

## بررسی تأثیر ویژگی های خاص سازمانی بر رابطه‌ی سود و بازده

دکتر داریوش فروغی\*

مسعود نادم\*\*

تاریخ پذیرش: ۸۹/۶/۲۲

تاریخ دریافت: ۸۹/۴/۱۰

### چکیده:

در این پژوهش تأثیر چهار ویژگی خاص سازمانی شرکت‌ها شامل میزان مالکیت سهامداران نهادی، میزان دارایی‌های ثابت نگهداری شده توسط شرکت، میزان سرمایه‌گذاری شرکت در سهام سایر شرکت‌ها و میزان انتکای به تأمین مالی از طریق بدھی بر رابطه‌ی سود و بازده‌ی آن‌ها بررسی شده است. منظور از رابطه‌ی سود و بازده در این پژوهش، توانایی نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت جهت توضیح تغییرات نرخ بازده‌ی هر سهم عادی شرکت طی دوره‌ی پژوهش می‌باشد.

جهت انجام این پژوهش، نمونه‌ای مشتمل بر ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران طی دوره‌ی 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 مدل‌ها در سطح خطای ۵٪ آزمون گردید. نتایج حاصل از آزمون مدل‌ها نشان داد که میزان سهامداران نهادی بر شدت رابطه‌ی سود و بازده تأثیری مثبت و معنی دار دارد. همچنین میزان انتکای شرکت به تأمین مالی از طریق بدھی بر شدت رابطه‌ی سود و بازده تأثیری معکوس و معنی دار دارد. در حالی که میزان دارایی‌های ثابت نگهداری شده توسط شرکت و همچنین میزان سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها بر رابطه‌ی 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

## 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 می توان در بیانیه ی مفهومی شماره 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 دهنگان 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» می باشد. نتایج پژوهش بال و برآون نشان داد که تغییرات قیمت سهام، با تغییرات سود همسو است (بال و برآون<sup>۱</sup>، ۱۹۶۸). اما این دو پژوهشگر همzمان به این نتیجه رسیدند که هر چند تغییرات قیمت سهام با تغییرات سود همسو می باشد اما به یک میزان نیست. این مسئله باعث شد که از آن زمان این سوال 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 می پذیرد، 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<sup>۲</sup> (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<sup>۳</sup> (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 عده ویژگی های عنوان شده در این پژوهش ها می توان به اندازه ی شرکت

<sup>1</sup>- Ball & Brown

<sup>2</sup>- Atiase

<sup>3</sup>- Martinez

(هادجسون و کلارک<sup>۱</sup> (۲۰۰۰)، کولینز و کوتاری<sup>۲</sup> (۱۹۸۹)، چاریتو و کلاب<sup>۳</sup> (۲۰۰۳)، ریسک سیستماتیک (کولینز و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۴)، استون و ژیوسکی<sup>۵</sup> (۱۹۸۹)، ثبات سود (کوماندی و لایپ<sup>۶</sup> (۱۹۸۷)، کولینز و کوتاری (۱۹۸۹)، نوع صنعت (دیچو<sup>۷</sup> (۱۹۹۴)، ناظمی<sup>۸</sup> (۱۳۸۳) و همچنین نوع کشور (هال و همکاران<sup>۹</sup> (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 رابطه‌ی سود و بازده مورد بررسی قرار دهد.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

پژوهش حاضر ابتدا کلیه‌ی عوامل معرفی شده در پژوهش‌های قبلی را به دو گروه دسته‌بندی می‌نماید که عبارتند از:

- ۱- ویژگی‌های خاص برونو سازمانی شرکت‌ها (مانند نوع کشور، نوع صنعت و ...)
- ۲- ویژگی‌های خاص درون سازمانی شرکت‌ها (مانند ثبات سود، ساختار سرمایه، ریسک مالی، مالکیت نهادی، حاکمیت شرکتی و ...).

