



مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران

فرزین خوشکار^۱، رویا رجبی^۲، میترا سلیمانی^۳

چکیده

پژوهش حاضر با موضوع مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفت. این پژوهش بر مبنای روش‌های تحقیق و جمع‌آوری اطلاعات، از نوع کمی، توصیفی، تحلیلی و علی می‌باشد و از حیث هدف، از نوع پژوهش‌ها کاربردی همچنین از لحاظ ماهیت، پس رویدادی است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای ۴ سال متوالی در بورس حضور داشته‌اند و سال مالی آن‌ها منتهی به اسفند هست که شامل ۸۶ شرکت می‌باشند. برای تحلیل داده‌ها ابتدا از روش‌های آمار توصیفی استفاده شد و در ادامه تحلیل‌های آماری، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته به منظور آماده نمودن داده‌ها جهت آزمون‌های همبستگی صورت پذیرفت. در تجزیه و تحلیل فرضیات، از رگرسیون استفاده شد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می‌دهد بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برازش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج برای فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و بازده دارایی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد همچنین بین مالکیت مدیریتی و بازده سرمایه‌گذاری نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و در نهایت بین مالکیت مدیریتی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برازش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج برای فرضیه سوم نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و بازده دارایی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد، همچنین بین مالکیت نهادی و بازده سرمایه‌گذاری نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و در نهایت بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، سودآوری، مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی.

- ۱- مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو
- ۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو (مسئول مکاتبات)
- ۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو

در فضای اقتصاد چالشی که سازمان‌های بین‌المللی راه‌های جدیدی را برای رشد و بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک جستجو می‌کنند، سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می‌آید. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه ارقام سرمایه در گردش یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به‌گونه‌ای که ثروت سهامداران را حداکثر کند. سرمایه در گردش به‌طور سنتی به عنوان یک آئتم ترازنامه به تحقق هدف حداکثر کردن ارزش سهام کمک می‌کند. کار نرم‌افزار مدیریت سرمایه و برنامه با هدف تولید جریان‌های نقدی از طریق بهینه‌سازی سرمایه در گردش مانند روش شش سیگما شده است و در حال توسعه هستند. مدیران واحدهای انتفاعی باید در شرایط مختلف با توجه به عوامل درونی و بیرونی واحد انتفاعی و با توجه به ریسک و بازده، استراتژی مناسبی را برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش واحد خود انتخاب نمایند. چنانچه نوع استراتژی مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در موقعیتی معین به‌گونه‌ای مناسب انتخاب شود، امکان دستیابی به بهترین استراتژی مدیریت سرمایه در گردش فراهم خواهد شد؛ که این امر مستلزم شناخت عوامل تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش است.

عملکرد سرمایه‌گذاری با دو رکن ریسک و بازدهی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و همواره بیش‌ترین بازدهی با توجه به سطح مشخصی از ریسک، معیاری مناسب برای سرمایه‌گذاری است (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳). هدف اولیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، پیشینه کردن بازده دارایی‌های تحت مدیریت‌شان در طول زمان است. در دهه ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ مناظرات محافل علمی پیرامون معیار اندازه‌گیری ریسک منجر به معرفی اولین شاخص‌های عددی شد. این شاخص‌ها مبتنی بر تئوری سید مارکوویتز بود. او روش محاسبه نرخ بازده مورد انتظار و ریسک مورد انتظار را برای یک سبد سرمایه‌گذاری در سهام معرفی کرد. معیار مهم دیگر ارزیابی عملکرد پرتفوی در سال ۱۹۶۵ شاخص ترینر بود که عملکرد را بر اساس شاخص ریسک سیستماتیک (بتا) اندازه‌گیری نمود. پس از معرفی شاخص‌های مزبور، راه برای اندازه‌گیری عملکرد سبد سهام و به تبع صندوق‌های سرمایه‌گذاری باز شد و از آن به بعد سرمایه‌گذاران بر اساس این شاخص‌ها، میزان موفقیت مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری را رصد می‌کنند.

۲- بیان مسئله

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکاء می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم‌اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیمات مدیریت در قبال سود از جمله مدیریت سود، از اهمیت به‌سزایی برخوردار است. اغلب مطالعات گذشته در حوزه مدیریت سود به‌طور کلی تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی که ممکن است توانایی مدیران را برای انجام مدیریت سود محدود نماید، نادیده گرفته‌اند. قبل از پیدایش شرکت‌های بسیار بزرگ و در اواخر قرن هجدهم، مالکان، مدیر و مدیران مالک بودند؛ اما با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروههای مدیران حرفه‌ای، رویکرد جدیدی تحت عنوان شرکت سهامی به عنوان پدیده‌ای اجتماعی مطرح گردید. این امر موجب پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان گردید. ترکیب سهامداران در کشورهای مختلف ممکن است متفاوت باشد؛ لیکن سهامداران نقش اساسی در نظام راهبری شرکت می‌توانند داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آنها در شرکتها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکتها، همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد؛ بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکتها نیز می‌تواند متفاوت باشد. در دهه‌های اخیر سهام تحت سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور چشمگیری افزایش یافته است. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی، شرکت‌های سهامی است که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این رو سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام شده‌اند (الیازبانی، ۲۰۰۸).

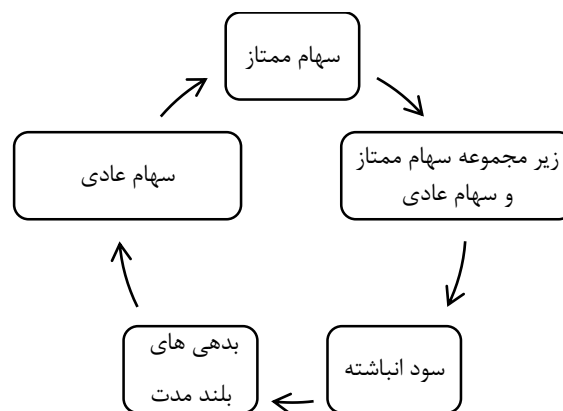
پس از سویایی‌های مالی رخ داده در شرکت‌های عظیم دنیا (همچون انرون، ورلدکام و...)، گرایش بین‌المللی در جهت توسعه و اجرایی کردن سازوکارهای حاکمیت شرکتی به منظور مبارزه با رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ای که به تضعیف اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مالی منجر شده است، به وجود آمد. با وجود مطالعات گسترده در زمینه مدیریت سود (دیمتروپولوس و آستریو، ۲۰۱۰؛ مارا، مازولا و پیرنسیپ، ۲۰۱۱؛ مشایخی و صفری، ۱۳۸۵؛ ابراهیمی و حسینی‌آذر داریانی، ۱۳۸۵؛

نوروش و حسینی، ۱۳۸۸؛ خدامیپور، خورشیدی و شیرزاد، ۱۳۹۲ و سرلک و اکبری، ۱۳۹۲) یافته‌های محققان درباره تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود، از ناهماهنگی‌ها و تناقض‌هایی حکایت می‌کند. برای مثال، در بررسی تأثیر استقلال هیئت مدیره بر مدیریت سود، پژوهشگرانی همچون هاتچینسون و دیویدسون، گودوین استوارت و کنت (۲۰۰۵)، پرس (۲۰۰۸) و آقایی و چالاکی (۱۳۸۸) به برقراری ارتباط منفی معنادار بین این دو متغیر دست یافتند؛ در حالیکه یافته‌های پژوهش برادبری، مک و تان (۲۰۰۶) ارتباط معناداری بین آن دو را نشان نمی‌دهد. یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد ویژگی‌های خاص متغیر وابسته پژوهش (اقدام تعهدی اختیاری به منزله شاخص اندازه‌گیری مدیریت سود) همچون نوع اقدام (سرمایه در گردش یا کل اقدام تعهدی)، علامت اقدام (علامت دار یا قدر مطلق) و مدل اقدام (مدل‌های جونز در مقابل سایر مدل‌هایی همچون کوتاری و...) یا ویژگی‌های خاص متغیرهای مستقل، یعنی نوع سیستم حاکمیت شرکتی (سیستم آمریکایی - انگلیسی، اجتماعی و اقتصاد نوظهور با توجه به خصوصیات خاص هر یک) عواملی هستند که سبب دستیابی به نتایج متضاد در تحقیقات گذشته شده‌اند. برای مثال، کلین (۲۰۰۲) با استفاده از کل اقدام تعهدی و مدلی به غیر از مدل جونز، ارتباط منفی میان استقلال هیئت مدیره و مدیریت سود را گزارش داد و برادبری و همکاران (۲۰۰۶) با بهره‌مندی از اقدام تعهدی سرمایه در گردش و مدل تعدیل‌شده جونز، ارتباط معنادار میان دو متغیر را رد کرد. بنابراین می‌توان تفاوت میان ویژگی‌های خاص متغیر وابسته و مستقل پژوهش را در قالب متغیرهای تعدیل‌کننده، به منزله علل وجود تضاد و تفاوت میان نتایج مطالعات در زمینه موضوع پژوهش در نظر گرفت و به بررسی و آزمون آن پرداخت. با توجه به نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر فعالیت‌های مدیریتی یک شرکت، سؤال زیر مطرح می‌شود که آیا مالکیت نهادی سهام با شیوه‌ی مدیریت سود (بعد از کنترل انگیزه‌های سنتی مدیریت سود از قبیل اندازه، قرارداد بدهی و غیره) در ارتباط است؟ مالکیت نهادی سهام به عنوان یک عامل حاکمیتی مهم و مؤثر در شرکت‌های بورسی، مطرح است. دو انگیزه مهم سرمایه‌گذاران نهادی برای مدیریت برده سهام خویش، عبارت است از: ۱) مسئولیت‌های امانتی و ۲) عملکرد سرمایه‌گذاری بالاتر. با توجه به این دو انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در نظارت مؤثرتر بر مدیریت، این تحقیق به دنبال بررسی تأثیر نظارت اعمال شده از سوی سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود می‌باشد.

