

## بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود

غلامرضا کرمی\*

عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۶/۲۵، تاریخ تصویب: ۱۳۸۷/۹/۲۶)

### چکیده

مالکین (سرمایه‌گذاران) نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنها را تحت تأثیر قرار دهند. آنها منابعی برای نفوذ و نظارت بر مدیران دارند، اما اینکه آیا واقعاً از قدرت و منابع خود برای نظارت استفاده می‌کنند و بر مدیران فشار می‌آورند، سوالی تجربی است. تحقیق حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده تأثیر دارد، صورت پذیرفته است. در این تحقیق، نگرش‌های مختلف (یعنی فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود شرکت و مالکیت نهادی از دو مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. بر اساس نتایج تحقیق، تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی‌شود و ممکن است آن را تنزل نیز ببخشد، حال آن که سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز شود.

واژه‌های کلیدی: ( )

## ۱. مقدمه

محصول نهایی فرایند حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده کنندگان مختلف، اعم از استفاده کنندگان داخلی و استفاده کنندگان خارج از شرکت، در قالب گزارش‌های حسابداری است. آن گروه از گزارش‌های حسابداری که با هدف تأمین نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان خارج از شرکت تهیه و ارائه شود، در حیطه حسابداری مالی قرار می‌گیرد. محصول نهایی حسابداری مالی گزارش‌هایی است که اصطلاحاً به آن گزارش‌های مالی اطلاق می‌شود. صورت‌های مالی هسته اصلی فرآیند گزارش‌گری مالی را تشکیل می‌دهد. در حال حاضر مجموعه کامل صورت‌های مالی شامل صورت‌های مالی اصلی (ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت سود و زیان جامع و صورت جریان‌ات وجوه نقد) و یادداشت‌های توضیحی می‌باشد.

سود خالص یکی از اقلام مندرج در صورت‌های مالی است که در تصمیم‌گیری استفاده کنندگان صورت‌های مالی تأثیر به‌سزایی دارد و توجه زیادی را معطوف خود ساخته است. همواره این سوال مطرح بوده که آیا سود حسابداری توانایی توضیح واقعیت‌های اقتصادی را دارد یا خیر؟ تحقیقات تجربی، شواهد قوی در ارتباط با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری ارائه نموده‌اند. البته کسب این نتایج جای تعجب ندارد و بدیهی است که سود حسابداری بخشی از اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک و بازده باشد. با این حال، یافته‌های حاصله به دلیل اینکه اطلاعات حسابداری را با تصمیمات سرمایه‌گذاری و از این رو با سودمندی این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران مرتبط می‌کنند، مهم هستند [۲۹].

یکی از گروه‌های اصلی استفاده کنندگان از صورت‌های مالی، سهامداران می‌باشند. در این میان سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. 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 [۲۶]. در عمل نقش مالکان نهادی معمولاً روشن نیست. از حیث تئوری، نهادها ممکن است انگیزه‌هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند [۲۴]، [۲۲]. در مقابل هنوز اندیشمندان زیادی وجود دارند که معتقدند نهادها به طور موثر بر شرکت نظارت نمی‌کنند، چراکه آنها از تجربه کافی برخوردار نبوده و از

حضور مفت سواران ناخشنودند [۳] یا ممکن است سیاست مدارانه با مدیران کنار بیایند [۲۲].

به نظر سرمایه گذاران نهادی چندین محرک برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند. از جمله این محرک‌ها می‌توان به این موضوع اشاره کرد که صورت‌های مالی منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت می‌باشند، یا اینکه این سرمایه گذاران در تجزیه و تحلیل اطلاعات حسابداری نسبت به سرمایه گذاران انفرادی توانا تر هستند. بنابراین انتظار می‌رود بین سطح این مالکیت‌ها و محتوای اطلاعاتی سود، به عنوان یکی از اقلام مندرج در گزارشات حسابداری، رابطه‌ای منطقی وجود داشته باشد. هدف اصلی تحقیق حاضر در این راستا بوده و به دنبال تعیین رابطه بین مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده آنها است. علاوه بر این تحقیق حاضر به دنبال ایجاد آگاهی در سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، مسئولین بورس اوراق بهادار تهران و ... در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی است.

## ۲. پیشینه تحقیق

محققان در تحقیقات مختلف از روش‌های متفاوتی برای تعیین محتوای اطلاعاتی سود استفاده کرده اند. وارفیلد و سایرین [۲۷]، محتوای اطلاعاتی را ظرفیت توجیه بازدهی سهام تعریف نمودند، در حالیکه احمد و همکاران (۲۰۰۴) [۴]، محتوای اطلاعاتی را داشتن بار اطلاعاتی پیرامون سود آتی می‌دانند. به اعتقاد وفیز [۲۵]، محتوای اطلاعاتی سود را می‌توان توسط رابطه بین سود و بازدهی سهام نشان داد (محتوای اطلاعاتی در قالب سودمندی سود در توجیه بازدهی سهام قابل دستیابی است). جنگ و گن [۱۶] نیز در این رابطه بیان کردند که محتوای اطلاعاتی سود را می‌توان با استفاده از رگرسیون E/P و بازده سهام اندازه گیری نمود. همچنین، مطابق با دیدگاه بیور [۶]، تغییر در قیمت سهام واکنش به تغییرات سود در یک دوره مشخص است. بنابراین بازدهی به سود مربوط بوده و ضریب تغییر سود (ERC) به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود در نظر گرفته می‌شود.

