

مجله دانش حسابداری / سال سوم / ش ۱۱ / پاییز ۱۳۹۱ / ص ۳۱ تا ۵۵

## رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری

دکتر ساسان مهران<sup>\*</sup>

علی فعال قیومی<sup>\*\*</sup>

محمد مرادی<sup>\*\*\*</sup>

### چکیده

تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور بر اساس الگوی اولسن از رابطه سود هر سهم با ارزش بازار به عنوان شاخصی از اطلاعات صورت سود و زیان و رابطه ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار به عنوان شاخصی از اطلاعات ترانزنامه استفاده شده است. بررسی روابط بین متغیرها پس از کنترل ویژگی‌های خاص شرکت‌ها با استفاده از تحلیل رگرسیون انجام شده است. نتایج، بیانگر آن است که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری روابط معناداری وجود دارد؛ ولی جهت این روابط متفاوت است. افزایش مالکیت نهادی، مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را افزایش می‌دهد؛ ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات ترانزنامه‌ای را کاهش می‌دهد. این در حالی است که افزایش تمرکز

<sup>\*</sup> دانشیار گروه حسابداری دانشگاه تهران

<sup>\*\*</sup> دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز

<sup>\*\*\*</sup> دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران

نویسنده مسئول مقاله: علی فعال قیومی (Email: alifaal@alumni.ut.ac.ir)

تاریخ پذیرش: ۹۱/۶/۲۶

تاریخ دریافت: ۹۰/۳/۲۰

مالکیت نهادی، کیفیت اطلاعات حسابداری مندرج در صورت سود و زیان و به تبع آن مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را کاهش داده است؛ ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات مندرج در ترازنامه را افزایش می دهد

**واژه‌های کلیدی:** مالکان (سرمایه‌گذاران) نهادی، تمرکز مالکیت نهادی، مربوط بودن ارزش سود، مربوط بودن ارزش دفتری.

## مقدمه

در سال‌های اخیر توجه به مالکان نهادی<sup>۱</sup> به عنوان یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی افزایش یافته است. تحقیقات زیادی با موضوع مالکان نهادی انجام شده که نشان می دهد این مالکان، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت طلبانه وا می دارند (مک کونل و سرواس، ۱۹۹۰)؛ البته تحقیقاتی نیز وجود دارد که بیان می کند مالکان نهادی بر عملکرد کوتاه مدت شرکت متمرکز هستند و موفقیت بلند مدت شرکت را مورد توجه قرار نمی دهند (دیویدسون و همکاران، ۲۰۰۵). در این بخش از ادبیات حسابداری اتفاق نظر کاملی وجود ندارد؛ ولی به طور کلی نقش مالکان نهادی به عنوان عاملی اثرگذار بر عملکرد مدیریت پذیرفته شده است. بر اساس تئوری نمایندگی<sup>۲</sup>، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ساختار یافته مانند مالکان نهادی باید منجر به گزارشگری مالی با کیفیت بالاتری شود و بنابراین یکی از نتایج حضور مالکان نهادی در شرکتها ارائه اطلاعات حسابداری با کیفیت بالاتر می باشد.

یکی از معیارهای کیفیت اطلاعات حسابداری را می توان میزان استفاده از این اطلاعات، توسط مالکان، در تصمیمات مربوط به قیمت گذاری سهام دانست؛ به عبارت دیگر، اگر اطلاعات حسابداری از نظر مالکان دارای کیفیت لازم (مربوط و قابل اتکا) باشد. در ارزشگذاری سهام از آن استفاده می کنند. این معیار کیفیت اطلاعات حسابداری در برخی از تحقیقات حسابداری از جمله مطالعه حبیب و عزیزم<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) به کار برده شده است؛ بنابراین می تواند از ارتباط بین ارقام حسابداری و قیمت سهام که به عنوان مربوط

بودن ارزش اطلاعات حسابداری<sup>۴</sup> شناخته می‌شود (بارس و همکاران، ۲۰۰۱) به عنوان معیاری جهت سنجش کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده کرد.

بر این اساس اگر مالکان نهادی به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی قادر به اعمال کنترل اثربخش بر مدیریت شرکت باشند، می‌توانند بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری نیز اثرگذار باشند. پژوهش حاضر، رابطه بین مالکان نهادی و تمرکز مالکان نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کند.

### مروری بر ادبیات تحقیق

#### مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری

دو ویژگی کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات که به کمک آن می‌توان اطلاعات مفیدتر را از سایر اطلاعات تمیز داد، مربوط بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات است (کمپته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۱)؛ به عبارت دیگر، اطلاعاتی که دارای این دو ویژگی باشد در تصمیم‌گیریها سودمندتر خواهند بود. بررسی مربوط بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات حسابداری به طور مجزا بسیار مشکل است؛ زیرا مربوط بودن و قابل اتکا بودن، معیارهایی متضاد هستند و در مفاهیم نظری گزارشگری مالی مقدار مربوط بودن یا قابل اتکا بودن اطلاعات جهت برخورداری از معیارهای مذکور تعیین نشده است؛ به عبارت دیگر، این دو معیار کمی نیستند و بررسی آنها به قضاوت افراد وابسته است (بارس و همکاران، ۲۰۰۱).

مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری، حالت عملیاتی شده دو ویژگی فوق است؛ زیرا ارقام حسابداری تنها زمانی دارای ارزشی مربوط هستند که سرمایه‌گذاران آنها را در ارزیابی‌های خود از شرکت مربوط بدانند و همچنین آنها را جهت انعکاس در قیمت سهام قابل اتکا تشخیص دهند (بارس و همکاران، ۲۰۰۱). بارس<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۱) مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را چنین تعریف کرده‌اند: «ارقام حسابداری در صورتی دارای ارزشی مربوط هستند که رابطه معناداری با ارزش بازار سهام داشته باشند.»

مطالعه در زمینه مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری با رویکرد فوق، به پیش-فرض کارا بودن بازار نیازی ندارد؛ به عبارت دیگر این مطالعات نیازی به این فرض ندارد که ارزش بازار سهام واقعی است و بدون هرگونه سوگیری برآورد می‌شود. تنها پیش فرض مورد نیاز در این تحقیقات آن است که قیمت سهام منعکس کننده باورهای گروهی سرمایه گذاران است (جرد و همکاران، ۲۰۰۷).

اولین مطالعه‌ای که با عنوان مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری انجام پذیرفت توسط امیر و سایرین (۱۹۹۳) بود. مطالعات اولسن (۱۹۹۵) و فلتن و اولسن<sup>۶</sup> (۱۹۹۵) زیربنایی را برای تعریف مجدد هدف تحقیق در زمینه رابطه بین صورت‌های مالی و ارزش شرکت ارائه کرد و ساختاری را برای الگوسازی در این زمینه فراهم آورد.