۳- مبانی نظری

۳-۱- ساختار سرمایه

تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه ارائه شده است. هر یک از تعاریف مختلف از ساختار سرمایه جنبه‌ای از روش‌های تأمین مالی را به ساختار سرمایه اطلاق می‌کنند. یکی از پیچیده‌ترین مسائلی که دامن‌گیر مدیران مالی کنونی است، رابطه بین اجزاء تشکیل‌دهنده ساختار سرمایه می‌باشد و آن عبارت است از: آمیزه‌ای از اوراق قرضه و سهام برای تأمین مالی و قیمت سهام شرکت، تئوری ساختار سرمایه بیانگر آن است که هر شرکت یک ساختار سرمایه مطلوب دارد ساختاری که می‌تواند ارزش شرکت را به حداکثر و هزینه سرمایه را به کم‌ترین مقدار ممکن برساند. همان سیاست تقسیم سود و نگهداشت وجه نقد است. به عبارتی ساختار سرمایه، تأمین مالی دائمی شرکت است که به وسیله‌ی بدهی و حقوق صاحبان سهام نشان داده می‌شود (وستون و کپلند، ۲۰۰۷: ۶۵). ساختار سرمایه ترکیبی از عوامل زیر است که واحد تجاری جهت تأمین مالی خود از آنها استفاده می‌کند.



شکل ۱- ساختار سرمایه ترکیبی (وستون و کپلند، ۲۰۰۷: ۶۵).

از جمله وظایف اصلی مدیران مالی، تصمیم‌گیری درباره‌ی تعیین ترکیب مناسبی از منابع مالی شرکت (بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام)، یا به عبارتی تصمیم‌گیری درباره‌ی ساختار سرمایه است (کوهر، ۲۰۰۷). به عبارتی مدیران به عنوان نمایندگان

صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه ی شرکت را به گونه‌ای تنظیم می‌کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهامداران است تاثیر مثبتی بگذارد و هزینه تامین مالی (هزینه سرمایه) را حداقل کند. لذا، تعیین یک ساختار بهینه ی سرمایه و تامین مالی در شرکت‌ها دارای اهمیت ویژه ای است (نوروزی، ۱۳۹۰).

۳-۲- مدیریت سرمایه در گردش

امور مالی می‌تواند به سه بخش اصلی بودجه‌بندی سرمایه، ساختار سرمایه و مدیریت سرمایه در گردش طبقه‌بندی شود. مدیریت سرمایه‌های بلند مدت به بودجه‌بندی سرمایه و ساختار سرمایه مربوط می‌شود در حالیکه مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری در حوزه مدیریت سرمایه در گردش می‌باشد (۱۴).

قبلاً اشاره شد که سرمایه در گردش یک شرکت کج‌موقعه مبالغی است که در دارایی‌ها جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. طبق نظر اسکلینگ (۱۵) نیز عموماً واژه سرمایه در گردش به سرمایه‌گذاری سازمان در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادار کوتاه مدت، حساب‌های دریافتی و موجودی کالا مربوط می‌شود و مدیریت سرمایه در گردش نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد.

دلایل اهمیت موضوع مدیریت سرمایه در گردش:

- ۱- سطوح واقعی و مطلوب دارای‌های جاری دستخوش تغییرات دائمی است.
- ۲- شاید با توجه به تغییراتی که در میزان دارایی‌های جاری رخ داده است مدیران مجبور شوند در تصمیماتی که قبلاً برای تامین مالی گرفته اند تجدید نظر کنند.
- ۳- میزان منابع و مصارف وجوهی که به سرمایه در گردش تخصیص داده می‌شود باید مشخص شود.
- ۴- اگر مدیریت سرمایه در گردش صحیح نباشد احتمال دارد فروش و سود شرکت کاهش یابد و چه بسا شرکت در پرداخت به موقع دیون و تعهدات خود ناتوان بماند.

۳-۳- چرخش وجه نقد

چرخش وجه نقد نشان دهنده دوره یا مدت زمانی است که وجه نقد، به مصرف فرایند عملیاتی شرکت برای تولید یک قلم محصول می‌رسد.

طول دوره گردش وجه نقد به این صورت محاسبه می‌شود: طول دوره گردش وجه نقد = مهلت پرداخت ح. پرداختی - متوسط زمان وصول مطالبات + متوسط دوره ای که پول به صورت موجودی کالا است.

متوسط دوره ای که پول به صورت موجودی کالا است = 360 تقسیم بر گردش موجودی کالا می‌توان با کوتاه کردن متوسط دوره ای که پول به صورت موجودی کالا است یا با کوتاه کردن متوسط دوره وصول مطالبات یا از طریق طولانی کردن مهلت پرداخت حسابهای پرداختی، چرخش وجه نقد را کوتاه تر کرد. نکته: طول زمان چرخش وجه نقد، فقط یکی از عوامل تعیین کننده سرمایه در گردش خالص مورد نیاز است ولی عامل اصلی حجم تولید است که تعیین کننده مقدار سرمایه ای است که باید به هریک از مراحل دوره گردش اختصاص یابد و آن هم در گرو پیش بینی حجم فروش برای آینده نزدیک، است.

۳-۴- فروش و سرمایه در گردش

فروش واقعی و پیش بینی شده شرکت و مقدار سرمایه در گردش که شرکت به مصرف می‌رساند و مجبور است آن را تامین کند، بسیار با اهمیت است. فروش شرکت بر حجم دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری اثر مستقیم دارد و باعث می‌شود که این اقلام خود به خود افزایش یابند.

۳-۵- تصمیمات سرمایه در گردش

تصمیمات مربوط به حسابهای دریافتی، نمی‌توانند بدون توجه به آثار آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها اتخاذ شوند. علاوه بر این هر تصمیم تجاری که منتج به افزایش فروش و وصولی‌های وا حد انتفاعی بشود احتمالاً موجب افزایش متوسط موجودی نقد مورد نیاز می‌شود و یا بررسی سیستم جدید مدیریت وجه نقد را ایجاب می‌کند. تصمیم‌گیری در مورد افزایش موجودی‌های خریداری شده، به معنای افزایش خرید در کوتاه مدت است، چنانچه فروش افزایش یابد خریده‌ها باید اضافه شود تا بتوان سطح ثابتی از موجودی‌ها را نگه داشت. فروش در حال افزایش معمولاً سرمایه‌گذاری بیشتری را در موجودی‌ها ایجاب می‌کند، تصمیمات مربوط به موجودی‌ها به اعتبار تجاری متصل می‌گردند.

۳-۶- اصل تطابق

نیازهای کوتاه مدت از طریق منابع مالی کوتاه مدت و نیازهای بلند مدت از طریق منابع مالی بلند مدت، پشتیبانی مالی می‌شوند. مفهوم کلی که در این اصل مد نظر است، تطابق سررسید منابع تامین مالی، با طول زمانی است که وجوه نقد مورد نیاز می‌باشد. منطق بکارگیری اصل تطابق این است که در بلند مدت واحد انتفاعی با مخاطره کمتری مواجه است و هزینه تامین مالی آن کمتر می‌شود. علیرغم بکارگیری اصل تطابق مدیران مالی در برخی موارد تمایل دارند که به منظور کاهش هزینه تامین مالی تا حدودی مخاطره بیشتر قبول کنند، برای درک ارتباط بین هزینه تامین مالی و مخاطره و تسهیل تصمیم‌گیری در مورد تعیین تناسب بهینه بین این دو لازم است منحنی بازده توصیف شود.

۴- پیشینه تحقیق

صبور و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و نمونه آماری شامل ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته است. در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیونی چندمتغیره بر اساس داده‌های تلفیقی انجام گرفته است. نتایج پژوهش بیان‌کننده این است تمرکز بر رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.

فتحی و همکاران (۱۳۹۷) رابطه ساختار سرمایه و مدیریت واقعی سود را بررسی کرده‌اند. تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از لحاظ روش از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه تحقیق در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب شدند. در این تحقیق اهرم مالی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که از تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید. ساختار سرمایه شامل حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها است، برای اندازه‌گیری مدیریت واقعی سود از مدل کوهن و زاروین استفاده شد. با استفاده از نرم‌افزارهای Excel (به منظور جمع‌آوری داده‌ها)، Eviews برای آزمون (پانل دیتا و پول دیتا) به تجزیه تحلیل یافته‌ها و آزمون فرضیات پرداخته شد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون خطی استفاده شده است... نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ساختار سرمایه بر مدیریت سود واقعی تاثیر منفی دارد. همچنین ساختار سرمایه بر مدیریت سود با تاکید بر حاکمیت شرکتی تاثیر مثبت دارد.

