

بررسی تأثیر منابع تأمین مالی و میزان تمرکز سهامداران بر واکنش بازار بورس تهران به سودهای گزارش شده شرکت‌ها

مصطفی کریمزاده^۱

استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصادی
دانشگاه فردوسی مشهد (مسئول مکاتبات)

محمد نوروزی^۲

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد
اسلامی واحد مبارکه و مدرس دانشگاه

مسعود نادم^۳

کارشناس ارشد حسابداری و عضو هیئت علمی
دانشگاه پیامنور ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۸/۳

چکیده

در این پژوهش به بررسی تأثیر منبع تأمین مالی شرکت و میزان تمرکز سهامداران آن بر واکنش بازار به سودهای گزارش شده توسط شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. در بررسی تأثیرگذاری منبع تأمین مالی، هدف پژوهش یافتن پاسخ برای این سوال اساسی است که آیا میزان انکای شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بدھی بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده توسط آن‌ها تأثیرگذار است؟ هم‌چنین منظور از بررسی تأثیرگذاری تمرکز سهامداران، بررسی نقش و تأثیر مالکین نهادی بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده توسط شرکت است.

جهت انجام این پژوهش، نمونه‌ای مشتمل بر ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی

۱- نویسنده مسئول:

m.Karimzedeh@um.ac.ir

2- Noroozi_1451@yahoo.com

3- Masoud_Nadem@yahoo.com

دوره‌ی زمانی ۱۰ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۰) انتخاب و بررسی گردید. در پژوهش حاضر، جهت بررسی تأثیرگذاری روش تأمین مالی و تمرکز مالکیت شرکت بر واکنش بازار به سودهای گزارش شده، از روش اقتصاد سنجی داده‌های تابلویی استفاده گردید.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که منبع تأمین مالی بر واکنش بازار به سودهای گزارش شده تأثیری معنی دار دارد به طوری که با افزایش میزان اتكای شرکت به تأمین مالی از طریق بدھی واکنش بازار به سودهای گزارش شده کاهش می‌یابد. هم‌چنین نتایج نشان داد که میزان تمرکز سهامداران بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده تأثیری معنی دار دارد به طوری که با افزایش تمرکز سهامداران واکنش بازار به سودهای گزارش شده شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: سود گزارش شده، روش تأمین مالی، تمرکز مالکیت، مالکین نهادی، تأمین مالی از طریق بدھی
طبقه بندی JEL: E11

The Effect of Resources Financing and Interlocking Stockholders on the Tehran Stock Exchange Market's Response to Reported Earnings of Companies

Mostafa Karimzadeh

Assistant Professor of Ferdowsi University of Mashhad

Mohammad Noruzi

Lecturer of Islamic Azad University of Mobarakeh

Masud Nadem

Lecturer of Payame Noor of Iran University

Resivd: 11 Apr 2012

Accept: 24 Oct 2012

Abstract

This study examines the impact of resource financing and interlocking stockholders on the Tehran Stock Exchange market response on reported earnings among companies listed on Tehran Stock Exchange. The aim of this research is to answer the fundamental question, whether the amount of reliance of companies on debt financing has effect on market response on their reported earnings or not? In this research, in order to investigate of the impact of interlocking stockholders, we examine the role and impact of institutional owners on market response on reported earnings.

The research sample consists of 96 companies listed in Tehran Stock Exchange

during the period 2002 to 2011. For investigating the impact of resource financing and interlocking stockholders on the market response on reported earnings, econometric panel data approaches were used.

The result of testing hypothesis shows that the resource financing has a negative significant effect on market response on earnings so that with increasing reliance of companies on debt financing the market response on earnings is reduced. The results also show that the interlocking stockholders has a positive significant effect on market response on earnings so with increasing presence of interlocking stockholders, market response on earnings will increase too.

Keywords: Resource Financing, Interlocking Stockholders, Institutional Shareholders, Debt Financing

JEL Classification: J44, E11

۱. مقدمه

سودمندی و محتوای اطلاعاتی اعداد و ارقام ارائه شده در صورت‌های مالی که محصول نهایی فرآیند حسابداری است یکی از بحث انگیزترین مباحث در مخالف علمی حسابداری بوده است. در واقع ریشه‌ی این مسئله را می‌توان در بیانیه‌ی مفهومی شماره‌ی یک هیأت استانداردهای حسابداری مالی مشاهده کرد. طبق این بیانیه، اولین و مهم‌ترین هدف گزارش‌گری مالی عبارت است از ارائه‌ی اطلاعاتی که برای سرمایه‌گذاران و اعتبار دهنده‌گان حاضر و بالقوه و سایر استفاده کنندگان جهت اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، اعتبار دهی و سایر تصمیم‌های مشابه، سودمند باشد. یکی از سودمندترین اطلاعات حسابداری، رقم «سود حسابداری» می‌باشد. بال و براون نشان دادند که تغییرات قیمت سهام، با تغییرات سود همسو است (Ball & Brown, 1986). اما این دو محقق هم‌مان به این نتیجه نیز 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 سوال که آیا تغییرات قیمت سهام، علاوه بر تغییرات سود حسابداری از متغیرهای دیگری نظری صنعت، ترکیب سرمایه‌ی شرکت، سهم بازار فروش محصولات و... تأثیر می‌پذیرد، ذهن فعالان بازار و هم‌چنین پژوهش‌گران را به خود مشغول کند (تهرانی و همکاران، ۱۳۸۵).

