

بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی مرادزاده فرد^۱، مهدی ناظمی اردکانی^۲، رضا غلامی^۳، حجت‌اله فرزانی^۴

۱. استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، ایران
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده علوم اقتصادی، تهران، ایران
۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده علوم اقتصادی، تهران، ایران
۴. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده علوم اقتصادی، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۵/۲۹، تاریخ تصویب: ۱۳۸۷/۹/۲۴)

چکیده

تحقیق حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی سهام بر شیوه مدیریت سود شرکت تأثیر دارد، صورت پذیرفته است. در مطالعات پیشین، پیرامون رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و مدیریت سود، فرض شده است که شرکت‌ها دارای توانایی یکسانی برای ایجاد اقلام تعهدی غیر عادی به منظور مدیریت سود می‌باشند و تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی در توانایی مدیران برای مدیریت سود، نادیده گرفته شده است. سرمایه گذاران نهادی، کیفیت حاکمیت شرکتی را در گزارشگری مالی بهبود می‌بخشند. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می‌دهند. دو نوع آزمون مختلف شامل آزمون همبستگی و آزمون رگرسیون مقطعی چندگانه، برای بررسی ارتباط بین مدیریت سود و مالکیت نهادی مورد استفاده قرار گرفته است. به طور کلی نتایج این تحقیق بیانگر وجود رابطه منفی معنادار بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز آن با مدیریت سود می‌باشد.

واژه‌های کلیدی:

مقدمه

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 برخلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد [۳]. 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 [۷]. 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 که این موضوع خود، انگیزه‌ای برای انجام مطالعه‌ی حاضر می‌باشد. در این تحقیق، تأثیر مالکیت نهادی سهام را بر فعالیت مدیریت سود، مورد آزمون قرار می‌گیرد.

بیان مسأله و اهمیت آن

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 به‌عنوان یک عامل حاکمیتی مهم و مؤثر در شرکتهای بورسی، مطرح است. دو انگیزه مهم سرمایه‌گذاران نهادی برای مدیریت بدره 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.

مروری بر پیشینه تحقیق

در فنلاند باتاچاریا و گراهمن [۶] به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و عملکرد شرکت پرداخته اند. در این تحقیق برخلاف اکثر تحقیقات قبلی، سرمایه گذاران نهادی به عنوان یک گروه یکپارچه در نظر گرفته نشده و آنها را به طبقات مختلفی تقسیم نمودند. یافته‌های حاصل از این تحقیق، بیانگر بازخورد دو طرفه معناداری بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی سهام می‌باشد. الیاسیانی و دیگران [۱۵]، به بیان شواهدی پیرامون رابطه بین پایداری مالکیت نهادی سهام و هزینه بدهی می‌پردازند. سه نتیجه عمده این تحقیق عبارت است از: وجود رابطه منفی معنادار بین هزینه بدهی و پایداری مالکیت نهادی، پایداری مالکیت نهادی از اهمیت بیشتری نسبت به آنچه که در ادبیات موجود، پیرامون پایداری مالکیت نهادی وجود دارد، برخوردار می‌باشد و نتیجه دیگر، بیانگر آن است که پایداری مالکیت نهادی، از طریق کاهش تضاد منافع بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه، سهامداران و مدیران، و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه بدهی را کاهش می‌دهد. چونگ و زان [۱۰]، شواهدی در ارتباط با رابطه بین حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی سهام ارائه نمودند. شواهد این تحقیق نشان داد، نسبت سهام شرکت که توسط سرمایه گذاران نهادی نگهداری می‌شود، کیفیت ساختار حاکمیت را افزایش می‌دهد. نتایج این تحقیق با این نظر موافق بود که سرمایه گذاران نهادی به سمت سهام شرکت‌هایی گرایش دارند که دارای ساختار حاکمیتی خوب در جهت برآورده ساختن مسئولیت‌های مدیریتی می‌باشند. چونگ و دیگران [۹] با بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدینگی، این گونه بیان می‌کنند که حاکمیت خوب، شفافیت مالی و عملیاتی (از جمله نقدینگی بازار سهام) را بهبود می‌بخشد و بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران داخلی و خارجی را کاهش می‌دهد. بوش و دیگران [۸] به تحلیل این مسأله پرداخته اند که آیا سرمایه گذاران نهادی ترجیح می‌دهند پرتفوی خود را در شرکت‌های با ساز و کارهای حاکمیتی بهتر شکل دهند. این تحقیق نشان داد که اگر چه سرمایه گذاران نهادی انگیزه‌هایی برای سرمایه گذاری در شرکت‌های با ساز و کار حاکمیت بهتر دارند، اما رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و حاکمیت شرکتی وجود ندارد. چونگ و دیگران [۱۱] شواهدی ارائه می‌کنند، مبنی بر این که سرمایه گذاران نهادی از درگیر شدن مدیریت در مدیریت اقلام تعهدی برای هموارسازی سود در جهت دستیابی به سطح مطلوب سود، جلوگیری می‌کنند. نتایج حاصله از تحقیق بالسام و دیگران [۵] پیرامون تجدید ارزیابی