موسوی (۱۳۹۶) در مقاله تحقیق خود به بررسی تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر مدیریت سود پرداخته‌اند. روش تحقیق پژوهش حاضر کاربردی و طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق نیز از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۱ بوده است. تعداد نمونه در این تحقیق ۷۴ شرکت در نظر گرفته شده است. همچنین، تعداد دو فرضیه به منظور بررسی رابطه بین هر یک از متغیرهای تحقیق تدوین گردیده است. از این‌رو، ساختار سرمایه و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای مستقل و مدیریت سود به عنوان متغیر وابسته تعیین شدند. همچنین از چهار متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها، نوع صنعت و سن شرکت استفاده شده است. از روش حداقل مربعات معمولی OLS به منظور آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزار EViews 7 بهره بردیم. نتایج نشان داد که ساختار سرمایه بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد؛ و اندازه شرکت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

زلفی، همکاران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. طبق فرضیه سیاسی نوع مالکیت و وابستگی شرکت‌ها به سازمان‌های بزرگ بویژه دولت می‌تواند به آنها در تامین مالی مناسبتر و در نتیجه بهبود عملکرد مالی تاثیر گذار باشد. سازه‌های موردنظر برای اندازه‌گیری ساختار مالکیت شامل مالکیت دولتی و مالکیت بخش عمومی بوده و معیار سنجش عملکرد و مدیریت سرمایه در گردش به ترتیب، بازده دارایی‌ها و چرخه تبدیل وجه نقد که شامل دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا و متوسط دوره پرداخت بدهی در نظر گرفته شده است. نمونه آماری این پژوهش شامل ۹۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۳ بوده که با روش حذفی این نمونه را از جامعه موردنظر انتخاب و مورد بررسی قرار داده ایم. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها رابطه منفی و

معناداری وجود دارد، همچنین مالکیت بخش عمومی اثر مثبت و معناداری بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت دارد اما مالکیت دولتی تأثیر معناداری بر این رابطه ندارد.

سرهنگی (۱۳۹۴) تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نتایج تحقیق نشان داد ساختار مالکیت بر پایداری سود تأثیر معنی‌داری دارد تأثیر مالکیت مدیریتی و ۵ سهام دار بزرگ تر بر پایداری سود مثبت و معنی دار و تأثیر مالکیت انفرادی بر پایداری سود منفی و معنی دار است.

ثقفی و کردستانی (۱۳۹۳) رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی را بررسی کردند. آنان پایداری سود را به عنوان یکی از معیارهای ارزیابی کیفیت سود در نظر گرفته و پس از بررسی رابطه کیفیت سود بر مبنای پایداری سود و تغییرات سود نقدی، به این نتیجه رسیدند که برخلاف پیشینی اولیه، واکنش بازار به افزایش سود نقدی مثبت است.

لیو (۲۰۱۹) مقاله ای تحت عنوان مدیریت سود و تجارت سرمایه گذار نهادی قبل از اعلامیه های سود انجام داده اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که اول، سرمایه گذاران نهادی، به ویژه فعالان، تمایل به فروش (خرید) سهام قبل از غافلگیری سود منفی (مثبت) دارند (غافلگیری سود زمانی رخ می‌دهد که سود گزارش شده توسط شرکت بیشتر یا کمتر از انتظار تحلیلگران است)؛ دوم، سرمایه گذاران نهادی، سهام را با پایین ترین میزان مدیریت سود و بیشترین غافلگیری سود خریداری می‌کنند و الگوهای تجاری عمدتاً توسط موسسات فعال هدایت می‌شوند. الگوی تجاری قابل توجهی در سهام با غافلگیری سود منفی مشاهده نمی‌شود؛ و سوم، نویسنده از تجربیات ذاتی مطابق با اصلاحات استانداردهای حسابداری چین برای شناسایی درونزایی استفاده می‌کند و علیت یابی نتایج هنوز هم ادامه دارد.

تسفا و همکاران (۲۰۱۸) در مقاله ای به مطالعه مالکیت نهادی، رقابت در بازار محصول و مدیریت درآمدها: شواهد بدست آمده از داده‌های بین‌المللی پرداخته اند. در این مقاله با استفاده از داده‌های بدست آمده از شرکت‌های غیرمالی در ۴۱ کشور دنیا برای دوره زمانی بین ۱۹۹۵-۲۰۱۶ را بررسی شده است. به‌طور کلی، عدم تقارن در نقش مالکیت نهادی و نقش رقابت در بازار محصول در محدود کردن مدیریت درآمدهای تعهدی در مقابل مدیریت درآمدهای واقعی را ثبت شد. بعد از کنترل شاخص‌های مدیریت درآمدها در سطح شرکت که تحقیقات پیشین ثبت کردند و متغیرهای شاخص در سطح صنعت و کشور، شواهد محکمی یافتیم که افزایش مدیریت درآمدهای تعهدی بر روی درصدی از مالکیت نهادی تأثیرگذار است؛ اما شواهدی دال بر اینکه افزایش مدیریت درآمدهای واقعی با درصدی از مالکیت نهادی در ارتباط است، نیافتیم. در حالی که به نظر می‌رسد مالکیت نهادی تأثیری بر مدیریت درآمدهای واقعی ندارد، به‌طور معناداری باعث افزایش مدیریت درآمدهای تعهدی می‌شود. همچنین دریافتیم که رقابت در بازار محصول به صورت مثبتی با مدیریت درآمدهای تعهدی در ارتباط است، هرچند از نظر آماری زمانی معنادار است که از نشان شاخص هرفیندهال-هیرشمن استفاده شود. در پایان، با استفاده از دو نشان از سه نشان رقابت در بازار محصول، متغیر رقابت در بازار محصول به صورت منفی و معناداری با مدیریت درآمدهای واقعی در ارتباط است. تنها زمانی که از معکوس تعداد شرکت‌ها در یک صنعت استفاده می‌شود، ارتباط مثبتی بین رقابت در بازار محصول و مدیریت درآمدهای واقعی دست می‌یابیم. رقابت در بازار محصول باعث تقویت مدیریت درآمدهای تعهدی و تضعیف مدیریت درآمدهای واقعی می‌گردد.

چان لای (۲۰۱۷) مقاله ای تحت عنوان مدیریت سود از طریق ذخایر مالیاتی و خدمات مالیاتی ارائه شده توسط حسابرس انجام داده اند. این مطالعه به بررسی اینکه آیا شرکت‌ها از ذخایر مالیاتی برای رسیدن به اهداف گزارشگری مالی در دوره پس از FIN 48 استفاده می‌کنند و همچنین تأثیر خدمات مالیاتی حسابرسان را بر مدیریت سود از طریق ذخایر مالیاتی را بررسی می‌کند در این مطالعه سه نوع انگیزه در مدیریت سود در نظر گرفته شده است: جلسات پیش بینی اجماع، هموار سازی درآمد و مصرف "ذخایر سود". تجزیه و تحلیل شواهد نشان می‌دهد که فقط شرکت‌های کوچک و متوسط دست کاری در ذخایر مالیاتی را برای پیش بینی درآمد پیش بینی شده در دوره پس از FIN 48 انجام می‌دهند؛ با این حال، ذخایر مالیاتی هنوز هم توسط شرکت‌های بزرگ و غیر بزرگ برای هموارسازی سودها استفاده می‌شود. علاوه بر این، شواهد نشان می‌دهد که حسابرسانی که خدمات مالیاتی بیشتری را ارائه می‌دهد، سود اقتصادی شرکت‌های بزرگ را در دوره پس از FIN 48 هموار می‌کنند و این به معنی عدم استقلال حسابرسان است؛ اما این رفتار در شرکت‌های غیربزرگ وجود ندارد، مسلماً به خاطر این است که حسابرس، استقلال خود را برای مشتریانی که اهمیت کمتری دارند، به خطر نمی‌اندازد. چانگ و همکاران (۲۰۱۶) مالکیت نهادی و شفافیت اطلاعات: نقش شدت تکنولوژی و صنایع را بررسی کرده‌اند. با جمع اوری اطلاعات در سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ از یک نمونه ی دارای ۱۳۹۱ شرکت عمومی ارزیابی شده توسط سیستم رتبه بندی شفافیت و افشاء اطلاعات (ISTR)، متوجه شدند که افزایش در مالکیت نهادی داخلی برای شرکت‌های دارای صنایع با تکنولوژی پیشرفته، منتهی به ارتقاء شفافیت اطلاعاتی در سال جاری خواهد شد. همچنین متوجه شدند که شرکت‌هایی با مالکیت نهادی خارجی و شرکت‌های دارای تکنولوژی پیشرفته و شدت توسعه و تحقیق زیاد، می‌توانند باعث ارتقاء و بهبود در شفافیت شرکتی شوند. به علاوه، ما این مسئله را که آیا شفافیت شرکتی در صنایع دارای تکنولوژی پیشرفته، زمانی که سهامداران شرکتی یا نهادی-دولتی در ارتباط با حاکمیت شرکتی هستند، به صورت منفی تحت تأثیر قرار می‌

گیرد یا خیر را نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار داده شد. نتایج به دست آمده، حاکی از آن بودند که سهام داران نهادی، اعمال حاکمیت شرکتی را به خوبی بهبود بخشیده که به تدریج، در مسیر توسعه ی تکنولوژی پیشرفته، ارتقاء خواهد یافت.