فعالیت‌های مدیران توسط برخی عوامل، هدایت یا بعضاً محدود می‌شود. این عوامل باید برای حاکمیت شرکتی مناسبتر، مطرح و مستقر شود و شرکت‌ها مقررات و الزامات بسیار زیادی را در انجام وظایف، رعایت کنند و نهادهای مختلفی بر حسن جریان فعالیت‌های واحدهای اقتصادی نظارت نمایند. این عوامل مواردی از قبیل هیات مدیره (که

حق استخدام، اخراج و پاداش دادن به مدیران را دارند)، قوانین و مقررات، قراردادهای کارگری، بازار و حتی محیط رقابتی را در بر می گیرد. به طور کلی عوامل فوق را می توان در دو قالب ساز و کارهای کنترل بیرونی (نظیر بازار) و ساز و کارهای کنترل درونی (نظیر هیات مدیره) در نظر گرفت.

یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. مطابق با تعریف بوش [۹] سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و... هستند. وی بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می کنند. چونگک، فیرس و کیم [۱۱] معتقدند سرمایه گذاران نهادی منابعی برای نفوذ و نظارت بر مدیران دارند، اما اینکه آیا آنها واقعاً از قدرت و منابع خود برای نظارت استفاده می کنند و بر مدیران فشار می آورند، سوالی تجربی است. اینکه آیا سرمایه گذاران نهادی از قدرتشان برای نظارت استفاده می کنند یا خیر، تابعی از میزان مالکیت آنهاست. در خصوص نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی و همچنین چند و چون تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود دیدگاه های مختلفی وجود دارد.

تحت «فرضیه نظارت فعال» به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را به طور فعال مدیریت می کنند. بر اساس این نگرش سرمایه گذاران نهادی، سهامدارانی متبخر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات می باشند. عموماً تحقیقات صورت گرفته این فرضیه را تأیید می کند. برای نمونه تحقیق بروس و کینی [۸] بیانگر آن است که بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با سطح سرمایه گذاران نهادی یک رابطه مثبت وجود دارد.

در مقابل فرضیه نظارت فعال، حامیان «فرضیه منافع شخصی» معتقدند سرمایه گذاران نهادی بزرگ به اطلاعات محرمانه که جهت اهداف تجاری استخراج شده اند، دسترسی دارند [۱۸]. هر چه مالکیت متمرکز شود، احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات محرمانه بیشتر می شود. در چنین شرایطی، سهامداران بزرگ ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای گزارش سود با محتوا داشته باشند. اگر چنین امری صحت داشته باشد، فرضیه مزایای شخصی مدعی یک رابطه منفی بین مالکیت متمرکز و محتوای

اطلاعاتی سود است. بسیاری از منتقدین از جمله پورترا [۲۱] اظهار می‌دارد که معامله مکرر و تمرکز بر کوتاه مدت، سبب ایجاد انگیزه برای مدیریت می‌شود تا از ناکامی در سود دوری کند، زیرا ممکن است موجب فروش سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران نهادی و کاهش قیمت سهام شرکت شود. بدین ترتیب ممکن است محتوای اطلاعاتی سود در معرض دستکاری مدیریت قرار گرفته و کاهش یابد. در ادامه به مرور ادبیات موجود می‌پردازیم.

جنگ و کن [۱۶] در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود در کشور کره پرداختند. ساختار مالکیت شرکت‌های کره‌ای به وسیله دخالت یک مالک اصلی در مدیریت شرکت، متمایز است. براساس یافته‌های آنها علی‌رغم آن که بنابر دلایلی از قبیل عدم مهارت، حضور مفت سواران و رابطه با مدیریت، سرمایه گذاران نهادی و سهامداران بزرگ ممکن است انگیزه‌ای برای نظارت نداشته باشند، ولی همزمان با افزایش حضور نهادها محتوای اطلاعاتی سود نیز افزایش می‌یابد. این نتایج در ارتباط با حضور سرمایه گذاران نهادی را می‌توان تأیید فرضیه نظارت فعال دانست.

راجگوپال و سایرین [۲۳] نیز نشان دادند که افزایش در مالکیت نهادی سبب کاهش انگیزه مدیران برای دستکاری سود و در نتیجه افزایش محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. با این حال، فان و وانگ [۱۴] با بررسی این رابطه در بین شرکت‌های شرق آسیا به نتایج دیگری دست یافتند و نشان دادند که این رابطه در شرق آسیا معکوس است و با افزایش سطح مالکیت نهادی، محتوای اطلاعاتی سود کاهش می‌یابد.

ولوری و جنکینز [۲۶] به بررسی نقش نظارتی مالکین نهادی از طریق آزمون تأثیر سطح مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌ها بر کیفیت سود گزارش شده پرداختند. آنها برای آزمون رابطه بین کیفیت سود و مالکیت نهادی ۴ بعد کیفیت توصیف شده در بیانیه مفاهیم شماره ۲ هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (ارزش پیش‌بینی‌کنندگی، بی‌طرفی، به موقع بودن و ارائه صادقانه) را بررسی نمودند. برای عملیاتی کردن ارائه صادقانه ایشان از همبستگی بین سود و بازده سهام یا همان محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند. یافته‌های ایشان رابطه مستقیم بین سطح سرمایه گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تأیید می‌کند. بدان معنا که با افزایش سطح مالکیت نهادها، محتوای اطلاعاتی سود بهبود می‌یابد.