کیفیت سود، حاکی از آن است که سرمایه گذاران نهادی نسبت به سرمایه گذاران فردی، بیشتر قادر به شناسایی و تجزیه سریع اجزای تشکیل دهنده‌ی اقلام تعهدی به اجزای اختیاری و غیر اختیاری برای ارزیابی مجدد درستی سود گزارش شده، می‌باشند. آنها نشان دادند که سرمایه گذاران حرفه‌ای نسبت به سرمایه گذاران غیر حرفه‌ای، بیشتر قادر به تشخیص مدیریت سود می‌باشند، زیرا سرمایه گذاران حرفه‌ای به سایر منابع ارزشمند و به موقع اطلاعات خاص شرکت، دسترسی دارند. نورو و ابرهیمی کردلر [۳] در تحقیقی به بررسی رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداختند. یافته‌های این تحقیق، نشان داد که در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیش تری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کم تری دارند، قیمت‌های سهام، اطلاعات سودهای آتی را بیش تر در برمی گیرد. این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد. نتایج تحقیق مرادی [۲]، حاکی از آن است که تمرکز سرمایه گذاران نهادی، نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد، به طوری که حتی یافته‌های حاصل از برخی مدل‌ها نشان می‌دهد که تمرکز سرمایه گذاران نهادی موجب کاهش کیفیت سود نیز می‌شود، اما نتایج این تحقیق، بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود است. حساس یگانه و دیگران [۱]، رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد بحث و بررسی قرار داده‌اند. در این تحقیق، نگرش‌های مختلفی (فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع) در مورد سرمایه گذاران نهادی، مورد آزمون قرار گرفت. به طور کلی یافته‌های این تحقیق، شواهدی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم می‌آورد که مؤید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می‌دارد که سرمایه گذاران نهادی، محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین سطح سرمایه گذاران نهادی و سطح مدیریت اقلام تعهدی رابطه منفی معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تمرکز سرمایه گذاران نهادی و سطح مدیریت اقلام تعهدی رابطه منفی معنادار وجود دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری یادشده، انتخاب شده اند که: ۱. پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشد، ۲. از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶، در بورس حضور داشته باشند، ۳. شرکت بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶، تغییر سال مالی نداشته باشد و ۴. اطلاعات مورد نیاز شرکت، در دسترس باشد. با اعمال محدودیت‌های فوق، ۶۱ شرکت به عنوان نمونه تحقیق برای ۵ سال، معادل ۳۰۵ سال- شرکت، انتخاب شده است.

ابزار جمع آوری اطلاعات و مراحل تجزیه و تحلیل آنها

از آنجا که روش انجام تحقیق به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی شرکت‌ها سر و کار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه به متغیرهای تحقیق، مربوط به صورتهای مالی شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم افزار تدبیر پرداز و ره‌آور نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای پردازش اطلاعات از نرم افزار Excel و SPSS استفاده شده است.

در این مطالعه، از نسخه‌ی تعدیل شده مدل جونز [۱۶] که توسط دچو و دیگران [۱۳] توسعه داده شد، برای برآورد ارقام تعهدی حسابداری غیرعادی استفاده شده است. برآوردی از ارقام تعهدی حسابداری جاری غیرعادی (ACACC) به عنوان معیاری برای مدیریت سود، به کار گرفته می‌شود. زیرا انتظار می‌رود که مدیران بتوانند ارقام تعهدی جاری را در مقایسه با ارقام تعهدی غیرجاری، برای مدیریت سود، نسبتاً راحت‌تر تعدیل کنند. مدل ارقام تعهدی خاص شرکت، به شرح زیر برای محاسبه‌ی ارقام تعهدی جاری حاصل از تغییر در ارقام سرمایه در گردش غیرنقدی (که در ترازنامه گزارش شده است)، به کار گرفته می‌شود:

$$CACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta CLD_{it}) \quad (1)$$