کومار (۲۰۱۴) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که میزان مالکیت شرکتی و مدیریتی به‌طور مثبت و معنادار و مالکیت نهادی به‌طور معکوسی بر سطح سود تقسیم شده مؤثر است. هیچگونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت خارجی و سیاست تقسیم سود یافت نشد. استراتیسی و وو (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی پرداختند. یافته‌های حاصل از رگرسیون برای داده‌های سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۰ حاکی است که تأثیر مالکیت مدیریتی و مالکیت بانکی بر بازده سود تقسیمی بویژه برای شرکت‌های با رشد کم، مثبت است. هارادا و نگوین (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی پرداختند. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت و سود تقسیمی پرداخت شده رابطه معکوسی وجود دارد. به علاوه، احتمال کمتری هست که شرکت‌های با مالکیت متمرکز، همزمان با افزایش سودآوری، سود تقسیمی را افزایش دهند و احتمال بیشتری وجود دارد که با بهبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، هیچ سودی پرداخت نکنند. ناکور و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به‌طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه به‌طور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است.

۵- روش تحقیق

این پژوهش بر مبنای روش‌های تحقیق و جمع‌آوری اطلاعات، از نوع کمی، توصیفی، تحلیلی و علی می‌باشد و در طی مراحل سعی شده موضوع تحقیق بطور منظم و شفاف مورد بررسی قرار گیرد. پژوهش حاضر از حیث هدف، از نوع پژوهش‌ها کاربردی محسوب می‌شود. پژوهش‌ها کاربردی توسعه دانش کاربردی در زمینه خاصی است و همچنین از لحاظ ماهیت، پس رویکردی است.

۵-۱- ابزار گردآوری اطلاعات

ابزار گردآوری اطلاعات در این تحقیق فیش برداری می‌باشد که با انتقال آنها و دسته بندی آنها به صورت رایانه ای به یک بانک اطلاعاتی به عنوان ساختار کلی تحقیق دست یافتیم همچنین اطلاعات مورد نیاز برای محاسبات از آرشیو سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بانک مرکزی، سازمان امور اقتصاد و دارایی، مرکز آمار ایران و سایر سازمان‌های منتشر کننده اطلاعات مورد نیاز تحقیق در زمینه عوامل مؤثر بر بازده سهام به صورت بسته های نرم‌افزاری اداره کننده بانک اطلاعات و همچنین نرم‌افزار صفحه گسترده، اقدام به ایجاد پایگاه اطلاعاتی مناسب جهت انجام محاسبات و فرآوری آنها گردیده است.

اطلاعات دیگر نیز از روش کتابخانه ای و آمار و اطلاعات موجود در نشریات مالی از جمله ماهنامه بورس، نرم‌افزارهای مالی مانند مینا و کاریزما، راهنمایی اساتید کارشناسان و مدیران اجرایی سازمان بورس از طریق مصاحبه های حضوری انجام شد. دیتاهای مربوط به بازده سهام و قیمت آنها و کلیه شاخص های بازار سرمایه از طریق نرم‌افزار ارائه شده توسط شرکت مینا با نام تجاری ره آورد نوین تهیه گردید و سپس این اطلاعات در صفحه گسترده پیاده و از طریق نرم‌افزارهای آماری SPSS نسخه ۱۹ پردازش و تحلیل شده است و در جداول آماری تنظیم و جهت تحلیل آماری و در نتیجه مقایسه آنها استفاده شده است.

۵-۲- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است برای نمونه گیری از روش حذفی سیستماتیک استفاده خواهد شد به این ترتیب که:

۱- شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها برای ۴ سال متوالی (۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷) وجود دارد.

۲- دوره مالی آنها به پایان اسفند ماه منتهی شود

۳- طی این سال‌های مالی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴- جزو بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای اصول راهبردی شرکت در آنها متفاوت است با توجه به مجموعه این شرایط تعداد ۸۶ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب خواهد شد.

دیتاهای مربوط به کلیه شاخص های بازار سرمایه از طریق نرم‌افزار ارائه شده توسط شرکت مینا با نام تجاری ره آورد نوین تهیه خواهد گردید و سپس این اطلاعات در صفحه گسترده پیاده و از طریق نرم‌افزارهای آماری SPSS نسخه ۱۹ و EViews پردازش و تحلیل شده است.

۶- متغیرهای تحقیق

۶-۱- متغیر وابسته و شیوه محاسبه آن

در این پژوهش متغیر وابسته سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش است. برای اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش از نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

۶-۲- متغیرهای مستقل

ML = نسبت اهرم بازار (نسبت اهرم مالی)

f = کنترل برای تاثیر ثابت شرکت

yt = تاثیر ثابت سال

i = شرکت‌های عضو بورس

t = زمان

IE = مالکان نهادی

EM = مدیریت سود

۶-۳- مدل آزمون فرضیات

مدل (۱):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$ROI_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳):

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$$

۷- یافته‌های تحقیق

جدول ۱- شاخص آماری متغیرهای وابسته و مستقل

نام متغیر	سودآوری	بازده دارایی	بازده سرمایه‌گذاری	بازده حقوق صاحبان سهام	مالکیت نهادی	سهامدار نهادی
نماد	PRO	ROA	ROI	ROE	LGOV	INST
میانگین	۵۷۷,۷۷۹	۰,۲۴۸۲	۰,۴۵۶۲	۰,۳۲۸	۰,۳۴۷۵	۶۵,۳۷۷۶۳
میانه	۵۴۲,۷۴۶	۰,۱۸۷۲	۰,۲۴۵۱	۰,۱۰۰۰۰۰	۰,۱۷۵۶	۶۹,۳۳۷۰۰
ماکزیمم	۲۶,۳۱۷,۸۲۶	۰,۳۵۴۲	۰,۵۸۹۶	۰,۵۴۸	۰,۴۱۸۵	۱۰۰,۰۰۰۰
مینیمم	۹۶,۲۸۱	-۰,۶۵۴۲	-۰,۱۲۴۵	-۰,۳۴۵۷	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰
انحراف معیار	۰,۶۹۳۹۸۲	۰,۱۰۸۵۴	۰,۳۱۲۴	۰,۲۱۵	۱,۲۳۴	۱,۰۸۷
چولگی	-۰,۲۳۹۰۷۸	۰,۴۲۵۶	۰,۴۸۶۵	۰,۴۲۳۴	۰,۵۲۱۴	-۰,۶۵۴۷
کشیدگی	۰,۷۶۵۴	۰,۴۵۸۷	۰,۸۹۶۵	۱,۲۵۴	۱,۵۶۸۷	۱,۸۵۷۴

جدول ۲- شاخص آماری متغیرهای وابسته و مستقل

نام متغیر	سهامدار مدیریت	نرخ رشد فروش	اندازه شرکت	عمر شرکت	کیفیت حسابرسی	اهرم مالی
نماد	MAN	grow	SIZE	AGE	AQ	Lev
میانگین	۰,۰۶۸۵	۰,۵۸۷۵	۵,۹۱۲	۱۷,۹۳۴	-۰,۲۱۳	۰,۵۷۴
میانه	۰,۰۰۰	۰,۱۸۰	۴,۲۳۳	۱۶,۰۰۰	-۰,۲۶۹۰	۰,۵۲۳
ماکزیمم	۰,۰۲۹	۲۲,۵۱	۷,۸۵۷	۴۶,۰۰۰	۶,۰۰۲	۰,۶۸۵

۰,۰۱۲	- ۴,۳۰۶۰	۴,۰۰۰	۲,۵۴۵	-۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	مینیمم
۰,۱۲۴	۱,۰۶۰	۹,۱۸۵	۱,۲۶۵	۱,۷۹۰۴	۰,۰۳۱۸	انحراف معیار
۰,۶۵۴	۰,۶۰۷	۰,۱۵۱	۰,۶۸۴	۰,۰۱۵۸	۰,۷۸۳۹	چولگی
۲,۳۵۴	۳,۱۶۰	۳,۵۲۲	۱,۶۵۹	۵,۰۹۵	۶,۳۰۳۴	کشیدگی

میانگین اصلی ترین و مورد استفاده ترین شاخص مرکزی است. مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل و مرکز ثقل داده‌ها قرار می‌گیرد. متغیرهایی دارای کیفیت مناسب می‌باشند که بین میانگین و میانه آن‌ها اختلاف چندانی وجود نداشته باشند. میانگین بازده دارایی شرکت‌های نمونه ۱۲/۲ می‌باشد و میانه آن در حدود ۹/۷ می‌باشد. بالاترین سطح بازده دارایی مربوط به شرکت کالسیمین در سال ۹۳ می‌باشد. در میان شرکت‌های نمونه، شرکت‌هایی نظیر آلومتک و نورد و کمباین سازی کمترین سطح میانگین بازده دارایی می‌باشند. نسبت بازده سرمایه‌گذاری در طول دوره بررسی دارای میانگینی در حدود ۱۳/۷ می‌باشد که نشان دهنده این است شرکت‌های نمونه دارای میانگینی در حدود ۱۴ درصد می‌باشد. بالاترین میزان این نسبت مربوط به شرکت کالسیمین در سال ۹۳ می‌باشد که دارای مقادیری در حدود ۲,۴۶۶ از نسبت بازده سرمایه‌گذاری می‌باشد در حالیکه کمترین مقدار آن مربوط به شرکت‌های آلومتک، کمباین سازی و گازلوله می‌باشد. میانگین بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه ۲۸/۸ می‌باشد و میانه آن در حدود ۳۰/۲ می‌باشد. بالاتر بودن میانه نسبت به میانگین منجر به چوله به چپ بودن این متغیر دارد. بالاترین سطح بازده حقوق صاحبان سهام مربوط به شرکت افست در سال ۹۷ و کمترین آن در سال ۹۳ و مربوط به آلومتک می‌باشد.