کرنن و سایرین [۱۲] شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه گذاران یافتند. در

تحقیقی رابطه بین درصد مالکیت و تعداد مالکان نهادی را با عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دادند. آنها مالکان نهادی را به دو دسته، حساس نسبت به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افراد که انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم نموده و ارتباط آنها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که سطح مالکیت نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که هم تعداد مالکان نهادی و هم درصد مالکیت آنها رابطه معناداری با بازده جریان نقدی عملیاتی دارند.

حساس یگانه و همکاران [۱] در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارد، پرداخته و دریافته‌اند بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد.

چونگ و فیرس و کیم [۱۱]، [۱۰] نیز تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی را بر روش تهیه اطلاعات در شرکت بررسی کردند. آنها دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی بر کیفیت حسابداری موثرند. به علاوه نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی فعال و دارای دیدگاه بلندمدت سبب کاهش مدیریت سود و در نتیجه ارتقای محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. میدیاستوتی و میچفودز [۲۰] نیز در اندونزی شواهدی یافتند حاکی از اینکه مالکیت نهادی بالا، مدیریت سود را محدود و مانع آن می‌شود. با این وجود، دارماواتی [۱۳] ارتباطی بین این دو متغیر نیافت.

بوش (۱۹۹۸) این موضوع را مورد بررسی قرار داد که آیا انگیزه مدیران برای کاهش مخارج تحقیق و توسعه و دوری از گزارش سود کمتر، توسط سهامداران نهادی کاهش می‌یابد یا زیاد می‌شود. نتایج حاصل از تحقیقات ایشان نشان داد در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی کمتر است، مدیران تمایل زیادی به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه و در نتیجه بالا بردن سود به سطح سال قبل دارند. نتایج فوق نشان می‌دهد که سهامداران نهادی نوعاً نقش نظارتی یا سرمایه‌گذار کار کشته بودن را در مقایسه با سهامداران شخصی ایفا می‌کنند. در نتیجه انگیزش مدیران برای مدیریت سود از طریق عدم انجام سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. تحقیقات محققان دانشگاهی نظیر بوش [۹]، چونگ و فیرس و کیم [۱۱] و جیامبالو [۱۷] نشان داده که شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر، انگیزه کمتری برای مدیریت سود دارند و در نتیجه انتظار می‌رود سود گزارش شده این شرکت‌ها محتوای

اطلاعاتی بالاتری داشته باشد.

وارفیلد و همکاران [۲۷] به آزمون این فرضیه که اشعار می‌داشت محتوای اطلاعاتی سود (همبستگی بین سود و بازده) بسته به سطح حاکمیت شرکتی در شرکت، متفاوت است، پرداختند. نتایج حاصله نشان می‌دهد برخی عوامل از قبیل محیط تحت نظارت، اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک، اهرم، فرصت‌های رشد، نوسانات سود و پایداری آن رابطه بین حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود را تحت تأثیر قرار نمی‌دهند. همچنین یافته‌های تحقیق نشان دادند که حاکمیت شرکتی یکی از موارد تعیین کننده محتوای اطلاعاتی سود است. شواهد حاصله بیان داشت، هنگامی که حاکمیت شرکتی افزایش می‌یابد، قدرت توجیه بازده توسط سود (همان محتوای اطلاعاتی) نیز افزایش می‌یابد و از این حیث، رابطه‌ای مثبت بین این دو عامل وجود دارد. این نتایج از این ادعا که "انتخاب رویه حسابداری و حاکمیت شرکتی با هم ارتباط دارند و این ارتباط امکان پیش‌بینی محتوای اطلاعاتی سود را فراهم می‌آورد" حمایت می‌کند.

نوروش و ابراهیمی کردلر [۲] در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در بر می‌گیرد. این نتیجه را ایشان به حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی ربط دادند که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. از این رو قیمت‌های سهام شرکت‌های با سطح مالکیت نهادی بالا باید بخش بیشتری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را منعکس کنند. با توجه به این نتایج ایشان نتیجه گرفتند در شرکت‌های با سطح سرمایه گذاران نهادی بالا نسبت به شرکت‌های با سطح سرمایه گذاران نهادی کم، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری وجود دارد.

رابطه بین سود و بازدهی به وسیله عوامل دیگری تحت تأثیر قرار می‌گیرد که این عوامل باید کنترل شوند. در این مقاله دو گروه متغیر کنترل در نظر گرفته شده است: متغیرهای نمایندگی و کیفیت سود. متغیرهای نمایندگی عبارتند از: اندازه شرکت و اهرم (بدهی). در این تحقیق اندازه شرکت از طریق لگاریتم مجموع دارایی‌ها و اهرم از طریق نسبت بدهیهای بلندمدت به کل دارایی‌ها سنجیده می‌شوند. مطالعات متعدد نشان داده‌اند که این متغیرها بر تصمیم در انتخاب روش‌های حسابداری موثرند. اندازه شرکت به وسیله تئوری هزینه سیاسی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. برای نمونه واتس و زیمرمن [۲۸] بیان کردند

که مدیران شرکت‌های بزرگ از لحاظ سیاسی حساس ترند و تمایل دارند که از طریق اقلام تعهدی (موقوفه‌ها)، هزینه‌های سیاسی را کاهش دهند. بیلینگز [۷] در تحقیق خود به این نتیجه رسید که اهرم بالاتر منجر به انتخاب رویه‌های حسابداری خاص که سبب افزایش سود می‌شوند، می‌گردد. بر اساس تحقیقات پیشین برای ملاحظات کیفیت سود نیز ما متغیر رشد (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) و وضعیت سودآوری شرکت را در نظر گرفته ایم. جنگ و کن [۱۶] دریافتند که محتوای اطلاعاتی سود تحت تاثیر متغیر رشد قرار دارد. در ضمن هاین [۱۵] و باسو [۵] نشان دادند که محتوای اطلاعاتی سود در شرکت‌های زیان‌ده به شدت نگران‌کننده است.