اکثر تحقیقات در زمینه مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری، بر سود حسابداری به عنوان معیاری سود و زیانی تأکید داشته‌اند. سود حسابداری به عنوان منبعی از اطلاعات مورد توجه قرارداد و توسط بسیاری از سرمایه گذاران و تحلیل گران در بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ زیرا به آنها اجازه می‌دهد تصویری از عملکرد واقعی شرکت به دست آورند و به ارزش گذاری آنها کمک کند. بر مبنای حسابداری تعهدی ارزش شرکت‌ها تابعی از عملکرد آتی آنها است که با سود حسابداری تحقق یافته رابطه نزدیکی دارد (بناید و اباود<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶).

مطالعات انجام شده توسط اولسن (۱۹۹۵) بعد جدیدی را به این تحقیقات اضافه نمود. وی الگوی را برای بررسی مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری ارائه کرد که شامل ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود حسابداری به عنوان متغیرهای مستقل و قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته بود. استفاده از ارزش دفتری سهام در این الگو به دو دلیل می‌باشد: اول این که ارزش دفتری سهام، شاخصی برای سود مورد انتظار آتی است؛ از طرف دیگر ارزش دفتری سهام نشان دهنده ارزش نقدی شرکت یا ارزش واگذاری آن است (بورگستالر و دیچو<sup>۸</sup>، ۱۹۹۷).

تحقیقات زیادی در زمینه مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری انجام شده است. برای مثال کالینز<sup>۹</sup> و همکاران (۱۹۹۷) تغییر در مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را در دوره زمانی ۱۹۵۳ تا ۱۹۹۳ در بازار سرمایه امریکا بررسی نمودند. آنها نشان دادند که در آن دوره مربوط بودن ارزش اطلاعات کاهش نیافته است. البته مربوط بودن ارزش سود حسابداری در آن دوره کاهش یافته است؛ ولی در عوض مربوط بودن ارزش دفتری سهام این کاهش را جبران کرده است. جرد<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۰۷) مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را در بازار سرمایه نروژ، در دوره زمانی ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۴، بررسی نمودند. آنها دریافتند که مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری در آن دوره کاهش نیافته است و تغییر از الگو کانتینتال-اروپایی به الگو امریکایی-انگلیسی بر مربوط بودن ارزش اطلاعات گزارش‌های مالی اثری مثبت داشته است.

در ایران نیز تحقیقاتی از این دست انجام شده است. برای مثال، پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و ارزش دفتری را در تعیین قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۳ بررسی نمودند. آنها به این نتیجه رسیدند که بخش قابل توجهی از ارزش شرکت به وسیله سود تعیین می‌شود و ارزش دفتری از قدرت تبیین مناسبی در مقایسه با سود هر سهم برخوردار نمی‌باشد. ثقفی و تالانه (۱۳۸۵) نیز با بررسی نقش سود و ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزشیابی حق مالکانه در طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۰ نشان دادند که رابطه بین قیمت و متغیرهای سود و ارزش دفتری به صورت مجزا و ترکیبی برای وضعیت‌های سود و زیانی متفاوت است. بدین صورت که ضریب متغیر سود در وضعیت‌های زیانی کوچکتر از وضعیت‌های سودی و بالعکس است.

### حاکمیت شرکتی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری

همانطور که قبلاً اشاره شد مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری نشان‌دهنده مربوط بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات حسابداری است؛ بنابراین می‌توان از آن به عنوان

شاخصی برای کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده نمود (حبیب و عزیزم، ۲۰۰۸). یکی از عواملی که می‌تواند بر کیفیت اطلاعات حسابداری اثرگذار باشد، انگیزه‌های مدیریتی جهت افزایش منافع شخصی است. تفاوت بین مالکیت و کنترل، عدم تقارن اطلاعات بین مدیریت و سهامداران را افزایش می‌دهد که این مسئله می‌تواند انگیزه‌هایی را در مدیران جهت ارائه اطلاعات سوگیرانه، که نشان‌دهنده عملیات واقعی شرکت نمی‌باشند، با هدف بهره‌برداری از شرایط فوق ایجاد کند (جنسن و مکینگ، ۱۹۷۶). مطالعات تجربی انجام شده نشان می‌دهد که تخصیص نامناسب منابع، زمانی روی می‌دهد که سرمایه‌گذاران در شناسایی چنین گزارش‌های سوگیرانه‌ای ناتوان هستند (بنیش، ۱۹۹۷).

محققان دریافته‌اند که برخی عوامل بازار می‌توانند این فعالیت‌های فرصت‌طلبانه، را که منجر به تخصیص نامناسب منابع می‌شود، محدود سازند. این عوامل شامل رقابت بازار تولید<sup>۱۱</sup> (الچین، ۱۹۵۰)، بازار به عنوان مکانیزم کنترل شرکت<sup>۱۲</sup> (مان، ۱۹۶۵) و فشار بازار کار<sup>۱۳</sup> (فاما، ۱۹۸۰) می‌باشند؛ با وجود این فشارهای بازار، تقاضا برای اعمال حاکمیت شرکتی مؤثرتر به منظور کنترل رفتارهای مدیریت، وجود دارد (کاهن و همکاران، ۲۰۰۴: و هرمالین و ویسباج، ۲۰۰۳). تعریف مورد توافقی برای حاکمیت شرکتی وجود ندارد و طیفی از تعاریف در این زمینه ارائه شده است. ویژگی مشترک تمامی این تعاریف پاسخگویی می‌باشد. بر اساس یکی از این تعاریف، حاکمیت شرکتی فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین اعمال مدیریت شرکت مطابق با منافع سهامداران است (حساس یگانه، ۱۳۸۴). این تعریف براساس تئوری نمایندگی ارائه شده و حاکمیت شرکتی را تضمین-کننده منافع سهامداران می‌داند.

به طور کلی بخش‌های مختلفی با شرکت‌های تجاری در ارتباط هستند. این ارتباطات باعث ایجاد انواع مختلف روابط اساسی نمایندگی مانند رابطه بین مالکیت و مدیریت، رابطه بین سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت، رابطه بین اعتباردهندگان و مدیریت، و رابطه بین قانونگذاران و شرکت‌های تجاری می‌شود. هدف اولیه حاکمیت

شرکتی نظارت بر رفتارهای بخش‌های مختلف به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی برای این بخش‌ها است (مانیم<sup>۱۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۶).