در این رابطه می‌توان این گونه ادعا کرد که چنان‌چه سایر عوامل (نظری صنعت، ترکیب سرمایه و...)، رابطه‌ی معناداری با ارزشیابی تصمیم‌گیرنده داشته باشند، آن گاه مربوط بودن «سود حسابداری» کاهش خواهد یافت (واکنش بازار به سود گزارش شده کاهش خواهد یافت). اما اگر سایر اطلاعات، مربوط به تصمیم تلقی نشده، اثر «سود حسابداری» افزایش خواهد یافت (واکنش

بازار به سود گزارش شده افزایش خواهد یافت). بنابراین می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که تأثیر رقم «سود حسابداری» بر تصمیم فعالان بازار سرمایه و در نتیجه واکنش بازار نسبت به سود گزارش شده از درجه‌ی مربوط بودن سایر اطلاعات در دسترس تصمیم گیرنده، متأثر خواهد بود (برری، ۱۳۷۲).

با توجه به مطالب فوق و با در نظر گرفتن نتایج پژوهش‌های انجام گرفته در ارتباط با موضوع حاضر، این پژوهش در صدد آن است که تأثیر دو عامل درون سازمانی شرکت‌ها یعنی منابع تأمین مالی و میزان تمرکز سهامداران را بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده مورد بررسی قرار دهد.

مقاله حاضر از شش قسمت تشکیل شده است. در قسمت دوم مطالعات تجربی ملاحظه می‌گردد. سپس در قسمت سوم مبانی نظری تحقیق ارایه می‌شود و آنگاه در قسمت چهارم، روش تحقیق توضیح داده می‌شود. برآوردهای تحقیق با استفاده از تکنیک داده‌های تابلویی در قسمت پنجم صورت می‌گیرد. نتیجه‌گیری و پیشنهادات نیز قسمت ششم را تشکیل می‌دهد.

۲. پیشنهای تحقیق

پژوهش‌های فراوانی جهت تعیین عوامل اثرگذار بر محتوای اطلاعاتی سود انجام گرفته است و هر یک نیز عواملی را معرفی نموده اند. در قسمت زیر تحقیقات صورت گرفته در خصوص این موضوع در قالب مطالعات خارجی و مطالعات داخلی طبقه‌بندی و ارایه می‌گردد.

۱-۲. مطالعات خارجی

آتیاس^۱ (۱۹۸۷) در جریان پژوهش خود به این نتیجه رسید که ویژگی‌های سازمانی شرکت‌ها در پیش‌بینی بازدهی سهام مؤثر است. ذکر این نکته ضروری است که تحقیق وی باعث باز شدن باب جدیدی در این زمینه شد و از زمان پژوهش آتیاس تاکنون تحقیقات بسیاری در رابطه با عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری انجام گرفته است.

1- Atiase

استون و ژیوسکی^۱ (۱۹۸۹) در پژوهشی به بررسی تغییرات مقطعي واکنش بازار به سودهای گزارش شده پرداختند. آن‌ها به اين نكته دست یافتند، که اندازه‌ی شركت يك عامل مؤثر بر ضريب واکنش سود (همان محتوای اطلاعاتی سود) شركت به حساب نمی‌آيد. کولینز و کوتاری^۲ (۱۹۸۹) به بررسی شاخصه‌های مقطعي ضريب واکنش سود پرداختند و به اين نتیجه رسیدند که اندازه‌ی شركت در مورد ضريب واکنش سود توجيه توامندی نمی‌تواند داشته باشد.

واتس و زیمرمن^۳ (۱۹۹۰) به بررسی عوامل تأثیرگذار بر محتوای اطلاعاتی سود پرداختند. نتایج آنها نشان داد که محتوای اطلاعاتی سود تحت تأثیر ویژگی اندازه‌ی شركت قرار دارد. آن‌ها اين گونه استدلال کردند که مدیران شركت‌های بزرگ از لحاظ سیاسی حساس‌ترند و تمایل دارند که از طریق اقلام تعهدی سود شركت را مدیریت نمایند و بدین وسیله هزینه‌های سیاسی را کاهش دهند. بنابر اين هرچه اندازه‌ی شركت بزرگ‌تر شود محتوای اطلاعاتی سود ضعیف‌تر می‌شود.