میانگین ساختار مالکیت دولتی در شرکت‌های نمونه در حدود ۰,۳۴۱ درصد می‌باشد یعنی نسبت سهام مربوط به شرکت‌های نمونه که در اختیار دولت می‌باشد در حدود ۳۴ درصد می‌باشد. بالاترین نسبت ساختار مالکیت دولتی مربوط به شرکت شیشه و گاز در سال ۹۳ می‌باشد و کمترین میزان آن مربوط به شرکت‌های گاز لوله و فرآوری مواد معدنی و کمباین سازی می‌باشد. در میان شرکت‌های نمونه بیشترین سطح نسبت کل مالکان نهادی به ترتیب مربوط به شرکت‌های اما و معادن متگنز ایران است و کمترین آن مربوط ایران تایر و سرما آفرین می‌باشد.

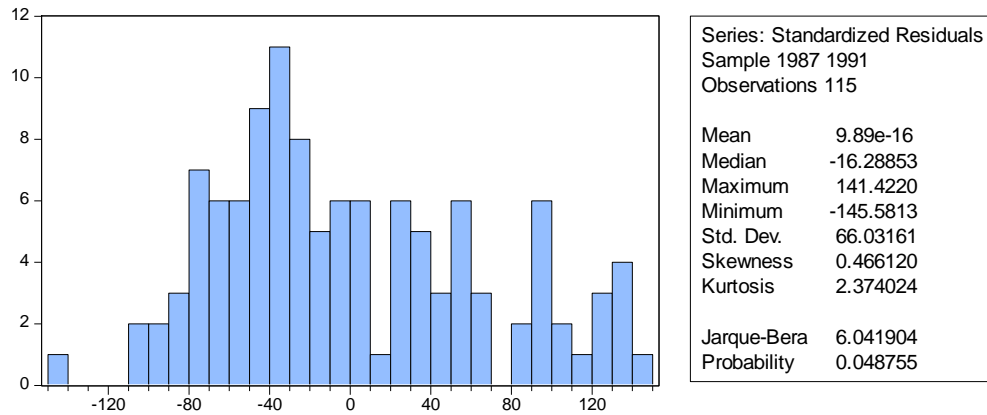
سن شرکت‌های نمونه در حدود ۱۷/۹ می‌باشد. بالاترین میزان سن در شرکت‌های نمونه مربوط به نفت پارس با ۴۶ سال می‌باشد و جوانترین آن مربوط به شرکت‌هایی است که در طی پژوهش تنها ۴ سال از عمر پذیرششان در بورس می‌گذرد برای مثال می‌توان به شرکت سیمان درود اشاره نمود که در سال ۹۳ دارای ۴ سال می‌باشد.

میانگین لگاریتم اندازه شرکت‌ها ۵,۹۱۲ می‌باشد. همانگونه که پیش بینی می‌شد بالاترین سطح از ارزش دارایی‌ها مربوط به شرکت‌های خودرویی مانند ایران خودرو، سایپا، گروه بهمن، ایران خودرو دیزل و سایپا دیزل می‌باشد و سپس شرکت‌های پتروشیمی در رده‌های بعدی قرار می‌گیرند. میانگین ارزش دارایی‌ها در شرکت‌های خودرویی تقریباً ۱۸/۰۲ می‌باشد. این بدین معناست که میانگین ارزش دفتری دارایی‌های شرکت‌های خودرویی در حدود ۲۸/۷٪ بیش از سطح میانگین نمونه‌ها می‌باشند. در بین شرکت‌های نمونه انتخاب شده کمترین میزان دارایی‌ها مربوط به شرکت ماشین سازی نیرومحرکه می‌باشد که میانگین ارزش دفتری دارایی‌ها در آن ۱۱/۱۳ می‌باشد.

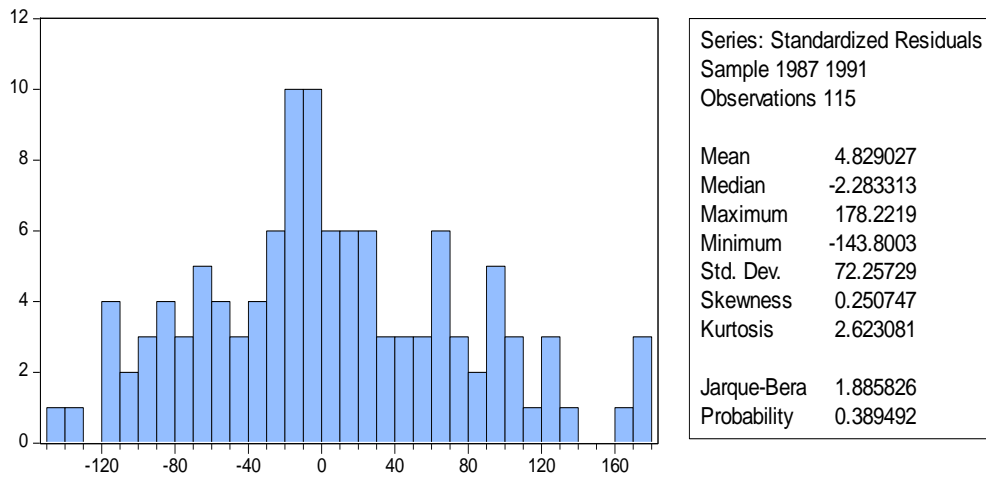
میانگین اهرم مالی ۰/۶۵ می‌باشد. این به این معناست در حدود ۶۵ درصد از کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت از طریق تامین مالی بلند مدت و بدهی‌های بلند مدت تامین شده است. بالاترین میزان اهرم مالی مربوط به شرکت‌های نورد و لوله اهواز و فرومولیبدن کرمان می‌باشد و کمترین میزان اهرم مالی مربوط به شرکت‌هایی نظیر دارو سبحان و داروپخش می‌باشد.

جدول ۳- ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون

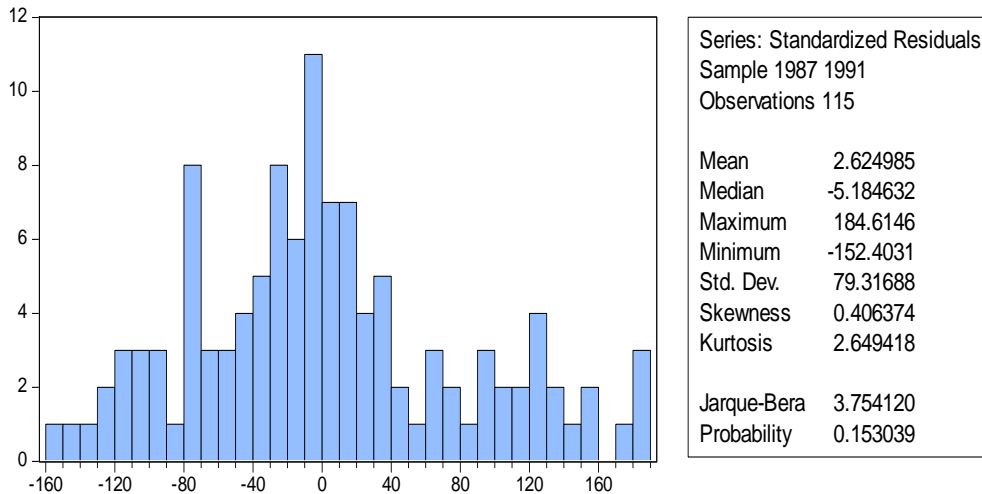
ضریب همبستگی	سودآوری	بازده دارایی	سرمایه‌گذاری بازده	صاحبان سهام بازده حقوق	دولت مالکیت	نهادی سهامدار	مدیریت سهامدار	سهامدار فروش	نرخ رشد اندازه شرکت	عمر شرکت	حسابرسی کیفیت
سودآوری	---										
بازده دارایی	۱۶,۴%	---									



نمودار ۱- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل اول



نمودار ۲- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل دوم



نمودار ۳- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل سوم

همانطور که مشاهده می شود با توجه به اینکه در مدل های دوم و سوم مقادیر P-Value کمتر از ۵ درصد می باشند فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از مبداها رد شده و برای آزمون فرضیات می بایست از روش Panel استفاده شود در حالیکه در مدل اول می بایست از مدل Pooled استفاده شود. حال می بایست در مدل Panel، مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون گردد. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می شود.