مطالعات تجربی نشان داده‌اند که حاکمیت شرکتی رابطه‌ای مثبت با کارایی و اثربخشی عملکرد شرکت دارد (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴ و لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۲). همچنین سرمایه‌گذاران تمایل دارند بهای بالاتری را برای سهام شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مناسب پرداخت کنند (استین، ۲۰۰۵). آگنس<sup>۱۵</sup> و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و دستکاری سود از طریق معامله با اشخاص وابسته پرداختند. آنها دریافتند که کیفیت حاکمیت شرکتی بر عدم استفاده از معاملات با اشخاص وابسته به منظور دستکاری سود مؤثر است.

از دیدگاه گزارشگری مالی، نتیجه مطلوب حاکمیت شرکتی فراهم آوردن اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا برای گروه‌های استفاده‌کننده از صورت‌های مالی می‌باشد. زیرا اولاً، حاکمیت شرکتی مدیریت سود را محدود می‌سازد و ثانیاً، موجب افزایش حجم افشای اطلاعات شرکت می‌شود که این مسئله خود منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران و نهایتاً محدود ساختن فرصت‌های مدیریت سود می‌شود. این موارد می‌تواند بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری به عنوان شاخص کیفیت این اطلاعات اثرگذار باشد (حیب و عزیزم، ۲۰۰۸).

تحقیقات تجربی انجام شده، این دو استدلال را تأیید کرده‌اند. دیویدسون و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که حاکمیت شرکتی دارای رابطه منفی با مدیریت سود دارد. گول و لونگ<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۴) اثر حاکمیت شرکتی را بر حجم افشای شرکت‌ها بررسی نمودند. آنها دریافتند که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی حجم افشای بالاتری را نسبت به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف دارند. بیکز و براون<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۶) نیز نشان دادند که حاکمیت شرکتی بهتر موجب افزایش محتوای اطلاعاتی افشاها می‌شود. حیب و عزیزم (۲۰۰۸) رابطه حاکمیت شرکتی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را آزمون

نمودند. آنها دریافتند که اطلاعات حسابداری شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی‌تر از ارزش مربوط‌تری برخوردار است.

### نقش مالکان نهادی

در سال‌های اخیر توجه به نقش مالکان نهادی به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی در نظارت بر مدیریت شرکت افزایش یافته است و تحقیقات زیادی در زمینه ویژگی‌های مالکان نهادی انجام شده است (مک کونل و سرواس، ۱۹۹۰). مالکان نهادی را می‌توان سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری تعریف کرد (بوشی، ۱۹۹۸).

بخشی از تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که مالکان نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت طلبانه وامی‌دارد. این مسئله بدین دلیل است که مالکان نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیریت شرکت را دارند (مانکز و مینو، ۱۹۹۵). مالکان نهادی می‌توانند از طریق نظارت مستمر و اثربخش، توانایی مدیران در مدیریت سود را محدود سازند. هر چند استفاده از این قدرت توسط مالکان نهادی تابعی از تعداد سهام تملک شده آنها است (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲). اگر درصد سهام مالکان نهادی زیاد باشد، قابلیت فروش آن کاهش خواهد یافت (مانگ، ۱۹۹۸) و طبعاً برای مدت زمان بیشتری نگهداری می‌شود. در چنین وضعیتی مالکان نهادی انگیزه بیشتری جهت جمع‌آوری اطلاعات، نظارت بر عملکرد مدیریت و ایجاد فشار جهت دستیابی به عملکرد بهتر خواهند داشت. به علاوه آنها در وضعیت فوق علاقمند به سودآوری اصولی شرکت هستند و نسبت به مدیریت سود و پنهان‌کاری عملکرد واقعی مدیریت محتاط خواهند بود (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲).

بوشی (۱۹۹۸) نشان داد که درصد سهام مالکان نهادی و سطح مخارج تحقیق و توسعه دارای رابطه مستقیم است. وی نتیجه گرفت که مالکان نهادی، انگیزه مدیریت سود را کاهش می‌دهند. شلیفر و ویشنی<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۷) اثربخشی مالکان نهادی را در اعمال نظارت و



اعتبار شرکت‌ها بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند که مالکان نهادی، به بهبود مسائل نمایندگی کمک می‌کنند و مدیران را جهت بهبود عملکرد، تحت فشار قرار می‌دهند. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) با بررسی رابطه مالکیت نهادی و ارزش شرکت دریافتند که مالکان نهادی و ارزش شرکت در ایران دارای رابطه معنادار مستقیم هستند.

تحقیقاتی نیز وجود دارد که دارای نتایج متفاوتی است (فان و وانگ، ۲۰۰۲ و دمیراگ، ۱۹۹۸). در این تحقیقات بر این نکته تأکید می‌شود که با ورود مالکان نهادی، مسائل و مشکلات نمایندگی حل نمی‌شود؛ بلکه از رابطه بین مدیر و سهامداران به رابطه بین مالکین نهادی و سهامداران اقلیت منتقل می‌گردد. زمانی که کنترل مؤثر شرکت در اختیار مالکان نهادی قرار دارد، آنها سیاست‌های تقسیم سود را تعیین می‌کنند. در چنین وضعیتی سهامداران اقلیت برای استفاده از حق خود نسبت به جریان‌های نقدی شرکت دچار محدودیت می‌شوند؛ از طرف دیگر مالکان نهادی می‌توانند شرکت را مجبور به انجام معاملاتی کنند که سود را به سایر شرکت‌های تحت کنترل آنها منتقل نماید. مالکان نهادی همچنین می‌توانند از طریق تحمیل اهداف شخصی خود که ممکن است در راستای اهداف سهامداران اقلیت نباشد، عملاً اقدام به سلب مالکیت سهامداران اقلیت کنند (فان و وانگ، ۲۰۰۲).

اگر مالکان نهادی درصد سهام کمی را در تملک داشته باشند، در صورت نارضایتی از عملکرد مدیریت از شرکت خارج می‌شوند. بنابراین انگیزه کمتری برای اعمال کنترل بر عملکرد شرکت خواهند داشت. در این وضعیت، حتی ممکن است مدیریت جهت بهبود سودآوری جاری شرکت تحت فشار قرار گیرد و از مدیریت سود استفاده نماید (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲). تحقیقات پورتر<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۲) و گراوز و وادوک<sup>۲۰</sup> (۱۹۹۰) نشان دادند که مالکان نهادی، غالباً با دیدگاه کوتاه مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند و بر عملکرد کوتاه مدت شرکت متمرکز هستند. در چنین حالتی ممکن است مدیران جهت بهبود سودآوری جاری شرکت از طرف مالکان نهادی تحت فشار قرار گیرند و بنابراین برای راضی نگه داشتن این سرمایه‌گذاران اقدام به مدیریت سود نمایند. اساس این گفتار، بر پایه این باور قرار دارد که

بازار سهام در شناسایی افزایش سود از طریق مدیریت سود ناتوان است و نهادها می‌توانند سهام خود را قبل از اطلاع کامل بازار از ماهیت این سودها به فروش برسانند (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲).