### ۳. فرضیه‌های تحقیق

با توجه به آنچه از خاطرتان گذشت مالکین یا سرمایه‌گذاران نهادی توان و انگیزه لازم برای واداشتن مدیران به گزارشگری سود با محتوای اطلاعاتی را دارا هستند. در این تحقیق برای بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی، نسبت و همچنین تعداد مالکین نهادی موجود در ساختار سرمایه شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه‌های تحقیق به شرح ذیل طرح می‌گردد:

۱. "بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود رابطه معنادار وجود دارد."

۲. "بین تعداد سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود رابطه معنادار وجود دارد."

### ۴. روش‌شناسی

تحقیق حاضر از لحاظ شیوه جمع‌آوری داده‌ها، تحقیقی توصیفی و از لحاظ هدف، کاربردی محسوب می‌شود.

در این تحقیق محتوای اطلاعاتی سود به دو شکل اندازه‌گیری می‌شود:

۱. مطابق با دیدگاه بیور (۱۹۸۹) [۶] فرض می‌کنیم تغییر در قیمت سهام واکنش به تغییرات سود در یک دوره مشخص است. بنابراین بازدهی به سود مربوط بوده و ضریب تغییر سود (ERC) به عنوان معیاری از کیفیت سود در نظر گرفته می‌شود. مدل (۱) بر این اساس طراحی شده است:



مدل ۱:

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta EARN_{it} + \beta_2 \Delta EARN_{it} * FIISOWN_{it} + \beta_3 \Delta EARN_{it} * NII_{it} + \beta_4 PB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DEBT_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

۲. مطابق با تحقیق جنگ و کن (۲۰۰۲) [16] کیفیت سود را می‌توان با استفاده از رگرسیون E/P و بازده سهام اندازه‌گیری نمود. مدل (۲) انعکاسی از این دیدگاه است:

مدل ۲:

$$RETT_{it} = \alpha + \beta_1 (E_{it}/P_{it-1}) + \beta_2 (E_{it}/P_{it-1}) * FIISOWN_{it} + \beta_3 (E_{it}/P_{it-1}) * NII_{it} + \beta_4 PB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DEBT_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

در نگاره (۱) تعریف متغیرهای بکار رفته در هر دو مدل رگرسیونی این تحقیق قابل مشاهده است. لازم به ذکر است که در مدل‌های (۱) و (۲) علامت  $\beta_2$  مثبت (منفی) و معنادار بیانگر آن است که با افزایش نسبت مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود افزایش (کاهش) یافته و علامت  $\beta_3$  مثبت (منفی) و معنادار بیانگر آن است که با افزایش تعداد مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود افزایش (کاهش) می‌یابد. در تحقیق حاضر برای هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون از آزمون t استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است، ضمن اینکه برای این منظور از نرم افزار SPSS استفاده گردیده است.

نگاره ۱. تعریف متغیرهای تحقیق

نماد	نام	تعریف
RET <sub>B</sub>	بازده	بازده ۱۲ ماهه سهام از اول مرداد سال t تا پایان تیر سال t+1
RETT	بازده	بازده ۱۲ ماهه سهام برای سال مالی t
ΔEARN	تغییرات سود خالص	تغییر سود (زیان) خالص از سال t-1 به سال t
FIISOWN	سطح مالکیت نهادی	نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی در پایان سال t
NII	تعداد مالکان نهادی	تعداد سرمایه‌گذاران نهادی در پایان سال t
PB	رشد	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن
SIZE	اندازه	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها
DEBT	اهرم	بدهی بلندمدت نسبت به مجموع دارایی‌ها
E	سود هر سهم	نسبت سود خالص به مجموع سهام عادی در دست سهامداران
P	قیمت هر سهم	قیمت بازار هر سهم
LOSS	متغیر مصنوعی	اگر شرکت زیان داشته باشد، ۱ و در غیر این صورت ۰

#### ۴-۱. دوره آزمون، جامعه و نمونه آماری

دوره مورد تحقیق یک دوره نه ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۴ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیاز به محاسبه تغییرات سال «t» نسبت به سال «t-1» می‌باشد یا اینکه در برخی مدل‌های استفاده‌شده روابط متغیرهای سال «t» با سال «t+1» سنجیده می‌شود، و از این رو به ناچار دوره تحقیق به هفت سال (۱۳۷۷ تا ۱۳۸۳) محدود شده است.

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری این تحقیق را تشکیل می‌دهند. 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 ۱۳۸۳ در بورس حضور داشته باشند.

۲. سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شود.

۳. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ تغییر سال مالی نداده باشد.

۴. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ وقفه عملیاتی نداشته باشد.

۵. شرکت حداقل در هر سال ۷۰ روز معاملاتی داشته باشد.