هال و همکاران^۴ (۱۹۹۴) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات ۸ سال متوالی شركت‌ها به بررسی شدت رابطه‌ی قیمت بازار سهام با ارقام حسابداری و به خصوص با سودهای گزارش شده در شركت‌های ژاپنی و آمریکایی پرداختند و به اين نتیجه رسیدند که قیمت بازار سهام برای اکثر شركت‌های ژاپنی در دهه‌ی ۱۹۸۰ نسبت به شركت‌های آمریکایی دارای ارتباط ضعیف‌تری با اطلاعات حسابداری مندرج در صورت‌های مالی و به خصوص سودهای گزارش شده می‌باشد که اين امر نشان دهنده‌ی تأثیر نوع کشور بر محتوای اطلاعاتی سود می‌باشد.

بیلینگر^۵ (۱۹۹۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر درجه‌ی اهرم مالی بر محتوای اطلاعاتی سود پرداخت. وی به اين نتیجه رسید که اهرم مالی يکی از عوامل اثرگذار بر محتوای اطلاعاتی سود می‌باشد، به اين ترتیب که اهرم بالاتر منجر به انتخاب رویه‌های حسابداری خاص جهت بیشتر نشان

1- Easton & Zmijewski

2- Collins & Kothari

3- Watts & Zimmerman

4- Hall et al.

5- Billings

دادن سود (مدیریت سود) می‌گردد. لذا هر چه اهرم بزرگ‌تر باشد، محتوای اطلاعاتی سود کمتر می‌گردد.

چیونگ و همکاران^۱ (۱۹۹۹) به بررسی تأثیر ویژگی‌های سازمانی بر رابطه‌ی سود و بازده در ژاپن پرداختند. آنها ابتدا پنج ویژگی شامل درصد سهامداران نهادی، درصد سرمایه‌گذاران خارجی، میزان دارایی‌های ثابت نگهداری شده توسط شرکت، میزان سرمایه‌گذاری 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 کردند. سپس تأثیر آنها را بر این رابطه بررسی کردند و نتیجه گرفتند که رابطه‌ی سود و بازده با میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط سرمایه‌گذاران خارجی ارتباطی مثبت و با سایر ویژگی‌های ذکر شده ارتباطی منفی دارد.

جنگ و کن^۲ (۲۰۰۲) رابطه بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود را در کشور کره‌ی جنوبی بررسی کردند. بر اساس یافته‌های آنها، علی رغم آن که بنابر دلایلی از قبیل عدم مهارت، حضور مجانی سواران و رابطه با مدیریت، سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران بزرگ ممکن است انگیزه‌ای برای نظارت نداشته باشند، ولی همزمان با افزایش حضور سهامداران نهادی محتوای سود نیز افزایش می‌یابد. این نتایج در ارتباط با حضور سهامداران نهادی را می‌توان تأیید فرضیه‌ی نظارت فعال دانست.

ولوری و جنکیتز^۳ (۲۰۰۲) نقش نظارتی سهامداران نهادی بر کیفیت سود گزارش شده را مورد بررسی قرار دادند. آنها برای آزمون رابطه بین کیفیت سود و مالکیت نهادی چهار جنبه کیفیت توصیف شده در بیانیه‌ی مفاهیم شماره ۲ هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (شامل ارزش پیش‌بینی کنندگی، بی طرفی، به موقع بودن و ارائه‌ی صادقانه) را بررسی نمودند. برای عملیاتی کردن ارائه‌ی صادقانه، از همبستگی بین سود و بازدهی سهام یا همان محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند. یافته‌های آنها وجود رابطه‌ی مستقیم بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تأیید نمود؛ بدین معنی که با افزایش سطح سهامداران نهادی، محتوای

1- Cheung et al.

2- Jang & Kown

3- Velury & Jenkins

اطلاعاتی سود بهبود می‌یابد.

کرنت و همکاران^۱ (۲۰۰۷) شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران یافتند. آن‌ها رابطه بین درصد مالکیت و تعداد سهامداران نهادی با عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند و 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 انگیزه‌ی بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم نموده و ارتباط آن‌ها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که سطح سهامداران نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه‌ی مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد. هم‌چنین یافته‌ها نشان داد که هم تعداد مالکان و هم درصد مالکیت آنها رابطه‌ی مثبتی با محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدي دارند.

علی و همکاران^۲ (۲۰۰۸) با تأکید بر فرضیه‌ی 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 رسمی آن، توسط سهامداران نهادی در درون شبکه‌ی سهامداران توزیع شود که این امر باعث واکنش بازار نسبت به این اطلاعات قبل از گزارش رسمی آن خواهد شد و این موضوع نیز منجر به تعدیل قیمت سهام و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده می‌گردد.

