین - واتسون در حدود $۱/۵$ تا $۲/۵$ باشد، معرف آن است که خود همبستگی وجود ندارد.

۵- یافته‌های پژوهش

برای ارائه ی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل: تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مشاهدات در نگاره ی (۲) منعکس شده است:

نگاره ۲: آمار توصیفی

نام متغیر	متغیرها	تعداد	انحراف معیار	میانگین	بیشینه	کمینه
بازده سال جاری	RET_t	۵۶۰	۰/۰۷۰۹	۰/۰۲۹۵۶۳	۰/۸۸۴۳۲	-۰/۰۹۴
نسبت سود سال قبل به	E_{t-1}	۵۶۰	۰/۱۲۷۲	۰/۱۳۴۴۵۶	۱/۲۸۹۹	-۰/۱۵۴۸
نسبت سود سال جاری	E_t	۵۶۰	۰/۱۳۱۹	۰/۱۲۸۷۳	۱/۳۴۷۲	-۰/۴۵۷۴
نسبت سود سال بعد به	E_{t+1}	۵۶۰	۰/۱۶۲۳	۰/۱۴۵۴۹۹	۱/۴۷۳۳	-۰/۷۵۴۲
بازده سال بعد	R_{t+1}	۵۶۰	۰/۰۵۵۳	۰/۰۲۵۰۹۱	۰/۵۲۴	-۰/۰۸۸۶
مالکیت نهادی	INST	۵۶۰	۰/۹۵۶۰	-۰/۰۰۰۳	۱/۵۳۹۸	-۲/۱۹۱۲
اندازه	MV	۵۶۰	۰/۹۷۳۲	۸/۵۴۴۸۲	۱۱/۴۳۵	۶/۳۶۸۲
رشد	MTB	۵۶۰	۰/۵۰۲۶	۰/۵۴۳۲۵۳	۳/۴	-۲/۱۷۲۴
ریسک سیستماتیک	BETA	۵۶۰	۲/۱۳۹۱	۰/۵۸۴	۳۰/۶۲	-۲۹/۲۸

همان طور که در نگاره ی (۲) مشخص شده است، بیشترین مقدار میانگین برای متغیر اندازه و بیشترین مقدار انحراف معیار برای متغیر ریسک سیستماتیک است. همان طور که قبلاً بیان شد، از آزمون F لیمر برای تشخیص داده‌های تلفیقی یا تابلویی استفاده شده است. خلاصه ی نتایج آزمون F لیمر در نگاره (۳) منعکس شده است:

نگاره ۳: نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأهای مقاطع)

نتیجه آزمون	p-value	درجه آزادی	آماره F	مدل‌های پژوهش	فرضیه صفر H_0
H_0 پذیرفته می‌شود	۰.۸۹۸۷	۷۹.۴۷۱	۰.۷۹۲۳۱۴	مدل (۱)	عرض از مبدأ تمامی مقاطع

با توجه به سطح معنی داری به دست آمده، نتایج آزمون F لیمر حاکی از آن است که مقاطع مورد بررسی همگن بوده و استفاده از روش داده‌های تلفیقی (فرضیه H_0) نسبت به روش داده‌های تابلویی (فرضیه H_1) مناسبتر است.

همان‌طور که قبلاً گفته شد، یکی از مهمترین فرضیه‌های مدل کلاسیک رگرسیون خطی این است که اجزای اخلاص دارای واریانس همسان باشند. نتایج آزمون براون - فورثیت برای کشف ناهمسانی واریانس در نگاره (۴) مشخص شده است:

نگاره ۴: نتایج آزمون براون - فورثیت (بررسی همسانی واریانس)

نتیجه آزمون	p-value	درجه آزادی	آماره	مدل‌های پژوهش	فرضیه صفر H_0
H_0 پذیرفته می‌شود	۰.۷۶۷۱	۴۸۰	۸۷۴۰۷.۰	مدل (۱)	ناهمسانی واریانس وجود ندارد

با توجه به سطح معنی داری و فرضیه H_0 که بیانگر همسانی واریانس است، ملاحظه گردید که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه

پس از انتخاب روش پژوهش مناسب به آزمون مدل پژوهش پرداخته شد. نگاره ۱ شماره (۵) نتایج حاصل از مدل شماره ۱ (۱) را به منظور آزمون فرضیه ۱ شماره (۱) نشان می‌دهد:

نگاره ۵: نتایج حاصل از مدل شماره ۱

احتمال	آماره t	برآورد ضریب	نماد
۰/۴۵۷۸	۰/۷۴۲۹۴۸	۰/۲۶۸۰۱۵	E_{t-1}
۰/۵۳۹۹	-۰/۶۱۳۴۰۱	-۰/۲۰۸۹۲۴	E_t
۰/۱۷۸۳	۱/۳۴۷۶۹۸	۰/۳۵۲۸۲۵	E_{t+1}
۰/۰۱۱۹	۲/۵۲۵۲۰۹	۱/۴۸۰۲۷۶	R_{t+1}
۰/۲۱۹۹	۱/۲۲۸۳۲۴	۰/۰۰۷۰۲۱	INST
۰/۰۴۷۲	۱/۹۸۹۱۷۷	۰/۰۵۹۶۱۷	INST* E_{t-1}
۰/۵۴۱۲	-۰/۶۱۱۴۳۴	-۰/۰۱۵۰۸۱	INST* E_t
۰/۰۲۰۱	-۲/۳۳۰۹۶۶	-۰/۰۴۱۸۶۲	INST* E_{t+1}
۰/۶۹۷۷	۰/۳۸۸۶۵۲	۰/۰۲۵۸۶۸	INST* R_{t+1}
۰/۰۰۲۲	۳/۰۷۸۰۸۸	۰/۰۲۰۴۰۷	MV
۰/۵۴۷۷	-۰/۶۰۱۶۳۸	-۰/۰۲۳۶۸۷	MV* E_{t-1}
۰/۳۰۸۵	۱/۰۱۹۳۵۰	۰/۰۳۸۱۲۱	MV * E_t
۰/۱۰۷۶	-۱/۶۱۱۷۳۵	-۰/۰۴۹۲۱۸	MV* E_{t+1}
۰/۰۰۷۴	-۲/۶۸۸۸۱۸	-۰/۱۵۸۲۷۵	MV* R_{t+1}
۰/۶۵۷۲	۰/۴۴۴۰۰۶	۰/۰۰۵۳۵۳	MTB
۰/۲۶۵۳	-۱/۱۱۵۱۷۸	-۰/۰۷۹۲۵۲	MTB* E_{t-1}
۰/۶۵۲۹	-۰/۴۴۹۹۶۸	-۰/۰۲۷۰۹۴	MTB* E_t
۰/۵۳۰۷	۰/۶۲۷۳۵۸	۰/۰۲۸۴۶۰	MTB* E_{t+1}
۰/۳۱۶۰	-۱/۰۰۳۶۲۵	-۰/۱۶۹۸۸۵	MTB* R_{t+1}
۰/۷۸۶۸	۰/۲۷۰۶۰۴	۰/۰۰۰۸۲۵	BETA
۰/۶۱۵۹	۰/۵۰۲۰۱۹	۰/۰۰۹۹۳۰	BETA* E_{t-1}
۰/۹۹۲۵	۰/۰۰۹۳۸۸	۰/۰۰۰۲۰۳	BETA* E_t
۰/۸۸۳۶	۰/۱۴۶۴۸۷	۰/۰۰۲۵۲۹	BETA* E_{t+1}
۰/۰۶۲۴	-۱/۸۶۷۲۱۹	-۰/۰۶۷۴۶۷	BETA* R_{t+1}
۰/۰۰۸۹	-۲/۶۲۴۱۸۳	-۰/۱۵۸۴۱۱	U_t
آماره F (احتمال): ۳/۱۳۳۵۱۲ (۰/۰۰۰۰۰۱) آماره دوربین- واتسون ۱/۷۸۰۵			
ضریب تعیین (R^2): ۰/۳۲۳۹۱۳			

نتایج نگاره ۵ نشان می‌دهد که F محاسبه شده از F جدول بزرگتر است (0.05). بر این اساس می‌توان معنی‌داری این مدل را در سطح 95% درصد تأیید کرد. ضریب تعیین این مدل $32/4\%$ است. این عدد نشان می‌دهد که $32/4\%$ درصد مقادیر پیش‌بینی شده با متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین آماره t دوربین - واتسون برابر با $1/7805$ و گویای عدم وجود خود همبستگی است. با توجه به مبانی نظری بیان شده انتظار می‌رفت، رابطه t بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای آتی مثبت و معنی‌دار باشد، اما بر خلاف پیش‌بینی، نتایج متغیر $INST * E_{t+1}$ از وجود یک رابطه t منفی و معنی‌دار بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای آتی خبر می‌دهد. این امر بیانگر آن است که مالکان نهادی با امکان دسترسی به اطلاعات محرمانه شرکت‌ها، انگیزه‌ای برای ترغیب مدیریت به گزارش کردن این اطلاعات ندارند و در قیمت گذاری سهام شرکت‌ها چندان متکی به اطلاعات تاریخی سود نیستند.