۶. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

از این رو ۶۱ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. با توجه به دوره ۷ ساله تحقیق فراوانی کل نمونه آماری تحقیق ۴۲۷ است. در ضمن برای حذف اثر داده‌های پرت بر نتایج تحقیق داده‌هایی که ۵ برابر میانگین هستند کنار گذاشته شدند. سرانجام تعداد نمونه مورد استفاده در مدل‌های ۱ و ۲ به ترتیب بالغ بر ۳۶۲ و ۳۵۶ شد.

#### ۵. یافته‌های تحقیق

داده‌های مربوط به ۶۱ شرکت عضو نمونه تحقیق طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۴ از منابعی چون تدبیرپرداز، دناسهم، ره‌آور نوین، سایت بورس و... استخراج و به صفحه گسترده اکسل منتقل شد. سپس با استفاده از نرم‌افزار SPSS آزمون‌های آماری لازم انجام گرفت.

#### ۵-۱. آمار توصیفی

نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون را در بر دارد. پراکندگی بسیار بالای متغیرهای تحقیق از نکات قابل ذکر این نگاره می‌باشد.

نگاره ۲. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
شاخص آماری RETB	۴۲۷	-۰/۵۹	۷/۶۲	۰/۵۵۵۶	۰/۸۳۶۵۹
RETT	۴۲۷	۰/۵۷	۵/۶۰	۰/۵۶۷۸	۰/۷۹۸۴۹
$\Delta$ EARN	۴۲۷	-۱۷/۵۸	۳۶/۲۲	۰/۲۸۱۷	۲/۰۹۸۲۸
FIISOWN	۴۲۷	-۱۲/۷۱	۳/۲۷	۰/۰۷۲۹	۰/۸۳۳۵۲
NII	۴۲۷	-۷۰/۳۲	۱۰/۴۵	۰/۳۱۰۳	۴/۰۷۳۴۸
PB	۴۲۷	۰/۴۳	۳۸/۷۳	۳/۸۷۲۷	۳/۹۳۶۳۱
SIZE	۴۲۷	۲۳/۷۱	۳۱/۵۹	۲۶/۱۶۵۸	۱/۲۳۷۱۹
DEBT	۴۲۷	۰/۰۰	۰/۴۶	۰/۰۷۹۹	۰/۰۷۱۳۸

در ادامه نتایج حاصل از مدل‌های رگرسیونی تحقیق ارائه می‌شود.

۲-۵. آمار تحلیلی

نگاره (۳) نتایج حاصل از مدل (۱) را بدون در نظر گرفتن و وارد کردن متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد.

نگاره ۳. نتایج حاصل از مدل (۱) بدون حضور متغیرهای کنترل

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۳۵۴	۱۳/۱۸۳	۰/۰۰۰
$\Delta$ EARN	۰/۵۰۲	۴/۷۰۷	۰/۰۰۰
$\Delta$ EARN*FIISOWN	۰/۶۲۷	۲/۹۴۸	۰/۰۰۳
$\Delta$ EARN* NII	-۰/۰۵۱	-۱/۱۳۸	۰/۲۵۶
$R^2$ : ۰/۲۷۰ تعدیل شده		F آماره: ۴۵/۴۴۶	

آمار F در نگاره بالا نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. با توجه به  $R^2$  مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۲۷ درصد از تغییرات در بازده سهام توسط سه متغیر مستقل مدل توضیح داده می‌شود. بر اساس این نگاره، تغییرات سود خالص با محتوای اطلاعاتی سود شرکت رابطه مثبت معنادار دارد. همچنین، مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر  $\Delta$ EARN \* FIISOWN از وجود یک رابطه مثبت و معنادار بین سطح سرمایه‌گذاری نهادی و محتوای اطلاعاتی سود خبر

می‌دهد. از طرفی ضریب و آماره  $t$  متغیر  $EARN * NII$  حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تعداد سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود است. حال با وارد کردن متغیرهای کنترلی به آزمون مجدد این ارتباط پرداخته و تغییراتی که در نتیجه مدل رخ خواهد داد بررسی می‌شود. نگاره (۴) نتایج حاصل از وارد کردن متغیرهای کنترلی برای آزمون مدل (۱) نشان می‌دهد.

نگاره ۴. نتایج حاصل از مدل (۱) با وارد کردن متغیرهای کنترلی

معناداری	آماره $t$	ضریب متغیر	متغیر
۰/۰۰۲	۳/۰۹۵	۱/۶۳۸	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۵/۶۷۲	۰/۵۸۰	$\Delta EARN$
۰/۰۲۳	۲/۲۷۵	۰/۴۶۶	$\Delta EARN * FHSOWN$
۰/۲۰۹	-۱/۲۶۰	-۰/۰۵۵	$\Delta EARN * NII$
۰/۰۰۰	۵/۸۰۲	۰/۰۲۵	PB
۰/۰۰۸	-۲/۶۸۱	-۰/۰۵۵	SIZE
۰/۹۴۹	۰/۰۶۴	۰/۰۲۵	DEBT
۰/۰۱۲	۲/۵۳۴	۰/۸۶۲	LOSS
F آماره: ۲۸/۰۰۶		$R^2$ : ۰/۳۴۴ تعدیل شده	

آمار  $F$  در این نگاره، نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. با توجه به  $R^2$  مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۴/۴ درصد از تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. بر اساس شواهد به دست آمده از این مدل، سطح مالکیت نهادی دارای ارتباط مثبت معنادار با محتوای اطلاعاتی سود می‌باشد. با توجه به این نگاره، بین محتوای اطلاعاتی سود با تعداد مالکان نهادی رابطه معناداری یافت نشد. همچنین، در بین متغیرهای کنترلی، رشد دارای ارتباط مثبت معنادار با محتوای اطلاعاتی سود شرکت است. اندازه نیز دارای ارتباط منفی اما معنادار با محتوای اطلاعاتی سود است. اما اهرم با محتوای اطلاعاتی سود شرکت ارتباط معنادار ندارد. حال با حذف کردن متغیرهای بی‌معنی (تعداد مالکان نهادی اهرم) از مدل (۱)، نتایج را مجدداً مورد بررسی قرار می‌دهیم. نگاره (۵) نتایج حاصل از مدل (۱) را پس از حذف این متغیرهای بی‌معنی، نشان می‌دهد.