تحقیقات فاکو و لاسفر<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۰) و داگل و میلر<sup>۲۲</sup> (۱۹۹۹) نشان دادند که رابطه‌ای بین درصد سهام مالکان نهادی و عملکرد شرکت وجود ندارد. کرمی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود پرداخت. وی نشان داد که تعداد مالکین نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود نمی‌شود و ممکن است موجب کاهش آن نیز بشود؛ همچنین، سطح مالکیت نهادی، محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد، بلکه ممکن است سبب افزایش آن شود. با توجه به آنچه گفته شد، اتفاق نظر قاطعی در زمینه رابطه بین حضور مالکان نهادی و نظارت بر عملکرد شرکت وجود ندارد و نتایج تحقیقات مختلف با یکدیگر متفاوت بوده است. اساساً این مساله موضوعی تجربی است و باید مورد آزمون قرار گیرد.

### نقش مالکان نهادی متمرکز

از طرف دیگر، تحقیقات پیشین نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز را نیز مورد بررسی قرار داده‌اند. تحقیق هفلین و شاو<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۰) بیانگر وجود یک رانت اطلاعاتی برای سهامداران بزرگ می‌باشد. یافته‌های آنها بیانگر یک رابطه مثبت بین مالکیت سهامداران بزرگ و معیارهای مختلفی از عدم تقارن اطلاعات است. به علاوه بجراج و سنگوپتا<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۳) دریافتند که مالکیت نهادی به طور مثبت (منفی) با رتبه‌بندی (بازدهی) اوراق قرضه در ارتباط است، بدان معنا که هرچه مالکیت نهادی متمرکزتر شود بر رتبه و بازدهی اوراق قرضه به طور منفی اثر می‌گذارد. نتایج تحقیقات بجراج و سنگوپتا نشان می‌دهد علی‌رغم آنکه مکانیزم‌های نظارتی مالکیت نهادی از نظر دارندگان اوراق قرضه مثبت پنداشته می‌شود؛ ولی مالکیت متمرکز به حرکت در جهت منافع شخصی منجر خواهد شد.

همچنین ولوری و جنکینر<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که بین تمرکز سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود رابطه‌ای منفی وجود دارد. در ایران نیز نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیش‌تری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیش‌تر دربرمی‌گیرد؛ بنابراین در تحقیق حاضر اثر سرمایه گذاران نهادی متمرکز بر کیفیت سود نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### فرضیه‌های تحقیق

همانطور که قبلاً اشاره شد، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ساختاریافته مانند مالکان نهادی می‌توانند منجر به تغییر رفتار شرکت در زمینه گزارشگری مالی شوند؛ بنابراین مالکان نهادی ممکن است کیفیت اطلاعات حسابداری و در نتیجه مربوط بودن ارزش را تحت تأثیر قرار دهند. بنابراین فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱: «مالکیت نهادی رابطه معنادار با مربوط بودن ارزش سود حسابداری دارد.»

فرضیه ۲: «مالکیت نهادی رابطه معنادار با مربوط بودن ارزش دفتری سهام دارد.»

از سوی دیگر، بر اساس ادبیات موجود انتظار می‌رود تمرکز مالکیت نهادی در شرکت‌ها بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری گزارش شده توسط آنها اثرگذار باشد؛ بنابراین، فرضیه‌های دیگر پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۳: «تمرکز مالکیت نهادی رابطه معنادار با مربوط بودن ارزش سود حسابداری دارد.»

فرضیه ۴: «تمرکز مالکیت نهادی رابطه معنادار با مربوط بودن ارزش دفتری سهام دارد.»

### روش تحقیق

تحقیق حاضر، تحقیقی کاربردی است که در آن برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از تحلیل رگرسیون استفاده شده است. داده‌های مربوط به مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت از

طریق مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه و سایر داده‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز جمع‌آوری شده و به کمک نرم‌افزار SPSS تحلیل گردیده است. جهت آزمون فرضیه تحقیق، رگرسیون تجمعی داده‌ها برای یک دوره ۹ ساله و ۶۱ شرکت برآورد شده (۵۴۹ مشاهده سال-شرکت) و تحلیل آماری بر اساس ضرایب و معنادار بودن متغیرها در الگو برآورد شده (آزمون t) انجام پذیرفته است. علت استفاده از این نوع رگرسیون، فراهم آوردن امکان تحلیل داده‌های حسابداری محدود، حذف آثار سوگیرانه داده‌ها جهت دستیابی به نتایجی قابل تعمیم و قوی است (مؤمنی و فعال قیومی، ۱۳۸۸).

### الگوی ارزش‌گذاری مورد استفاده در تحقیق

مشابه اکثر تحقیقات انجام شده در زمینه مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری (کالینزو همکاران، ۱۹۹۷ و جرد و همکاران، ۲۰۰۷)، در این پژوهش نیز از الگو اولسن (۱۹۹۵) استفاده شده است. توانایی این الگو در پیش‌بینی ارزش شرکت در ایران مورد بررسی قرار گرفته و تایید شده است (محمودآبادی، ۱۳۸۵). الگوی اولسن در زیر نشان داده شده است:

$$MV_{jt} = a_0 + a_1 BV_{jt} + a_2 E_{jt} + e_{jt} \quad (1)$$

در این الگو،  $MV_{jt}$  ارزش بازار هر سهم از شرکت  $j$  در پایان ماه ارائه صورت‌های مالی؛  $BV_{jt}$  ارزش دفتری هر سهم شرکت  $j$  در سال  $t$  و  $E_{jt}$  سود حسابداری گزارش شده هر سهم شرکت  $j$  در سال  $t$  است. این الگو جهت بررسی نقش مالکان نهادی و تمرکز مالکیت نهادی تعدیل می‌شود که در این صورت الگوهای زیر ارائه می‌گردد:

$$MV_{jt} = a_0 + a_1 BV_{jt} + a_2 E_{jt} + \alpha_3 In_{jt} + \alpha_4 CO_{jt} + \alpha_5 BV \times In_{jt} \quad (2)$$

$$+ \alpha_6 E \times In_{jt} + \alpha_7 BV \times CO_{jt} + \alpha_8 E \times CO_{jt} + e_{jt}$$

در این الگو،  $In_{jt}$  درصد مالکان نهادی شرکت  $j$  در سال  $t$  بوده که مطابق تعریف بوشی (۱۹۹۸) از طریق درصد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها،

شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... محاسبه می‌شود. همچنین  $CO_2$ ، درصد تمرکز مالکان نهادی شرکت زدر سال  $t$  بوده که از طریق شاخص هرفیندال هریشمن به دست می‌آید.

