فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره ۷ / پاییز ۸۹/ صفحات ۹۶- ۷۳

بررسی تأثیر ویژگی های خاص سازمانی بر رابطه‌ی سود و بازده

دکتر داریوش فروغی*
مسعود نادم**

تاریخ دریافت:۸۹/۴/۱۰ تاریخ پذیرش: ۸۹/۶/۲۲

چکیده:

در این پژوهش تأثیر چهار ویژگی خاص سازمانی شرکت ها شامل میزان مالکیت سهامداران نهادی، میزان دارایی های ثابت نگهداری شده توسط شرکت، میزان سرمایه گذاری شرکت در سهام سایر شرکت ها و میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی بر رابطه ی سود و بازده ی آن ها بررسی شده است. منظور از رابطه ی سود و بازده در این پژوهش، توانایی نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت جهت توضیح تغییرات نرخ بازده ی هر سهم عادی شرکت طی دوره ی پژوهش می‌باشد.

جهت انجام این پژوهش، نمونه ای مشتمل بر ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی ۸ ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۰) انتخاب و بررسی گردید. در این پژوهش، جهت بررسی تأثیرگذاری چهار ویژگی سازمانی بیان شده، از چهار مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده گردید که این مدل ها در سطح خطای ۵٪ آزمون گردید. نتایج حاصل ازآزمون مدل ها نشان داد که میزان سهامداران نهادی بر شدت رابطه ی سود و بازده تأثیری مثبت و معنی دار دارد. همچنین میزان اتکای شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی بر شدت رابطه ی سود و بازده تأثیری معکوس و معنی دار دارد. در حالی که میزان دارایی های ثابت نگهداری شده توسط شرکت و همچنین میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر رابطه ی سود و بازده تأثیری معنی دار ندارند.

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه(نویسنده مسئول)
Email: d_foroghi@hotmail.com
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

واژه های کلیدی: ویژگی های سازمانی، سهامداران نهادی، دارایی ثابت، سرمایه گذاری، تأمین مالی

۱- مقدمه

سودمندی و محتوای اطلاعاتی اعداد و ارقام ارائه شده در صورت های مالی که محصول نهایی فرآیند حسابداری است یکی از بحث انگیزترین مباحث در محافل علمی حسابداری بوده است. در واقع ریشه ی این مسئله را می‌توان در بیانیه ی مفهومی شماره ی یک هیأت استانداردهای حسابداری مالی مشاهده کرد. طبق این بیانیه، اولین و مهمترین هدف گزارش گری مالی عبارت است از ارائه ی اطلاعاتی که برای سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان حاضر و بالقوه و سایر استفاده کنندگان جهت اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری، اعتبار دهی و سایر تصمیم های مشابه، سودمند باشد. یکی از سودمندترین اطلاعات حسابداری، رقم «سود حسابداری» می‌باشد. نتایج پژوهش بال و براون نشان داد که تغییرات قیمت سهام، با تغییرات سود همسو است (بال و براون[1]، ۱۹۶۸). اما این دو پژوهشگر همزمان به این نتیجه رسیدند که هر چند تغییرات قیمت سهام با تغییرات سود همسو می‌باشد اما به یک میزان نیست. این مسئله باعث شد که از آن زمان این سئوال که آیا تغییرات قیمت سهام، علاوه بر تغییرات سود حسابداری از متغیرهای دیگری نظیر صنعت، ترکیب سرمایه ی شرکت، سهم بازار فروش محصولات و... تأثیر می‌پذیرد، ذهن فعالان بازار و همچنین پژوهشگران را به خود مشغول کند (تهرانی و همکاران، ۱۳۸۵).

پژوهش های فراوانی جهت تعیین عوامل اثرگذار بر رابطه ی سود و بازده انجام گرفته است و هر یک نیز عواملی را معرفی نموده اند، اما نتایج پژوهش آتیاس[2] (۱۹۸۷)، باعث باز شدن باب جدیدی در این زمینه شد. او در جریان پژوهش خود به این نتیجه رسید که ویژگی های سازمانی شرکت ها نیز در پیش بینی بازده ی سهام مؤثر است، این نتیجه ای بود که مارتینز[3] (۲۰۰۳) نیز آن را بیان کرد. این مسئله باعث شد که پژوهش ها در چند سال اخیر بر روی یک سری ویژگی های خاص شرکت ها به عنوان عوامل مؤثر بر شدت رابطه ی سود و بازده متمرکز شوند. از عمده ویژگی های عنوان شده در این پژوهش ها می‌توان به اندازه ی شرکت

[1]- Ball & Brown
[2]- Atiase
[3]- Martinez

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

(هادجسون و کلارک[۱] (۲۰۰۰)، کولینز و کوتاری[۲] (۱۹۸۹)، چاریتو و کلاب[۳] (۲۰۰۳)، ریسک سیستماتیک (کولینز و همکاران[۴] (۱۹۹۴)، استون و ژیوسکی[۵] (۱۹۸۹)، ثبات سود (کوماندی و لایپ[۶] (۱۹۸۷)، کولینز وکوتاری(۱۹۸۹)، نوع صنعت (دیچو[۷] (۱۹۹۴)، ناظمی(۱۳۸۳) و همچنین نوع کشور (هال وهمکاران[۸] (۱۹۹۴)، اشاره کرد.

پژوهش حاضر نیز در صدد آن است که تأثیر ویژگی های خاص درون سازمانی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بر رابطه ی سود و بازده مورد بررسی قرار دهد.

۲- مبانی نظری پژوهش

پژوهش حاضر ابتدا کلیه ی عوامل معرفی شده در پژوهش های قبلی را به دو گروه دسته بندی می نماید که عبارتند از:

۱- ویژگی های خاص برون سازمانی شرکت ها (مانند نوع کشور، نوع صنعت و ...)،

۲- ویژگی های خاص درون سازمانی شرکت ها (مانند ثبات سود، ساختار سرمایه، ریسک مالی، مالکیت نهادی، حاکمیت شرکتی و ...).