و سپس با تأکید بر ویژگی‌های خاص درون سازمانی شرکت‌ها، با استفاده از نتایج پژوهش‌های گذشته و به خصوص با استفاده از نتایج پژوهش چنونگ<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۹)، با معرفی چهار ویژگی درون سازمانی زیر، به عنوان ویژگی‌های تأثیرگذار بر رابطه‌ی سود و بازده، به دنبال بررسی احتمال تأثیرگذاری این ویژگی‌ها 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 واسطه‌ی داشتن درصد بالای سهام با حق رأی شرکت به خوبی از توانایی نفوذ و اثر گذاری و نظارت بر سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت برخوردار هستند (گیلن و استارکس<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۳). در خصوص نقش نظارتی

<sup>1</sup>- Hodgson & Clarke

<sup>2</sup>- Collins & Kothari

<sup>3</sup> - Charitou & clubb

<sup>4</sup> - Collins, et al.

<sup>5</sup> - Easton & Zmijewski

<sup>6</sup> - Komandi & Lipe

<sup>7</sup> - Dechow

<sup>8</sup> - Hall, et al.

<sup>9</sup> - Cheung

<sup>10</sup> -Gillan & Starks

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

الف) فرضیه‌ی همگرایی منافع (منافع شخصی): بر اساس این فرضیه سهامداران نهادی دارای دیدگاه کوتاه مدت در سرمایه گذاری‌های خود هستند بدین معنی که بر سود‌های کوتاه مدت حاصل از سرمایه گذاری‌های خود تمرکز دارند که این باعث فشار بر مدیریت شرکت‌های سرمایه‌پذیر جهت نشان دادن سودهای جاری مناسب و احتمالاً دستکاری سود می‌گردد لذا استدلال می‌شود که در شرکت‌هایی که درصد بالایی از سهامشان در دست سهامداران نهادی است، رابطه‌ی سود و بازده ضعیف خواهد بود. به عبارت دیگر طبق فرضیه‌ی همگرایی منافع، مابین سطح مالکیت نهادی و شدت ارتباط سود و بازده می‌شود تا این رابطه‌ی منفی مورد انتظار است. این فرضیه براساس پژوهش‌های متعددی مورد تأیید قرار گرفته است که از جمله می‌توان به پژوهش‌های فان و وانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۲)، پورتر<sup>۲</sup> (۱۹۹۲)، هفلین و هفلین و شاو<sup>۳</sup> (۲۰۰۰)، بجراج و سنگوبتا<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) اشاره کرد.

ب) فرضیه‌ی نظارت فعال (نظارت کارآمد): در برابر دیدگاه قبلی عده‌ای 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 شرکت‌های سرمایه‌پذیر نظارت جدی می‌نمایند بنابراین حضور سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، 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 می‌شود. بنابراین طرفداران این فرضیه معتقدند که مابین سطح پژوهش‌های فراوانی نیز فرضیه نظارت فعال را مورد تأیید قرار داده اند که از جمله می‌توان به پژوهش‌های جنگ و کن<sup>۵</sup> (۲۰۰۲)، Rajgopal و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۲)، ولوری و جنکینز<sup>۷</sup> (۲۰۰۶)، چانگ و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۵)، میدیاستوتی و مچفودز<sup>۹</sup> (۲۰۰۳) اشاره نمود.

<sup>۱</sup> - Fan & Wong

<sup>۲</sup> - Porter

<sup>۳</sup> - Heflin & Shaw

<sup>۴</sup> - Bhojraj & Sengupta

<sup>۵</sup> - Jang & Kown

<sup>۶</sup> - Rajgopal et al.

<sup>۷</sup> - Velury, U. and D.S, Jenkins

<sup>۸</sup> - Chung, et al.

<sup>۹</sup> - Midiastuty & Machfoedz

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 ملاحظه‌ای بین ارزش‌های دفتری و منصفانه ی دارایی‌های ثابت وجود داشته باشد و اقدامی نیز جهت تجدید ارزیابی آن‌ها نگردد، این امر باعث می‌شود که میزانی سود یا زیان تحقق نیافته ی گزارش نشده ناشی از نگهداری این گونه دارایی‌ها برای شرکت‌ها وجود داشته باشد.

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

## ۳- میزان سرمایه گذاری شرکت در سهام سایر شرکت‌ها:

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

سرمایه گذاری شرکت در سهام سایر شرکت‌ها و شدت ارتباط سود و بازده، یک رابطه‌ی منفی مورد انتظار است.