تحقیقات تجربی نشان داده‌اند که ویژگی‌های خاص هر شرکت می‌تواند بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری اثرگذار باشد. بنابراین، برای تعیین رابطه مالکان نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری، کنترل این عوامل ضروری است. کالینز و همکاران (۱۹۹۷) دریافتند که چهار عامل شرکت می‌تواند بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری اثرگذار باشد. این ویژگی‌ها شامل توانایی سودآوری شرکت، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و اهرم شرکت می‌باشد. هین<sup>۲۶</sup> (۱۹۹۵) به بررسی تاثیر زیانده یا سودده بودن شرکت در مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری شرکت پرداخت و ادعا نمود که شرکتهای سودده دارای ارزش مربوط تری نسبت به شرکت‌های زیانده هستند. کالینز و همکاران (۱۹۹۷) نشان دادند که کاهش مربوط بودن ارزش سود و افزایش مربوط بودن ارزش دفتری سهام در زمان زیانده بودن شرکت، روی می‌دهد. آنها همچنین دریافتند که مربوط بودن ارزش دفتری سهام نسبت به مربوط بودن ارزش سود برای شرکت‌های بزرگ، بیشتر است زیرا شرکت‌های کوچک تمایل بیشتری به گزارش زیان نسبت به شرکتهای بزرگ دارند که این مسئله پایداری سود را کاهش می‌دهد. در این پژوهش معیار اندازه‌گیری اثر اندازه بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد.

انتظار بر آن است که مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری در شرکت‌هایی با رشد بالا بیشتر باشد؛ زیرا این شرکت‌ها احتمالاً سود مورد انتظار بیشتری را خواهند داشت و این سود پایدار است (کالینز و همکاران، ۱۹۹۷)؛ به علاوه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالا با خالص ارزش فعلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود دوره جاری دارای رابطه مثبت می‌باشد و می‌توان از آن به‌عنوان شاخصی برای استخراج تغییر در انتظارات بازار در مورد این فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کرد (چاریتو و همکاران، ۲۰۰۱).

تحقیقات نشان داده‌اند که شرکت‌هایی با اهرم بالا از ریسک مالی و ریسک عدم بازپرداخت بدهی برخوردار هستند؛ بنابراین، مدیران این شرکتها انگیزه کافی برای دستکاری سود به منظور برآورده ساختن مفاد قراردادهای بدهی خود، دارند (دفاند و جیامبالو<sup>۲۷</sup>، ۱۹۹۴). این مسئله مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر اساس مطالب فوق و به منظور کنترل ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، الگوهای نهایی به صورت زیر ارائه می‌شود:

$$MV_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{jt} + \alpha_2 E_{jt} + \alpha_3 In_{jt} + \alpha_4 CO_{jt} + \alpha_5 BV \times I_{jt} + \alpha_6 E \times In_{jt} + \alpha_7 BV \times CO_{jt} + \alpha_8 E \times CO_{jt} + \alpha_9 LOSS_{jt} + \alpha_{10} SIZE_{jt} + \alpha_{11} GROWTH_{jt} + \alpha_{12} LEV_{jt} + e_{jt} \quad (3)$$

در این الگو،  $LOSS_{jt}$ ، برای شرکت‌های گزارش‌کننده زیان ۱ و سایر شرکتها صفر،  $SIZE_{jt}$  لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت  $t$  در سال  $t$ ،  $GROWTH_{jt}$  تغییر در کل دارایی‌های شرکت  $t$  در سال  $t$  و  $LEV_{jt}$  نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها شرکت  $t$  در سال  $t$  را نشان می‌دهد. چنانچه مالکیت نهادی منجر به افزایش مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری شود، انتظار بر آن است که در الگوی (۳) ضرایب  $\alpha_5$  و  $\alpha_6$  معنادار و مثبت باشند. از طرف دیگر، اگر مالکیت نهادی متمرکز منجر به کاهش مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری شود، انتظار بر آن است که در این الگو ضرایب  $\alpha_7$  و  $\alpha_8$  معنادار و منفی باشند.

### دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری تحقیق

دوره مورد تحقیق یک دوره زمانی یازده‌ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ می‌باشد؛ البته با توجه به این موضوع که برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیاز به محاسبه تغییرات سال  $t$  نسبت به سال  $(t-1)$  می‌باشد یا اینکه در برخی الگوهای استفاده شده روابط متغیرهای سال  $t$  با سال  $(t+1)$  سنجیده می‌شود، عملاً دوره تحقیق محدود به نه سال (۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵) می‌باشد. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران جامعه آماری این

تحقیق را تشکیل می‌دهند. از بین این شرکت‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها به سبب ماهیت خاص فعالیت حذف شده‌اند. در این تحقیق شرکت‌هایی مدنظر قرار خواهند گرفت که:

۱. از سال ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ در بورس حضور داشته باشند.
  ۲. سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شود.
  ۳. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ تغییر سال مالی نداده باشد.
  ۴. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ وقفه عملیاتی نداشته باشد.
  ۵. شرکت حداقل در هر سال ۷۰ روز معاملاتی داشته باشد و معاملات سهام آن‌ها در بازه زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۷، متوقف نشده باشد.
  ۶. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.
- بدین ترتیب ۶۱ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

### یافته‌های تحقیق

به منظور تحلیل داده‌های مربوط به شرکت‌های نمونه از رگرسیون حداقل مجذورات تجمعی استفاده شده است. این رگرسیون در برابر داده‌های پرت آسیب پذیر است؛ بنابراین به منظور جلوگیری از تأثیر این داده‌ها بر نتایج تحقیق، داده‌هایی با فاصله بیش از  $3/5$  انحراف معیار از میانگین داده‌ها حذف شده است. ضمناً هر الگواز حیث مفروضات رگرسیون بررسی و مورد تأیید قرار گرفته است.