و سپس با تأکید بر ویژگی های خاص درون سازمانی شرکت ها، با استفاده از نتایج پژوهش های گذشته و به خصوص با استفاده از نتایج پژوهش چئونگ[۹] (۱۹۹۹)، با معرفی چهار ویژگی درون سازمانی زیر، به عنوان ویژگی های تأثیرگذار بر رابطه ی سود و بازده، به دنبال بررسی احتمال تأثیرگذاری این ویژگی ها بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده است:

۱- درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی:

سهامداران نهادی عبارتند از آن بخش از سهامداران که به واسطه ی داشتن درصد بالای سهام با حق رأی شرکت به خوبی از توانایی نفوذ و اثر گذاری و نظارت بر سیاست های مالی و عملیاتی شرکت برخوردار هستند (گیلن و استارکس[۱۰]، ۲۰۰۳). در خصوص نقش نظارتی

---

[1]- Hodgson & Clarke
[2]- Collins & Kothari
[3] - Charitou & clubb
[4] - Collins, et al.
[5] - Easton & Zmijewski
[6] - Komandi & Lipe
[7] -Dechow
[8]- Hall, et al.
[9]- Cheung
[10] -Gillan & Starks

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

سرمایه گذاران نهادی و همچنین چند و چون تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود دو فرضیه ی متضاد وجود دارد که عبارتند از:

الف) فرضیه ی همگرایی منافع (منافع شخصی): بر اساس این فرضیه سهامداران نهادی دارای دیدگاه کوتاه مدت در سرمایه گذاری های خود هستند بدین معنی که بر سود های کوتاه مدت حاصل از سرمایه گذاری های خود تمرکز دارند که این باعث فشار بر مدیریت شرکت های سرمایه پذیر جهت نشان دادن سودهای جاری مناسب و احتمالاً دستکاری سود می‌گردد لذا استدلال می‌شود که در شرکت هایی که درصد بالایی از سهامشان در دست سهامداران نهادی است، رابطه ی سود و بازده ضعیف خواهد بود. به عبارت دیگر طبق فرضیه ی همگرایی منافع، مابین سطح مالکیت نهادی و شدت ارتباط سود و بازده ی شرکت یک رابطه ی منفی مورد انتظار است. این فرضیه براساس پژوهش های متعددی مورد تأیید قرار گرفته است که از جمله می‌توان به پژوهش های فان و وانگ[۱] (۲۰۰۲)، پورتر[۲] (۱۹۹۲)، هفلین هفلین و شاو[۳] (۲۰۰۰)، بجراج و سنگوپتا[۴] (۲۰۰۳) اشاره کرد.

ب) فرضیه ی نظارت فعال (نظارت کارآمد): در برابر دیدگاه قبلی عده ای نیز نظر متفاوتی در مورد تأثیر سهامداران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود و سایر اطلاعات حسابداری دارند. به این ترتیب که معتقدند سرمایه گذاران نهادی، دارای دیدگاه بلند مدت در سرمایه گذاری می‌باشند و لذا بر عملکرد مدیریت شرکت های سرمایه پذیر نظارت جدی می‌نمایند بنابراین حضور سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت ها، سبب کاهش مدیریت سود و در نتیجه ارتقای محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. بنابراین طرفداران این فرضیه معتقدند که مابین سطح مالکیت نهادی و شدت ارتباط سود و بازده ی شرکت یک رابطه ی مثبت مورد انتظار می‌باشد. پژوهش های فراوانی نیز فرضیه نظارت فعال را مورد تأیید قرار داده اند که از جمله می‌توان به پژوهش های جنگ وکن[۵] (۲۰۰۲)، راجگوپال و همکاران[۶] (۲۰۰۲)، ولوری و جنکینز[۷] (۲۰۰۶)، چانگ و همکاران[۸] (۲۰۰۵)، میدیاستوتی و مچفودز[۹] (۲۰۰۳) اشاره نمود.

---

[1] - Fan & Wong
[2] - Porter
[3] - Heflin & Shaw
[4] - Bhojraj & Sengupta
[5] - Jang & Kown
[6] - Rajgopal et al.
[7] - Velury, U. and D.S, Jenkins
[8] -Chung, et al.
[9] -Midiastuty & Machfoedz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

البته لازم به ذکر است که در ادبیات حسابداری «فرضیه ی همگرایی منافع» دارای مقبولیت کمتری به نسبت «فرضیه ی نظارت فعال» می‌باشد.

۲- میزان دارایی های ثابت نگهداری شده توسط شرکت:

در صورتی که تفاوت قابل ملاحظه ای بین ارزش های دفتری و منصفانه ی دارایی های ثابت وجود داشته باشد و اقدامی نیز جهت تجدید ارزیابی آن ها نگردد، این امر باعث می‌شود که میزانی سود یا زیان تحقق نیافته ی گزارش نشده ناشی از نگهداری این گونه دارایی ها برای شرکت ها وجود داشته باشد.

از طرف دیگر پژوهش ها نشان داده اند که مابین ارزش بازار برخی دارایی های ثابت و ارزش بازار سهام شرکت ها رابطه وجود دارد، لذا می‌توان این گونه استدلال کرد که گروه های حاضر در بازارهای سرمایه (به خصوص در بازارهای سرمایه ی کشورهای دارای نرخ تورم بالا مانند ایران)، هنگام ارزیابی سهام شرکت ها، ارزش بازار دارایی های ثابت آن ها و یا به عبارت بهتر سود یا زیان تحقق نیافته ی ناشی از نگهداری دارایی های ثابت را نیز در نظر می‌گیرند و لذا وجود دارایی های ثابت بیشتر باعث کاهش واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده ی شرکت و در نتیجه تضعیف رابطه ی سود و بازده می‌گردد(چئونگ و همکاران، ۱۹۹۹). لذا مابین میزان دارایی های ثابت نگهداری شده توسط شرکت و شدت رابطه ی سود و بازده ی آن، یک رابطه ی منفی مورد انتظار است.

۳- میزان سرمایه گذاری شرکت در سهام سایر شرکت ها:

سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها تبدیل به یک رویه ی معمول در بازارهای سرمایه شده است. از طرف دیگر تغییرات مداوم قیمت های سهام در بازار سرمایه، باعث شده که سرمایه گذاری های انجام شده در سهام سایر شرکت ها، منبع مهم دیگری (در کنار دارایی های ثابت) جهت کسب سود (زیان) تحقق نیافته برای شرکت های سرمایه گذار فراهم آورد. در این صورت چنانچه شرکت های سرمایه گذار، سود و زیان های تحقق نیافته ی ناشی از نگهداری سرمایه گذاری ها را (به دلیل عدم استفاده از روش ارزش بازار) شناسایی نکرده و در صورت های مالی ارائه ندهند، این امر از نظر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری باعث کاهش محتوای اطلاعات ارائه شده و به خصوص سودهای گزارش شده می‌گردد و درنتیجه واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده کمتر می‌باشد، لذا می‌توان گفت در چنین شرایطی هر چه حجم سرمایه گذاری های شرکت در سهام سایر شرکت ها بالاتر باشد، باعث تضعیف بیشتر رابطه ی سود و بازده می‌گردد (چئونگ و همکاران، ۱۹۹۹). به بیان دیگر بین میزان

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

سرمایه گذاری شرکت در سهام سایر شرکت ها و شدت ارتباط سود و بازده، یک رابطه ی منفی مورد انتظار است.

۴- میزان اتکای شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی:

ریسک مالی عبارت است از احتمال ناتوانی نقدی همراه با ناپایداری درآمد هر سهم که پی آمد بکارگیری اهرم مالی یعنی استفاده از بدهی جهت تأمین مالی است(دستگیر، ۱۳۸۱). از این تعریف می‌توان نتیجه گرفت که هر چه شرکت دارای بدهی بیشتری باشد، ریسک مالی بالاتر و در نتیجه ریسک کل بالاتری خواهد داشت.