#### ۴- میزان اتكای شرکت به تأمین مالی از طریق بدھی:

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

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

#### ۳- پیشینه پژوهش

از زمان پژوهش آتیاس تاکنون پژوهش‌های بسیاری در رابطه با عوامل مؤثر بر رابطه‌ی 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. آن‌ها ضمن پژوهش‌های خود متوجه شدند، که اندازه‌ی شرکت یک عامل مؤثر بر ضریب واکنش سود (همان شدت رابطه‌ی سود و بازده) شرکت به حساب نمی‌آید. کولینز و کوتاری (۱۹۸۹)، به بررسی شاخصه‌های مقطعی ضریب واکنش سود پرداختند و ضمن پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که اندازه‌ی شرکت در مورد ضریب واکنش سود توجیه توانمندی نمی‌تواند داشته باشد.

واتس و زیمرمن<sup>۱</sup> (۱۹۹۰)، به بررسی عوامل تأثیر گذار بر رابطه‌ی سود و بازده پرداختند. نتایج نشان داد که محتوای اطلاعاتی سود تحت تأثیر ویژگی اندازه‌ی شرکت قرار دارد. آن‌ها این گونه استدلال کردند که مدیران شرکت‌های بزرگ از لحاظ سیاسی حساس ترند و تمایل دارند که از طریق اقلام تعهدی سود شرکت را مدیریت نمایند و بدین وسیله هزینه‌های

<sup>۱</sup> - Watts & Zimmerman

سیاسی را کاهش دهنده، بنابر این هرچه اندازه‌ی شرکت بزرگ‌تر باشد رابطه‌ی سود و بازده ضعیف‌تر می‌شود.

هال و همکاران (۱۹۹۴)، در پژوهشی با استفاده از اطلاعات ۸ سال متولی شرکت‌ها به بررسی شدت رابطه‌ی قیمت بازار سهام با ارقام حسابداری و به خصوص با سود‌های گزارش شده در شرکت‌های ژاپنی و آمریکایی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که قیمت بازار سهام برای اکثر شرکت‌های ژاپنی دهه‌ی ۱۹۸۰ نسبت به شرکت‌های آمریکایی دارای ارتباط ضعیف‌تری با اطلاعات حسابداری مندرج در صورت‌های مالی و به خصوص سود‌های گزارش شده می‌باشد که این امر نشان دهنده‌ی تأثیر نوع کشور بر رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد.

بیلینگز<sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر درجه‌ی اهرم مالی بر رابطه‌ی سود و بازده پرداخت. وی به این نتیجه رسید که اهرم مالی یکی از عوامل اثر گذار بر رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد، به این ترتیب که اهرم بالاتر منجر به انتخاب رویه‌های حسابداری خاص جهت بیشتر نشان دادن سود (مدیریت سود) می‌گردد. لذا هر چه اهرم بزرگ‌تر باشد رابطه‌ی سود و بازده ضعیف‌تر می‌گردد.

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

جنگ و کن (۲۰۰۲)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود در کشور کره‌ی جنوبی پرداختند. بر اساس یافته‌های آن‌ها، علی‌رغم آن که بنابر دلایلی از قبیل عدم مهارت، حضور مفت سواران و رابطه با مدیریت، سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذاران بزرگ ممکن است انگیزه‌ای برای نظارت نداشته باشند، ولی همزمان با افزایش حضور سهامداران نهادی محتوای سود نیز افزایش می‌یابد و به عبارت دیگر رابطه‌ی سود و بازده قوی‌تر می‌شود. این نتایج در ارتباط با حضور سهامداران نهادی را می‌توان تأیید فرضیه‌ی نظارت فعلی دانست.

<sup>۱</sup> - Billings

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 ای مفاهیم شماره ۲ هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (شامل ارزش پیش بینی کنندگی، بی طرفی، به موقع بودن و ارائه ای صادقانه) را بررسی نمودند. برای عملیاتی کردن ارائه ای صادقانه، ایشان از همبستگی بین سود و بازده ای سهام یا همان محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند. یافته های پژوهش وجود رابطه ای مستقیم بین سطح سرمایه گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تأیید نمود؛ بدین معنی که با افزایش سطح سهامداران نهادی، رابطه ای سود و بازده بهبود می یابد.