### آمار توصیفی

جدول شماره (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای اصلی تحقیق را نشان می‌دهد. بر این اساس، میانگین مالکیت نهادی در شرکت‌های نمونه ۴۵ درصد و میانه آن ۴۱ درصد است. میانگین تمرکز مالکیت نهادی نیز ۱۷ درصد و میانه آن ۹ درصد می‌باشد؛ ضمناً قیمت

بازار شرکت‌ها در پایان دوره دارای بیشترین پراکندگی و دامنه تغییرات آن قابل توجه است.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای اصلی تحقیق

متغیر	میانگین	انحراف معیار	میانه	دامنه تغییرات	حداقل	حداکثر
MV (میلیون ریال)	۹۹۱۵/۵	۱۳۱۳۳/۴۳	۵۶۷۰	۹۲۴۶۸	۳۴	۹۲۵۰۲
E (ریال)	۱۴۸۶/۵۱	۱۵۲۷/۹۹	۱۰۸۷/۵۸	۱۳۵۱۶/۵	-۱۲۰۵/۴۵	۱۲۳۱۱/۱
BV (میلیون ریال)	۲۵۰۳/۶۵	۲۹۸۹/۳۲	۱۸۴۲/۲۳	۴۹۹۲۸/۶۵	۸/۶۳	۴۹۹۳۷/۲۸
In (درصد)	۰/۴۵	۰/۳۱	۰/۴۱	۰/۹۹	۰	۰/۹۹
CO (درصد)	۰/۱۷	۰/۱۸	۰/۰۹	۰/۸۸	۰	۰/۸۸

### آزمون فرضیه‌های تحقیق بدون کنترل ویژگی‌های خاص شرکت

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق بدون در نظر گرفتن اثر متغیرهای کنترل (ویژگی‌های خاص شرکت) از الگوی شماره (۲) استفاده شده است. استفاده از تحلیل رگرسیونی منوط به محقق شدن مفروضاتی است که بدین منظور از کمک آزمون دوربین واتسون و آزمون هم خطی استفاده می‌شود؛ البته لازم به یادآوری است که نرمال بودن توزیع متغیر وابسته و خطاها نیز به عنوان دیگر مفروضات کلاسیک رگرسیون بررسی و تأیید شده است. نتایج مربوط به این الگو در جدول شماره (۲) نمایش داده شده است. بر این اساس آماره دوربین- واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد که نشان می‌دهد خطاها نسبت به یکدیگر دارای استقلال هستند. شاخص وضعیت نیز برای تمامی متغیرها کوچکتر از ۳۰ می‌باشد؛ بنابراین مشکل همخطی جدی در استفاده از رگرسیون وجود نخواهد داشت و در مجموع استفاده از تحلیل رگرسیون بلامانع است. ضریب تعیین الگو معادل ۰/۵۲۵ است که نشان می‌دهد ۵۲/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. همچنین در این الگو، متغیرهای  $In*E$  و  $In*BV$  در سطح خطای ۵ درصد معنادار است.



بنابراین، بدون کنترل ویژگی‌های خاص شرکت مالکیت نهادی بر مربوط بودن ارزش سود حسابداری و ارزش دفتری سهام اثرگذار می‌باشد. هرچند، با توجه به علامت ضریب متغیرهای مذکور در الگو، رابطه سهامداران نهادی با ارزش دفتری هر سهم برخلاف انتظار منفی است.

جدول شماره ۲. نتایج حاصل از الگوی شماره (۲)

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری	شاخص وضعیت
عرض از مبداء	۲۶۷۷/۱۰۷	۵/۵۴۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
BV	۰/۳۲۲	۲/۲۷۲	۰/۰۲۴	۲/۴۳۷
E	۲/۰۳۹	۵/۳۴۷	۰/۰۰۰	۲/۶۲۳
In	۷۸۵/۸۳۰	۰/۳۸۴	۰/۷۰۱	۳/۵۶۶
In*BV	-۲/۳۱۴	-۲/۸۶۴	۰/۰۰۴	۴/۱۹۹
In*E	۴/۸۶۳	۳/۵۵۸	۰/۰۰۰	۷/۲۱۰
CO	-۲۶۵۰/۲۵۹	-۰/۷۳۷	۰/۴۶۱	۷/۸۵۰
CO *BV	۵/۷۰۵	۴/۰۴۷	۰/۰۰۰	۹/۹۱۰
CO *E	-۸/۱۲۶	-۳/۸۸۵	۰/۰۰۰	۲۴/۷۱۶
	ضریب تعیین		۰/۵۲۵	
	آماره F		۶۹/۰۰۶	
	دوربین واتسون		۱/۵۰۳	

از طرف دیگر متغیرهای CO \*BV و CO \*E نیز در سطح خطای ۵ درصد معنادار است که نشان می‌دهد بدون کنترل ویژگی‌های خاص شرکت تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش سود حسابداری و ارزش دفتری سهام دارای رابطه معنادار می‌باشند. می‌توان چنین نتیجه گرفت که به طور کلی مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی بر مربوط بودن ارزش اطلاعات اثرگذار است؛ ولی این اثرگذاری بدون در نظر گرفتن

ویژگی‌های خاص شرکت می‌باشد؛ البته، در این مورد نیز جهت رابطه بین تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش دفتری سهام برخلاف انتظار، مثبت است.

### آزمون فرضیه‌های تحقیق با کنترل ویژگی‌های خاص شرکت

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، رابطه سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری ممکن است تحت تأثیر برخی عوامل خاص هر شرکت نظیر اندازه، اهرم و ... قرار گیرد؛ به همین دلیل با استفاده از الگوی (۳) یک بار دیگر فرضیه‌های تحقیق آزمون می‌شود. بر اساس نتایج حاصل از این الگو (جدول ۳) همانند الگو قبلی مفروضات کلاسیک رگرسیون تأیید می‌شود؛ ضمناً ۵۶ درصد از تغییرات ارزش بازار سهام توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود که نشان می‌دهد با ورود ویژگی‌های خاص شرکت میزان تبیین متغیر قیمت سهام اندکی (در حدود ۳ درصد) افزایش یافته است؛ همچنین در الگو (۳) در سطح خطای ۵ درصد متغیرهای  $In*E$  و  $In*BV$  معنادار است؛ بنابراین، با ورود متغیرهای کنترل، تغییری در رابطه بین مربوط بودن ارزش سود حسابداری و مالکیت نهادی به وجود نمی‌آید؛ به عبارت دیگر، اثر ویژگی‌های خاص شرکت رابطه بین مربوط بودن اطلاعات حسابداری و مالکیت نهادی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد و فرضیه ۱ و ۲ تأیید می‌شود. با توجه به ادبیات مطرح شده، انتظار می‌رود علامت رابطه بین مربوط بودن ارزش سود حسابداری و مالکیت نهادی مثبت باشد؛ ولی این مطلب تنها در مورد سود حسابداری صدق می‌کند و ارزش دفتری سهام با مالکیت نهادی دارای رابطه منفی است.