پژوهش ها نشان می‌دهد شرکتی که دارای ریسک مالی بالایی باشد و در نتیجه ریسک کل بالایی داشته باشد، بازار انتظار نرخ بازده ی بالاتری از آن شرکت دارد و این امر باعث تضعیف رابطه ی سود و بازده می‌گردد (کولینز و همکاران، ۱۹۹۴؛ استون و ژیوسکی، ۱۹۸۹). لذا استدلال می‌شود که در صورت اتکای زیاد شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی (داشتن ریسک مالی بالا)، رابطه ی سود و بازده ضعیف خواهد شد.

۳- پیشینه پژوهش

از زمان پژوهش آتیاس تاکنون پژوهش های بسیاری در رابطه با عوامل مؤثر بر رابطه ی سود و بازده و یا به عبارت دیگر عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری انجام گرفته است. استون و ژیوسکی (۱۹۸۹)، در پژوهشی به بررسی تغییرات مقطعی واکنش بازار به سودهای گزارش شده پرداختند. آن ها ضمن پژوهش های خود متوجه شدند، که اندازه ی شرکت یک عامل مؤثر بر ضریب واکنش سود (همان شدت رابطه ی سود و بازده) شرکت به حساب نمی‌آید. کولینز و کوتاری (۱۹۸۹)، به بررسی شاخصه های مقطعی ضریب واکنش سود پرداختند و ضمن پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که اندازه ی شرکت در مورد ضریب واکنش سود توجیه توانمندی نمی‌تواند داشته باشد.

واتس و زیمرمن[1] (۱۹۹۰)، به بررسی عوامل تأثیر گذار بر رابطه ی سود و بازده پرداختند. نتایج نشان داد که محتوای اطلاعاتی سود تحت تأثیر ویژگی اندازه ی شرکت قرار دارد. آن ها این گونه استدلال کردند که مدیران شرکت های بزرگ از لحاظ سیاسی حساس ترند و تمایل دارند که از طریق اقلام تعهدی سود شرکت را مدیریت نمایند و بدین وسیله هزینه های

[1] - Watts & Zimmerman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

سیاسی را کاهش دهند، بنابر این هرچه اندازه ی شرکت بزرگ تر باشد رابطه ی سود و بازده ضعیف تر می‌شود.

هال و همکاران (۱۹۹۴)، در پژوهشی با استفاده از اطلاعات ۸ سال متوالی شرکت ها به بررسی شدت رابطه ی قیمت بازار سهام با ارقام حسابداری و به خصوص با سود های گزارش شده در شرکت های ژاپنی و آمریکایی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که قیمت بازار سهام برای اکثر شرکت های ژاپنی دهه ی ۱۹۸۰ نسبت به شرکت های آمریکایی دارای ارتباط ضعیف تری با اطلاعات حسابداری مندرج در صورت های مالی و به خصوص سود های گزارش شده می‌باشد که این امر نشان دهنده ی تأثیر نوع کشور بر رابطه ی سود و بازده می‌باشد.

بیلینگز[1] (۱۹۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر درجه ی اهرم مالی بر رابطه ی سود و بازده پرداخت. وی به این نتیجه رسید که اهرم مالی یکی از عوامل اثر گذار بر رابطه ی سود و بازده می‌باشد، به این ترتیب که اهرم بالاتر منجر به انتخاب رویه های حسابداری خاص جهت بیشتر نشان دادن سود (مدیریت سود) می‌گردد. لذا هر چه اهرم بزرگ تر باشد رابطه ی سود و بازده ضعیف تر می‌گردد.

چئونگ و همکاران (۱۹۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی های سازمانی بر رابطه‌ی سود و بازده در ژاپن پرداختند. آن ها ابتدا پنج ویژگی شامل درصد سهامداران نهادی، درصد سرمایه گذاران خارجی، میزان دارایی های ثابت نگهداری شده توسط شرکت، میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها و میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی را به عنوان ویژگی های خاص سازمانی تأثیرگذار بر رابطه ی سود و بازده شرکت ها معرفی و اثر آن ها را بر این رابطه بررسی کردند و نتیجه گرفتند که رابطه ی سود و بازده با میزان سرمایه گذاری های انجام شده توسط سرمایه گذاران خارجی ارتباطی مثبت و با سایر ویژگی های ذکر شده ارتیاطی منفی دارد.

جنگ و کن (۲۰۰۲)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود در کشور کره ی جنوبی پرداختند. بر اساس یافته های آن ها، علی رغم آن که بنابر دلایلی از قبیل عدم مهارت، حضور مفت سواران و رابطه با مدیریت، سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذاران بزرگ ممکن است انگیزه ای برای نظارت نداشته باشند، ولی همزمان با افزایش حضور سهامداران نهادی محتوای سود نیز افزایش می‌یابد و به عبارت دیگر رابطه ی سود و بازده قوی تر می‌شود. این نتایج در ارتباط با حضور سهامداران نهادی را می‌توان تأیید فرضیه ی نظارت فعال دانست.

[1] - Billings

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

ولوری و جنکینز (۲۰۰۶)، به بررسی نقش نظارتی سهامداران نهادی بر کیفیت سود گزارش شده پرداختند. آن ها برای آزمون رابطه بین کیفیت سود و مالکیت نهادی چهار جنبه کیفیت توصیف شده در بیانیه ی مفاهیم شماره ۲ هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (شامل ارزش پیش بینی کنندگی، بی طرفی، به موقع بودن و ارائه ی صادقانه) را بررسی نمودند. برای عملیاتی کردن ارائه ی صادقانه، ایشان از همبستگی بین سود و بازده ی سهام یا همان محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند. یافته های پژوهش وجود رابطه ی مستقیم بین سطح سرمایه گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تأیید نمود؛ بدین معنی که با افزایش سطح سهامداران نهادی، رابطه ی سود و بازده بهبود می‌یابد.

کرنت و همکاران[1] (۲۰۰۷)، شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه گذاران یافتند. آن ها در پژوهشی رابطه بین درصد مالکیت و تعداد سهامداران نهادی با عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها مالکان نهادی را به دو دسته، حساس به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افرادی که انگیزه ی بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم نموده و ارتباط آن ها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سطح سهامداران نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه ی مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد. همچنین یافته ها نشان داد که هم تعداد مالکان و هم درصد مالکیت آن ها رابطه ی مثبتی با محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی دارند.

علی و همکاران[2] (۲۰۰۸)، با تأکید بر فرضیه ی همگرایی منافع در مورد سهامداران نهادی، بیان می‌دارند که حضور سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت باعث می‌شود که اطلاعات مربوط به سود شرکت قبل از گزارش رسمی‌آن، توسط سهامداران نهادی در درون شبکه ی سهامداران توزیع شود که این باعث واکنش بازار نسبت به این اطلاعات قبل از گزارش رسمی آن خواهد شد و این امر منجر به تعدیل قیمت سهام و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده می‌گردد.