کرنت و همکاران<sup>۱</sup> (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 ای 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 ای 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 ای مثبتی با محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی دارند.

علی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، با تأکید بر فرضیه ای همگرایی منافع در مورد سهامداران نهادی، بیان می دارند که حضور سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت باعث می شود که اطلاعات مربوط به سود شرکت قبل از گزارش رسمی آن، توسط سهامداران نهادی در درون شبکه ای سهامداران توزیع شود که این باعث واکنش بازار نسبت به این اطلاعات قبل از گزارش رسمی آن خواهد شد و این امر منجر به تعديل قیمت سهام و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده می گردد.

لی و دینگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۸)، به مقایسه ای میزان تأثیرات ویژگی های سازمانی بر محتوای اطلاعاتی سودهای پیش بینی شده توسط مدیران شرکت های آمریکایی و فرانسوی پرداختند. آن ها ابتدا بیان می دارند که با آن که کشور های آمریکا و فرانسه هر دو از کشورهای با اقتصاد

<sup>۱</sup> -Cornett, et al.

<sup>۲</sup> -Ali, et al.

<sup>۳</sup> -Li & Ding

بسیار توسعه یافته می‌باشند اما تفاوت محیط اجتماعی، سیاسی، فرهنگی و حکومتی دو کشور باعث تفاوت در ویژگی‌های سازمانی و در نتیجه سیستم‌های حسابداری واحد‌های اقتصادی در دو کشور گردیده است. آن‌ها سپس بر اساس دو ویژگی نوع صنعت و اندازه‌ی شرکت، شرکت‌های انتخابی خود را انطباق داده و نهایتاً نشان می‌دهند که سود‌های پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت‌های فرانسوی دارای محتوای اطلاعاتی کمتری نسبت به شرکت‌های آمریکایی می‌باشند.

واسیلیو و داسکالاکیس<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، به بررسی تأثیر ویژگی‌های سازمانی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها در یونان پرداختند. آن‌ها ابتدا ویژگی‌های سازمانی شرکت‌ها در یونان را تعریف کردند سپس انواع ساختار سرمایه‌ی را معین نموده و نهایتاً نشان دادند که ویژگی‌های سازمانی تأثیری بر طرز تفکر و نگرش مدیران مالی شرکت‌ها در زمان تصمیم‌گیری در مورد شیوه‌ی تأمین مالی ندارد.

باتاچاریا و گراهام<sup>۲</sup> (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها در فنلاند پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود از یک رویکرد سیستمی برای بررسی رابطه‌ی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت استفاده نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که استفاده‌ی بیشتر سهامداران نهادی از حق رأی خود در تصمیم‌های شرکت، منجر به تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت می‌گردد. همچنین به این نتیجه رسیدند که سهامداران انفرادی بر عملکرد شرکت اثرگذار نمی‌باشند.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش در پی روشن ساختن این مسئله است که آیا چهار ویژگی خاص درون سازمانی شرکت‌ها شامل میزان مالکیت نهادی، میزان سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت، میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و میزان اتكای به تأمین مالی از طریق بدھی بر رابطه‌ی سود و بازده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است یا خیر. لذا فرضیه‌های این پژوهش به گونه‌ی زیر صورت بندی شده‌اند:

**فرضیه‌ی اول:** درصد سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت، بر رابطه‌ی سود و بازده تأثیر دارد.

<sup>1</sup>-Vasiliou & Daskalakis

<sup>2</sup>- Bhattacharya & Graham

**فرضیه‌ی دوم:** میزان دارایی‌های ثابت نگهداری شده توسط شرکت، بر رابطه‌ی سود و بازده تأثیر دارد.

**فرضیه‌ی سوم:** میزان سرمایه‌گذاری شرکت در سهام سایر شرکت‌ها، بر رابطه‌ی سود و بازده تأثیر دارد.

**فرضیه‌ی چهارم:** میزان اتكای شرکت به تأمین مالی از طریق بدھی، بر رابطه‌ی سود و بازده تأثیر دارد.

## ۵- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که به صورت تجربی به بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص سازمانی بر رابطه‌ی سود و بازده می‌پردازد. از طرف دیگر این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است و تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور آزمون معنی دار بودن مدل رگرسیون از آماره‌ی  $F$  برای آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون از آماره‌ی  $t$  استفاده شده است. همچنین در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض نرمال بودن توزیع مانده‌ها از روش رسم هیستوگرام، برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خود همبستگی مانده‌ها از آزمون برویش-گادفری و آزمون دوربین-واتسون و نهایتاً برای بررسی برقرار بودن فرض عدم وجود ناهمسانی واریانس مانده‌ها از آزمون وایت استفاده شده است.

## ۶- جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۷ است. در این پژوهش جهت انتخاب نمونه آماری از روش انتخاب هدفمند استفاده شد. بدین معنی که شرکت‌ها با توجه به ویژگی‌های زیر انتخاب شدند:

- شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و لیزینگ نباشند.
- تا پایان سال ۱۳۸۷، در بورس اوراق بهادر تهران پذیرفته شده باشند.
- در طول دوره‌ی مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- در طی دوره‌ی پژوهش، معاملات سهام آن‌ها متوقف نشده باشد.
- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

- دارای چهار ویژگی مورد نظر این پژوهش باشند (یعنی در آنها اقلامی چون سهامداران نهادی، سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها، دارایی ثابت و بدھی وجود داشته باشد). با توجه به مجموع شرایط یاد شده تعداد ۹۶ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۸۰ به عنوان نمونه‌ی آماری انتخاب شدند. اطلاعات مربوط به این شرکت‌ها با استفاده از نرم افزارهای داده پرداز و ره آوردنوین استخراج گردید و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار آماری *Eviews* انجام شد.

## ۷- متغیرهای پژوهش

اجزای تشکیل دهنده‌ی مدل پایه‌ی پژوهش (رابطه‌ی ۱) عبارت است از:

$Z_{Tj}$  : نشان دهنده‌ی 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 سرمایه‌گذاری فرضی سودهای تقسیمی با نرخ سود بدون ریسک  $(17\%)$  می‌باشد. این متغیر از رابطه‌ی زیر بدست می‌آید:

(۱)

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

:  $Y_{Tj}$  نشان دهنده‌ی نرخ بازده هر سهم شرکت  $j$  برای فاصله زمانی  $(0, T)$ ، با این فرض که سود سهام پرداخت شده در تاریخهای  $t = 1, 2, \dots, T-1$  مجدداً با نرخ سود بدون ریسک سرمایه‌گذاری گردند. این متغیر از رابطه‌ی زیر به دست می‌آید:

(۲)

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

در دو رابطه‌ی فوق متغیرهای 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 دوره‌ی پژوهش)

$T$  : قیمت هر سهم عادی شرکت  $j$  در زمان

$R_F$  : نرخ سود بدون ریسک

در این پژوهش به منظور بررسی تأثیر درصد سهامداران نهادی، میزان دارایی های ثابت، میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها و میزان بدھی 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 اتكای قابل ملاحظه ی شرکت به تأمین مالی از طریق بدھی 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  $(0, T)$ ، ضرب در متغیر مصنوعی میانگین نسبت اتكای به بدھی 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 می باشد، استفاده شده است:

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

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

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

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

(مأخذ: چنونگ، ۱۹۹۹)

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

ضریب  $\beta I$  نشان دهنده ی تأثیر سهامداران نهادی بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب  $\alpha I$  نشان دهنده ی تأثیر سهامداران نهادی بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می باشد.

ضریب  $\beta P$  نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب  $\alpha P$  نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می باشد.

ضریب  $\beta N$  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  $\alpha N$  نشان دهنده ی تأثیر میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت ها بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می باشد.

ضریب  $\beta D$  نشان دهنده ی تأثیر میزان انتکای به بدھی بر شیب (شدت) رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) و ضریب  $\alpha D$  نشان دهنده ی تأثیر میزان انتکای به بدھی بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده (رابطه ی ۱) می باشد.