نتایج الگوی (۳) نشان می‌دهد که متغیرهای  $CO*E$  و  $CO*BV$  با کنترل ویژگی‌های خاص شرکت نیز در سطح خطای ۵ درصد معنادار است؛ به عبارت دیگر، اثر تمرکز مالکیت نهادی بیشتر از اثر ویژگی‌های خاص شرکت بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری است و فرضیه ۳ و ۴ پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش سود حسابداری و ارزش دفتری سهام دارای رابطه معنادار می‌باشند.

البته با توجه به مطالب مطرح شده، انتظار بر آن است جهت این رابطه منفی باشد ولی نتایج نشان می‌دهد تنها رابطه تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش سود حسابداری منفی است و رابطه تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش دفتری سهام مثبت می‌باشد.

جدول شماره ۳. نتایج حاصل از الگوی (۳)

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری	شاخص وضعیت
عرض از مبداء	۸۴۶۱/۶۷۲	۳/۷۸۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
BV	۰/۴۱۸	۳/۰۵۹	۰/۰۰۲	۲/۰۷۰
E	۱/۹۰۱	۵/۱۴۰	۰/۰۰۰	۲/۵۳۷
In	۶۷۹/۵۲۵	۰/۳۴۴	۰/۷۳۱	۳/۰۲۱
In*BV	-۲/۴۸۱	-۳/۲۳۷	۰/۰۰۱	۳/۸۸۹
In*E	۵/۰۹۲	۳/۸۷۱	۰/۰۰۰	۴/۵۵۵
CO	-۱۵۵۶/۱۸۶	-۰/۴۵۲	۰/۶۵۲	۵/۳۳۳
CO *BV	۵/۹۰۳	۴/۴۲۵	۰/۰۰۰	۶/۶۷۵
CO *E	-۸/۸۷۲	-۴/۴۲۱	۰/۰۰۰	۸/۷۳۸
LOSS	۱۵۱۲/۴۰۸	۱/۳۳۲	۰/۱۸۳	۹/۷۴۶
SIZE	-۲۴۲/۲۵۵	-۲/۶۵۶	۰/۰۰۸	۱۰/۸۳۶
GROWTH	۲۴۵۵/۶۹۶	۳/۴۶۶	۰/۰۰۱	۲۶/۹۸۸
LEV	-۴۶۷۳/۸۰۹	-۱/۸۴۹	۰/۰۶۵	۲۸/۷۱۷
	ضریب تعیین		۰/۵۵۲	
	آماره F		۵۰/۴۹۹	
	دوربین واتسون		۱/۵۳۷	

### نتیجه‌گیری

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و تمرکز مالکان نهادی بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری اثرگذار است؛ ولی جهت رابطه مالکیت نهادی و تمرکز

مالکان نهادی با مربوط بودن ارزش سود حسابداری در مورد اطلاعات صورت سود و زیان و ترازنامه متفاوت است؛ بدین ترتیب که با افزایش سطح مالکیت نهادی به مربوط بودن ارزش سود حسابداری افزوده می‌شود، در حالی که از مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه‌ای کاسته می‌شود. این روابط در ارتباط با تمرکز مالکان نهادی دقیقاً عکس است. بدان معنا که با افزایش تمرکز مالکیت نهادی از مربوط بودن ارزش سود حسابداری کاسته، در حالی که به مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه‌ای افزوده می‌شود. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سطح مالکیت نهادی، کیفیت سود افزایش یافته که این امر خود منجر به افزایش مربوط بودن ارزش سود می‌شود؛ ولی در مورد اطلاعات ترازنامه‌ای عکس این مطلب صادق بوده و کیفیت ترازنامه کاهش می‌یابد. همچنین با افزایش تمرکز مالکیت نهادی، کیفیت سود کاهش یافته ولی کیفیت ترازنامه بهبود می‌یابد.

از یک سو، آن بخش از نتایج تحقیق که بیانگر بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری در حضور مالکان نهادی است مشابه با نتایج تحقیقاتی است که اثر بخش بودن حضور مالکان نهادی را به عنوان یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار داده‌اند و بدین ترتیب «فرضیه نظارت فعال» مالکان نهادی بر مدیریت شرکت را مورد تأیید قرار می‌دهد. از طرف دیگر شواهدی در این تحقیق به دست آمد که نشان می‌دهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی با کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری متناسب است و بدین ترتیب با «فرضیه منافع شخصی» مطابقت دارد؛ با این اوصاف، هنگام بحث راجع به اثر سرمایه‌گذاران نهادی بر اطلاعات حسابداری، باید در بدو امر مشخص نمود که مراد این بررسی درصد سرمایه‌گذاران نهادی موجود در ساختار مالکیت شرکت بوده یا تمرکز این سرمایه‌گذاران مدنظر است؛ در ضمن باید این موضوع را نیز مشخص کرد که منظور از اطلاعات حسابداری، اطلاعات سود و زیانی است یا اطلاعات ترازنامه‌ای؛ چرا که اثر سرمایه‌گذاران نهادی (تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی) بر هر یک از این اقلام متفاوت است.

## محدودیت‌های تحقیق

۱. این پژوهش تنها شرکت‌هایی را مورد بررسی قرار داده است که در محدوده جامعه تعریف شده قرار دارند و این مسئله می‌تواند تعمیم نتایج را دچار محدودیت نماید.
۲. نرخ بالای تورم در ایران و اثرات آن بر صورت‌های مالی که بر مبنای بهای تاریخی تهیه می‌شوند، می‌تواند نتایج این تحقیق را که با استفاده از این اطلاعات تاریخی حاصل شده‌اند خدشه‌دار نماید.

## پیشنهاد‌های کاربردی

۱. پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در هنگام مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌ها به عامل ترکیب سهامداران و میزان سهام هر یک از آنها نیز توجه کنند. زیرا بر اساس نتایج تحقیق حاضر، مالکان نهادی و تمرکز آنها به اشکال مختلفی بر مربوط این اطلاعات موثر هستند.
۲. با توجه به این موضوع که حضور سرمایه‌گذاران نهادی سبب تغییر رفتار شرکت‌ها می‌شود؛ از این رو پیشنهاد می‌شود که مکانیزمی فراهم گردد تا اطلاعات دقیق این سهامداران (شامل زنجیره‌های مالکیت بین این سهامداران) در اختیار استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار گیرد.