لی و دینگ[3] (۲۰۰۸)، به مقایسه ی میزان تأثیرات ویژگی های سازمانی بر محتوای اطلاعاتی سودهای پیش بینی شده توسط مدیران شرکت های آمریکایی و فرانسوی پرداختند. آن ها ابتدا بیان می‌دارند که با آن که کشور های آمریکا و فرانسه هر دو از کشورهای با اقتصاد

[1] -Cornett, et al.
[2] -Ali, et al.
[3] -Li & Ding

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

بسیار توسعه یافته می‌باشند اما تفاوت محیط اجتماعی، سیاسی، فرهنگی و حکومتی دو کشور باعث تفاوت در ویژگی های سازمانی و در نتیجه سیستم های حسابداری واحد های اقتصادی در دو کشور گردیده است. آن ها سپس بر اساس دو ویژگی نوع صنعت و اندازه ی شرکت، شرکت های انتخابی خود را انطباق داده و نهایتاً نشان می‌دهند که سود های پیش بینی شده توسط مدیران شرکت های فرانسوی دارای محتوای اطلاعاتی کمتری نسبت به شرکت های آمریکایی می‌باشند.

واسیلیو و داسکالاکیس[1] (۲۰۰۹)، به بررسی تأثیر ویژگی های سازمانی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت ها در یونان پرداختند. آن ها ابتدا ویژگی های سازمانی شرکت ها در یونان را تعریف کردند سپس انواع ساختار سرمایه را معین نموده و نهایتاً نشان دادند که ویژگی های سازمانی تأثیری بر طرز تفکر و نگرش مدیران مالی شرکت ها در زمان تصمیم گیری در مورد شیوه‌ی تأمین مالی ندارد.

باتاچاریا و گراهام[2] (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ها در فنلاند پرداختند. آن ها در پژوهش خود از یک رویکرد سیستمی برای بررسی رابطه ی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت استفاده نمودند. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که استفاده ی بیشتر سهامداران نهادی از حق رأی خود در تصمیم های شرکت، منجر به تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت می‌گردد. همچنین به این نتیجه رسیدند که سهامداران انفرادی بر عملکرد شرکت اثرگذار نمی‌باشند.

۴- فرضیه های پژوهش

این پژوهش در پی روشن ساختن این مسأله است که آیا چهار ویژگی خاص درون سازمانی شرکت ها شامل میزان مالکیت نهادی، میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت، میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها و میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی بر رابطه‌ی سود و بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است یا خیر. لذا فرضیه های این پژوهش به گونه ی زیر صورت بندی شده اند:

فرضیه ی اول: درصد سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت، بر رابطه ی سود و بازده تأثیر دارد.

[1] -Vasiliou & Daskalakis
[2]- Bhattacharya & Graham

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

فرضیه ی دوم: میزان دارایی های ثابت نگهداری شده توسط شرکت، بر رابطه ی سود و بازده تأثیر دارد.

فرضیه ی سوم: میزان سرمایه گذاری شرکت در سهام سایر شرکت ها، بر رابطه ی سود و بازده تأثیر دارد.

فرضیه ی چهارم: میزان اتکای شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی، بر رابطه ی سود و بازده تأثیر دارد.

۵- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش های اثباتی حسابداری است که به صورت تجربی به بررسی تأثیر ویژگی های خاص سازمانی بر رابطه ی سود و بازده می‌پردازد. از طرف دیگر این پژوهش از نوع پژوهش های همبستگی است و تحلیل داده ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور آزمون معنی دار بودن مدل رگرسیون ازآماره ی F و برای آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون از آماره ی t استفاده شده است. همچنین در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض نرمال بودن توزیع مانده ها از روش رسم هیستوگرام، برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خود همبستگی مانده ها از آزمون بریوش-گادفری و آزمون دوربین- واتسون و نهایتاً برای بررسی برقرار بودن فرض عدم وجود ناهمسانی واریانس مانده ها از آزمون وایت استفاده شده است.

۶- جامعه و نمونه ی آماری

جامعه ی آماری این پژوهش شامل کلیه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۸۷-۱۳۸۰ است. در این پژوهش جهت انتخاب نمونه آماری از روش انتخاب هدفمند استفاده شد. بدین معنی که شرکت ها با توجه به ویژگی های زیر انتخاب شدند:

- شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی و لیزینگ نباشند.
- تا پایان سال ۱۳۸۷، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- در طول دوره ی مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- در طی دوره پژوهش، معاملات سهام آن ها متوقف نشده باشد.
- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

- دارای چهار ویژگی مورد نظر این پژوهش باشند (یعنی در آنها اقلامی‌چون سهامداران نهادی، سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها، دارایی ثابت و بدهی وجود داشته باشد).

با توجه به مجموع شرایط یاد شده تعداد ۹۶ شرکت در دوره ی زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷ به عنوان نمونه ی آماری انتخاب شدند. اطلاعات مربوط به این شرکت ها با استفاده از نرم افزارهای داده پرداز و ره آورد نوین استخراج گردید و تحلیل داده ها با استفاده از نرم افزار آماری *Eviews* انجام شد.

۷- متغیر های پژوهش

اجزای تشکیل دهنده ی مدل پایه ی پژوهش (رابطه ی۱) عبارت است از:

Z_{Tj} : نشان دهنده ی نسبت سود به قیمت هر سهم شرکت j طی دوره $(0,T)$ است، که شامل مجموع سودهای متعلق به هر سهم طی دوره زمانی $(0,T)$، به اضافه سودهای منظور شده از سرمایه گذاری فرضی سودهای تقسیمی‌با نرخ سود بدون ریسک (۱۷٪) می‌باشد. این متغیر از رابطه ی زیر بدست می‌آید:

(۱)

$$Z_{Tj} \equiv AX_{Tj} + \left[d_{1j}(R_F^{T-1}-1) + d_{2j}(R_F^{T-2}-1) + \ldots + d_{T-1j}(R_F-1)\right] / P_{0j}$$

Y_{TJ}: نشان دهنده ی نرخ بازده هر سهم شرکت j برای فاصله زمانی $(0,T)$، با این فرض که سود سهام پرداخت شده در تاریخهای $t = 1,2,\ldots,T\text{-}1$ مجدداً با نرخ سود بدون ریسک سرمایه گذاری گردند. این متغیر از رابطه ی زیر به دست می‌آید:

(۲)

$$y_{Tj} \equiv \left[P_{Tj} + d_{1j}(R_F^{T-1}) + d_{2j}(R_F^{T-2}) + \ldots + d_{T-1j}(R_F) + d_{Tj} - p_{0j}\right] / P_{0j}$$

در دو رابطه ی فوق متغیر های مورد استفاده به شرح زیر می‌باشند:

AX_{Tj} : جمع سودهای متعلق به هر سهم عادی شرکت j طی دوره $t=1$ تا T

d_{tj} : سود پرداختی به هر سهم عادی شرکت j در زمان t

P_{0j} : قیمت هر سهم عادی شرکت j در زمان صفر (شروع دوره ی پژوهش)

P_{Tj}: قیمت هر سهم عادی شرکت j در زمان T

R_F : ۱ + نرخ سود بدون ریسک

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

در این پژوهش به منظور بررسی تأثیر درصد سهامداران نهادی، میزان دارایی های ثابت، میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها و میزان بدهی ها بر رابطه ی سود و بازده از چهار متغیر مصنوعی استفاده شده است که عبارتند از:

Instd : نشان دهنده ی حضور قابل ملاحظه ی سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت ها است.

