

فصلنامه مطالعات حسابداری
شماره ۲۶ - تابستان ۱۳۸۹
صص ۹۳-۱۱۳

تأثیر مالکیت سرمایه گذاران نهادی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران

مهدی مرادزاده فرد*
ساسان بابائی**

چکیده

سهامداران معمولاً به دو گروه سهامداران فردی و سهامداران نهادی طبقه‌بندی می‌شوند. توانایی مدیران جهت مدیریت فرصت طلبانه سود گزارش شده از طریق نظارت مؤثر خارجی توسط ذینفعانی نظیر سرمایه گذاران نهادی محدود می‌شود. سرمایه گذاران نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیران واحد تجاری را دارند. مطالعه حاضر در پی آن است تا به بررسی این موضوع بپردازد و رهنمودی جهت ارتقای نظام راهبری شرکتی و کاهش مدیریت سود ارائه کند. در این تحقیق، جهت برآورد ارقام تعهدی اختیاری از مدل تعدیل شده جونز و جهت آزمون

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج
** کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده علوم اقتصادی

فرضیات از مدل رگرسیون استفاده شد. به منظور برآورد و آزمون فرضیه‌ها، اطلاعات ۷۷۶ سال - شرکت (۹۷ شرکت انتخاب شده طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۷) مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و مدیریت سود رابطه معنی داری وجود ندارد. واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، مدیریت اقلام تعهدی و تمرکز مالکیت.

مقدمه

در حالت ایده آل، مدیران از دانش اختصاصی خود نسبت به وضعیت جاری و شرایط کسب و کار واحد تجاری، در تهیه اطلاعات استفاده کرده و بنابراین نمایی درست و منصفانه از وضعیت مالی و عملکرد واحد تجاری ارائه می‌دهند. عدم تقارن اطلاعاتی زمانی اتفاق می‌افتد که در مبادلات تجاری، برخی گروه‌ها نسبت به سایر گروه‌های دیگر دارای مزیتی اطلاعاتی باشند. عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و استفاده کنندگان خارجی اطلاعات، به آنها اجازه می‌دهد تا در تهیه و گزارش اطلاعات، از اختیار خود در جهت منافع شخصی استفاده نمایند (پیزنل و همکاران، ۲۰۰۲). مطالعات صورت گرفته در ایران^۱ نیز بیانگر استفاده فرصت طلبانه از مدیریت سود در شرکت‌ها می‌باشد.

مبانی نظری

اگر سهامداران نتوانند نظارت مؤثری بر رفتار مدیران داشته باشند، ممکن است مدیران سعی در استفاده از دارایی‌های شرکت در جهت اهداف شخصی داشته باشند. جهت حل این مسئله می‌توان از دو گزینه: (۱) مشوق‌ها و (۲) نظارت، استفاده کرد. گزینه اول ثروت مدیران را با ثروت سهامداران پیوند می‌زند. گزینه دوم، تشکیل مکانیزم‌هایی برای نظارت بر رفتار مدیران است. از جمله ذینفعان یک شرکت سهامی، سهامداران آن هستند که به دو گروه طبقه بندی شوند: سهامداران

- می‌توان به تحقیقات پورحیدری و همتی (۱۳۸۳)، نوروش و همکاران (۱۳۸۴)، مشایخی و همکاران (۱۳۸۴)، مشایخی و صفری (۱۳۸۵) و نوروش و ابراهیمی (۱۳۸۴) اشاره نمود.

فردی و سهامداران نهادی (کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۵). توانایی مدیران جهت مدیریت فرصت طلبانه سود گزارش شده از طریق نظارت مؤثر خارجی ذینفعانی نظیر سرمایه گذاران نهادی محدود می شود. سرمایه گذاران نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیران را دارند. اگر سهام برای مدت طولانی نگهداری شود، سرمایه گذاران نهادی به سودآوری اصلی شرکتها توجه کرده و از این رو بر عملکرد مدیریت نظارت می نمایند (میترا، ۲۰۰۲). در جامعه ما نیز سرمایه گذاران نهادی مالک سهام زیادی از شرکتها و بنابراین دارای نفوذ قابل ملاحظه ای بر فعالیت های تجاری در بازارهای سرمایه می باشند. بر این اساس این سرمایه گذاران می توانند نقش مهمی در حاکمیت شرکتی ایفا نمایند. با این وجود بسیاری از آنها، سهامدارانی فعال محسوب نمی گردند چرا که ممکن است با مسایل انگیزشی، بدیل های تضاد منافع و محدودیت های قانونی مواجه باشند (کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۵). در نتیجه، گزاره ای مبنی بر ارتباط معکوس بین درصد سهامداران نهادی و مدیریت سود شرکت و نیز گزاره هایی خلاف آن وجود دارد.