جدول ۵- آزمون تشخیص مدل (آزمون اثرات ثابت)

شماره	متغیر	آماره چاو	مقدار	نتیجه گیری	مدل مورد استفاده
-------	-------	-----------	-------	------------	------------------

مدل	وابسته		P-Value	
۱	ROA	۱,۹۴	۰/۰۶	عرض از میداها با هم برابر هستند
۲	ROI	۴,۲۷	۰/۰۰	عرض از میداها با هم برابر نیستند
۳	ROE	۳,۷۲	۰/۰۰	عرض از میداها با هم برابر نیستند

جدول ۶- جدول آزمون انتخاب آزمون اثرات ثابت و تصادفی

شماره مدل	آماره هاسمن	درجه آزادی	مقدار P-Value	نتیجه گیری
۲	۶/۱۱	۷	۱۱/۰	اثر تصادفی
۳	۲۸.۳	۷	۰/۰۰	اثر ثابت

همانگونه که از جدول فوق مشاهده می گردد آماره هاسمن محاسبه شده برای مدل سوم کوچکتر از کای دو با درجه آزادی ۷ (تعداد متغیرهای مستقل در مدل) بوده و مقدار P-Value آن‌ها نیز کمتر از ۵ درصد است لذا فرضیه صفر در این مدل رد شده و از روش اثرات ثابت برای برازش مدل استفاده می شود حال آنکه در مدل شماره دو با توجه به مقدار P-Value و اینکه بیش از ۵ درصد است می بایست برای برازش مدل از روش اثرات تصادفی استفاده شود.

۲-۷- آزمون فرضیات

فرضیه اول: مدیریت سود بر اهرم مالی با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود بر نسبت های اهرمی شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی قوی (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: مدیریت سود بر نسبت های اهرمی در شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی ضعیف (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

برای بررسی هر یک از فرضیات فرعی فوق از مدل اول استفاده شده است که نتایج آزمون رگرسیون در جدول ذیل به صورت خلاصه ذکر شده است:

در مدل مقدار احتمال (یا P-Value) برابر با ۰ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود؛ یعنی مدل معنی داری وجود دارد و بین متغیرهای مستقل و وابسته رابطه خطی برقرار است.

در فرضیه فرعی اول به بررسی این موضوع پرداخته می شود که مدیریت سود بر اهرم مالی با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. از اینرو بین مالکیت نهادی (LINST) و بازده دارایی ارتباط وجود دارد یا خیر؟. نتایج بیانگر این است که ارتباط بین مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی شرکت و بازده دارایی شرکت مستقیم می باشد. یعنی در شرکت هایی که مالکیت نهادی در آن ها بیشتر است به خصوص اینکه درصد مالکیت از نوع دولتی نیز در آن ها بالا باشد و سهام بیشتری در اختیار مدیران شرکت قرار گیرد بازده دارایی در آن ها احتمالاً بیشتر است. اما؛ این ارتباط از لحاظ آماری معنادار نیست. لذا فرضیه فرعی اول رد می شود. نتایج بدست آمده از رگرسیون با نتایج حاصله از آزمون همبستگی مشابه است. بزرگتر بودن ضریب متغیر مالکیت نهادی در مدل رگرسیون بیانگر تاثیر بیشتر این متغیر بر بازده دارایی ها می باشد.

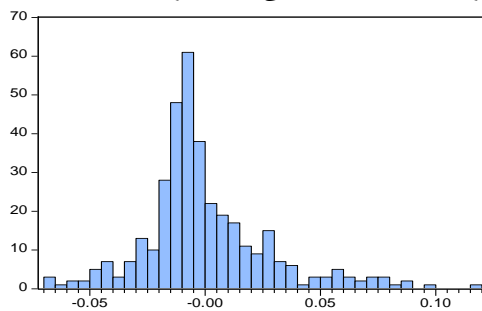
جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیات اول و دوم

$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 lev_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$	مدل
---	-----

متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره t	P-Value	مقادیر	نتیجه گیری
مقدار ثابت	۰,۳۷۸۷۱	۴,۷۶۴۴۰۰	۰,۰۰۰۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LGOV	۰,۰۰۰۱۷۹	۰,۸۰۴۲۴۷	۰,۴۲۱۷	عدم معناداری در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LMAN	۰,۸۹۱۳۷۴	۱,۱۳۹۷۷۲	۰,۲۵۵۱	عدم معناداری در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LINST	۰,۰۰۰۰۰۵	۰,۴۴۱۵۹۰	۰,۶۵۹۰	عدم معناداری در مدل در سطح ۹۵ درصد	
AQ	۰,۰۰۵۰۵۶	۲,۰۰۲۰۴۹	۰,۰۴۶۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LSIZE	۰,۰۹۹۵۲۴	۱۱,۰۳۴۸	۰,۰۰۰۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
GROW	۰,۰۱۱۹۶۱	۶,۴۰۸۶۹۰	۰,۰۰۰۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
Lev	-۰,۰۶۱۶۱۲	-۲,۳۱۶۹۷۲	۰,۰۲۱۲	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LPRO	۰,۲۳۶۱۰	۹,۳۵۹۸۰۴	۰,۰۰۰۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
Age	-۰,۰۰۰۴۷۲	-۴,۰۰۱۲۶۷	۰,۰۰۰۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
مقادیر آزمون F		۱۵۹,۷۹۵۱	آزمون دوربین واتسون		۱,۶۵۸۹۶۶
مقادیر P-Value		۰,۰۰۰۰۰*	مقادیر ضریب تعیین R ²		۰,۵۰۴۲۲۳
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R ²		۰,۴۹۹۱۹۰
نتیجه کفایت مدل: با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار P-Value که کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.					

*معنادار در سطح ۹۵ درصد

در فرضیه فرعی دوم به بررسی این موضوع پرداخته شده است که آیا مدیریت سود بر نسبت های اهرمی شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی قوی (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. نتایج آزمون رگرسیون بیانگر این است که ضریب متغیر کیفیت حسابرسی در مدل معنادار می باشد و نوع ارتباط با توجه به ضریب متغیر، مثبت و از نوع مستقیم می باشد؛ یعنی بین معیار کیفیت حسابرسی و بازده دارایی ارتباط مستقیم وجود دارد ولی معیار کیفیت حسابرسی اقلام تعهدی اختیاری بوده که افزایش آن نشان از کاهش کیفیت حسابرسی و کاهش آن نشان از افزایش کیفیت حسابرسی دارد بر این اساس ارتباط مثبت بین اقلام تعهدی و بازده دارایی نشان از این واقعیت است که افزایش اقلام تعهدی (کاهش کیفیت حسابرسی) منجر به افزایش بازده دارایی شده است. همچنین کاهش اقلام تعهدی (افزایش کیفیت حسابرسی) باعث کاهش بازده دارایی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شده است. نتایج نشان می دهد شرکت هایی که کیفیت حسابرسی آنها بالاتر است دارای بازده دارایی های کمتری هستند.



نمودار ۴- نمودار مقادیر خطای فرضیات فرعی اول و دوم

این متغیر از لحاظ آماری در مدل معنادار بوده و در سطح ۹۵ درصد فرضیه پذیرفته می شود زیرا اولاً مقدار t به دست آمده بزرگتر از مقدار متناظر آن در جدول (t_{α=۰,۹۷۵=۱/۹۶}) بوده و همچنین p-value محاسبه شده نیز در این متغیر کمتر از ۵ درصد است. لذا فرضیه فرعی دوم پذیرفته می شود. نتایج بدست آمده از رگرسیون با نتایج حاصله از آزمون همبستگی مشابه است.

فرضیه فرعی سوم: مدیریت سود بر نسبت های اهرمی در شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی ضعیف

(IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

برای بررسی هر یک از فرضیه فوق از مدل سوم استفاده شده است که نتایج آزمون رگرسیون در جدول ذیل به

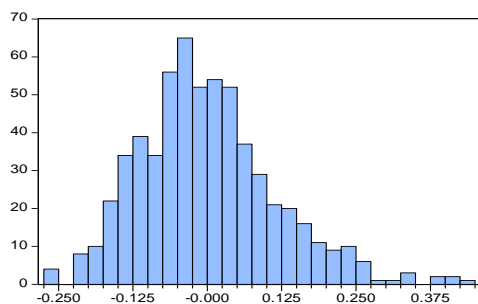
صورت خلاصه ذکر شده است:

جدول ۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیات پنجم و ششم

$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 lev_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$				مدل
نتیجه گیری	مقادیر	مقادیر آماره t	ضرایب متغیر	متغیرهای توضیحی

	P-Value	در مدل	
مقدار ثابت	۰,۰۰۰۰*	۵,۴۷۸۴۶۴	۰,۴۷۷۶۸۴
مقدار <i>LGOV</i>	۰,۳۳۱۹	۰,۹۷۱۰۶۲	۰,۰۰۰۳۶۸
مقدار <i>LMAN</i>	۰,۲۷۲۸	۱,۰۹۷۶۰۶	۱,۴۳۷۹۶۳
مقدار <i>LINST</i>	۰,۵۷۱۲	۰,۶۵۵۴۸۸	۰,۰۰۱۹۸۲
مقدار <i>AQ</i>	۰,۰۰۰۸*	۳,۳۸۸۰۹۹	۰,۰۲۷۸۳۲
مقدار <i>LSIZE</i>	۰,۰۰۰۰*	۱۳,۲۳۶۸۸	۰,۱۲۱۴۸۶
مقدار <i>GROW</i>	۰,۰۴۴۷*	۲,۰۱۱۷۲۸	۰,۱۰۵۰۴
lev	۰,۰۳۱۰	-۲,۱۶۷۵۷۳	-۰,۰۵۷۱۸۴
مقدار <i>LPRO</i>	۰,۰۰۰۰*	۱۶,۸۲۶۲۹	۰,۲۹۱۵۹۶
Age	۰,۰۳۲۷*	۲,۱۴۰۹۲۱-	۰,۰۰۱۸۹۸-
مقادیر آزمون F	آزمون دوربین واتسون	۳۰,۷۴۸۷۴	
مقادیر P-Value	مقادیر ضریب تعیین R ²	۰,۰۰۰۰۰۰	
	مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R ²		
نتیجه کفایت مدل:	با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار P-Value که کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.		