نگاره ۵. نتایج حاصل از مدل (۱) بدون حضور متغیرهای غیر معنادار

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۱/۶۳۲	۳/۰۷۶	۰/۰۰۲
$\Delta EARN$	۰/۴۶۵	۵/۲۶۳	۰/۰۰۰
$\Delta EARN * FIISOWN$	۰/۳۵۹	۲/۱۱۳	۰/۰۳۵
PB	۰/۰۳۵	۵/۶۰۴	۰/۰۰۰
SIZE	-۰/۰۵۴	-۲/۶۴۶	۰/۰۰۹
$R^2$ : ۰/۳۳۳ تعدیل شده		F آماره: ۴۶/۰۰۱	

آمار F در نگاره بالا نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. با توجه به  $R^2$  مدل برآزش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۳/۳ درصد از تغییرات در بازده سهام توسط سه متغیر مستقل مدل توضیح داده می‌شود. بر اساس این نگاره، تغییرات سود خالص با محتوای اطلاعاتی سود شرکت رابطه مثبت معنادار دارد. همچنین، مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر  $\Delta EARN * FIISOWN$  از وجود یک رابطه مثبت و معنادار بین سطح سرمایه‌گذاری نهادی و محتوای اطلاعاتی سود خبر می‌دهد. از طرفی ضریب و آماره t متغیر  $EARN * NII$  حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تعداد سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود است. حال با وارد کردن متغیرهای کنترلی به آزمون مجدد این ارتباط می‌پردازیم و تغییراتی که در نتیجه مدل رخ خواهد داد را بررسی می‌کنیم. نگاره (۴) نتایج حاصل از وارد کردن متغیرهای کنترلی برای آزمون مدل (۱) نشان می‌دهد.

با توجه به این نگاره نیز مطابق با پیش‌بینی، سطح مالکیت نهادی با محتوای اطلاعاتی سود شرکت رابطه مثبت معنادار دارد. تغییرات سود خالص و رشد نیز ارتباطی مثبت با محتوای اطلاعاتی سود داشته اما ارتباط اندازه شرکت با محتوای اطلاعاتی سود آن معکوس است.

به طور کلی، نتایج حاصل از مدل (۱) از وجود یک رابطه مثبت و معنادار بین سطح سرمایه‌گذاری نهادی و محتوای اطلاعاتی سود خبر می‌دهد. از طرفی یافته‌ها حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تعداد سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود است. بنابراین بر اساس مدل (۱) فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود و این امر با یافته‌های جنگ و گن [۱۶] مطابقت دارد. این در حالی است که بر اساس این مدل، فرضیه دوم تحقیق رد

می‌گردد. ضریب و آماره  $t$  متغیر  $\Delta EARN$  نیز حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین تغییرات در سود خالص و بازده سهام (به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود) است. این نتایج مطابق با فرضیه نظارت فعال است و فرضیه منافع شخصی را رد می‌کند. حال به آزمون مدل (۲) و بررسی گام‌های فوق در مورد این مدل می‌پردازیم. نگاره (۶) نتایج حاصل از این مدل را بدون در نظر گیری و وارد کردن متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد.

نگاره ۶. نتایج حاصل از مدل (۲) بدون حضور متغیرهای کنترل

متغیر	ضریب متغیر	آماره $t$	معناداری
مقدار ثابت	-۰/۰۶۰	-۱/۲۱۳	۰/۲۲۶
EP	۲/۱۰۸	۸/۱۹۱	۰/۰۰۰
EP * FII SOWN	۰/۷۸۰	۲/۳۰۷	۰/۰۲۲
EP * NH	-۰/۱۵۹	-۱/۷۹۶	۰/۰۷۳
$R^2$ : ۰/۳۲۹ تعدیل شده		آماره F: ۵۸/۹۸۹	

آمار F در نگاره بالا نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. با توجه به  $R^2$  مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۲/۹ درصد از تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. با توجه به این نگاره، ضریب و آماره  $t$  متغیر  $(E_{it}/P_{it-1})$  حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین این متغیر و بازده سهام (به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود) است. ضریب و آماره  $t$  متغیر  $EP * FII SOWN$   $(E_{it}/P_{it-1})$  از وجود یک رابطه مستقیم و معنادار بین سطح سرمایه‌گذاری نهادی و محتوای اطلاعاتی سود شرکت خبر می‌دهد. از طرفی ضریب و آماره  $t$  متغیر  $EP * NH$   $(E_{it}/P_{it-1})$  نیز حاکی از یک ارتباط منفی اما غیر معنادار بین تعداد سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود شرکت است.