لی و دینگ^۳ (۲۰۰۸) به مقایسه‌ی میزان تأثیرات ویژگی‌های سازمانی بر محتوای اطلاعاتی سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت‌های آمریکایی و فرانسوی پرداختند. آنها ابتدا بیان می‌دارند با آن که آمریکا و فرانسه هر دو از کشورهای با اقتصاد 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

1- Cornet et al.

2- Ali et al.

3- Li & Ding

و نهایتاً نشان می‌دهند که سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت‌های فرانسوی دارای محتواهای اطلاعاتی کمتری نسبت به شرکت‌های آمریکایی می‌باشند.

واسیلیو و داسکالاکیس^۱ (۲۰۰۹) به بررسی تأثیر ویژگی‌های سازمانی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها در یونان پرداختند. آن‌ها ابتدا ویژگی‌های سازمانی شرکت‌ها در یونان را تعریف کردند و سپس انواع ساختار سرمایه 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^۲ (۲۰۰۹) رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها در فنلاند را بررسی نمودند. آنها یک رویکرد سیستمی را برای بررسی رابطه‌ی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت به کار بردن. نتایج 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.

۲-۲. مطالعات داخلی

در ارتباط با موضوع تحقیق فقط یک مطالعه داخلی صورت گرفته است که در زیر ارایه می‌شود.

مختاریان (۱۳۸۳) به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران پرداخت. وی به این نتیجه رسید که روند تغییرات قیمت سهام و وضع بازار (ریسک) از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است.

۳. مبانی نظری تحقیق

تحقیق حاضر ابتدا کلیه‌ی عوامل معرفی شده به عنوان عوامل اثرگذار بر محتواهای اطلاعاتی سود که در پژوهش‌های گذشته به آنها اشاره شده است را به دو گروه دسته‌بندی می‌نماید که

1- Vasiliou & Daskalakis

2- Bhattacharya & Graham

عبارتند از:

عوامل خاص برون سازمانی شرکت‌ها (مانند نوع کشور، نوع صنعت و ...).

عوامل خاص درون سازمانی شرکت‌ها (مانند ثبات سود، ساختار سرمایه، ریسک مالی، ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ...).

سپس با تأکید بر عوامل درون سازمانی شرکت‌ها، با استفاده از نتایج پژوهش‌های گذشته، با معرفی دو عامل درون سازمانی زیر، به عنوان مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر محتوا اطلاعاتی سود، به دنبال بررسی احتمال تأثیرگذاری این عوامل بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده می‌باشد.

۱- منبع تأمین مالی:

مدیر مالی باید هزینه‌ی تأمین مالی از منابع متعدد را مشخص و آثاری را که این منابع مالی بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت دارند تعیین نماید تا بتواند با حداقل کردن ریسک ساختار سرمایه و هزینه‌ی موزون سرمایه، ثروت سهامداران را به حداقل برساند. ریسک و بازده دو عامل مهم کلیدی در انواع سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشند. منبع تأمین مالی (بدھی یا سهام) یکی از عواملی است که ریسک و بازده را تعیین می‌کند (قالیاف، ۱۳۷۳).

سرمایه‌گذاران هنگام ارزیابی سهام یک شرکت، علاوه بر بازدهیمنتظره‌ی سهام، عاملی دیگر را نیز در نظر می‌گیرند و آن ریسک شرکت است. به عبارت بهتر این دو عامل ارزش شرکت را تعیین می‌کنند (دستگیر، ۱۳۸۱).

از آن جا که اهرم مالی (استفاده از بدھی در ساختار سرمایه) بر ریسک تأثیرگذار است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که اهرم مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. استون و ژیوسکی (۱۹۸۹) نشان دادند که هر افزایش در سود قبل از کسر بهره در مورد شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه‌ی خود از بدھی و اوراق قرضه‌ی بیشتری برخوردارند (اهرم مالی بزرگتر) در مقایسه با شرکت‌هایی که دیونشان کمتر است (اهرم مالی کوچکتر) تأثیر کمتری بر روی قیمت سهام و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارد.

در تحلیل این مسئله، آنها معتقدند شرکتی که دارای اهرم مالی بالایی در ساختار سرمایه‌ی خود می‌باشد و در نتیجه ریسک بالایی دارد، بازار از آن نرخ بازدهی بالاتری را طلب می‌کند و این باعث کاهش واکنش بازار به سودهای گزارش شده می‌گردد. لذا از تمامی مباحث بیان شده

می‌توان این گونه نتیجه گرفت که میزان اتكای شرکت‌ها بر تأمین مالی از طریق بدھی اثر معکوسی بر واکنش بازار نسبت به سودهای گزارش شده دارد.