که در آن:

$CACC_{it}$: کل ارقام تعهدی جاری (سرمایه در گردش) برای شرکت i در سال t ؛

ΔCA_{it} : تغییر در دارایی‌های جاری برای شرکت i در سال t ؛

$\Delta CASH_{it}$: تغییر در وجه نقد برای شرکت i در سال t ؛

ΔCL_{it} : تغییر در بدهی‌های جاری برای شرکت i در سال t ؛

ΔCLD_{it} : تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلندمدت برای شرکت i در سال t ؛

مدل ارقام تعهدی جاری خاص شرکت، به صورت زیر توصیف می‌شود (نسخه‌ی بسط یافته مدل تعدیل شده‌ی جونز)

$$CACC_{it} / TA_{it-1} = \beta_{0i} + \beta_{1i} [(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / TA_{it-1}] + \beta_{2i} [(\Delta COGS_{it} + \Delta INV_{it}) / TA_{it-1}] + \beta_{3i} (\Delta OCF_{it} / TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$CACC_{it}$: کل ارقام تعهدی حسابداری برای شرکت i در سال t بر طبق مدل شماره (۱)؛

ΔREV_{it} : تغییر در درآمدها برای شرکت i در سال t از سال $t-1$ ؛

ΔREC_{it} : تغییر در حساب‌های دریافتی برای شرکت i در سال t از سال $t-1$ ؛

$\Delta COGS_{it}$: تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته برای شرکت i در سال t از سال $t-1$ ؛

ΔINV_{it} : تغییر در موجودی کالا در سال t منهای تغییر در موجودی کالا در سال $t-1$ ؛

ΔOCF_{it} : تغییر در وجه نقد عملیاتی برای شرکت i در سال t از سال $t-1$ ؛

TA_{it-1} : مجموع دارایی‌های شرکت i در آغاز سال t ؛

ε_{it} : جمله خطا برای شرکت i در سال t (شاخصی برای ارقام تعهدی غیرعادی).

مدل رگرسیون مقطعی برای آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون فرضیه اول، از مدل رگرسیون مقطعی زیر استفاده شده است.

$$AA_i = \beta_0 + \beta_1 PMGR^2_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 \sigma NETWORKH_i + \beta_5 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_6 ROS_i + \beta_7 MB_i + \beta_8 CAP_i + \beta_9 INST_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

که در آن:

AA_i : ارقام تعهدی غیر عادی می‌باشد که برابر با باقی مانده برآوردی مدل شماره (۲) است.

$INST_i$: میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی در شرکت i طی دوره ۵ ساله‌ی نمونه؛

$PMGR^2_i$: مجذور درصد متوسط مالکیت مدیریتی سهام عادی در شرکت i در دوره ۵ ساله‌ی نمونه؛

$SIZE_i$: لگاریتم متوسط مجموع دارایی‌های شرکت i برای دوره‌ی ۵ ساله‌ی نمونه؛

LEV_i : متوسط نسبت اهرم شرکت i برای دوره‌ی ۵ ساله‌ی نمونه که بدین صورت محاسبه می‌شود: مجموع دارایی‌ها/بدهی بلندمدت

$\sigma_{NETWORTH_i}$: انحراف معیار در حقوق صاحبان سهام برای شرکت i در دوره ۵ ساله‌ی نمونه که از طریق میانگین حقوق صاحبان سهام، مقیاس گذاری می‌شود.

$\sigma_{LIQUIDITY_i}$: انحراف معیار در نقدینگی که بدین صورت محاسبه می‌شود: انحراف معیار سرمایه در گردش برای شرکت i در دوره ۵ ساله‌ی نمونه که از طریق میانگین سرمایه در گردش، مقیاس گذاری می‌شود.

ROS_i : متوسط بازده فروش برای شرکت i در دوره ۵ ساله؛ معیار متوسط سودآوری عملیاتی؛

MB_i : متوسط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ابتدای دوره شرکت i در دوره ۵ ساله؛ معیار متوسط چشم انداز رشد؛

CAP_i : متوسط مخارج سرمایه‌ای شرکت i در طول دوره ۵ ساله‌ی نمونه؛

بر اساس پیش بینی صورت گرفته در فرضیه اول، انتظار می‌رود که $INST$ منفی باشد.

متغیر کنترل: قسمت مالکیت مدیریتی سهام به عنوان متغیر کنترل در مدل رگرسیون مقطعی، گنجانده شده است، که از طریق نسبت تعداد کل سهام در دست مدیران به تعداد کل سهام منتشره، محاسبه می‌شود تا بتوان اثر آن را بر روی تغییرپذیری ارقام تعهدی جاری غیر عادی، کنترل نمود.