حال با وارد کردن متغیرهای کنترلی مجدداً این ارتباط را آزمون می‌کنیم و تغییراتی که در نتیجه مدل رخ خواهد داد را بررسی می‌نماییم. نگاره (۷) نتایج حاصل از وارد کردن متغیرهای کنترلی برای آزمون مدل (۲) نشان می‌دهد.

نگاره ۷. نتایج حاصل از مدل (۲) با وارد کردن متغیرهای کنترل

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-۱/۰۰۳	-۱/۸۸۸	۰/۰۶۰
EP	۲/۶۹۴	۱۰/۸۲۴	۰/۰۰۰
EP * FII SOWN	۰/۲۸۸	۰/۹۰۴	۰/۳۶۶
EP * NII	-۰/۱۶۱	-۱/۹۷۶	۰/۰۴۹
PB	۰/۰۵۳	۷/۸۳۷	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۰۲۴	۱/۱۹۷	۰/۲۳۲
DEBT	۰/۳۶۶	۰/۹۵۵	۰/۳۴۰
LOSS	۰/۵۷۹	۱/۸۳۳	۰/۰۶۸
R <sup>2</sup> : ۰/۴۳۰ تعدیل شده		F آماره: ۳۹/۲۹۴	

آمار F در نگاره بالا، نشان دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. با توجه به R<sup>2</sup> مدل برازش شده می توان ادعا کرد، حدود ۴۳ درصد از تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می شود. با توجه به این نگاره، نیز ضریب و آماره t متغیر  $(E_{it}/P_{it-1})$  حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین این متغیر و بازده سهام (به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سود) است. همچنین بر اساس این نگاره، سطح سرمایه گذاری نهادی دارای رابطه مثبت اما غیر معنادار با محتوای اطلاعاتی سود شرکت است. از طرفی ضریب و آماره t متغیر  $NII * (E_{it}/P_{it-1})$  حاکی از وجود یک ارتباط منفی معنادار بین تعداد سرمایه گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود شرکت است. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده از این نگاره در بین متغیرهای کنترلی تنها رشد دارای رابطه معنادار با محتوای اطلاعاتی سود است و سایر متغیرهای کنترلی ارتباط معناداری با محتوای اطلاعاتی سود شرکت ندارند.

نگاره (۸) نتایج حاصل از این مدل را پس از حذف این متغیرهای بی معنی، نشان می دهد.

نگاره ۸. نتایج حاصل از مدل (۲) پس از حذف متغیرهای غیر معنادار

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-۰/۳۲۷	-۵/۹۰۲	۰/۰۰۰
EP	۲/۶۵۸	۱۱/۲۲۱	۰/۰۰۰
EP * NII	-۰/۱۱۹	-۱/۷۷۳	۰/۰۷۷
PB	۰/۰۵۳	۸/۰۸۶	۰/۰۰۰
R <sup>2</sup> : ۰/۴۲۵ تعدیل شده		F آماره: ۸۸/۶۲۷	

با عنایت به نتایج بدست آمده از این نگاره، تعداد مالکان نهادی دارای رابطه منفی اما غیر معنادار با محتوای اطلاعاتی سود است. رشد و نسبت سود به قیمت سهم نیز دارای رابطه مثبت معنادار با محتوای اطلاعاتی سود هستند.

به طور کلی بر اساس نگاره‌های فوق، مدل (۲)، فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه مستقیم معنادار بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود شرکت را تأیید نمی‌کند. در نتیجه فرضیه نظارت فعال رد می‌گردد. از طرف دیگر بر اساس این مدل قبل از حذف متغیرهای غیر معنادار از این مدل، رابطه منفی بین تعداد مالکان نهادی و محتوای اطلاعاتی سود معنادار بوده اما پس از حذف متغیرهای غیر معنادار از این مدل و بر اساس نگاره (۸) این ارتباط تبدیل به ارتباط غیر معنادار می‌گردد. با توجه به ضریب معناداری نگاره (۷) و (۸) به طور کلی معناداری ارتباط منفی بین تعداد مالکان نهادی و محتوای اطلاعاتی سود بسیار پایین بوده و می‌توان گفت شاید واقعاً ارتباطی وجود ندارد.

## ۶. نتیجه‌گیری

یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. این تحقیق با یافتن شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی به ادبیات موضوع می‌افزاید. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند رویه‌های اتخاذ شده توسط شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهند و حضور آنها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. در تحقیق حاضر، دو نگرش رقیب (فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی) در مورد رابطه این سرمایه‌گذاران با محتوای اطلاعاتی سود مورد آزمون قرار گرفت. از دو مدل برای بررسی این رابطه استفاده گردیده است. در این تحقیق با استفاده از مدل (۱) برگرفته از مدل بیور [۶] و مدل (۲) اقتباس شده از مدل جنگ و کن [۱۶] به بررسی تأثیر حضور سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود پرداخته شده است. مطابق با پیش‌بینی، بر اساس مدل اول، سطح سرمایه‌گذاران نهادی به رابطه بین تغییرات سود و بازده به طور مثبت اثر داشته و این بدان معناست که سطح سرمایه‌گذاران نهادی با محتوای اطلاعاتی سود رابطه مثبت دارد. این امر را می‌توان تایید فرضیه نظارت فعال دانست. این در حالی است که مدل (۲) این ارتباط را معنادار تلقی نمی‌کند و این فرضیه را قبول نمی‌نماید. همچنین، در این مدل، معناداری ارتباط منفی بین تعداد مالکان نهادی و محتوای اطلاعاتی سود بسیار پایین بوده و می‌توان



گفت شاید واقعاً ارتباطی وجود ندارد. این در حالی است که بر اساس مدل (۱) بین این دو متغیر رابطه معناداری یافت نشد. این موضوع را می‌توان چنین تفسیر کرد که تمرکز یا عدم تمرکز مالکین نهادی ارتباطی با محتوای اطلاعاتی سود ندارد و از این رو نمی‌توان فرضیه منافع شخصی را در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفت. به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت که تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقاء محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی‌شود و ممکن است آن را تنزل نیز ببخشد. در حالی که سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز شود.