## یادداشت‌ها

1. Institutional Owners
2. Agency Theory
3. Habib and Azim
4. Value Relevance of Accounting Information
5. Barth
6. Feltham and Ohlson
7. Benayed, and Abaoud
8. Burgstahler and Dichev
9. Collins
10. Gjerde
11. Product Market Competition
12. The Market for Corporate Control
13. Labor Market Pressure
14. Maniam
15. Agnes
16. Gul and Leung
17. Beekes and Brown
18. Shleifer and Vishny
19. Porter
20. Graves and Waddock
21. Faccio and Lasfer
22. Duggal and Millar
23. Heflin and Shaw
24. Bhojraj and Sengupta

25. Velury and Jenkins  
27. Defond and Jiambalvo

26. Hayn

## منابع و مآخذ

- پورحیدری، امید، سلیمانی امیری، غلامرضا، و محسن صفاجو، (۱۳۸۴). بررسی ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۲، ص ۳-۱۹.
- ثقفی، علی و عبدالرضا تالانه (۱۳۸۵). نقش سود و ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزشیابی حق مالکانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۴، ص ۳-۳۴.
- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴). *فلسفه حسابداری*. تهران: انتشارات علمی و فرهنگی، چاپ اول.
- حساس یگانه، یحیی و دیگران (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۲، ص ۱۰۷-۱۲۲.
- کرمی، غلامرضا (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۴، ص ۸۱-۱۰۰.
- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۸۱). *استانداردهای حسابداری*، تهران، سازمان حسابداری، نشریه ۱۶۰.
- محمودآبادی، محمد (۱۳۸۵). ارزیابی متغیرهای حسابداری در تعیین ارزش شرکت‌ها. پایان نامه دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- مومنی، منصور و علی فعال قیومی (۱۳۸۸). مقایسه انواع تحلیل‌های رگرسیونی برای داده‌های حسابداری، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۸، ص ۱۰۳-۱۱۲.
- نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۲، ص ۹۷-۱۲۴.
- Agnes, L.W., Wong, R.M. and Firth M., (2010), Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, pp. 225-235.
- Alchian, A. (1950), Uncertainty, evolution, and economic theory, *Journal of Political Economy*, Vol. 58, pp. 211-21.

- Amir, E., Harris, T.S., and Venuti, E.K., (1993), A comparison of value relevance of US versus non-USGAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations, *Journal of Accounting Research*, Supplement, Vol. 31, pp. 230–264.
- Anderson, U., Kadous, K., and Koonce, L. (2004). The role of incentives to manage earnings and quantification in auditors' evaluations of management-provided information. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 23, No. 1, pp. 1+ 27.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., and Landsman, W. R. (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 77–104.
- Beekes, W. and Brown, P. (2006), Do better-governed Australian firms make more informative disclosures?, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, No. 3/4, pp. 422-50.
- Benayed, M.R., and Abaoud, E. (2006). Value relevance of accounting earnings and the information contents: empirical evidence in Tunisian Stock Exchange, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Beneish, M.D. (1997), Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance, *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 16, pp. 271-309.
- Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors, *Journal of Business*, Vol. 76, No. 3, pp 455-475.
- Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997). Earnings, adaptations and equity value, *The Accounting Review* (April), pp. 187–215.
- Bushee, B.J., (1998). The Influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, *Accounting Review*, Vol. 73 pp. 305-334.
- Chang, R., Firth, M. and Kim, J.B. (2002), Institutional monitoring and opportunistic earnings management, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 29-48.
- Charitou, A., Clubb, C. and Andreou, A. (2001), The effect of earnings permanence, growth and firm size on the usefulness of cash flows in explaining security returns: empirical evidence for the UK, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, No. 5/6, pp. 563-94.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, K. and Wright, A. (2004), The corporate governance mosaic and financial reporting quality, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 23, pp. 87-152.
- Collins, D.W., Maydew, E.L., and Weiss, I.S. (1997), Changes in the value-relevance over the past forty years, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, pp. 39–67.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. and Kent, P. (2005), Internal governance structures and earnings management, *Accounting & Finance*, Vol. 45, No. 2, pp. 241-68.

- Defond, M.L. and Jambalvo, J. (1994), Debt covenant effects and the manipulation of accruals, *Journal of accounting & Economics*, Vol. 17, pp. 145-76.
- Demirag, I.S., (1998). *Corporate Governance, Accountability, and Pressure to Reform: An International Study*. JAI Press, Stamford, CT.
- Duggal, R., and Millar, J.A., (1999), Institutional ownership and firm performance: the case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, pp 103–117.
- Faccio, M., and Lasfer, M.A., (2000), Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp. 74–110.
- Fama, E.F. (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.
- Fan, J.P., and Wong, T.J., (2002), Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp 401–425.
- Feltham, G.A., and Ohlson, J.A., (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 689–732.
- Gjerde Ø., Knivsflå, K., and Sættem F., (2007), The value-Relevance of financial reporting in norway 1965-2004, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Graves, S.B., Waddock, S., (1990). Institutional ownership and control: implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executive*, Vol. 4, pp. 75–83.
- Gul, F. and Leung, S. (2004), Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosure, *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 23, pp. 351-79.
- Habib, A., and Azim, I., (2008). Corporate governance and the value relevance of accounting information, *Accounting Research Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 167-194.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, pp 125–153.
- Heflin, F. and Shaw, K. (2000). Blockholder ownership and market liquidity, *Journal of financial quantitative analysis*, Vol. 35, No. 3, pp 621-633.
- Hermalin, B.E. and Weisbach, M. (2003), Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Economic Policy review*, Vol. 9, pp. 7-26.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57, 1147–1170.
- Maniam, B., Subramaniam, G., and Johnson, J. (2006). Perspectives of corporate governance in the US and abroad, *The Business Review*, Vol. 5, No. 2, pp. 36–43.



- Manne, H. (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2, pp. 110-20.
- Maug, E., (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 65–98.
- McConnell, J., and Servaes, H., (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595–612.
- Monks, R. and Minow, N., (1995). *Corporate governance*, Blackwell, Cambridge, MA.
- Ohlson, J., (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research*, (Spring), pp. 661–687.
- Porter, M.E., (1992). Capital disadvantage: America's failing capital investment system, *Harvard Business Review*, Vol. 70, pp 65–82
- Shleifer, A., Vishny, R., (1997). A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737–783.
- Steen, T. (2005). Corporate governance as a determinant of corporate values, *Corporate Governance*, Vol. 5, No. 4, pp 10–27.
- Velury, U. and Jenkins, D.S. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings, *Journal of Business Research*, Vol. 59, pp. 1043-1051.

Archive of SID