PPEd : نشان دهنده ی سرمایه گذاری قابل ملاحظه ی شرکت در دارایی های ثابت مشهود است.

Invd : نشان دهنده ی سرمایه گذاری قابل ملاحظه ی شرکت در سهام سایر شرکت ها است.

Debd : نشان دهنده ی اتکای قابل ملاحظه ی شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی است.

سایر واژه های عملیاتی و متغیرهای مورد استفاده در مدل های پژوهش عبارتند از:

$Z_{Tj}*Instd_{Tj}$: نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت j طی دوره ی $(0,T)$، ضرب در متغیر مصنوعی میانگین درصد سهامداران نهادی شرکت j طی دوره ی $(0,T)$.

$Z_{Tj}*PPEd_{Tj}$: نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت j طی دوره ی $(0,T)$، ضرب در متغیر مصنوعی میانگین نسبت دارایی های ثابت شرکت j طی دوره ی $(0,T)$.

$Z_{Tj}*Invd_{Tj}$: نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت j طی دوره ی $(0,T)$، ضرب در متغیر مصنوعی میانگین نسبت سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها برای شرکت j طی دوره ی $(0,T)$.

$Z_{Tj}*Debd_{Tj}$: نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت j طی دوره ی $(0,T)$، ضربدر متغیر مصنوعی میانگین نسبت اتکای به بدهی شرکت j طی دوره ی $(0,T)$.

۸- مدل های پژوهش

در این پژوهش به منظور بررسی تأثیر چهار ویژگی خاص سازمانی بر رابطه ی سود و بازده، از مدل پایه ی زیر که نشان دهنده ی رابطه ی سود و بازده می‌باشد، استفاده شده است:

مدل پایه $$Y_{Tj} = \alpha_T + \beta_T Z_{Tj} + \varepsilon_{Tj}$$

سپس برای آزمون فرضیه های پژوهش از چهار مدل رگرسیونی استفاده شده است. مدل های مذکور در جدول (۱) نشان داده شده اند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

جدول ۱. مدل های رگرسیونی مورد استفاده جهت آزمون فرضیه های پژوهش

معرفی مدل	مدل
مدل ۱: مدل آزمون فرضیه ی اول	$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha I_T * Instd_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta I_T (Z_{Tj} * Instd_{Tj}) + \varepsilon_{Tj}$
مدل ۲: مدل آزمون فرضیه ی دوم	$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha P_T * PPEd_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta P_T (Z_{Tj} * PPEd_{Tj}) + \varepsilon_{Tj}$
مدل ۳: مدل آزمون فرضیه ی سوم	$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha N_T * Invd_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta N_T (Z_{Tj} * Invd_{Tj}) + \varepsilon_{Tj}$
مدل ۴: مدل آزمون فرضیه ی چهارم	$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha D_T * Debd_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta D_T (Z_{Tj} * Debd_{Tj}) + \varepsilon_{Tj}$

(مأخذ: چئونگ، ۱۹۹۹)

ضرایب به کار برده شده در چهار مدل فوق عبارتند از:

ضریب βI نشان دهنده ی تأثیر سهامداران نهادی بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب αI نشان دهنده ی تأثیر سهامداران نهادی بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می‌باشد.

ضریب βP نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب αP نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می‌باشد.

ضریب βN نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب αN نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می‌باشد.

ضریب βD نشان دهنده ی تأثیر میزان اتکای به بدهی بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب αD نشان دهنده ی تأثیر میزان اتکای به بدهی بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می‌باشد.

۹- یافته های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته ی این پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

جدول۲. آمار توصیفی مربوط به متغیر های مستقل و وابسته ی پژوهش

ردیف	نماد	نوع متغیر	میانگین (درصد)	میانه (درصد)	حداکثر (درصد)	حداقل (درصد)	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
۱	Y_{TJ}	وابسته	۲۲۷/۲۰۸	۱۹۴	۱۱۴۰	-۱۰۸۲	۲۳۸/۱۸۲	-۰/۳۱۵۵	۱۴/۸۸۶۴
۲	Z_{Tj}	مستقل	۱۵۲/۸۳۳	۹۹/۵	۱۷۱۶	-۲۳۶	۲۳۸/۲۷۶	۳/۵۵۹۵	۲۱/۸۴۹۱
۳	$Z_{Tj} * Instd_{Tj}$	مستقل	۱۲۰/۴۵۸	۰	۱۱۴۰	-۲۸	۱۸۴/۱۴۶	۲/۳۹۹۵	۱۱/۵۲۲
۴	$Z_{Tj} * PPEd_{Tj}$	مستقل	۹۴/۶۵۶	۰	۱۱۴۰	-۱۰۸۲	۲۱۰/۱۱۸	-۰/۱۲۴	۱۷/۸۹۷
۵	$Z_{Tj} * Invd_{Tj}$	مستقل	۱۱۵/۲۴۰	۱۷	۵۸۲	۰	۱۴۸/۸۹۴	۱/۱۴۹۴	۳/۳۴۳۳
۶	$Z_{Tj} * Debd_{Tj}$	مستقل	۸۳/۰۹۴	۰	۹۷۲	-۱۰۸۲	۱۹۸/۸۶۸	-۰/۶۴۰۳	۱۷/۹۵۱۲

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

همچنین آمار توصیفی مربوط به متغیر های مصنوعی پژوهش در جدول (۳) نشان داده شده است:

جدول ۳. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مصنوعی پژوهش

ردیف	نام متغیر	نماد	میانگین (درصد)	میانه (درصد)	حداکثر (درصد)	حداقل (درصد)	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
۱	میزان مالکیت سهامداران نهادی	*Instd*	۵۹/۸۵	۵۸	۹۲	۲۲	۱۷/۱۷۹۵	۰/۰۲۰۹	۲/۱۷۲۸
۲	میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت	*PPEd*	۲۴/۵۹	۲۱/۵	۶۲	۵	۱۴/۹۵۰۸	۰/۵۹۰۴	۲/۳۲۸۵
۳	میزان سرمایه گذاری در سهام سایرشرکتها	*Invd*	۷/۸۸	۳	۴۷	۱	۱۱/۱۷۱۳	۱/۸۲۵۱	۵/۴۹۷۷
۴	میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی	*Debd*	۱۹۶/۲۷	۱۰۷/۵	۱۶۹۷	۱۱	۲۴۵/۸۱۴	۳/۴۴۱۴	۱۸/۱۱۴۲