پیشینه تحقیق

بلسام و همکاران (۲۰۰۰) دریافتند که سرمایه گذاران نهادی، توانایی بیشتری در شناسایی و تفکیک سریع اجزای تعهدی به دو بخش اختیاری و غیر اختیاری را دارند. کورت و همکاران (۲۰۰۷) دریافتند هنگامی که از طریق عواملی همچون حضور سهامداران نهادی در هیأت مدیره، نظارت بیشتری بر مدیریت انجام می پذیرد مدیریت سود کمتر است. میترا (۲۰۰۲) دریافت که حضور سهامداران نهادی و متمرکز شدن مالکیت آنها مدیریت سود را کاهش می دهد. چانگ و همکاران (۲۰۰۲) و گه (۲۰۰۳) نشان دادند که رابطه مثبتی بین میزان مالکیت پایین سرمایه گذاران نهادی و اقلام تعهدی اختیاری افزاینده سود وجود دارد. بر اساس برخی تحقیقات انجام شده در دهه ۱۹۹۰ درصد بالای مالکیت سهامداران نهادی

1- Balsam and et al
2- Cornett.M.M et al
3- Mitra
4- Chung et al

فعال در زمینه مبادلات تکانه ای^۱ باعث افزایش فشار بر مدیریت جهت توجه بیشتر به اهداف کوتاه مدت سودآوری می شود.^۲ اما واهال و مک کونل (۲۰۰۰) و انگ و شاکل (۲۰۰۱) به چنین شواهدی دست نیافتند.

در تحقیقات داخلی، نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) نشان دادند که حضور سرمایه گذاران نهادی دارای مالکیت زیاد، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می یابد. مرادی (۱۳۸۶) نیز به رابطه مثبتی بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود دست یافت. رحمان سرشت (۱۳۸۴) دریافت که سرمایه گذاران نهادی در شرکت های عام قدرت کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری بر عملکرد را دارند. اما تحقیق نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نشان می دهد که بین مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) نیز با بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، فرضیه نظارت کارآمد سرمایه گذاران نهادی را تأیید و فرضیه ارتباط بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت را رد نمودند. مهدوی و میدری (۱۳۸۴) خصوصی سازی و عدم تمرکز مالکیت را عاملی برای کاهش کارایی می دانند.

بنابراین تحقیقات صورت گرفته، شواهد متناقضی از تاثیر حضور و نظارت فعال سرمایه گذاران نهادی بر عملیات واحد تجاری ارائه می دهد. به نظر می رسد که بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر عملیات شرکت و مدیریت آن با توجه به افق سرمایه گذاری آنها (بلند مدت یا کوتاه مدت)، به داده های بیشتری نیاز داشته باشد. حال این سؤال مطرح است که با افزایش تعداد شرکت ها و سال های مورد بررسی، این سرمایه گذاران به عنوان یکی از ذینفعان و ناظران موجود در سیستم حاکمیتی، وظیفه نظارتی خود در قبال اعمال مدیریت به ویژه مدیریت سود را انجام می دهد یا خیر. بر اساس مبانی نظری و تحقیقات پیشین، مطالعه حاضر در پی آن است تا به بررسی وجود رابطه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و مدیریت سود و در صورت وجود رابطه، به نوع رابطه بین آنها پردازد. براین اساس پیش بینی می گردد

1- Momentum Trading

2- Bushee, 1998; Lang & McNichols, 1998; Greaves & Waddock, 1990; Jacobs, 1991; Potter, 1992

3- Wahal, S & J.J, Mcconell

4- Eng, L.L & M, Shackell

که :

۱. رابطه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و میزان مدیریت سود منفی و معنی دار باشد.
۲. رابطه بین تمرکز مالکیت سهامداران نهادی و میزان مدیریت سود منفی و معنی دار باشد.

جامعه، نمونه و روش نمونه گیری

- این تحقیق در فاصله سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ انجام گرفت. شرکت‌های مورد نظر جهت بررسی در این تحقیق ۹۷ شرکت است که به صورت سرشماری انتخاب شده‌اند. برای این منظور شرکت‌هایی انتخاب شد که دارای خصوصیات زیر باشد:
۱. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری و خدماتی نباشد؛
 ۲. سال مالی آن به ۲۹ اسفند منتهی شود (انتظار می‌رود که فرآیند مدیریت ارقام تعهدی در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی با شرکت‌های خدماتی، به ویژه در زمینه موجودی کالا، متفاوت باشد. ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نیز خاص است و احتمال دستکاری سود از طریق ارقام تعهدی اختیاری کمتر است. براین اساس از شرکت‌های مورد بررسی حذف گردیدند).
 ۳. داده متغیرهای مورد استفاده در مدل‌ها، از جمله اطلاعات مالکیت سهامداران نهادی، در سال‌های مورد بررسی در دسترس باشد؛
 ۴. نماد معاملاتی سهام آنها طی دوره مورد بررسی در بورس اوراق بهادار تهران برای مدت طولانی متوقف نباشد؛
 ۵. در تمام سال‌های مورد مطالعه سودده باشند.

محاسبه حجم شرکت‌های مورد بررسی

با توجه به شرایط در نظر گرفته شده برای تعیین جامعه، شرکت‌های جامعه آماری به صورت صفحه بعد انتخاب شده است:

تعداد	
۴۴۵	کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران
(۲۸۸)	شرکت‌های دارای سال مالی غیر از ۲۹ اسفند
۱۵۷	شرکت‌های دارای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند
(۲۴)	شرکت‌های دارای سود منفی
۱۳۳	شرکت‌های دارای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند و دارای سود و حقوق صاحبان سهام مثبت
(۳۶)	شرکت‌های دارای اطلاعات ناقص
۹۷	شرکت‌های انتخاب شده

روش جمع آوری اطلاعات

داده‌های مورد نیاز این تحقیق در صورت‌های مالی شرکت‌ها منعکس است که جهت جمع آوری این داده‌ها، از لوح‌های فشرده سازمان بورس، نرم افزارهای تدبیر پرداز و رهاورد نوین، و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از EXCEL و نرم‌افزار آماری SPSS استفاده شده است.