مالکیت نهادی: مالکیت نهادی، دربرگیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار سرمایه گذاران نهادی (تعریف شده در مقدمه تحقیق) قرار دارد، می‌باشد. برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در هر شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت، در پایان دوره تقسیم می‌شود.

کنترل متغیرهای وابسته تأثیرگذار بر ارقام تعهدی غیر عادی

در هر تحقیق پیرامون مدیریت ارقام تعهدی، لازم است که تأثیر عوامل اندازه گیری کننده‌ی عملکرد و رشد شرکت در ایجاد ارقام تعهدی، به منظور جداسازی آن قسمت از ارقام تعهدی ناشی از اختیار مدیریت، کنترل شود. برای کنترل متغیرهای وابسته در مدل، بازده فروش (ROS) به عنوان شاخص سودآوری عملیاتی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، به عنوان شاخص رشد شرکت، لحاظ شده است.

دو متغیر به صورت زیر محاسبه می‌شوند:

بازده فروش (ROS) = سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر فروش خالص

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB) = ارزش بازار سهام منتشره در ابتدای سال تقسیم بر کل حقوق صاحبان سهام

مدل رگرسیون مقطعی برای آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون فرضیه دوم از چندین مدل و معیار بهره گرفته شده است. مدل‌های مقطعی مرتبط مورد بحث قرار می‌گیرد.

الف) بررسی اثر تمرکز با استفاده از یک متغیر مجازی در جهت انعکاس ساختار تمرکز در بسیاری از مطالعات گذشته، از طبقه بندی متغیر مجازی برای دستیابی به سطوح خاص درصد مالکیت نهادی به منظور بررسی تأثیر آنها بر متغیر مستقل مورد نظر در محیط منسوب، برای تسهیل فهم درجه‌ی اثر نهادی استفاده می‌شود. (برای مثال، چونگ و دیگران [۱۱]؛ بالسام و دیگران [۵]؛ علی و دیگران [۴]). تمرکز مالکیت نهادی سهام (CONC)، با تخصیص مقدار ۱ به شرکت‌های دارای مالکیت نهادی متمرکز و مقدار صفر به شرکت‌های فاقد مالکیت نهادی متمرکز، در مدل قرار می‌گیرد. تمرکز مالکیت نهادی سهام، با استفاده از شاخص هرفیندال هریشمن، به دست آمده است [۱]. با استفاده مدل زیر، اثر تمرکز بر مدیریت اقلام تعهدی، مورد آزمون قرار می‌گیرد:

$$AA_i = \beta_0 + \beta_1 PMGR_i^2 + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 \sigma NETWORTH_i + \beta_5 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_6 ROS_i + \beta_7 MB_i + \beta_8 CAP_i + \beta_9 CONC_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

مدل فوق، بر اساس این فرض می‌باشد که ضرایب متغیرهای کنترل، برای شرکت‌های با مالکیت نهادی متمرکز و شرکت‌های فاقد مالکیت نهادی متمرکز، از لحاظ آماری یکسان می‌باشد.

ب) برای بررسی اثر افزایش تمرکز مالکیت نهادی سهام بر مدیریت اقلام تعهدی در کنار متغیر مجازی CONC، از متغیر میانگین درصد مالکیت نهادی (INST) به عنوان متغیرهای مستقل استفاده شده است. مدل رگرسیون مربوط به این بخش به شرح زیر می‌باشد:

۱. شاخص هرفیندال هریشمن، یک شاخص اقتصادی بوده که به منظور سنجش میزان انحصار در بازار، مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که درصد سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان ۲ رسیده و سپس با هم جمع می‌شوند. حاصل که بین ۰ تا ۱ بوده، هر چقدر به ۱ نزدیک تر باشد، بیانگر تمرکز و در مقابل، هر چه به ۰ نزدیک تر باشد، نشان دهنده عدم تمرکز خواهد بود. در این تحقیق، برای سنجش تمرکز سرمایه گذاران نهادی از رابطه زیر استفاده شده است:

$$\sum_{i=1}^n INOWN^2$$

$$AA_i = \beta_0 + \beta_1 PMGR_i^2 + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 \sigma NETWORTH_i + \beta_5 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_6 ROS_i + \beta_7 MB_i + \beta_8 CAP_i + \beta_9 INST_i + \beta_{10} CONC_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