*معنادار در سطح ۹۵ درصد



نمودار ۵- نمودار مقادیر خطای فرضیات فرعی پنجم و ششم

در مدل مقدار احتمال (یا P-Value) برابر با ۰ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی مدل معنی‌داری وجود دارد و بین متغیرهای مستقل و وابسته رابطه خطی برقرار است.

۸- بحث و نتیجه گیری

۸-۱- تحلیل فرضیه اول

فرضیه اول بدنبال این مسئله است که مدیریت سود بر اهرم مالی با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. در این راستا پژوهشگر برای ارزیابی سودآوری از سه معیار بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه‌گذاری استفاده نمود. لذا برای آزمون تاثیر مالکیت نهادی بر سودآوری سه مدل رگرسیونی مورد برآزش قرار گرفت که هر کدام تاثیر مالکیت نهادی را بر روی یکی از شاخصهای سودآوری مورد آزمون قرار می‌دهد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می‌دهد بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برآزش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و شاخصهای سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج فوق نشان دهنده این واقعیت است که وجود سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت بنگاه، باعث نفوذ مدیریت نهادی بر پیکره شرکت نمی‌گردد و در واقع مالکیت نهادی علاوه بر اینکه منجر به افزایش سودآوری نمی‌گردد، منجر به کاهش آن نیز نمی‌شود. باتوجه به اینکه مدیریت نهادی یک مدیریت ناکارآمد است، نتایج نشان می‌دهد که ساختارهای بورس و قوانین بورس اوراق بهادار به مدیریت نهادی اجازه تفکر نهادی را نمی‌دهد و صرفاً دولت می‌تواند سهامدار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار گردد.

البته یکی از دلایل نتایج فوق ناشی از این مسئله است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که هنوز دولت را در ترکیب سهامداران خود دارند، در واقع شرکت‌هایی هستند که بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی به

بخش خصوصی واگذار گردیده اند و شیوه سودآوری این شرکت ها از قبل تحت مدیریت دولت بوده است. عدم ارتباط بین شاخصهای سودآوری و مالکیت نهادی البته ناشی از این مسئله است که غیر از شرکت‌های واگذار شده بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی در بقیه شرکت ها دولت سهم بسیار ناچیزی از ساختار مالکیت بنگاه ها را دارد در واقع عدم تاثیرگذاری مالکیت نهادی چه بصورت کارآمد و چه بصورت ناکارآمد ناشی از عدم توانایی دولت در بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار برای مدیریت، هدایت و کنترل می باشد. نتایج تحقیق حاضر همگام با تحقیق رستگاریا و عباسی (۱۳۹۱) می باشد که آزمون اثرات نوع مالکیت در تحقیق آنها نشان می‌دهد بین ارزش شرکت ها با مالکیت نهادی ارتباط منفی و غیرمعنادار وجود دارد.

۸-۲- تحلیل فرضیه دوم

در فرضیه دوم پژوهشگر بدنبال این مسئله است مدیریت سود بر نسبت های اهرمی شرکت‌های عضو بورس با مالکان نهادی قوی (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. در این راستا پژوهشگر برای ارزیابی سودآوری از سه معیار بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه‌گذاری استفاده نمود. لذا برای آزمون تاثیر مالکیت مدیریتی بر سودآوری سه مدل رگرسیونی مورد برآزش قرار گرفت که هر کدام تاثیر مالکیت مدیریتی را بر روی یکی از شاخص‌های سودآوری مورد آزمون قرار می‌دهد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می‌دهد که P-VALUE هر سه مدل (مدل سنجش مالکیت مدیریتی بر بازده دارایی، مدل سنجش مالکیت مدیریتی بر بازده حقوق صاحبان سهام و مدل سنجش مالکیت مدیریتی بر بازده سرمایه‌گذاری) کمتر از ۵ درصد بوده لذا بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته ارتباط معنی‌داری وجود دارند و همچنین ضریب تعیین در سه مدل نیز به ترتیب برابر با ۵۰٫۴، ۳۴٫۸ و ۴۳٫۷ درصد می باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل موجود در مدل‌های ارائه شده به ترتیب به میزان ۵۰٫۴، ۳۴٫۸ و ۴۳٫۷ درصد قدرت تبیین متغیر وابسته یعنی بازدهی دارایی، بازدهی حقوق صاحبان سهام و بازدهی سرمایه‌گذاری را دارند. ضریب متغیر مورد استفاده برای تحلیل فرضیه دوم در هر سه مدل β_2 می باشد؛ که معنی‌داری ضرایب فوق در مدل نشان دهنده معنی‌داری متغیر مستقل و تاثیرگذاری مالکیت مدیریتی بر ROA، ROE و ROI است همچنین جهت ضرایب متغیرهای فوق نیز نشان دهنده چگونگی تاثیر گذاری مالکیت مدیریتی بر ROA، ROE و ROI می باشد. نتایج برای فرضیه دوم نشان می‌دهد که P-VALUE ضریب فوق در مدل اول بیشتر از ۵ درصد بوده و نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و بازده دارایی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد همچنین P-VALUE ضریب فوق در مدل دوم نیز بیشتر از ۵ درصد می‌باشد لذا بین مالکیت مدیریتی و بازده سرمایه‌گذاری نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و در نهایت P-VALUE ضریب مرتبط با فرضیه دوم در مدل سوم نیز بیشتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه بین مالکیت مدیریتی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برآزش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از فرضیه فوق نشان از ناکارآمدی یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مرتبط با ترکیب سهامداران است در واقع افزایش درصد مالکیت مدیران در ترکیب سهام بنگاه باعث افزایش تلاش مدیریت برای بهبود عملکرد و در نتیجه ارزش آفرینی بیشتر نگردیده است. دو علت عمده منجر به نتایج فوق شده است اولاً مالکیت مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در ایران بسیار کم مرسوم است و در واقع بنگاه ها در قالب تئوری نمایندگی و برای اطمینان از ایفای وظیفه مباشرتی از طرف مدیران، اقدام به اعطای سهام مدیریتی به مدیران اجرایی نمی‌کنند لذا مدیران انگیزه ی کافی برای بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ارزش سهام شرکت که از طریق افزایش قیمت سهام حاصل می آیند را ندارند. ثانياً برقراری توافقات قراردادی برای ایفای وظیفه مباشرتی از طرف مدیران اجرایی نیز در شرکت‌های ایرانی مرسوم نمی باشد در واقع مدیران نه مالک بخشی از سهام بنگاه هستند که احساس تعلق خاطر را به شرکت داشته باشند و نه بر اساس توافقات قراردادی بخشی از عملکرد شرکت به عنوان عملکرد مدیریت محسوب می گردد. در نهایت اولاً سهام مالکیتی مدیران درصد بسیار ناچیزی از سهام بنگاه‌ها می باشد و بسیاری از بنگاه ها نیز اصلاً سهام مالکیت مدیریتی ندارند و ثانياً سهام فوق انگیزه مدیران جهت افزایش تلاش خود برای بهبود عملکرد شرکت و افزایش ارزش بنگاه را تقویت نمی نماید. نتایج تحقیق حاضر مغایر با نتیجه تحقیق نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) بوده که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت را نشان دادند.