مدل برآورد اقلام تعهدی جاری غیرعادی

مدل اقلام تعهدی جاری مربوط به واحد تجاری (مدل جونز) به صورت زیر است. از این مدل جهت برآورد پارامترهای مدل تعدیل شده جونز (β) استفاده می‌شود (میترا، ۲۰۰۲):

$$CACC_{it}/TA_{it-1} = \beta_{0i} + \beta_{1i}/TA_{it-1} + \beta_{2i} [(\Delta REV_{it})/TA_{it-1}] + \beta_{3i} [(\Delta COGS_{it} + \Delta INV_{it})/TA_{it-1}] + \beta_{4i} (\Delta OCF_{it}/TA_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

(مدل شماره ۱)

محاسبه اقلام تعهدی جاری، به صورت زیر است (میترا، ۲۰۰۲):

$$CACC_{it} = [\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}] - [\Delta CL_{it} - \Delta CLD_{it}]$$

(مدل شماره ۲)

سپس از ضرایب برآوردی جهت محاسبه اقلام تعهدی غیراختیاری در مدل تعدیل شده جونز استفاده می‌شود (میترا، ۲۰۰۲):

$$NDACC_{it}/TA_{it-1} = \beta_{0i} + \beta_{1i}/TA_{it-1} + \beta_{2i} [(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/TA_{it-1}] + \beta_{3i} [(\Delta COGS_{it} + \Delta INV_{it})/TA_{it-1}] + \beta_{4i} (\Delta OCF_{it}/TA_{it-1})$$

(مدل شماره ۳)

در نهایت اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌های نمونه از طریق کسر کردن اقلام تعهدی غیر اختیاری از کل اقلام تعهدی به دست می‌آید (میترا، ۲۰۰۲):

$$DACC_{it} = TACC_{it} - NDACC_{it} \quad (\text{مدل شماره ۴})$$

به طوری که:

$$CACC_{it} = \text{کل اقلام تعهدی جاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta CA_{it} = \text{تغییر در دارایی‌های جاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta Cash_{it} = \text{تغییر در وجه نقد شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta CL_{it} = \text{تغییر در بدهی‌های جاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta CLD_{it} = \text{تغییر در حصه جاری بدهی بلندمدت شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$NDACC_{it} = \text{کل اقلام تعهدی جاری غیر اختیاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$DACC_{it} = \text{کل اقلام تعهدی جاری اختیاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

متغیرهای توضیح دهنده معرف اقلام تعهدی غیر اختیاری جهت به دست آوردن

معادله پیش بینی عبارتند از:

- ΔREV_{it} = تغییر در درآمدهای شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

- ΔREC_{it} = تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

- $\Delta COGS_{it}$ = تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

- ΔINV_{it} = تغییر در موجودی کالا در سال t نسبت به سال قبل؛

- ΔOCF_{it} = تغییر در جریانهای نقد عملیاتی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

$$TA_{it-1} = \text{کل دارایی‌های سال قبل شرکت } i \text{ در سال } t$$

با توجه به تحقیقات خارجی پیشین^۱، به نظر می‌رسد تا اندازه‌ای، قدرت کشف مدیریت سود با استفاده مدل جونز، به ویژه مدل تعدیل شده جونز بالاتر است.

1- Dechow et al (1995) ,IlensaeP (2000)

(اسپر، ۲۰۰۵)

مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه رابطه معکوس بین مالکیت سهامداران نهادی و انعطاف پذیری در ایجاد اقلام تعهدی غیرعادی، از مدل رگرسیونی مقطعی زیر استفاده می‌شود.

(مدل شماره ۵)

$$FLACAC_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 \sigma NETWORTH_i + \beta_4 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_5 ROS_i + \beta_6 MB_i + \beta_7 CAP_i + \beta_8 INST_i + \varepsilon_i$$

متغیرهای تحقیق

FLACAC: انعطاف پذیری حسابداری یا اختیار در دسترس مدیران می‌باشد که متغیر وابسته در آزمون فرضیه هاست و از ریشه دوم قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری به دست می‌آید (میترا، ۲۰۰۲).

INST_i: متوسط درصد مالکیت سهامداران نهادی در شرکت *i* در سال *t*. بر اساس تحقیق ابراهیمی کردلر و نوروش (۱۳۸۴) کلیه اشخاص حقوقی که اقدام به سرمایه گذاری در سایر شرکت‌ها می‌نمایند سرمایه گذاران نهادی تلقی می‌شوند. متغیرهای کنترلی در آزمون فرضیه‌ها به قرار زیرند:

- SIZE_i: لگاریتم متوسط کل دارایی‌های شرکت *i* در سال *t*.
- LEV_i: متوسط نسبت اهرم شرکت *i* در سال *t*، که به صورت نسبت بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
- σ NETWORTH_i: انحراف معیار حقوق صاحبان سهام شرکت *i* با میانگین حقوق صاحبان سهام در سال *t*.
- σ LIQUIDITY_i: انحراف معیار در نقدینگی که به صورت انحراف معیار سرمایه در گردش شرکت *i* با متوسط سرمایه در گردش در سال *t*.

- ROS_i : متوسط بازده فروش (سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر خالص فروش) شرکت i در سال t ؛ معیار متوسط سودآوری عملیاتی.
- MB_i : متوسط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در سال t ؛ معیار متوسط چشم انداز رشد.
- CAP_i : متوسط مخارج سرمایه ای شرکت i با مخرج متوسط کل دارایی‌ها در سال t .