همچنین برخی شواهد نشان می‌دهد که هدف سهامداران نهادی مبنی بر حفظ نقدینگی خود و تمایل به کسب سود در کوتاه مدت بر مزایای حاصل از نظارت بر مدیریت به امید کسب سود بیشتر در بلند مدت غلبه می‌کند و سهامداران نهادی مدیران را از ارائه t اطلاعات در خصوص منافع و سودهای آتی شرکت نهی می‌کنند که این خود باعث عدم تقارن اطلاعات بین سهامداران نهادی و سایر سهامداران می‌گردد (دلوف و مانینگارت^{۱۷}، ۲۰۰۹: ۵۹۰).

در خصوص متغیرهای کنترلی، اندازه $(MV * E_{t+1})$ ، رشد $(MTB * E_{t+1})$ و ریسک سیستماتیک $(BETA * E_{t+1})$ باید گفت که به ترتیب رابطه t منفی، مثبت و مثبت با محتوای اطلاعاتی سودهای آتی دارند، اما هیچ یک از این روابط معنی‌دار نیستند. همچنین در خصوص رابطه t منفی بین متغیر کنترلی اندازه و محتوای اطلاعاتی سود، براساس دیدگاه موزز^{۱۸} (۱۹۸۷: ۳۵۸) می‌توان بیان نمود که با افزایش اندازه t شرکت، مسؤلیت پاسخگویی مدیران بیشتر می‌شود و مدیران انگیزه و تمایل بیشتری برای دستکاری سود خواهند داشت و تمایل کمتری برای افشای اطلاعات بیشتر دارند.

۷- نتیجه گیری و پیشنهادها

ساختار مالکیت به عنوان پارامتری موثر بر توسعه یافتگی و رشد اقتصادی شرکت‌ها همواره مورد توجه و اختلاف صاحب نظران و پژوهشگران مالی بوده است. ترکیب‌های مختلف ساختار مالکیت مانند وجود سهامداران نهادی می‌تواند بر سیاست‌های مالی و خط‌مشی‌های راهبردی شرکت تاثیرگذار باشد. در این پژوهش با استفاده از مدل چوی و جانگ (۲۰۰۸) و براساس «مدل ضریب واکنش سودهای آتی» به بررسی تاثیر مالکیت

نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی پرداخته شده است. بر خلاف پیش بینی، مالکیت نهادی بر رابطه‌ی بین تغییرات سود آتی و بازده تاثیر منفی داشته است و به عبارت دیگر تاثیر سطح مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود منفی است. این بدان معنی است که سرمایه‌گذاران نهادی اطلاعات مربوط به سود فعالیت اقتصادی آتی را که در سود سال جاری منعکس نیستند، افشا نمی‌نمایند و در نتیجه این اطلاعات در قیمت فعلی سهام لحاظ نمی‌گردد. نتایج این پژوهش مطابق با یافته‌های المطیری و حسن (۲۰۱۱)، نویسی و نایکر (۲۰۰۶)، عباسی (۱۳۸۹)، مهرانی و همکاران (۱۳۸۹)، احمد پور و همکاران (۱۳۸۹) و مهرانی و بهبهانی نیا (۱۳۸۹) و بر خلاف نتایج ساریخانی و ابراهیمی (۲۰۱۱)، الیاسیانی و جن جیا (۲۰۱۰)، چوی و جانگ (۲۰۰۸)، ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹) و نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) است.

بر اساس یافته‌های پژوهش، با توجه به نقش ترکیب مالکیت در تقارن اطلاعات و رابطه‌ی آن با بازده سهام لازم است تا ساز و کاری فراهم شود تا اطلاعات ترکیب مالکیت شرکت‌ها از نظر نهادی و غیر نهادی در اختیار تمام افراد در بازار قرار گیرد. همچنین انتظار می‌رود سهامداران خرد در تصمیمات خرید سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی یافته‌های تحقیق را مورد توجه قرار دهند.

برای پژوهش‌های آتی، تاثیر سایر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از قبیل: حساب‌رسان مستقل، نظارت قانونی، کنترل‌های داخلی و ... بر محتوای اطلاعاتی سود و تاثیر عوامل دیگر مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی از قبیل: عمر و مدت زمان مالکیت آن نیز بر محتوای اطلاعاتی سود پیشنهاد می‌شود.

۸- محدودیت‌های پژوهش

۱- پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ انجام شده است؛ لذا در تعمیم نتایج این پژوهش به دوره‌های زمانی قبل و بعد از دوره‌ی مذکور باید با احتیاط عمل شود.