مدل فوق برای آزمون این مسئله است که آیا متغیر تمرکز مالکیت نهادی سهام با وجود متغیر درصد مالکیت نهادی سهام در مدل، همچنان رابطه منفی دارد؟

پ) در مدل بعد، برای بدست آوردن اثر متقابل بین درصد مالکیت نهادی سهام و تمرکز مالکیت نهادی، متغیر دیگری به مدل شماره (۵) اضافه شده است، برای آزمون اینکه آیا متغیر مجازی تمرکز مالکیت نهادی، اثر افزایشده معکوس به ضریب متغیر درصد مالکیت نهادی، می‌دهد.

$$AA_i = \beta_0 + \beta_1 PMGR_i^2 + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 \sigma NETWORTH_i + \beta_5 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_6 ROS_i + \beta_7 MB_i + \beta_8 CAP_i + \beta_9 INST_i + \beta_{10} CONC_i + \beta_{11} (INST_i * CONC_i) + \varepsilon_i \quad (6)$$

آمار توصیفی

میانگین و میانه درصد مالکیت نهادی در شرکت‌های نمونه، به ترتیب ۰/۰۹۷ و ۰/۰۲۴ بوده است. دامنه تغییرات توزیع متغیر درصد مالکیت نهادی، گسترده بوده و از صفر تا ۰/۹۷ را پوشش می‌دهد. از طرفی، میانگین و میانه متغیر ارقام تعهدی غیر عادی به ترتیب ۰/۰۲- و ۰/۱۷ می‌باشد، که با استفاده از مدل تعدیل شده جونز برآورد شده است. همچنین، با توجه به این نگاره، می‌توان مشاهده کرد که متغیرهای اندازه، انحراف معیار حقوق صاحبان سهام، انحراف معیار در نقدینگی و متوسط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، دارای پراکنندگی نسبتاً بالایی می‌باشند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نگاره شماره (۱)، نشان دهنده نتایج آزمون برآورد مدل رگرسیون مدل شماره (۳) می‌باشد. با استفاده از مدل کاهش یافته (۱) که در آن β_9 صفر فرض شده است، مدل رگرسیون ارقام تعهدی غیر عادی (AA_i) بر اساس متغیرهای کنترل، برآورد شده است. با توجه به نگاره شماره (۲)، می‌توان دریافت که در مدل کاهش یافته (۱)، از میان متغیرهای کنترل، متغیرهای متوسط نسبت اهرم (LEV)، انحراف معیار در نقدینگی ($\sigma LIQUIDITY_i$) و متوسط مخارج سرمایه‌ای (CAP_i)، در سطح معنی داری ۰/۹۹، معنی دار شده‌اند. از طرفی، آماره F به دست آمده در مدل کامل شماره (۳)، بیانگر معنی داری

کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. همچنین در نگاره شماره (۲)، نتایج حاصل از مدل رگرسیون اقلام تعهدی غیرعادی (AA_i)، بر اساس متغیر میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST)، با به کارگیری مدل کاهش یافته (β_1 تا β_8)، صفر فرض شده اند، گزارش شده است. با توجه به نتایج حاصل از مدل کاهش یافته (۲)، ضریب متغیر میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST)، منفی به دست آمده است که پیش‌بینی موجود در فرضیه اول، مبنی بر این که سرمایه گذاران نهادی، مدیریت اقلام تعهدی شرکت را کاهش می‌دهند، تأیید می‌نماید. اما باید خاطر نشان کرد که این متغیر به تنهایی، رابطه معناداری با اقلام تعهدی غیرعادی (AA_i) نداشته است. اما با استفاده از مدل کامل، ضریب متغیر میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST)، همچنان منفی و به لحاظ آماری بعد از شامل شدن تمام متغیرهای کنترل در مدل رگرسیون، در سطح خطای کمتر از ۱۰٪ معنی دار شده است. همچنین، لازم به ذکر است که تمام متغیرهای مدل شماره (۳)، در کنار هم، با توجه به ضریب تعیین به دست آمده، توان توضیح دهندگی حدوداً ۲۷٪ از تغییرات متغیر وابسته را دارا می‌باشند.