مالکیت سهامداران نهادی تنها عامل تعیین کننده میزان اقلام تعهدی اختیاری نیست. بر اساس تحقیقات قبلی، انتظار بر این است که عواملی از جمله اندازه، اهرم، نقدینگی و تغییرات ساختاری در کسب و کار واحد تجاری نیز بر تصمیم گیری مدیران جهت مدیریت سود تأثیر بگذارد. علاوه بر آن در مطالعات مدیریت سود، جهت مجزا ساختن آن بخش از اقلام تعهدی که به اعمال اختیار مدیریت مربوط است، کنترل اثرات عملکرد (ROS) و رشد (MB) واحد تجاری بر ایجاد اقلام تعهدی ضروری است. برای متغیرهای کنترلی انتظار بر این است که:

۱. بین نوسان اقلام تعهدی غیرعادی و اندازه شرکت رابطه منفی وجود داشته باشد.
۲. بین نوسان در ایجاد اقلام تعهدی غیرعادی و نسبت اهرم رابطه مثبت وجود دارد.
۳. طی دوره بررسی، نوسان سرمایه در گردش با انحراف معیار اقلام تعهدی جاری غیر عادی رابطه مثبتی داشته باشد.
۴. نوسان کل حقوق صاحبان سهام با انحراف معیار اقلام تعهدی جاری غیر عادی رابطه مثبتی داشته باشد.
۵. افزایش در مخارج سرمایه‌ای بیانگر تمایل مدیریت به سوی افزایش سودآوری بلندمدت بوده که در نتیجه انگیزه آنها جهت مدیریت سال به سال اقلام تعهدی را کاهش دهد.

ϵ_{it} = عبارت خطا برای واحد تجاری i در سال t (شاخص اقلام تعهدی اختیاری). جهت آزمون رابطه تمرکز مالکیت و مدیریت سود، از مدل‌های زیر استفاده

شده است:

۱) بررسی اثر تمرکز با استفاده از یک متغیر مجازی جهت انعکاس سازه تمرکز با تخصیص ارزش ۱ به واحدهای تجاری دارای سرمایه گذاران نهادی متمرکز و ارزش صفر به سایر شرکت ها، سازه تمرکز (CONC) در مدل زیر لحاظ می شود: (مدل شماره ۶)

$$FLACAC_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 \sigma NETWORTH_i + \beta_4 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_5 ROS_i + \beta_6 MB_i + \beta_7 CAP_i + \beta_8 CONC_i + \varepsilon_i$$

تمرکز سهامدار نهادی (CONC): فرض بر این است در صورت مالکیت حداقل ۵٪ درصد از سهام یک شرکت توسط یک سرمایه گذار نهادی واحد، وی در زمره یک دارنده بلوک بزرگ سهام قرار گرفته و تمرکز سهام شکل می گیرد (میترا، ۲۰۰۲)

۲) بررسی اثرات تفاضلی تمرکز (اثری بیش از اثر عادی سرمایه گذاران نهادی) بر مدیریت سود علاوه بر آزمون بالا، اثرات تفاضلی تمرکز بر مدیریت سود نیز بررسی شده و هر دو متغیر INST و CONC به عنوان متغیرهای مستقل مجزا در مدل وارد می شود:

$$FLACAC_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 \sigma NETWORTH_i + \beta_4 \sigma LIQUIDITY_i + \beta_5 ROS_i + \beta_6 MB_i + \beta_7 CAP_i + \beta_8 CONC_i + \beta_9 INST_i + \varepsilon_i$$

(مدل شماره ۷)

تجزیه و تحلیل داده‌ها

اقلام اختیاری در ۳ مرحله محاسبه شده است. ابتدا از مدل جونز برای برآورد پارامترهای مدل استفاده گردیده است. بر اساس ضریب پیرسون، متغیر $(\Delta OCF_{it}/TA_{it-1})$ در سال‌های ۸۱، ۸۲، ۸۵ و ۸۷ متغیر $(\Delta COGS_{it} + \Delta INV_{it})/TA_{it-1}$ در سال ۸۵ و $(\Delta REV_{it})/TA_{it-1}$ در سال ۸۷ در سطح ۵ درصد، همبستگی معنی داری با متغیر وابسته داشته‌اند برای برآورد اقلام غیر اختیاری، تنها از متغیرهایی دارای همبستگی خطی، استفاده شد. متغیر $(\Delta REV_{it})/TA_{it-1}$ تنها در سال ۸۷ متغیر $(\Delta COGS_{it} + \Delta INV_{it})/TA_{it-1}$ تنها در سال ۸۵ و متغیر $(\Delta OCF_{it}/TA_{it-1})$ در سالهای

۸۱، ۸۲، ۸۳، ۸۵ و ۸۷ دارای ضرایب معنی داری بود. سپس برای برآورد ارقام غیر اختیاری، از مدل تعدیل شده جونز استفاده شد. در این مدل با استفاده از ضرایب رگرسیونی بدست آمده، مقادیر و داده سالهای ۸۱، ۸۲، ۸۳، ۸۵ و ۸۷ ارقام غیر اختیاری محاسبه گردید. در نهایت، از تفاضل مقادیر دو مرحله قبل ارقام تعهدی اختیاری بدست آید.