۲- داده‌های مورد تجزیه و تحلیل در این پژوهش در برگیرنده‌ی همه‌ی طبقات صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران نیست. بنابراین به هنگام تعمیم نتایج حاصل از این پژوهش به سایر شرکت‌ها و صنایع بایستی این مساله را مد نظر قرار داد.

۳- داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها از بابت تورم تعدیل نگردیده‌اند. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور ممکن است نتایجی متفاوت از نتایج فعلی حاصل شود.

یادداشت‌ها

1-Institutional Investors	2-Bushee
3-Pound	4-Sahut et al
5-Elyasiani and Jane Jia	6-Al Mutairi and Hasan
7-Navissi and Naiker	8-Beaver
9-Earnings Response Coefficient (ERC)	
10-Choi and Jung	11-Ayers and Freeman
12-Jiambalvo et al	13-Jiang, L and Kim
14-Future Earnings Response Coefficient Model	
15-Brown-Forsythe	16-Durbin-Watson
17-Dloof and Manigar	18- Moses

کتابنامه

الف) فارسی

- ۱- احمد پور، احمد، ملکیان، اسفندیار، کردتبار، حسین. (۱۳۸۸). «بررسی تاثیر مدیران غیر موظف و سرمایه گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود». تحقیقات حسابداری، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳: صص ۲۳-۸۷.
- ۲- ابراهیمی کردلر، علی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). «تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، تحقیقات حسابداری، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۱۹: صص ۸-۱۰۴.
- ۳- عباسی، احسان. (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط متقابل میان ثبات مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان.
- ۴- کرمی، غلامرضا. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران شماره ۵۴: صص ۱۰۰-۸۱.
- ۵- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۸۶). «استانداردهای حسابداری». تهران، نشریه شماره ۱۶۰، سازمان حسابرسی.

- ۶- مهرانی، ساسان و بهبهانی نیا، پریسا سادات. (۱۳۸۹). «اقدام تعهدی و بازده آتی سهام با تاکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت»، تحقیقات حسابداری، انجمن حسابداری ایران، شماره ۵: صص ۳۸-۵۵.
- ۷- مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه ی بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی»، پیشرفت‌های حسابداری، دانشگاه شیراز، شماره ۳: صص ۲۴۹-۲۲۷.
- ۸- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران شماره ۵۳: صص ۱۰۰-۸۳.
- ۹- نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۴). «تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، شماره ۴۲: صص ۱۲۴-۹۷.

ب) انگلیسی

- 10- Al Mutairi, M. E and Hasan, H ,(2010), "The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Kuwait Stock Exchange" , <http://papers.ssrn.com/>.
- 11- Ayers, B. C and Freeman, R. N (2003), "Evidence that Analyst Following and Institutional Ownership Accelerate the Pricing of Future Earnings", Review of Accounting Studies, 8, 47-67.
- 12- Beaver, W.H (1989), "Financial Reporting: An Accounting Revolution", Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall.
- 13- Bushee, B. J (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", The Accounting Review, 73(July), 305-334.

- 14- Choi, B and Jung, K (2008). "Analyst Following, Institutional Investors and Pricing of Future Earnings: Evidence from Korea", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19:3, 261-286.
- 15- Deloof, M, Beuselinck, C and Manigart, S (2009), "Private Equity Involvement and Earnings Quality", *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, 587-615.
- 16- Elyasiani, Elyas. Jia. J (2010), "Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance" , *Journal of Banking & Finance*, 34, 606-620.
- 17- Jiambalvo, J. Rajgopal, S and Venkatachalam, M (2002), "Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings", *Contemporary Accounting Research*, 19, 117-145.
- 18- Jiang, L and Kim, J. B (2000), "Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan", *The International Journal Of Accounting*, 35, 85-98.
- 19- Moses, O. D (1978), "Income Smoothing and Incentives: Emprical Test Using Accounting Changes", *The Accounting Review*, April, 62, 358-375.
- 20- Navissi, Farshid. And Naiker, Vic (2006), "Institutional Ownership and corporate value", *Managerial Finance*, 32 : 3, 247-256.
- 21- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics*, 20: 237-265.
- 22- Sahut, J. M, Gharbi, S and Gharbi, H. O ,(2011), "Stock volatility, institutional ownership and analyst coverage", <http://papers.ssrn.com/>.
- 23- Sarikhani, M and Ebrahimi, M .(2011). Corporate Governance and Earnings Informativeness: Evidence from Iran, *International Research Journal of Finance and Economics*, 65:43-50.