۲- تمرکز سهامداران:

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 اثرگذاری و نظارت بر سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت برخوردار هستند

(Gillan & Starks, 2003). در خصوص نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین چند و چون تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر واکنش بازار به سود، دو فرضیه‌ی متضاد وجود دارد که عبارتند از:

الف) فرضیه‌ی همگرایی منافع (منافع شخصی): بر اساس این فرضیه سهامداران نهادی دارای دیدگاه کوتاه‌مدت در سرمایه‌گذاری‌های خود هستند؛ بدین معنی که بر سودهای کوتاه‌مدت حاصل از سرمایه‌گذاری‌های 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، واکنش بازار به سود کاهش خواهد یافت. به عبارت دیگر طبق فرضیه‌ی همگرایی منافع، بین سطح مالکیت نهادی و میزان واکنش بازار به سود یک رابطه‌ی منفی مورد انتظار است.

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 سرمایه‌گذاران نهادی، دارای دیدگاه بلندمدت در سرمایه‌گذاری 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 واکنش بازار به سود می‌شود. بنابراین طرفداران این فرضیه معتقدند که بین سطح مالکیت نهادی و میزان واکنش بازار به سود یک رابطه‌ی مثبت مورد انتظار می‌باشد. البته لازم به ذکر است که در ادبیات حسابداری «فرضیه‌ی همگرایی منافع» دارای مقبولیت کمتری به نسبت «فرضیه‌ی نظارت فعال» می‌باشد.

۴. روش تحقیق

جامعه‌ی آماری پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۸۰ است و جهت انتخاب نمونه‌ی آماری از روش انتخاب هدفمند استفاده شده است. بدین معنی که شرکت‌ها با توجه به ویژگی‌های زیر انتخاب شدند:

شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه گری مالی و لیزینگ نباشد.

تا پایان سال ۱۳۸۹، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

در طول دوره‌ی مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

در طی دوره پژوهش، معاملات سهام آنها متوقف نشده باشد.

به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

دارای دو ویژگی مورد نظر این پژوهش باشند (یعنی در آنها اقلامی چون سهامداران نهادی و بدهی وجود داشته باشد).

با توجه به مجموع شرایط یاد شده تعداد ۹۶ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۸۰ به عنوان نمونه‌ی آماری انتخاب شدند. اطلاعات مربوط به این شرکت‌ها با استفاده از نرم افزارهای داده پرداز و ره آورد نوین استخراج گردید و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های مقطعی^۱ نرم افزار آماری *Eviews* انجام شد.

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته و مستقل و هم‌چنین آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مصنوعی در جداول (۱) و (۲) پیوست ارائه شده است.

۵. تجزیه و تحلیل و برآورد اقتصاد سنجی مدل

این پژوهش در پی روش‌ساختن این مسئله است که آیا دو عامل خاص درون سازمانی شرکت‌ها شامل ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است یا خیر؟ لذا فرضیه‌های تحقیق به صورت است:

1- Cross-Sectional Data

فرضیه‌ی اول: نوع منبع تأمین مالی شرکت، بر واکنش بازار به سود تأثیر دارد.

فرضیه‌ی دوم: درصد تمرکز سهامداران شرکت، بر واکنش بازار به سود تأثیر دارد.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از دو مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha D_T * \text{Debd}_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta D_T (Z_{Tj} * \text{Debd}_{Tj}) + \varepsilon_{Tj} \quad (1)$$

$$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha I_T * \text{Instd}_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta I_T (Z_{Tj} * \text{Instd}_{Tj}) + \varepsilon_{Tj} \quad (2)$$

که در آن:

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:

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

Z_{Tj} : نشان دهنده‌ی نسبت سود به قیمت هر سهم شرکت j طی دوره $(0, T)$ است و 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 به دست می‌آید:

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

در دو رابطه‌ی فوق متغیرهای مورد استفاده به شرح زیر می‌باشند:

T : 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)

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

R_F^1 : نرخ سود بدون ریسک^۱

در این پژوهش به منظور بررسی ساختار سرمایه (میزان بدهی‌ها) و ساختار مالکیت (درصد

۱- نرخ سود بدون ریسک در این پژوهش معادل نرخ سود اوراق مشارک است که توسط برخی ارگان‌های دولتی صادر می‌شود.
(۱۷%) در نظر گرفته شد.

سهامداران نهادی) بر محتوای اطلاعاتی سود از دو متغیر مصنوعی استفاده شده است که عبارتند از:

Instd: نشان دهندهی حضور قابل ملاحظه‌ی سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها

Debd: نشان دهندهی اتكای قابل ملاحظه‌ی شرکت به تأمین مالی از طریق بدھی

ساختمانی و ازهارهای عملیاتی و متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های (۱) و (۲) عبارتند از:

$Z_{Tj} * Instd_{Tj}$: نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت ز طی دوره‌ی $(0, T)$ ، ضرب در متغیر

مصنوعی میانگین درصد سهامداران نهادی شرکت ز طی دوره‌ی $(0, T)$

$Z_{Tj} * Debd_{Tj}$: نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت ز طی دوره‌ی $(0, T)$ ، ضرب در متغیر

مصنوعی میانگین نسبت اتكای به بدھی شرکت ز طی دوره‌ی $(0, T)$ می‌باشد.