جدول (۱) همبستگی متغیر وابسته با متغیرهای مستقل توضیح دهنده

سال	متغیرهای توضیح دهنده	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷
		$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$	$CACC_{it} / TA_{it-1}$
	$\sqrt{TA_{it-1}}$	۰/۰۴	-۰/۰۸۷	-۰/۰۹	-۰/۱۱	-۰/۰۴	-۰/۰۵	-۰/۰۳	-۰/۰۸
	$(\Delta REV_{it}) / TA_{it-1}$	۰/۰۸	۰/۱۲	۰/۰۵	-۰/۰۳	۰/۱۲	۰/۰۹	۰/۱۵	۰/۲ [°]
	$(\Delta COGS_{it} + \Delta INV_{it}) / TA_{it-1}$	۰/۰۰۶	۰/۱۹	-۰/۱۱	-۰/۱۲	-۰/۱۱	۰/۲۴ [°]	۰/۱۰	۰/۱۳
	$(\Delta OCF_{it} / TA_{it-1})$	۰/۰۷	۰/۳۸ ^{°°}	۰/۲۶ ^{°°}	۰/۲۳ ^{°°}	۰/۱۷	۰/۵۹ ^{°°}	۰/۱۴	۰/۴۲ ^{°°}

$$p \leq ۰/۰۵^{\circ} \quad p \leq ۰/۰۱^{\circ\circ}$$

جدول (۲) آماره‌های توصیفی مربوط برآورد پارامترهای مدل تعدیل شده جونز

تعداد سال - شرکت	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
۷۷۶	۰/۰۱۴	۰/۰۲	۰/۰۱۱	۰/۰۱۰۲
۷۷۶	۰/۰۰۱	۰/۹۸	۰/۱۸	۰/۱۶
۷۷۶	۰/۰۳۲	۱/۳۸	۰/۱۹	۰/۱۸
۷۷۶	۰/۰۰۰	۰/۵۴	۰/۱۱	۰/۲۸۵

جدول (۳) آماره‌های درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی طی سالهای مورد مطالعه

۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	INST _i آماره ها
۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	جامعه
۶۳/۴	۶۳/۲	۶۳/۷	۶۲/۷	۶۲/۵	۶۵/۱	۶۸	۶۹/۹۷	میانگین
۳۰/۹	۳۱/۳	۳۰/۸	۳۰/۳	۲۹/۴	۲۸	۲۶	۲۶/۷۴	انحراف معیار
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	حداقل
۹۸/۱۶	۹۸/۱۶	۹۸/۲	۹۸/۵	۹۸/۲۵	۹۸/۳۵	۹۸/۷	۹۸/۷	حداکثر

جدول (۴) آماره‌های اقلام تعهدی اختیاری

۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	DACC آماره ها
۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	۹۷	جامعه
۰/۳۳	۰/۳۷	۰/۴	۰/۳۹	۰/۳۳	۰/۶۳	۰/۰۳۱	۰/۳۶	میانگین
۰/۰۱۴	۰/۰۹	۰/۰۸	۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۰۱۴	۰/۰۱۳	۰/۰۱۴	انحراف معیار

آزمون فرضیه‌ها

جدول (۵) ضریب همبستگی پیرسون متغیرهای کنترلی و مستقل در فرضیه اول را نشان می‌دهد. تنها متغیرهای MB، ROS در سطح ۱ درصد خطا و متغیرهای LEV و INST در سطح ۵ درصد خطا با متغیر وابسته دارای همبستگی معنی‌داری هستند. بنابراین جهت کنترل تأثیر این متغیرهای کنترلی، از رگرسیون مقطعی چندگانه استفاده شده است.

جدول (۵) ضریب همبستگی پیرسون برای متغیر وابسته و متغیرهای مستقل تحقیق

متغیر وابسته	آزمون	CAP	MB	ROS	LIQ	NET	LEV	SIZE	INST
اقدام تعهدی اختیاری	ضریب همبستگی پیرسون	۰/۰۱۲	۰/۲۰۷**	۰/۲۰۹**	۰/۰۱۸	۰/۰۹۸	۰/۰۹۹*	۰/۰۲۵	-۰/۰۹۵*
	معنی داری	۰/۷۹۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۹۶	۰/۳۵۲	۰/۰۳۲	۰/۵۸۳	۰/۰۳
	تعداد	۴۷۴	۴۷۳	۴۷۶	۴۷۸	۴۸۳	۴۶۷	۴۷۹	۴۷۹