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

نتایج آزمون فرضیه ی اول پژوهش که توسط مدل اول پژوهش انجام گرفته است در جدول (۴) نشان داده شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه ی اول پژوهش توسط مدل اول پژوهش

Variable	*Coefficient*	*Std. Error*	*t-Statistic*	*p-value*
α	۰/۹۰۰۳۱۸	۱۷/۴۴۸۰۱	۰/۰۵۱۶۰۰	۰/۹۵۹۰
Z_{Tj}	۰/۶۳۲۹۸۱	۰/۰۵۰۴۹۶	۱۲/۵۳۵۲۹	۰/۰۰۰۰
$Instd_{Tj}$	-۱۴۵/۷۷۵۵	۲۷/۹۱۷۷۶	۵/۲۲۱۶۰۴ -	۰/۰۰۰۰
$(Z_{Tj}^* Instd_{Tj})$	۰/۶۷۲۴۵۱	۰/۰۸۶۵۴۸	۷/۷۶۹۶۹۵	۰/۰۰۰۰
R-squared (R^2)	*Adjusted R-squared*	*Durbin-Watson stat*	*F-statistic*	*p-value (F-statistic)*
۰/۸۴۵۹۰۹	۰/۸۴۰۸۸۴	۱/۷۹۹۶۸۰	۱۶۸/۳۵۰۲	۰/۰۰۰۰

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

در ابتدا لازم به ذکر است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر Z_{Tj} که نشان دهنده ی رابطه ی سود و بازده می‌باشد کوچکتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض وجود رابطه ی معنی دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است تأیید می‌شود. اما در مورد آزمون فرضیه ی اول پژوهش نتایج زیر بدست آمد:

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل $(Z_{Tj}^* Instd_{Tj})$ که مربوط به تأثیر گذاری میزان مالکیت سهامداران نهادی بر ضریب (شدت) رابطه ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر $Instd_{Tj}$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان مالکیت سهامداران نهادی بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده می‌باشد، کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 را رد می‌کنیم و این بدان معنی است که سهامداران نهادی تأثیری مثبت و معنی دار بر شدت رابطه ی سود و بازده و تأثیری منفی و معنی دار بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده دارند. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان مالکیت سهامداران نهادی، شدت رابطه ی سود و بازده نیز افزایش یابد. به این ترتیب فرضیه ی اول پژوهش پذیرفته می‌شود و همچنین لازم به ذکر است که این نتایج تأیید کننده ی فرضیه ی نظارت فعال در مورد نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه ی اول مطابق نتایج پژوهش های جنگ وکن (۲۰۰۲)، راجگوپال و همکاران

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

(۲۰۰۲)، ولوری و جنکینز (۲۰۰۶)، چانگ و همکاران (۲۰۰۵)، میدیاستوتی و مچفودز(۲۰۰۳) می باشد.

نتایج آزمون فرضیه ی دوم پژوهش که توسط مدل دوم پژوهش انجام گرفته است در جدول (۵) نشان داده شده است:

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه ی دوم پژوهش توسط مدل دوم پژوهش

Variable	*Coefficient*	*Std. Error*	*t-Statistic*	*p-value*
α	-۷۱/۳۵۷۳۷	۲۸/۳۰۴۷۰	-۲/۵۲۱۰۴۳	۰/۰۱۳۴
Z_{Tj}	۰/۹۳۶۴۶۵	۰/۰۸۶۱۳۷	۱۰/۸۷۱۷۹	۰/۰۰۰۰
$PPEd_{Tj}$	۴۴/۳۲۷۵۸	۳۵/۸۰۲۱۹	۱/۲۳۸۱۲۵	۰/۲۱۸۸
$(Z_{Tj}* PPEd_{Tj})$	-۰/۱۰۸۶۴۵	۰/۱۰۹۰۳۷	-۰/۹۹۶۴۰۲	۰/۳۲۱۷
R-squared (R^2)	***Adjusted R-squared***	***Durbin-Watson stat***	***F-statistic***	***p-value (F-statistic)***
۰/۷۴۸۶۱۷	۰/۷۴۰۴۲۰	۲/۰۲۹۹۷۹	۹۱/۳۲۵۱۴	۰/۰۰۰۰

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

در اینجا نیز لازم به ذکر است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر Z_{Tj} که نشان دهنده ی رابطه ی سود و بازده می‌باشد کوچکتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض وجود رابطه ی معنی دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است در این مدل نیز تأیید می‌شود. اما در مورد آزمون فرضیه ی دوم پژوهش نتایج زیر بدست آمد:

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل $(Z_{Tj}* PPEd_{Tj})$ که مربوط به تأثیر گذاری میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر ضریب (شدت) رابطه ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر $PPEd_{Tj}$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده می‌باشد، بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 را می‌پذیریم و این بدان معنی است که دارایی های ثابت تأثیری معنی دار بر رابطه ی سود و بازده ندارد. دلیل این امر را می‌توان در این دانست که سرمایه گذاران و سایر فعالان بازار سرمایه، اعتنایی به دارایی های ثابت و سود یا زیان تحقق نیافته ی ناشی از نگهداری آن ها ندارند. دلیل دیگر اینکه ممکن است سرمایه گذاران و فعالان بازار انتظار تحقق سود یا زیان های تحقق نیافته ی ناشی از نگهداری دارایی های ثابت را حتی در بلند مدت نداشته باشند. به هر حال نتایج حاصل از این مدل نشان

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

دهنده‌ی رد فرضیه ی دوم پژوهش است. این در حالی است که نتایج پژوهش چئونگ (۱۹۹۹) وجود ارتباطی منفی بین میزان دارایی های ثابت شرکت و رابطه ی سود و بازده را نشان می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه ی سوم پژوهش که توسط مدل سوم پژوهش انجام گرفته است در جدول (۶) نشان داده شده است:

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه ی سوم پژوهش توسط مدل سوم پژوهش

Variable	*Coefficient*	*Std. Error*	*t-Statistic*	*p-value*
α	-۱۰۰/۸۷۹۵	۱۰/۸۰۸۹۵	۹/۳۳۲۹۶۲ -	۰/۰۰۰۰
Z_{Tj}	۱/۰۸۰۸۶۸	۰/۰۴۴۷۰۹	۲۴/۱۷۵۸۸	۰/۰۰۰۰
$Invd_{Tj}$	۰/۷۵۶۰۴۳	۱۴/۱۷۵۷۴	۰/۰۵۳۳۳۴	۰/۸۶۲۷
$(Z_{Tj}* Invd_{Tj})$	-۰/۰۴۱۰۸۷	۰/۰۵۷۲۴۵	-۰/۷۱۷۷۴۶	۰/۵۲۴۹
R-squared (R^2)	*Adjusted R-squared*	*Durbin-Watson stat*	*F-statistic*	*p-value (F-statistic)*
۰/۹۳۳۷۴۸	۰/۹۳۰۸۰۴	۲/۱۱۱۳۸۸	۳۱۷/۱۱۴۱	۰/۰۰۰۰