لازم به ذکر است که جهت انجام این پژوهش ابتدا اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه‌ی متغیر-

های مستقل و وابسته‌ی پژوهش برای تمام شرکت‌های نمونه و برای دوره‌ی پژوهش ۱۳۸۹-

۱۳۸۰)، از طریق بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های مورد نظر جمع آوری شد که این اطلاعات

اولیه از نوع داده‌های تابلویی^۱ می‌باشد. این اطلاعات شامل سود هر سهم عادی شرکت برای هر

یک از سال‌های دوره پژوهش (*Eps*)، سود پرداختی به هر سهم عادی شرکت برای هر یک از

سال‌ها (*Dps*)، قیمت بازار هر سهم عادی شرکت در ابتدا و پایان هر یک از سال‌ها، تعداد سهام

عادی شرکت در ابتدا و پایان هر یک از سال‌ها، مبلغ کل بدھی‌های شرکت در تاریخ ترازنامه

برای هر یک از سال‌ها و مجموع درصد مالکیت سهامداران نهادی حاضر در ساختار سرمایه‌ی

شرکت برای هر یک از سال‌های دوره‌ی پژوهش می‌باشد. سپس با استفاده از این اطلاعات اقدام

به محاسبه و تعیین متغیرهای پژوهش شد. همان طور که در مطالب فوق بیان شد برای محاسبه‌ی

متغیر مستقل Z_{Tj} و متغیر وابسته‌ی Y_{Tj} از داده‌های تابلویی فوق استفاده می‌شود، اما از آن جا که

پس از انجام محاسبات به ازای هر شرکت نمونه یک عدد که نشان دهندهی نرخ سود به قیمت

سهم طی دوره‌ی پژوهش (Z_{Tj}) و یک عدد که نشان دهنده نرخ بازدهی هر سهم طی دوره‌ی

پژوهش (Y_{Tj}) است، وجود دارد لذا اطلاعات نهایی مربوط به این دو متغیر که مورد تحلیل قرار

می‌گیرند دارای ویژگی داده‌های مقطعی^۱ می‌باشد.

هم‌چنین برای تعیین متغیرهای مصنوعی پژوهش ($Instd_{Tj}$) از نرخ میانگین نسبت‌های مربوط به هر متغیر برای دوره‌ی پژوهش استفاده می‌شود. یعنی به ازای هر شرکت یک عدد که مرتبط با هر یک از متغیرهای مصنوعی فوق می‌باشد وجود دارد، لذا اطلاعات نهایی مربوط به این متغیرها که مورد تحلیل قرار می‌گیرند نیز دارای ویژگی اطلاعات مقطعی می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه‌ی اول که بر اساس معادله (۱) انجام گرفته است، در جدول (۱) نشان داده

شده است:

جدول (۱): برآورد اقتصاد سنجی معادله اول

متغیر	ضریب	انحراف میار	t آماره
α	-۱۵۶/۹۸۳۵	۲۱/۳۲۱۴۹	-۷/۳۶۲۶۹۱
Z_{Tj}	۱/۳۱۳۹۲۹	.۰۰۶۰۶۸۵	۲۱/۶۵۱۶۶
$Debd_{Tj}$	۱۴۹/۵۰۸۲	۲۵/۸۲۵۶۵	۵/۷۸۹۱۳۵
$(Z_{Tj} * Debd_{Tj})$	-۰/۷۶۳۸۷۱	.۰۰۷۷۳۸۸	-۹/۸۷۰۷۰۴
R-squared (R^2)	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
.۰/۸۷۸۲۸۲	.۰/۸۷۴۳۱۳	۱/۹۴۶۹۳۲	۲۲۱/۲۸۲۶

مأخذ: محاسبات تحقیق

در ابتدا لازم به ذکر است که چون آماره t مربوط به متغیر Z_{Tj} که نشان دهنده‌ی رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد بزرگتر از ۱/۹۶ است، لذا فرض وجود رابطه‌ی معنی‌دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است در این مدل تأیید می‌شود. براساس جدول فوق، نتایج زیر در مورد آزمون فرضیه‌ی اول به دست آمد:

با توجه به اینکه آماره t مربوط به متغیر $(Z_{Tj} * Debd_{Tj})$ که در ارتباط با تأثیرگذاری میزان اتكای به تأمین مالی از طریق بدھی بر ضریب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد و هم‌چنین آماره t مربوط به متغیر $Debd_{Tj}$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان اتكای به تأمین مالی از طریق