۸-۳- تحلیل فرضیه سوم

در فرضیه سوم پژوهشگر بدنبال این مسئله است که مدیریت سود بر نسبت های اهرمی در شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی ضعیف (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. در این راستا پژوهشگر برای ارزیابی سودآوری از سه معیار بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه گذاری استفاده نمود. لذا برای آزمون تاثیر مالکیت نهادی بر سودآوری سه مدل رگرسیونی مورد برازش قرار گرفت که هر کدام تاثیر مالکیت نهادی را بر روی یکی از شاخصهای سودآوری مورد آزمون قرار می دهد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می دهد که P-VALUE هر سه مدل (مدل سنجش مالکیت نهادی بر بازده دارایی، مدل سنجش مالکیت نهادی بر بازده حقوق صاحبان سهام و مدل سنجش مالکیت نهادی بر بازده سرمایه گذاری) کمتر از ۵ درصد بوده لذا بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته ارتباط معنی داری وجود دارند و همچنین ضریب تعیین در سه مدل نیز به ترتیب برابر با ۵۰,۴، ۳۴,۸ و ۴۳,۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل موجود در مدل های ارائه شده به ترتیب به میزان ۵۰,۴، ۳۴,۸ و ۴۳,۷ درصد قدرت تبیین متغیر وابسته یعنی بازدهی دارایی، بازدهی حقوق صاحبان سهام و بازدهی سرمایه گذاری را دارند. ضریب متغیر مورد استفاده برای تحلیل فرضیه سوم در هر سه مدل β_3 می باشد؛ که معنی داری ضرایب فوق در مدل نشان دهنده معنی داری متغیر مستقل و تاثیرگذاری مالکیت نهادی بر ROA، ROE و ROI است همچنین جهت ضرایب متغیرهای فوق نیز نشان دهنده چگونگی تاثیر گذاری مالکیت نهادی بر ROA، ROE و ROI می باشد. نتایج برای فرضیه سوم نشان می دهد که P-VALUE ضریب فوق در مدل اول بیشتر از ۵ درصد بوده و نشان می دهد که بین مالکیت نهادی و بازده دارایی ارتباط معنی داری وجود ندارد همچنین P-VALUE ضریب فوق در مدل دوم نیز بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا بین مالکیت نهادی و بازده سرمایه گذاری نیز ارتباط معنی داری وجود ندارد و در نهایت P-VALUE ضریب مرتبط با فرضیه سوم در مدل سوم نیز بیشتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برازش مدل های معرفی شده نشان می دهد که بین مالکیت نهادی و شاخصهای سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود ندارد. نتایج فرضیه سوم نشان می دهد که مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی در ترکیب مالکیت بنگاه ها نتوانسته که وظیفه ذاتی خود را به ارمغان بیاورد در واقع این شیوه مالکیت از طریق انتخاب مدیریت اجرایی و همچنین هدایت راهبردی مدیران، می بایست برای احقاق حقوق ذینعان تلاش نموده و عملکرد بنگاه که از طریق سودآوری سنجیده می شود را بهبود بخشد تا در نهایت ارزش آفرینی را به ارمغان آورد اما نتایج نشان می دهد که این مسئله تحقق نیافته است. نتایج فوق ناشی از ضعیف بودن مکانیزم های حاکمیت شرکتی و همچنین ساختارهای مرتبط با مالکیت و مالکیت نهادی می باشد در واقع مالکان نهادی که بیشترین سهام بنگاه را در اختیار دارند هنوز از طریق مکانیزم های اجرایی نتوانسته اند که بر عملکرد تاثیرگذار باشند و نهایت تلاش آنها در مجامع عمومی شرکت و انتخاب مدیریت نمایان می گردد در حالی این مالکان می توانند از طریق کمیته های تخصصی و حرفه ای همواره بر کار بنگاه نظارت داشته و هدایت آن را به عهده داشته باشند تا عملکرد نیز بهبود یابد. نتایج تحقیق مغایر با پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) می باشد که بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بر خلاف تحقیق حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۶) است که یک رابطه مثبت بین ارزش شرکت با سرمایه گذاران نهادی را اثبات نمودند. جدول زیر خلاصه نتایج فرضیه سوم را نشان می دهد:

نتایج حاصل از تحلیل فرضیات نشان می دهد که ساختار مالکیت یعنی مالکیت نهادی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریت بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار نمی باشد. عدم تاثیرگذاری ساختار مالکیت بر سودآوری نشان از ناکارایی بودن مکانیزم های حاکمیت شرکتی مرتبط با ترکیب مالکیت می باشد. در واقع ترکیب مالکیت در ایران و در مکانیزم های بازار سرمایه ایران هنوز قادر به تاثیرگذاری بر عملکرد و بهبود آن نمی باشد و در نتیجه ارزش آفرین نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج نشان می دهد که بین کیفیت حسابرسی و شاخصهای سودآوری ارتباط معکوس و معنی دار وجود دارد به این معنی که هر اندازه که کیفیت حسابرسی کاهش یابد (یعنی اقلام تعهدی در سود افزایش یابد) سودآوری بنگاه از طریق دستکاریهای مدیریت و اعمال مدیریت سود افزایش می یابد لذا هر اندازه جزء تعهدی سود افزایش یابد کیفیت سود کم گردیده و سودآوری بنگاه افزایش می یابد و لذا حسابرس مستقل

به عنوان مکانیزم نظارتی مستقل حاکمیت شرکتی نتوانسته با هدایت مدیران از رفتارهای فرصت طلبانه آنان جلوگیری بعمل آورد.

۹- پیشنهادات علمی برای تحقیقات آتی

با توجه به نتایج حاصل شده و طی انجام تحقیق، موضوعات زیر جهت انجام پژوهش های جدید به محققان پیشنهاد می گردد.

۱. بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی بر شاخص های سودآوری با توجه به چرخه عمر شرکت
۲. بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی بر شاخص های سودآوری با توجه به دوره های اقتصادی
۳. بررسی ارتباط بین کیفیت گزارش حسابرسان و شاخص های سودآوری
۴. بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری با شاخص های سودآوری
۵. مطالعه و بررسی مکانیزم های حاکمیت شرکت و ارتباط آنها با معیارهای ارزیابی سودآوری بنگاه ها
۶. بررسی اثر ساختارهای مالکیتی و مدیریتی و کیفیت حسابرسی بر شاخص های سودآوری شرکت ها به تفکیک صنایع مختلف.
۷. بررسی و مقایسه ساختارهای مالکیتی و مدیریتی و کیفیت حسابرسی با شاخص های سودآوری شرکت های زیانده با شرکت های سودده در بورس اوراق بهادار.
۸. بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی با کارایی سرمایه در گردش
۹. مطالعه نقش تمرکز مالکیت و کیفیت حسابرسی بر نقدینگی، سودآوری و رشدی شرکت ها
۱۰. بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه و هزینه بدهی
۱۱. بررسی ارتباط بین تمرکز مالکیت و کیفیت حسابرسی و ریسک و بازدهی شرکت ها

منابع

- آقایی، محمدعلی و ناظمی اردکانی، مهدی (۱۳۹۱). تخصص حسابرسان در صنعت و مدیریت اقلام تعهدی اختیاری؛ دانش حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۶، صفحه ۱۷-۴.
- رستگاری، فاطمه و عباسی، ابراهیم، (۱۳۹۱)، "تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت هادر بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش های تجری حسابداری، سال دوم، شماره ۱ (پیاپی ۵)، صص ۳۳-۵۰.
- زلفی، حسن و مریم گودینی، ۱۳۹۵، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین المللی پژوهش های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی
- صبوری، مینا و عباس اسفندیاری زاهدانی، ۱۳۹۸، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری
- فتحی، سعید و رسول عبدی، ۱۳۹۷، رابطه ساختار سرمایه و مدیریت واقعی سود (مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری، بانکداری و اقتصاد در افق ایران ۱۴۰۴، مشهد، موسسه تعاونی دانش بنیان کمراوش
- مشایخ، شهناز و ماه آورپور، مرضیه، (۱۳۸۷)، "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۳، پاییز، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- منصورفر، کریم، ۱۳۸۵، روش های آماری، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ پنجم.
- موسوی، سیده فاطمه، ۱۳۹۶، بررسی تأثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین، تهران، شرکت ارتباط ارغوان ایرانیان
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسیهای حسابداری حسابرسی، شماره ۳۵.
- نونهال نهر، علی اکبر و جبارزاده لنگرلوئی، سعید و پورکریم، یعقوب (۱۳۸۹). رابطه بین کیفیت حسابرسان و قابلیت اتکای اقلام تعهدی؛ دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صفحه ۵۵ تا ۷۰.

- Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, 2004. Empirical evidence On corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management* 5, 91–104.
- Berle, A. and Means. (1932)., G, *The modern corporation and private property*, Macmillan: New York.
- Chung-Hao Hsu., Syou-Ching Lai., Hung-Chih Li (2016), *Institutional ownership and information transparency: Role of technology intensities and industries*, *Asia Pacific Management Review*,
- Chunlai Ye(2017), *Earnings Management through Tax Reserves and Auditor-Provided Tax Services*, *Accounting and Finance Research*, <https://doi.org/10.5430/afr.v6n4p217>
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985) *The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences*, *Jornal of Political Economy*, (93) 6 pp. 1155-1177
- Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976). *The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol.3,: p.305-60
- Shasha Liu, (2019), *Earnings Management And Institutional Investor Trading Prior To Earnings Announcements*, *China Finance Review International Emerald Publishing Limited*, Pp2044-1398 Doi 10.1108/Cfri-01-2018-0010
- Silveria, A. (2004) *Governanca Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relacao com o Desempenhodaas Empresas no Brasil*, *Doctoral Dissertation*, Universidade de Sao Paulo, Brasil.
- Tesfaye T. Lemmaa., Minga Negashb, Mthokozisi Mliloc, Ayalew Lulseged(2018), *Institutional ownership, product market competition, and earnings management: Some evidence from international data*, *Journal of Business Research*, Volume 90, Pages 151-163