نگاره ۱. جدول ضرایب، آماره t و p-value مدل شماره (۳) برای فرضیه اول

مدل کامل			مدل کاهش یافته (۲)			مدل کاهش یافته (۱)			متغیرها
p-value	آماره t	ضریب β_i	p-value	آماره t	ضریب β_i	p-value	آماره t	ضریب β_i	
۰/۲۹۲	۱/۰۵۷	۰/۱۱۳	۰/۹۵۴	۰/۰۵۸	۰/۰۰۱	۰/۲۹۵	۱/۰۵۰	۰/۱۱۱	مقدار ثابت
۰/۳۷۴	۰/۸۹۱	۰/۰۴۸				۰/۲۹۷	۱/۰۴۷	۰/۰۵۵	مجذور درصد متوسط مالکیت مدیریتی
۰/۷۹۶	۰/۲۵۹	۰/۰۰۴				۰/۷۵۹	۰/۳۰۷	۰/۰۰۵	اندازه
۰/۰۰۳	-۲/۹۶۳	-۰/۱۸۴				۰/۰۰۱	-۳/۳۲	-۰/۱۹۹	متوسط نسبت اهرم
۰/۱۴۳	۱/۴۷	۰/۰۳۶				۰/۱۶۹	۱/۳۸۲	۰/۰۳۴	انحراف معیار در حقوق صاحبان سهام
۰/۰۱۷	۲/۴۰۱	۰/۰۳۸				۰/۰۰۸	۲/۶۹۵	۰/۰۴۲	انحراف معیار در نقدینگی
۰/۷۶۴	۰/۳	۰/۰۱۸				۰/۹۳۲	۰/۰۸۵	۰/۰۰۵	متوسط بازده فروش
۰/۵۲۶	۰/۶۳۶	۰/۰۰۴				۰/۴۵۴	۰/۷۵۱	۰/۰۰۴	نسبت بازار به دفتری
۰/۰۰	-۴/۸۹۹	-۰/۴۳				۰/۰۰	-۵/۰۴۸	-۰/۴۳۳	متوسط مخارج سرمایه ای
۰/۰۸۳	-۱/۷۴۶	-۰/۱۰۷	۰/۴۴۳	-۰/۷۶۸	-۰/۰۵۴				میانگین درصد مالکیت نهادی
	۰/۲۷			۰/۰۰			۰/۲۸		R^2 تعدیل شده
	۸/۴۳۱			۰/۵۸۹			۱۰/۱۵۱		آماره F

در نتیجه فرضیه اول در سطح معنی داری ۹۰٪، مورد تأیید قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که بین درصد مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود، رابطه‌ای منفی و معنادار وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

در نگاره شماره (۲)، نتایج حاصل از مدل‌های رگرسیونی شماره (۴)، (۵) و (۶) ارائه شده است. در این نگاره نیز، مانند مدل شماره (۳)، از میان متغیرهای کنترل، متغیرهای متوسط نسبت اهرم (LEV)، انحراف معیار در نقدینگی (σ LIQUIDITY_i) و متوسط مخارج سرمایه‌ای (CAP_i)، در سطح معنی داری ۹۹٪، معنادار می‌باشند. با این توضیح که در قسمت مربوط به مدل شماره (۴)، ضریب متغیر تمرکز مالکیت نهادی (CONC)، منفی شده و در سطح خطای کمتر از ۱٪ معنی دار است (ضریب: $-۰/۰۸۵$ ، آماره t: $-۲/۸۴۳$ و p-value: $۰/۰۰۵$). نتایج حاصل از مدل شماره (۴)، نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای مالکیت نهادی متمرکز، سطح مدیریت اقلام تعهدی (مدیریت سود) پایین تری نسبت به شرکت‌های فاقد تمرکز مالکیت نهادی، دارند. بنابراین این نتایج، پیش بینی فرضیه دوم را مبنی بر این که با افزایش تمرکز مالکیت نهادی، سطح مدیریت اقلام تعهدی (مدیریت سود) کاهش می‌یابد، در سطح اطمینان ۹۹٪ مورد تأیید قرار می‌دهد. با به کارگیری مدل کاهش یافته (۲)، مدل رگرسیونی شماره (۵)، برآورد شده است. در مدل شماره (۵)، هدف، سنجش تأثیر تمرکز مالکیت نهادی بر مدیریت اقلام تعهدی در حضور متغیر میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST)، می‌باشد. در مدل شماره (۵)، ضریب متغیر میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST)، منفی است (ضریب: $-۰/۰۷۵$)، اما از سطح معنی‌داری بالایی برخوردار نمی‌باشد، در حالی که ضریب متغیر تمرکز مالکیت نهادی (CONC)، منفی و در سطح خطای کمتر از ۵٪، معنی دار می‌باشد. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت نهادی، با استفاده از دو ابزار میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST) و تمرکز مالکیت نهادی (CONC)، می‌تواند تأثیر اضافی بر مدیریت اقلام تعهدی داشته باشد.