## ۹- یافته های پژوهش

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

جدول ۲. آمار توصیفی مربوط به متغیر های مستقل ووابسته 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 شهارداران 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 سایر شرکتها	$Invd$	۷/۸۸	۳	۴۷	۱	۱۱/۱۷۱۳	۱/۸۲۵۱	۵/۴۹۷۷
۴	میزان احکای به تأمین مالی از طریق بدھی	$Debd$	۱۹۶/۲۷	۱۰۷/۵	۱۶۹۷	۱۱	۲۴۵/۸۱۴	۳/۴۴۱۴	۱۸/۱۱۴۲

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

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

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش توسط مدل اول پژوهش

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
$\alpha$	.۰۹۰۰۳۱۸	.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
$R\text{-squared } (R^2)$	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 دهنده‌ی رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد کوچکتر از  $0/05$  است، لذا فرض وجود رابطه‌ی معنی دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است تأیید می‌شود. اما در مورد آزمون فرضیه‌ی 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) رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر  $Instd_{Tj}$  که مربوط به تأثیر گذاری میزان مالکیت سهامداران نهادی بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد، کمتر از  $0/05$  است، لذا در سطح  $95$  درصد فرض  $H_0$  را رد می‌کنیم و این بدان معنی است که سهامداران نهادی تأثیری مثبت و معنی دار بر شدت رابطه‌ی سود و بازده و تأثیری منفی و معنی دار بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده دارند. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان مالکیت سهامداران نهادی، شدت رابطه‌ی سود و بازده نیز افزایش یابد. به این ترتیب فرضیه‌ی اول پژوهش پذیرفته می‌شود و همچنین لازم به ذکر است که این نتایج تأیید کننده‌ی فرضیه‌ی نظرارت فعل در مورد نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی اول مطابق نتایج پژوهش‌های جنگ و کن (۲۰۰۲)، راجگوپال و همکاران

(۲۰۰۳)، میدیاستوتی و مچفودز (۲۰۰۵)، چانگ و همکاران (۲۰۰۶)، ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) 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
$\alpha$	-۷۱/۲۵۷۳۷	۲۸/۳۰۴۷۰	-۴/۵۲۱۰۴۳	.۰/۰۱۳۴
$Z_{Tj}$	.۰/۹۲۶۴۶۵	.۰/۰۸۶۱۳۷	۱۰/۸۷۱۷۹	.۰/۰۰۰۰
$PPEd_{Tj}$	۴۴/۳۲۷۵۸	۳۵/۸۰۲۱۹	۱/۲۲۸۱۲۵	.۰/۲۱۸۸
$(Z_{Tj}^* PPEd_{Tj})$	-۰/۱۰۸۶۴۵	.۰/۱۰۹۰۳۷	-۰/۹۹۶۴۰۲	.۰/۲۲۱۷
<i>R-squared</i> ( $R^2$ )	<i>Adjusted R-squared</i>	<i>Durbin-Watson stat</i>	<i>F-statistic</i>	<i>p-value</i> ( <i>F-statistic</i> )
.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 می باشد کوچکتر از  $0/05$  است، لذا فرض وجود رابطه ی معنی دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است در این مدل نیز تأیید می شود. 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 می باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر  $PPEd_{Tj}$  که مربوط به تأثیر گذاری میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بر عرض از مبدأ رابطه ی سود و بازده می باشد، بیشتر از  $0/05$  است، لذا در سطح  $95\%$  درصد فرض  $H_0$  را می پذیریم و این بدان معنی است که دارایی های ثابت تأثیری معنی دار بر رابطه ی سود و بازده ندارد. دلیل این امر را می توان 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

دهنده‌ی رد فرضیه‌ی دوم پژوهش است. این در حالی است که نتایج پژوهش چئونگ (۱۹۹۹) وجود ارتباطی منفی بین میزان دارایی‌های ثابت شرکت و رابطه‌ی سود و بازده را نشان می‌دهد.