$$P \leq 0/05^* \quad P \leq 0/01^{**}$$

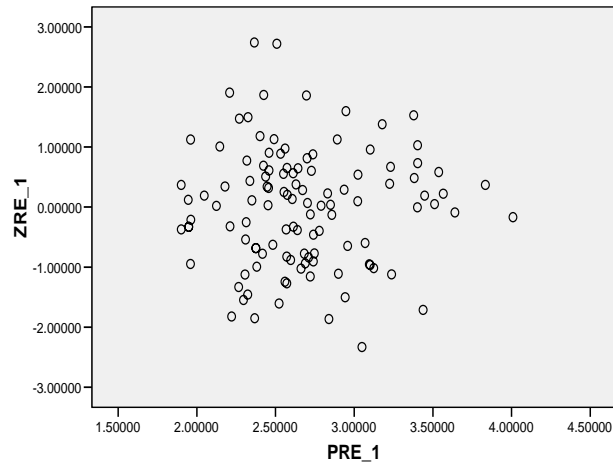
رگرسیون چند متغیره

بر اساس تحلیل رگرسیونی به روش (ENTER)، تأثیر هر یک از متغیرهای کنترلی و مستقل بر مدیریت سود مشخص می‌شود. فرض‌های اجرای آزمون رگرسیون چندگانه به شرح زیر است: (۱) نرمال بودن: اگر فرض‌های رگرسیون صدق کند، توزیع باقیمانده‌های معمولی و استاندارد تقریباً نرمال است (آزمون کلموگروف). بر اساس جدول (۶) شواهد کافی جهت رد کردن فرض نرمال بودن جامعه وجود ندارد. (۲) همسانی واریانسها: جهت بررسی همسانی واریانسها از نموداری کردن باقیمانده‌ها در مقابل مقادیر پیش بینی شده استفاده می‌شود. نمودار پراکنش (۱) نشان می‌دهد هیچ الگویی در داده‌ها مشاهده نمی‌گردد. (۳) خطی بودن: یکی از راه‌های بررسی خطی بودن متغیر وابسته و مستقل رسم نمودار احتمال نرمال تجمعی باقی مانده‌های استاندارد می‌باشد (که باید به صورت ایده آل نقاطی در طول یا اطراف قطر قرار بگیرند) [نمودار (۲)]. (۴) همبستگی متغیرهای مستقل: برای هر متغیر مستقل، تلرانس نسبتی از پراکنندگی است که توسط روابط خطی آن با سایر متغیرهای مستقل توجیه نمی‌شود و مقدار آن بین ۰ و ۱ است. (ماریجا، ۱۳۸۷)

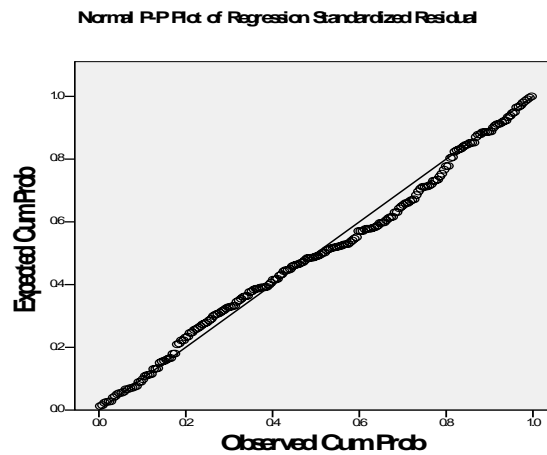
جدول (۶) آزمون کالموگروف برای نرمال بودن توزیع متغیرهای باقی مانده

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	۰/۱۸	۴۳۴	۰/۲۲۴	۰/۹۷۸	۴۳۴	۰/۸۷۴

نمودار (۱) پراکنش مقادیر باقیمانده استاندارد در مقابل مقادیر پیش بینی شده



نمودار (۲) نمودار احتمال نرمال تجمعی باقی مانده‌های استاندارد



جدول (۷) مقادیر تلرانس برای هر یک از متغیرهای مستقل

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant	۰/۳۳۱	۰/۰۸۶		۳/۸۵۳	۰		
SIZ	۰/۰۰۱	۰/۰۱۶	۰/۰۰۴	۰/۰۶۸	۰/۹۴۶	۰/۷۴۲	۱/۳۴۷
LEV	۰/۱۳۲	۰/۱۱۱	۰/۰۵۷	۱/۱۹۲	۰/۲۳۴	۰/۹۴۹	۱/۰۵۴
NET	۱۶E-۵/۸۵۹	۰	۰/۰۳۱	۰/۶۲۲	۰/۵۳۴	۰/۸۷۵	۱/۱۴۲
LIQ	۱۶E-۱/۷۳۸	۰	۰/۰۱۱	۰/۲۳۷	۰/۸۱۳	۰/۹۶	۱/۰۴۱
ROS	۰/۱۵۵	۰/۰۷	۰/۱۲۵	۲/۱۹۹	۰/۰۲۸	۰/۶۷۳	۱/۴۸۵
CAP	۰/۱۲۹	۰/۱۲۵	۰/۰۵	۱/۰۳۵	۰/۳۰۱	۰/۹۵۷	۱/۰۴۵
INST	۶E-۶/۳۰۴	۰	۰/۰۰۱	۰/۰۲۱	۰/۹۸۳	۰/۸۲۳	۱/۲۱۵
MB	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۰/۱۴۳	۲/۵۷۹	۰/۰۱	۰/۷۰۸	۱/۴۱۲

چنانچه در جدول بالا به مقادیر تلرانس دقت شود می توان نتیجه گرفت تنها بخش اندکی از هر یک از متغیرهای مستقل توسط سایر متغیرهای مستقل توجیه می گردد.

جدول (۸) متغیرهای کنترلی و مستقل تأثیر گذار بر ارقام تعهدی اختیاری

sig	نسبت F	R ² تعدیل شده	R ²	R
۰/۰۰	۹/۸	.۱۹	۰/۱۹۳۶	۰/۴۴

طبق اطلاعات جدول (۸) و رگرسیون چند متغیره، مدل رگرسیون خطی حاضر برای تبیین متغیر وابسته استفاده می شود. همچنین با توجه به مقدار F و سطح معنی داری مشاهده شده، با ۹۹ درصد اطمینان می توان این فرضیه صفر که بین ارقام تعهدی اختیاری و متغیرهای مستقل باقی مانده رابطه خطی وجود ندارد، را رد کرد و لاقلاً یکی از ضرایب رگرسیونی جامعه صفر نیست.