تکراه ۲. جدول ضرایب، آماره t، p-value مدل‌های شماره ۴، ۵ و ۶ برای فرضیه دوم

مدل شماره (۶)			مدل شماره (۵)			مدل شماره (۴)			متغیرها
p-value	آماره t	ضریب β_i	p-value	آماره t	ضریب β_i	p-value	آماره t	ضریب β_i	
۰/۲۷۴	۱/۰۹۹	۰/۱۱۶	۰/۳۱۴	۱/۰۱۰	۰/۱۰۷	۰/۲۷۹	۱/۰۸۷	۰/۱۱۲	مقدار ثابت
۰/۵۵۹	۰/۵۸۶	۰/۰۳۱	۰/۶۰۵	۰/۵۱۹	۰/۰۲۸	۰/۶۵۱	۰/۴۵۴	۰/۰۲۴	مجذور درصد مالکیت مدیریتی
۰/۷۶۸	۰/۲۹۵	۰/۰۰۵	۰/۶۷۵	۰/۴۲۱	۰/۰۰۷	۰/۶۲۳	۰/۴۹۲	۰/۰۰۸	اندازه
۰/۰۰۳	-۳/۰۲۴	-۰/۱۸۶	۰/۰۰۳	-۲/۹۸	-۰/۱۸۳	۰/۰۰۱	-۳/۳۶۲	-۰/۱۹۸	متوسط نسبت اهرم
۰/۱۷	۱/۳۷۷	۰/۰۳۴	۰/۱۶۵	۱/۳۹۵	۰/۰۳۴	۰/۲۰۶	۱/۲۶۹	۰/۰۳۱	انحراف معیار در حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۷	۲/۷۲۴	۰/۰۴۳	۰/۰۰۷	۲/۷۳۹	۰/۰۴۳	۰/۰۰۲	۳/۱۲۵	۰/۰۴۸	انحراف معیار در نقدینگی
۰/۹۱۴	-۰/۱۰۸	-۰/۰۰۷	۰/۹۵۶	۰/۰۵۶	۰/۰۰۳	۰/۸۳۵	-۰/۲۰۸	-۰/۰۱۲	متوسط بازده فروش
۰/۳۷۱	۰/۸۹۸	۰/۰۰۵	۰/۴	۰/۸۴۴	۰/۰۰۵	۰/۳۷۷	۰/۸۸۵	۰/۰۰۵	نسبت بازار به دفتری
۰/۰۰	-۴/۵۳۹	-۰/۳۹۸	۰/۰۰	-۴/۵۸۵	-۰/۴۰۲	۰/۰۰	-۴/۵۷۱	-۰/۳۹	متوسط مخارج سرمایه‌ای
۰/۷۱	-۰/۳۷۳	-۰/۰۲۷	۰/۲۳	-۱/۲۰۳	-۰/۰۷۵				میانگین درصد مالکیت نهادی
۰/۳۲۳	-۰/۹۹۱	-۰/۰۴	۰/۰۳	-۲/۱۹۲	-۰/۰۷۱	۰/۰۰۵	-۲/۸۴۳	-۰/۰۸۵	تمرکز مالکیت نهادی
۰/۲۰۶	-۱/۲۷	-۰/۱۸							INST * CONC
۰/۲۸۸			۰/۲۸۶			۰/۳۰۸			R ² تعدیل شده
۷/۶۶۱			۸/۲۳۷			۱۰/۲۷۶			آماره F

با به کارگیری مدل کامل، مدل رگرسیونی شماره (۶)، برای آزمون اثر اضافی مالکیت نهادی متمرکز با در نظر گرفتن متغیر متقابل (INST*CONC) در کنار سایر متغیرها، برآورد شده است. ضرایب متغیرهای میانگین درصد مالکیت نهادی سهام عادی (INST)، تمرکز مالکیت نهادی (CONC) و (INST*CONC)، هر سه منفی به دست آمده اند، که نشان دهنده این موضوع می‌باشد که در حالت وجود همزمان این سه متغیر در مدل، شواهد اضافی در رابطه با اثر تمرکز بر مدیریت اقلام تعهدی را فراهم می‌آورد، هر چند با کمی تردید همراه می‌باشد. ضریب متغیر تمرکز مالکیت نهادی (CONC)، هم در مدل شماره (۴) و هم در مدل شماره (۵)، منفی و از معنی داری بالایی برخوردار است. همچنین ضریب مربوط به این متغیر در مدل شماره (۶)، نیز منفی است، اگر چه از معنی داری بالایی برخوردار نمی‌باشد. در نتیجه می‌توان گفت که فرضیه دوم مبنی بر این که بین تمرکز