## ۷. پیشنهادات

با توجه به یافته‌های تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. پیشنهاد می‌شود که استفاده کنندگان صورت‌های مالی در هنگام مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌ها به عامل ترکیب سهامداران آن نیز توجه کنند.
۲. با توجه به این موضوع که حضور سرمایه‌گذاران نهادی سبب تغییر رفتار شرکت‌ها می‌شود، پیشنهاد می‌گردد که مکانیزمی فراهم گردد تا اطلاعات مربوط به این سهامداران در اختیار استفاده کنندگان از صورت‌های مالی قرار گیرد. در واقع بدین سان زمینه برای کاربردی شدن پیشنهاد اول فراهم می‌شود.
۳. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی متغیرهایی نظیر سهام در اختیار مدیران کنترل شوند.
۴. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تاثیر سایر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از قبیل حسابرسان مستقل، نظارت قانونی، کنترل‌های داخلی و ... بر محتوای اطلاعاتی سود بررسی شود.
۵. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تاثیر عوامل دیگر مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی از قبیل عمر و مدت زمان مالکیت آن نیز بر محتوای اطلاعاتی سود بررسی شود.

## منابع

۱. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت"، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، شماره ۵۲ صص ۱۰۷-۱۲۲.
۲. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، شماره ۴۲ صص ۹۷-۱۲۴.
3. Admati, A., Petleidere, P. and zechner. L. (1994). "Large Shareholder, risk sharing, and financial market equilibrium", *Journal of political economy*, 94: 461-480.
4. Ahmed, A., Billings, B. and R. Morton (2004). "Extreme accruals, earnings quality, and investor mispricing", Working paper Florida State University, pp.1-50.
5. Basu, S (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Accounting Economic*, 24: 3-37.
6. Beaver, W.H (1989). "Financial Reporting: An Accounting Revolution", Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall.
7. Billings, B. (1999). Revisiting the relation between the default risk of debt and the earnings response coefficients. *Accounting Review*: 509-522.
8. Brous, P.A. and O.kini (1994). "The Valuation Effects Of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence From Analysis' Earning Forecasts", *Finance Management*, spring: 33-46.
9. Bushee, B. J(1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73(July): 305-334.
10. Chung, R., Firth, M. and Kim. J (2005). "Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring", *Journal of Business Research* 58: 766-776.
11. Chung, Richard, Firth, Michael and Kim, Jeong-Bon (2002), "Institutional monitoring and opportunistic earnings management", *Journal of Corporate Finance* 8 : 29-48.
12. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan J, Saunders, Anthony and Tehranian, Hassan (2007), "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", *Journal of Banking & Finance* 31

:1771–1794

13. Darmawati, D. (2003). Corporate governance dan Manajemen Laba: Suatu Studi Empiris. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 5(1): 47–68.
14. Fan, J., Wong, T.J., 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33, 401–425.
15. Hayn, C (2000). “The Information Content of losses”, *Journal Accounting Economic*,20(2):125-153.
16. Jang, K. and S.Y. Kown (2002). “Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea”, *the International Journal of Accounting*, 37:301-325.
17. Jiambalvo, J., Rajgopal, S. and M. Venkatachalam (2002). “Institutional Ownership and the Extent to which stock prices Reflect Future Earnings”, *Contemp Accounting Research*, spring: 117-145.
18. Kim, O (1993). "Disagreements among shareholders Over a Firm's Disclosure Policy", *Journal Finance*, 2: 747 – 760.
19. Lev, B. and S. Thiagarajan (1993). “Fundamental Information Analysis”, *Journal Accounting Research*, 30 (autumn): 190-275.
20. Midiastuty, P. P., & Machfoedz, M. (2003). Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VI proceedings*
21. Porter, M.E. (1992). ), “Capital Disadvantage: America,s failing capital investment system”, *Harvard Business Review*, 65-82.
22. Pound, J. (1988), “Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-65.
23. Rajgopal S, Venkatachalam M, Jiambalvo J. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings? Working paper, Stanford University; 2002.
24. Shleifer, A. and Vishny, R. (1986), “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-88.
25. Vafeas, N. (2000) "Board structure and the informativeness of earnings" *Journal of Accounting and Public Policy* 19:139-160.
26. Velury, U. and D.S. Jenkins (2006). "Institutional Ownership and The Quality of Earnings", *Journal of Business Research*, 59:1043-1051.
27. Warfield, T.; Wild, J. and K. Wild (1995). “Managerial ownership,

accounting choice, and informativeness of earnings”, Journal of accounting and economics, 20:61-91.

28. watts, R.L.and Zimmerman, J.L. (1990). Positive Accounting Theory: a ten year perspective. Accounting Review, 65:131-156.

29. Wolk, Harry I, Dodd, James and Tearney, Michael (2004). “Accounting Theory”, 6/E, South-Western.