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

در اینجا نیز لازم به ذکر است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر Z_{Tj} که نشان دهنده ی رابطه ی سود و بازده می‌باشد کوچکتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض وجود رابطه ی معنی‌دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است در این مدل نیز تأیید می‌شود. اما در مورد آزمون فرضیه ی سوم پژوهش نتایج زیر بدست آمد:

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل$(Z_{Tj}* Invd_{Tj})$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر ضریب (شدت) رابطه ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر $Invd_{Tj}$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده می‌باشد، بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 را می‌پذیریم و این بدان معنی است که سرمایه گذاری درسهام سایر شرکت ها تأثیری معنی دار بر رابطه ی سود و بازده ندارد. دلیل این امر را می‌توان در این دانست که سرمایه گذاران و سایر فعالان بازار سرمایه، اعتنایی به سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها و سود یا زیان تحقق نیافته ی ناشی از نگهداری آن ها

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

ندارند. دلیل دیگر اینکه با توجه به آمار توصیفی مربوط به این متغیر مشاهده می‌شود که میانگین نسبت سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها نسبت به کل دارایی ها برای شرکت‌های نمونه۷/۸۸ درصد می‌باشد و این نشان می‌دهد که حجم سرمایه گذاری ها در سهام سایر شرکت ها نسبت به کل دارایی های شرکت، کم اهمیت است ولذا احتمالاً قابلیت تأثیر گذاری بر نظر سرمایه گذاران را ندارد. به هر حال نتایج حاصل از این مدل نشان دهنده ی رد فرضیه ی سوم پژوهش است. این در حالی است که نتایج پژوهش چئونگ (۱۹۹۹) وجود ارتباطی منفی بین میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها و رابطه ی سود و بازده را نشان می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه ی چهارم پژوهش که توسط مدل چهارم پژوهش انجام گرفته است در جدول (۷) نشان داده شده است:

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه ی چهارم پژوهش توسط مدل چهارم پژوهش

Variable	*Coefficient*	*Std. Error*	*t-Statistic*	*p-value*
α	-۱۵۶/۹۸۳۵	۲۱/۳۲۱۴۹	/۳۶۲۶۹۱ -۷	۰/۰۰۰۰
Z_{Tj}	۱/۳۱۳۹۲۹	۰/۰۶۰۶۸۵	/۶۵۱۶۶ ۲۱	۰/۰۰۰۰
$Debd_{Tj}$	۱۴۹/۵۰۸۲	۲۵/۸۲۵۶۵	/۷۸۹۱۳۵ ۵	۰/۰۰۰۰
$(Z_{Tj}* Debd_{Tj})$	-۰/۷۶۳۸۷۱	۰/۰۷۷۳۸۸	/۸۷۰۷۰۴ -۹	۰/۰۰۰۰
R-squared (R^2)	*Adjusted R-squared*	*Durbin-Watson stat*	*F-statistic*	*p-value (F-statistic)*
۰/۸۷۸۲۸۲	۰/۸۷۴۳۱۳	۱/۹۴۶۹۳۲	/۲۸۲۶ ۲۲۱	۰/۰۰۰۰

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

در مورد این مدل نیز لازم به ذکر است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر Z_{Tj} که نشان دهنده ی رابطه ی سود و بازده می‌باشد کوچکتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض وجود رابطه‌ی معنی دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است در این مدل نیز تأیید می‌شود. اما در مورد آزمون فرضیه ی چهارم پژوهش نتایج زیر بدست آمد:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل $(Z_{Tj}* Debd_{Tj})$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی بر ضریب (شدت) رابطه ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر $Debd_{Tj}$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده می‌باشد، کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 را رد می‌کنیم و این بدان معنی است که میزان بدهی تأثیری معنی دار و معکوس بر شدت رابطه ی سود و بازده و تأثیری مثبت و معنی دار بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده دارد. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی، شدت رابطه ی سود و بازده کاهش یابد. به این ترتیب فرضیه ی چهارم پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه ی آزمون این فرضیه مطابق یافته های پژوهش های چئونگ (۱۹۹۹)، کولینز و کوتاری (۱۹۹۴)، استون و ژیوسکی (۱۹۸۹) و بیلینگز (۱۹۹۹) می‌باشد.

۱۰- خلاصه و نتیجه گیری

در این پژوهش چهار فرضیه ی اصلی مورد آزمون قرار گرفت. در فرضیه اول تأثیر میزان مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه ی سود و بازده، در فرضیه دوم تأثیر میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر رابطه ی سود و بازده، در فرضیه ی سوم تأثیر میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر رابطه ی سود و بازده و در فرضیه ی چهارم تأثیر میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی بر رابطه ی سود و بازده، مورد بررسی قرار گرفت. این چهار فرضیه با استفاده از چهار مدل رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفتند. در چهار مدل پژوهش، متغیر وابسته عبارت است از نرخ بازده ی شرکت طی دوره ی پژوهش (Y_{Tj})، در صورتی که متغیرهای مستقل با توجه به فرضیه ای که مورد بررسی قرار می‌گیرد متفاوت است. نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل اول، بیانگر وجود تأثیر مثبت و معنی دار میزان مالکیت نهادی بر شدت رابطه ی سود و بازده بود.نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل دوم، بیانگر عدم وجود تأثیر معنی دار میزان دارایی های ثابت بر رابطه ی سود و بازده بود، و به همین صورت نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل سوم، بیانگر عدم وجود تأثیر معنی دار میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر رابطه ی سود و بازده بود. و نهایتاً نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل چهارم، بیانگر وجود تأثیر معنی دار و معکوس میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدهی بر شدت رابطه ی سود و بازده بود.

به طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه ی سود و بازده برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، متأثر از ساختار مالکیت شرکت و شیوه ی تأمین

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مالی شرکت (از طریق سرمایه یا بدهی) می‌باشد، در حالی که ارتباطی روشن بین میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها با محتوای اطلاعاتی سود (رابطه ی سود و بازده) مشاهده نگردید.

۱۱- پیشنهادها

با توجه به نتایج به دست آمده در طی مراحل انجام پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱- با توجه به تأثیر مثبت سهامداران نهادی بر رابطه ی سود و بازده، پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران قبل از اتکا به سود گزارش شده ی شرکت ها جهت ارزیابی سهام آن ها، ساختار مالکیت شرکت ها را مورد بررسی قرار دهند و چنانچه می‌خواهند پیش بینی صحیحی از بازده ی سهام شرکت با استفاده ازسودهای گزارش شده داشته باشند، آن شرکت هایی را مورد توجه قرار دهند که میزان مالکیت سهامداران نهادی در آن ها بیشتر باشد.