بهی بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد بزرگتر از $1/96$ است، لذا در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 رد می‌شود و این بدان معنی است که میزان بدھی تأثیر منفی معنی‌داری بر شدت رابطه‌ی سود و بازده و تأثیر مثبت معنی‌داری بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده دارد. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان اتكای به تأمین مالی از طریق بدھی، واکنش بازار به سود کاهش یابد. به این ترتیب فرضیه‌ی اول تحقیق پذیرفته می‌شود. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه مطابق یافته‌های چیونگ و همکاران، کولیتر و کوتاری، استون و ژیوسکی و بیلینگر می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم که براساس معادله (۲) صورت گرفته است در جدول (۲) نشان داده

شده است:

جدول (۲): برآورد اقتصاد سنجی معادله دوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t
α	.۰/۹۰۰۳۱۸	۱۷/۴۴۸۰۱	.۰/۰۵۱۶۰۰
Z_{Tj}	.۰/۶۳۲۹۸۱	.۰/۰۵۰۴۹۶	۱۲/۵۲۵۲۹
$Instd_{Tj}$	-۱۴۵/۷۷۵۵	۲۷/۹۱۷۷۶	-۵/۲۲۱۶۰۴
$(Z_{Tj} * Instd_{Tj})$.۰/۶۷۲۴۵۱	.۰/۰۸۶۵۴۸	۷/۷۶۹۶۹۵
R-squared (R^2)	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
.۰/۸۴۵۹۰۹	.۰/۸۴۰۸۸۴	۱/۷۹۹۶۸۰	۱۶۸/۳۵۰۲

مأخذ: محاسبات تحقیق

همان گونه که از جدول فوق ملاحظه می‌شود چون آماره t مربوط به متغیر Z_{Tj} بزرگتر از $1/96$ است، لذا فرض وجود رابطه‌ی معنی‌دار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است تأیید می‌شود. هم‌چنین با توجه به اینکه آماره t مربوط به متغیر $(Z_{Tj} * Instd_{Tj})$ که در ارتباط با تأثیرگذاری میزان مالکیت سهامداران نهادی بر ضریب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد و نیز آماره t مربوط به متغیر $Instd_{Tj}$ که مربوط به تأثیرگذاری میزان مالکیت سهامداران نهادی بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده می‌باشد، بزرگتر از $1/96$ است، لذا در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 رد می‌شود و این بدان معنی است که سهامداران نهادی تأثیری مثبت و معنی‌دار بر شدت رابطه‌ی سود و بازده و تأثیری منفی و معنی‌دار بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده دارند. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان تمرکز سهامداران، واکنش بازار به سود نیز افزایش یابد. به این ترتیب

فرضیه‌ی دوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود. لازم به ذکر است که این نتایج تأیید کننده‌ی فرضیه‌ی نظارت فعال در مورد نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی دوم مطابق نتایج جنگ و کن، راجگوپال و همکاران، ولوری و جنکنز، چانگ و همکاران و میدیاستوتی و مچفودز می‌باشد.

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

بررسی تأثیر منع تأمین مالی شرکت و میزان تمرکز سهامداران آن بر واکنش بازار به سودهای گزارش شده در بورس اوراق بهادار تهران مراد از این تحقیق بود. برای نیل به این هدف نمونه‌ای مشتمل بر ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۰ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۰) انتخاب گردید. به منظور تجزیه و تحلیل مدل رویکرد اقتصاد سنجی داده‌های تابلویی به کار برده شد.

در این پژوهش دو فرضیه‌ی اصلی مورد آزمون قرار گرفت. در فرضیه‌ی اول تأثیر منع تأمین مالی بر واکنش بازار به سود و در فرضیه‌ی دوم تأثیر تمرکز سهامداران بر واکنش بازار به سود مورد بررسی قرار گرفت. این دو فرضیه با استفاده از دو مدل رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل اول، بیانگر وجود تأثیر منفی معنی‌دار میزان اتكای به تأمین مالی از طریق بدھی (منبع تأمین مالی) بر واکنش بازار به سود بود. نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل دوم، بیانگر وجود تأثیر مثبت و معنی‌دار میزان تمرکز سهامداران بر واکنش بازار به سود بود.

به طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که واکنش بازار به سودهای گزارش شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، متأثر از تمرکز سهامداران شرکت و منبع تأمین مالی شرکت (از طریق سرمایه یا بدھی) می‌باشد.

با ملاحظه نتایج به دست آمده پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

با توجه به تأثیر مثبت تمرکز سهامداران بر واکنش بازار به سود، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران قبل از اتكا به سود گزارش شده‌ی شرکت‌ها جهت ارزیابی سهام آنها، آن شرکت‌هایی را مورد توجه قرار دهند که مالکیت در آنها متمرکزتر باشد.

با عنایت به تأثیر معکوس بدھی‌ها بر واکنش بازار به سود، پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران آن شرکت‌هایی را جهت سرمایه گذاری انتخاب نمایند که میزان اتكای آنها به تأمین مالی از طریق بدھی کمتر باشد.