جدول (۹) ضرایب رگرسیونی متغیرهای مستقل مؤثر بر ارقام تعهدی اختیاری

Sig	t	Beta	b	Model
۰/۰۰۲	۳/۱۷۲		۰/۴۷۴	(Constant)
۰/۳۲	۰/۹۹-	۰/۰۶۷-	۰/۰۸۳-	INST
۰/۵۴۸	۰/۶۰۱-	۰/۰۴۶-	۰/۰۰۷-	CAP
۰/۵۷۷	۰/۵۵۸	۰/۰۵۲	۰/۰۰۴	LIQ
۰/۵۹	۰/۵۴	۰/۱۱۷	۰/۰۰۸	NET
۰/۰۳۵	۲/۱۱	۰/۱۹	۰/۱۳۲	MB
۰/۰۴	۲/۱۳۲	۰/۱۳۳	۰/۰۵۲	LEV
۰/۰۳۲	۲/۲۱۵	۰/۱۷۷	۰/۱۹۶	ROS
۰/۹۱۸	۰/۱۰۴-	۰/۰۲۰-	۰/۰۰۷-	SIZE

جدول (۹) ضرایب رگرسیونی معمولی (b) و استاندارد شده (Beta) و متغیرهای مستقل تأثیرگذار را نشان می‌دهد. رابطه بین متغیر INST و ارقام تعهدی اختیاری، با توجه به مقدار t و سطح معنی داری آن معنی دار نمی‌باشد. مقادیر بتا نشان می‌دهد با فرض کنترل اثر بقیه متغیرها، هر متغیر تا چه اندازه بر متغیر وابسته تأثیر دارد. درصد مالکیت سهامداران نهادی، تأثیری منفی ($\beta = -0.067$) بر ارقام اختیاری داشته است.

برای آزمون فرضیه دوم، متغیر CONC به معادله رگرسیونی اضافه می‌گردد تا مشخص شود که آیا مقدار R چندگانه و ضریب رگرسیونی شیب معکوس و منفی تری خواهد داشت یا خیر. طبق اطلاعات ارائه شده در جدول (۱۰) و رگرسیون چند متغیره، با توجه به R تعدیل شده، با ورود متغیر CONC به معادله رگرسیون هیچ تغییر افزایشی ایجاد نشده بلکه این مقدار کمتر نیز شده است. با توجه به مقدار F بدست آمده برابر با ۵/۲ و سطح معنی داری مشاهده شده کمتر از ۵ درصد، با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان این فرضیه صفر که بین ارقام تعهدی اختیاری و متغیرهای

مستقل باقی مانده رابطه خطی وجود ندارد را رد کرد و ادعا نمود که لاکل یکی از ضرایب رگرسیونی جامعه صفر نیست.

جدول (۱۰) متغیرهای مستقل تأثیر گذار بر ارقام تعهدی اختیاری

Sig	نسبت F	R ² تعدیل شده	R ²	R
۰/۰۲	۵/۲	۰/۰۹	۰/۰۹۷	۰/۳۱

همچنین جدول (۱۱) میزان همبستگی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل را نشان می دهد. نتایج تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته تقریباً همانند مدل فرضیه اول است و رابطه معنی داری دیده نمی شود.

جدول (۱۱) ضرایب رگرسیونی متغیرهای مستقل مؤثر بر ارقام تعهدی اختیاری

Sig	t	Beta	B	Model
۰/۰۰۲	۳/۱۷۲		۰/۴۷۴	(Constant)
۰/۶۷	۰/۳۲-	۰/۰۱۲-	۰/۰۰۸-	CONC
۰/۵۴۸	۰/۶۰۱-	۰/۰۴۶-	۰/۰۰۷-	CAP
۰/۵۷۷	۰/۵۵	۰/۰۵۸	۰/۰۰۴	LIQ
۰/۶۹	۰/۷۸	۰/۱۱	۰/۰۰۷	NET
۰/۰۴۵	۱/۹۸	۰/۱۳	۰/۰۹	MB
۰/۰۴	۲/۱۳۲	۰/۱۳۳	۰/۰۵۲	LEV
۰/۰۳۲	۲/۲۱۵	۰/۱۷۷	۰/۱۹۶	ROS
۰/۹۱۸	۰/۱۰۴-	۰/۰۲-	۰/۰۰۷-	SIZE

نتایج و پیشنهادات

در فرضیه نخست ادعا بر این است که رابطه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و میزان مدیریت سود منفی و معنی دار باشد. بر اساس نتیجه آزمون فرضیه اول، این رابطه معنی دار نیست. یافته‌های به دست آمده با آنچه که گریوز و وادوک

(۱۹۹۰)، جیکابز (۱۹۹۱)، پاتر (۱۹۹۲)، بوشی (۱۹۹۸)، لنگ و مک نیکولز (۱۹۹۸)، و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، واهال و مک کونل (۲۰۰۰)، بلسام و همکاران (۲۰۰۰)، انگ و شاکل (۲۰۰۱)، میترا (۲۰۰۲)، چانگ و همکاران (۲۰۰۲)، کوه (۲۰۰۳)، و نوروش و ابراهیمی (۱۳۸۴)، رحمان سرشت (۱۳۸۴)، مهدوی و میدری (۱۳۸۴)، مرادی (۱۳۸۶) و حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) به آن اشاره داشتند تفاوت دارد.