۲- با عنایت به تأثیر معکوس بدهی ها بر رابطه ی سود و بازده، پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران قبل از اتکا به سود گزارش شده ی شرکت ها جهت ارزیابی سهام آن ها، میزان اتکای شرکت ها به تأمین مالی از طریق بدهی را مورد بررسی قرار دهند و چنانچه می‌خواهند پیش بینی صحیحی از بازده ی سهام شرکت با استفاده از سودهای گزارش شده داشته باشند، آن شرکت هایی را مورد توجه قرار دهند که میزان اتکای آن ها به تأمین مالی از طریق بدهی کمتر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

منابع

۱- تهرانی، رضا. طالب نیا، قدرت اله. جلیلی، صابر. (۱۳۸۵). "ارزیابی میزان اتکای معامله گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری در تصمیمات سرمایه گذاری". **تحقیقات مالی**. سال ۸. شماره ۲۱.

۲- دستگیر، محسن. (۱۳۸۱)."مبانی مدیریت مالی". تهران. انتشارات نوپردازان. جلد اول. چاپ اول.

۳- عرب صالحی، مهدی. ضیایی، محمدعلی. (۱۳۸۹). "ارتباط بین نظام راهبری و کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" . **فصلنامه حسابداری مالی**. سال دوم. شماره پنجم. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.

۴- ناظمی، امین. (۱۳۸۳). "بررسی نقش سود حسابداری و جریان های نقدی در سنجش عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **بررسی های حسابداری و حسابرسی**. سال یازدهم. شماره ۳۷.

5- Ali, Ashiq. Klasa, Sandy. and Oliver, Zhen.(2008). " Institutional Stakeholdings and Better-Informed Traders at Earnings Announcements**". Journal of Accounting and Economics**. Vol: 46. Issue:1. pp:47-61.

6- Atiase, R.K. (1987). "Market Implications of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects**". Journal of Accounting Research**. Vol 25. pp: 168-176.

7- Bhattacharya, Prasad. S. Graham, Michael .A. (2009). "On Institutional Ownership and Firm Performance: A Disaggregated View". **Journal of Multinational Financial Management**. Vol: 19. Issue:5. pp: 370-394.

8- Billings,B. (1999). "Revisiting The Relation Between The Default Risk of Debt and The Earnings Response Coefficients". **Accounting Review**. pp:509-522.

9- Bhojraj, S. and P.Sengupta. (2003). "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors". **Journal Business**. No: 76. pp: 455-475

10- Ball, R.J. Brown, P. (1968). "Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". **Journal of Accounting Research**. pp: 158-178.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

11- Charitou, a. clubb, c. and andreou, a. (2003). "the effect of earning permanence, growth and firm size on usefulness of cash flow and earning in explaning security returns: empirical evidence for the uk". **Journal of business finance and accounting**". June/july. pp: 563-594.

12- Chung, R. Firth, M. and Kim, J. (2005). "Earnings management, surplus free cash flow, andexternal monitoring". **Journal of Business Research**. No: 58. pp:766– 776.

13- Cheung, Joseph. Jeong-Bon Kim. and Jason Lee. (1999). "The Impact of Institutional Characteristics on Return-Earnings As sociations in Japan". **The international journal of accounting**. Vol 34. No 4. Pages: 571-596.

14- Collins, D.W. and S. P. Kothari. (1989). "An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients"**. Journal of Accounting and Economics**. No:11. pp:143 - 181.

15- Collins, D.W. S. P. Kothari. J. Shanken. and R.G. Sloan. (1994). "Lack of Timeliness and Noise as Explanations for the Low Contemporaneous return-earnings Association". **Journal of Accounting and Economics**.No:18. pp: 289 – 324.

16- Cornett, Marcia Millon. Marcus, Alan J. Saunders, Anthony. And Tehranian, Hassan. (2007). "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance". **Journal of Banking & Finance**. No: 31. pp:1771–1794.

17- Dechow, P.M. (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals". **Journal of Accounting and Economics**. No: 18. pp: 3 - 42.

18- Easton, P. D. and M. E. Zmijewski.(1989). "Cross-Sectional Variation in the Stock Market Responseto Accounting Earnings Announcements"**. Journal of Accounting and Economics**. No 11. pp: 117 -141.

19- Fan, J. Wong, T.J. (2002). "Corporate Ownership Structure and The Informativeness of Accounting Earnings in East Asia". **Journal of Accounting and Economics**. No: 33. pp: 401–425.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

20- Gillan, S.L. Starks, L.T. (2003). "A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence". **Contemporary finance digest**. Vol:13. No:2. pp 3-10.

21- Hall, C., Y. Hamao, and T. S. Harris.(1994)."A Comparison of Relations Between Security Market Prices, Returns and Accounting Measures in Japan and the United States". **Journal of InternationalFinancial Management and Accounting**. No 5. pp: 47-73.

22- Hodgson, A. and P. Stevenson-Clarke. (2000). "Earning, cash flows and returns: functional relations and the impact of firm size", **Journal of accounting**. Pp:215-226.

23- Heflin, F. and K, Shaw. (2000). "Blockholder Ownership and Market Liquidity". **Journal Finance Quant Anal**. No: 35. pp: 621-633.

24- Jang, K. and S.Y. Kown. (2002). "Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea". **The International Journal of Accounting**. No:37. pp:301-325.

25- Komandi, R.C. and R. Lipe. (1987). "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns". **Journal of Business**. No: 60. pp: 323 - 346.

26- Li, John. Q. and Yuan, Ding. (2008). " Institutional Effects on Information Content of US and French Management Earnings Forecasts: Evidence from Market Reactions and Analyst Revisions".**Advances in Accounting**. Vol: 24. Issue: 1. pp: 101-109.

27- Midiastuty, P. P. and Machfoedz, M. (2003). "Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba". **Simposium Nasional Akuntansi VI proceedings**.

28- Martinez, I. (2003). "The Impact of Firm Specific Attributes on Relevance in Earnings and Cash Flow". **Review of Accounting and Finance**. Vol 2. No 1.

29- Porter, M.E. (1992). "Capital Disadvantage: America,s Failing Capital Investment System". **Harvard Business Review**. Pp: 65-82.

30- Rajgopal, S. Venkatachalam, M. Jiambalvo, J.Is. (2002). "**Institutional Ownership Associated With Earnings Management and The Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings?**". Working paper. Stanford University.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

31- Velury, U. and D.S, Jenkins. (2006). "Institutional Ownership and The Quality of Earnings". **Journal of Business Research**. No: 59. pp:1043-1051.

32- Vasiliou, Dimitrios. Daskalakis, Nikolaos. (2009). " Institutional Characteristics and Capital Structure: A Cross-National Comparison". **Global Finance Journal**. Vol 19. Issue 3. pp:286-306.

33- Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. (1990)." Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective". **Accounting Review**. No: 65. pp:131-156.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]