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

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه‌ی سوم پژوهش توسط مدل سوم پژوهش

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
$\alpha$	-۱۰۰/۸۷۹۵	۱۰/۸۰۸۹۵	۹/۳۳۲۹۶۲	+/****
$Z_{Tj}$	۱/۰۸۰۸۶۸	۰/۰۴۴۷۰۹	۲۴/۱۷۵۸۸	+/****
$Invd_{Tj}$	۰/۷۵۶۰۴۳	۱۴/۱۷۵۷۴	۰/۰۵۲۲۳۴	+/۸۶۲۷
$(Z_{Tj} * Invd_{Tj})$	-۰/۰۴۱۰۸۷	۰/۰۵۷۲۴۵	-۰/۷۱۷۷۷۴۶	+/۵۲۴۹
<i>R-squared</i> ( $R^2$ )	<i>Adjusted R-squared</i>	<i>Durbin-Watson stat</i>	<i>F-statistic</i>	<i>p-value</i> ( <i>F-statistic</i> )
۰/۹۳۳۷۴۸	۰/۹۳۰۸۰۴	۲/۱۱۱۳۸۸	۳۱۷/۱۱۴۱	+/****

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

در اینجا نیز لازم به ذکر است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر  $Z_{Tj}$  که نشان دهنده‌ی رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد کوچکتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض وجود رابطه‌ی معنی‌دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است در این مدل نیز تأیید می‌شود. اما در مورد آزمون فرضیه‌ی 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 سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها بر ضریب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر  $Invd_{Tj}$  که مربوط به تأثیرگذاری میزان سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها بر عرض از مبدأ رابطه‌ی 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 سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها تأثیری معنی‌دار بر رابطه‌ی سود و بازده ندارد. دلیل این امر را می‌توان در این دانست که سرمایه‌گذاران و سایر فعالان بازار سرمایه، اعتنایی به سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و سود یا زیان تحقق نیافته‌ی ناشی از نگهداری آن‌ها

ندارند. دلیل دیگر اینکه با توجه به آمار توصیفی مربوط به این متغیر مشاهده می‌شود که میانگین نسبت سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت‌ها نسبت به کل دارایی‌ها برای شرکت‌های نمونه ۷/۸۸ درصد می‌باشد و این نشان می‌دهد که حجم سرمایه گذاری‌ها در سهام سایر شرکت‌ها نسبت به کل دارایی‌ها شرکت، کم اهمیت است ولذا احتمالاً قابلیت تأثیر گذاری بر نظر سرمایه گذاران را ندارد. به هر حال نتایج حاصل از این مدل نشان دهنده‌ی رد فرضیه‌ی سوم پژوهش است. این در حالی است که نتایج پژوهش چئونگ (۱۹۹۹) وجود ارتباطی منفی بین میزان سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و رابطه‌ی سود و بازده را نشان می‌دهد.

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

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه‌ی چهارم پژوهش توسط مدل چهارم پژوهش

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
$\alpha$	-۱۵۶/۹۸۲۵	۲۱/۳۲۱۴۹	/۳۶۲۶۹۱ -۷	.۰۰۰۰
$Z_{Tj}$	۱/۳۱۳۹۲۹	.۰/۰۶۰۶۸۵	/۶۵۱۶۶ ۲۱	.۰۰۰۰
$Debd_{Tj}$	۱۴۹/۵۰۸۲	۲۵/۸۲۵۶۵	/۷۸۹۱۳۵ ۵	.۰۰۰۰
$(Z_{Tj} * Debd_{Tj})$	-۰/۷۶۳۸۷۱	.۰/۰۷۷۳۸۸	/۸۷۰۷۰۴ -۹	.۰۰۰۰
<b>R-squared (<math>R^2</math>)</b>	<b>Adjusted R-squared</b>	<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>F-statistic</b>	<b>p-value (F-statistic)</b>
۰/۸۷۸۲۸۲	۰/۸۷۴۲۱۳	۱/۹۴۶۹۳۲	/۲۸۲۶ ۲۲۱	.۰۰۰۰

(مأخذ: محاسبات پژوهشگر)

در مورد این مدل نیز لازم به ذکر است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر  $Z_{Tj}$  که نشان دهنده‌ی رابطه‌ی 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 فرضیه‌ی چهارم پژوهش نتایج زیر بدست آمد:

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل ( $Z_{Tj}^*$ ) که مربوط به تأثیرگذاری میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدھی بر ضریب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد، و همچنین احتمال مربوط به متغیر  $Debd_{Tj}$  که مربوط به تأثیرگذاری میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدھی بر عرض از مبدأ رابطه‌ی 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 بدھی تأثیری معنی دار و معکوس بر شدت رابطه‌ی سود و بازده و تأثیری مثبت و معنی دار بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده دارد. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدھی، شدت رابطه‌ی سود و بازده کاهش یابد. به این ترتیب فرضیه‌ی چهارم پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه مطابق یافته‌های پژوهش‌های چونگ (۱۹۹۹)، کولینز و کوتاری (۱۹۹۴)، استون و ژیوسکی (۱۹۸۹) و بیلینگز (۱۹۹۹) می‌باشد.

#### ۱۰- خلاصه و نتیجه گیری

در این پژوهش چهار فرضیه‌ی اصلی مورد آزمون قرار گرفت. در فرضیه‌ی اول تأثیر میزان مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه‌ی سود و بازده، در فرضیه‌ی دوم تأثیر میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر رابطه‌ی سود و بازده، در فرضیه‌ی سوم تأثیر میزان سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها بر رابطه‌ی سود و بازده و در فرضیه‌ی چهارم تأثیر میزان اتکای به تأمین مالی از طریق بدھی بر رابطه‌ی 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 بازده‌ی شرکت طی دوره‌ی پژوهش ( $Y_{Tj}$ )، در صورتی که متغیرهای مستقل با توجه به فرضیه‌ای 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 رابطه‌ی سود و بازده بود. نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل دوم، بیانگر عدم وجود تأثیر معنی دار میزان دارایی‌های ثابت بر رابطه‌ی سود و بازده بود، و به همین صورت نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل سوم، بیانگر عدم وجود تأثیر معنی دار میزان سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها بر رابطه‌ی 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 بدھی بر شدت رابطه‌ی سود و بازده بود.

به طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه‌ی سود و بازده برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، متأثر از ساختار مالکیت شرکت و شیوه‌ی تأمین

مالی شرکت (از طریق سرمایه یا بدھی) می‌باشد، در حالی که ارتباطی روش بین میزان سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت و سرمایه گذاری در سهام سایر شرکت‌ها با محتوای اطلاعاتی سود (رابطه‌ی 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:

- با توجه به تأثیر مثبت سهامداران نهادی بر رابطه‌ی سود و بازده، پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران قبل از اتکا به سود گزارش شده‌ی شرکت‌ها جهت ارزیابی سهام آن‌ها، ساختار مالکیت شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند و چنانچه می‌خواهند پیش‌بینی صحیحی از بازده‌ی سهام شرکت با استفاده از سودهای گزارش شده داشته باشند، آن شرکت‌هایی را مورد توجه قرار دهند که میزان مالکیت سهامداران نهادی در آن‌ها بیشتر باشد.
- با عنایت به تأثیر معکوس بدھی‌ها بر رابطه‌ی سود و بازده، پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران قبل از اتکا به سود گزارش شده‌ی شرکت‌ها جهت ارزیابی سهام آن‌ها، میزان اتکای شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بدھی را مورد بررسی قرار دهند و چنانچه می‌خواهند پیش‌بینی صحیحی از بازده‌ی سهام شرکت با استفاده از سودهای گزارش شده داشته باشند، آن شرکت‌هایی را مورد توجه قرار دهند که میزان اتکای آن‌ها به تأمین مالی از طریق بدھی کمتر است.

## منابع

- ۱- تهرانی، رضا. طالب نیا، قدرت الله. جلیلی، صابر. (۱۳۸۵). "ارزیابی میزان اتكای معامله گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری". *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. Klassa, 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.

- 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 explaining 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, and external 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 Response to 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.

- 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 International Financial 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- Midastiuty, P. P. and Machfoedz, M. (2003). "Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba". **Simpposium 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.

- 
- 
- 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- Vasilios, 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.