References

- [1] 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.
- [2] Atiase, R.K. (1987). Market Implications of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects. *Journal of Accounting Research*, Vol 25, pp: 168-176.
- [3] Badry, Ahmad. (1993). Accounting Information and Decision Making; A Few Behavioral Hypothesis. *The Accounting and Auditing Review*. No. 4. PP: 63-83.
- [4] Ball, R.J. Brown, P. (1968). Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, pp: 158-178.
- [5] Bhattacharya, Prasad. S. and 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.
- [6] 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
- [7] Billings,B. (1999). Revisiting The Relation Between The Default Risk of Debt and The Earnings Response Coefficients. *Accounting Review*, pp:509-522.
- [8] 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.
- [9] Cheung, Joseph; Jeong-Bon Kim and Jason Lee. (1999). The Impact of Institutional Characteristics on Return-Earnings Associations in Japan. *The International Journal of Accounting*. Vol 34, No 4, pp: 571-596.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] Collins, D.W; Kothari, S. P; Shanken, J. 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.
- [12] 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.
- [13] Dastghir, Mohsen. (2002). Fundamentals of Financial Management. Tehran. Vol. 1. First Edition. Norpadazan.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] Fan, J. and 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.
- [17] Ghalibaf, Hassan. (1994). The Effect of Capital Structure (Financial Leverage) on Systematic Risk in the Companies Listed in Tehran Security Exchange of common stocks of companies listed in Tehran Stock Exchange. Tehran University.
- [18] Gillan, S.L. and Starks, L.T. (2003). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*. Vol:13, No:2, pp 3-10.
- [19] 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.
- [20] Heflin, F. and K. Shaw. (2000). Block Holder Ownership and Market Liquidity. *Journal Finance Quant Anal*, No: 35, pp: 621-633.
- [21] Hodgson, A. and P. Stevenson-Clarke. (2000). Earnings, Cash Flows and Returns: Functional Relations and the Impact of Firm Size. *Journal of Accounting*, pp:215-226.
- [22] Jang, K. and S.Y. Kwon. (2002). Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*, No:37, pp:301-325.
- [23] Komandi, R.C. and R. Lipe. (1987). Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *Journal of Business*, No: 60, pp: 323 - 346.
- [24] 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.
- [25] 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.
- [26] Midasti, P. P. and Machfoedz, M. (2003). Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VI* proceedings.

- [27] Mokhtariyan, Omid. (2005).The Effect of Factors Affecting Investment Decision in Tehran Stock Exchange. Tarbiat Modares University.
- [28] Nazemi, Amin. (2005). Accounting Earning and Cash Flow as Measures of Firm Performance: An Empirical Investigation of Tehran Stock Exchange. The Accounting and Auditing Review. No. 37. PP: 93-119.
- [29] Porter, M.E. (1992). Capital Disadvantage: Americans Failing Capital Investment System. Harvard Business Review, pp: 65-82.
- [30] Rajgopal, S.; Venkatachalam, M. and Jiambalvo, J.I.S. (2002). Institutional Ownership Associated With Earnings Management and The Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings? Working paper, Stanford University.
- [31] Tehrani, Reza and Ghodratollah Talebnia and Saber Jalili. (2007). Assessment of the Rate of Dependency of Tehran Stock Exchange Investors to Accounting and Non Accounting Information In Decision Making. Vol. 8. No. 21. PP: 27-46.
- [32] Vasilios, Dimitrios and Daskalakis, Nikolaos. (2009). Institutional Characteristics and Capital Structure: A Cross-National Comparison. Global Finance Journal, Vol 19, Issue 3, pp:286-306.
- [33] Velury, U. and D.S, Jenkins. (2006). Institutional Ownership and the Quality of Earnings. Journal of Business Research, No: 59, pp: 1043-1051.
- [34] Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. Accounting Review, No: 65, pp:131-156

پیوست

جدول (۱): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته و مستقل

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	.	۱۱۴۰	-۲۸	۱۸۴/۱۴۶	۲/۳۹۹۵	۱۱/۰۲۲
۴	$Z_{Tj}^*Debd_{Tj}$	مستقل	۸۳/۰۹۴	.	۹۷۲	-۱۰۸۲	۱۹۸/۸۶۸	-۰/۶۴۰۳	۱۷/۹۵۱۲

ماخذ: محاسبات تحقیقی

جدول (۲): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مصنوعی

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	۲/۱۷۷۲۸
۲	میزان اتكای به تأمین مالی از طریق بدهی	$Debd$	۱۹۶/۲۷	۱۰۷/۵	۱۶۹۷	۱۱	۲۴۵/۸۱۴	۲/۴۴۱۴	۱۸/۱۱۴۲

ماخذ: محاسبات تحقیقی