مالکیت نهادی و سطح مدیریت اقلام تعهدی، رابطه منفی معنی داری وجود دارد، تأیید می‌گردد. به علاوه، این مسئله در این مدل‌ها، مشهود است که متغیرهای در نظر گرفته شده، می‌توانند تقریباً ۲۸٪ از تغییرات متغیر اقلام تعهدی غیرعادی را توضیح دهند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق یکی از عوامل مؤثر در حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی سهام، در مورد فعالیت مدیریت اقلام تعهدی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۵ ساله مورد آزمون قرار گرفت. این تحقیق از آن منظر دارای اهمیت است که در ایران، تحقیقات اندکی پیرامون تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود صورت گرفته است. به طور کلی شواهد تحقیق، حاکی از آن است که بین سطح مالکیت نهادی سهام و مدیریت اقلام تعهدی رابطه منفی وجود دارد، لذا سرمایه‌گذاران نهادی نقش نظارتی فعالی بر تصمیمات شرکت در مورد مدیریت سود اعمال می‌کنند. شواهد تحقیق بیانگر آن است که با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام، انعطاف‌پذیری شرکت جهت مدیریت اقلام تعهدی کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را در شرکت‌های سرمایه‌پذیر بهبود می‌بخشند. با توجه به شواهد حاصل از آزمون فرضیه دوم، این گونه نتیجه‌گیری می‌شود که تأثیر مالکیت نهادی سهام در شرکت‌هایی که دارای مالکیت نهادی متمرکز می‌باشند بیشتر است، به عبارت دیگر با افزایش سطح تمرکز مالکیت نهادی سهام، میزان مدیریت اقلام تعهدی توسط شرکت کاهش می‌یابد.

با عنایت به نتایج این تحقیق، پیشنهادات زیر قابل ارائه است:

۱. در این تحقیق تأثیر مالکیت نهادی سهام بر مدیریت سود در صنایع مختلف به طور جداگانه، مورد آزمون قرار نگرفته است. پیشنهاد می‌شود، ارتباط مالکیت نهادی سهام با مدیریت سود در صنایع مختلف، به تفکیک بررسی شود.
۲. در این تحقیق برخی متغیرهای کنترل نظیر مالکیت مدیریتی سهام لحاظ شد، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی متغیرهای دیگری نظیر نوع صنعت و نیز کنترل شوند.

منابع

۱. حساس یگانه یحیی، مرادی محمد، اسکندر هدی. بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۲: ۱۲۲-۱۰۷.

۲. مرادی محمد. بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران: پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ ۱۳۸۶

۳. نوروش ایرج، علی ابراهیمی کردلر. بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۴۲: ۹۷-۱۲۴

4. Ali A., L-S Hwang, Trombley M.A. Accruals and future stock returns: Tests of the naïve investor hypothesis. *Journal of Accounting Auditing and Finance* 2000; 2: 161-181.
5. Balsam S, Bartov E, Marquardt C. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10Q filings. Working paper; 2000.
6. Bhattacharya P. S, Graham M. Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finlan. Working paper; 2006 Available at <http://ssrn.com/abstract=1000092>
7. Bushee B. J. "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review* 1998; 73(July): 305-334.
8. Bushee B. J, Carter M. E, Gerakos J. Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. Working paper, University of Pennsylvania; 2008
9. Chung K. H, Elder J, Kim J. Corporate Governance and Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2009; forthcoming
10. Chung K. H, Zhang H. Corporate Governance and institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2009; forthcoming.
11. Chung R, Firth M, Kim J-B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 2002; 8: 29-48.
12. Core, J.E. Directors' and officers' insurance premiums, litigation risk and agency costs. Working paper, The University of Pennsylvania 1995.
13. Dechow P.M, Sloan R.G, Sweeney A.P. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 1995; (April): 193-225.
14. Dechow P.M, Sloan R.G, Sweeney A.P. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by SEC. *Contemporary Accounting Research* 1996; 13: 1-36.
15. Elyasiani E, Jia J, X. Mao C. Institutional Ownership Stability and the Cost of Debt, Working paper 2006; Available at <http://ssrn.com/abstract=943789>.
16. Jones J.J. Earnings management during import relief investigations. *Accounting Review* 1991; 29: 193-228.
17. Maug E. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?. *Journal of Finance* 1998; 53: 65-98.