در آزمون فرضیه دوم، تمرکز مالکیت هیچ گونه اثری افزایشی بر مدیریت اقلام تعهدی نداشته است. این یافته با نتایج تحقیق پاتر (۱۹۹۲)، چانگ و همکاران (۲۰۰۲)، کوه (۲۰۰۳)، مهدوی و میدری (۱۳۸۴)، نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در تضاد است. با توجه به عدم رابطه معنی دار بین مدیریت سود و درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی می توان دریافت که حضور مالکان نهادی شرکت بر میزان دستکاری صورت های مالی تأثیری نداشته و باعث می گردد نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی زیر سوال رود. این وضع نشانگر آن است که این سرمایه گذاران در هنگام انتخاب شرکت سرمایه پذیر به عوامل دیگری غیر از اعداد حسابداری توجه کرده و با تغییر مالکیت این سرمایه گذاران میزان مدیریت سود تغییر نمی کند. ممکن است این سرمایه گذاران به دنبال روابط تجاری با این شرکت ها باشند و نحوه گزارش صورت های مالی و سایر موارد مرتبط در اولویت اهداف آنها نباشد. براین اساس سازمان بورس باید با تصویب قوانین نظام راهبری شرکتی تأثیر گذار، عدم نظارت سرمایه گذاران بر مدیریت سود را با سایر مکانیزم های جایگزین جبران کند. سرمایه گذاران فردی نیز در اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری خود نیز باید به این موضوع توجه داشته باشند.

ب) پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با توجه به عدم وجود رابطه بین مدیریت سود و سرمایه گذاران نهادی می توان پیشنهاد کرد که:

۱. تأثیر سایر مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی نظیر هیأت مدیره مستقل، حسابرسان و قانون گذاران را بر مدیریت سود بررسی شود.
۲. نمونه در سال‌های بیشتر یا متفاوتی انتخاب گردد.
۳. از مدل‌های دیگری جهت برآورد ارقام تعهدی اختیاری استفاده شود.
۴. نقش این مالکان در صنایع مختلف مورد مطالعه قرار گیرد.
۵. ممکن است برخی سرمایه گذاران نهادی دارای دید کوتاه مدت و برخی دارای دید بلند مدت باشند. بررسی جداگانه این دو دسته از مالکان نیز مفید خواهد بود.

منابع و مأخذ

۱. پورحیدری، امید و داود همتی. (۱۳۸۳). بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۶، تابستان ۸۳، صص ۶۳-۴۷.
۲. حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۷). رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، تابستان ۸۷، صص ۱۲۲-۱۰۷.
۳. رحمان سرشت، حسین و نادر مظلومی. (۱۳۸۴). رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران با سهم مالکیت این نهادها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، صص ۱۶۱-۱۵۰.
۴. ماریجا، نوروسیس. (۱۳۸۷). کتاب آموزشی آنالیز آماری داده‌ها با SPSS. ترجمه فریبا اصغری و اکبر فتوحی. تهران: کانون نشر علوم.
۵. مرادی، محمد تقی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران.
۶. مشایخی، بیتا و مریم صفری. (۱۳۸۵). وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، تابستان ۸۵. ۵۴-۳۵.
۷. مهدوی، ابوالقاسم و احمد میدری. (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۱، ۱۳۸۴. ۴-۱.
۸. نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، پاییز ۱۳۸۷، صص ۱۰۰-۸۳.
۹. 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، زمستان ۱۳۸۴؛ صص ۱۲۴-۹۷.
10. Balsam, S., E. Bartov and C. Marquardt. (2000). Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10Q filings.

available at www.google.com. P,1-3.

11. Bushee, B.(1998). the influence of institutional investor myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*.P,305-333.
12. Chung, R. et.al. (2002). institutional monitoring and opportunistic earnings management. available on line at www.sciencedirect.com.P,29-48.
13. Cornett, M.M. et.al.(2007). corporate governance and pay-for-performance: the impact of earnings management. available on line at www.sciencedirect.com.P,15-16.
14. Dechow, P.M. , R.G. Sloan , A.P. Sweeney.(1995). [Detecting earnings management - Accounting Review](#). P, 193-225.
15. Eng, L.L. and M. Shackell. (2001). The implications of long-term performance plans and institutional ownership for firms' research and development expenses. *Journal of Accounting Auditing and Finance*. P, 17 - 139.
16. Greaves, S. and S. Waddock. (1990). Institutional ownership and control: Implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executive*.P, 75-83.
17. Jacobs, M.(1991). Short-term America: The causes and cures of our business myopia. Harvard Business School Press. available at www.google.com.P,1-3.
18. Kim, K.A. and Nofsinger, J.R. (2005). corporate governance. Pearson, Prentice Hall, international edition. P, 12-55.
19. Koh, P.S.(2003). on the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. available at www.sciencedirect.com.P,124-125.
20. Lang, M.H. and M.F. McNichols. (1998). Institutional trading and corporate earnings and returns. Stanford University. available at www.sciencedirect.com.P,1-2.
21. Mitra, S.(2002).the impact of institutional stock ownership on a firm's earnings management practice: an empirical investigation. available at www.google.com. P, 4-7.
22. Peasnell, K.V. , P.F. Pope & S. Young.(2000). [Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models](#) - *Accounting and Business Research*, . P, 313-326.
23. Potter, G.(1992). Accounting earnings announcements, institutional investor concentration, and common stock returns. *Journal of Accounting Research*. P,146-152.
24. Spohr, J.(2005). essays of earnings management. available at www.google.com. P,3-28.
25. Wahal, S. and J.J. McConnell. (2000). Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Accounting and Economics*.P, 307-325.