

## بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

غلامحسین گل‌ارضی<sup>۱</sup>، سعید زنگوری<sup>۲</sup>

**چکیده:** در این پژوهش رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری مالکیت نهادی مورد بررسی قرار گرفته است. پژوهش پیش رو ابتدا رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد و سپس به تأثیر میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام می‌پردازد. در این پژوهش کیفیت سود براساس پنج معیار، ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود، اقلام تعهدی، گزارش‌دهی صادقانه سود، گزارش‌دهی به‌موقع سود و پایداری سود اندازه‌گیری و میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در سه سطح مالکیت نهادی زیاد، متوسط و کم طبقه‌بندی شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش به‌کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره و با استفاده از روش پانل برای ۹۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ انجام شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد و با افزایش میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، رابطه قوی‌تری بین کیفیت سود و بازده سهام ایجاد می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت سود، بازده سهام، مالکیت نهادی، گزارش‌دهی صادقانه سود، گزارش‌دهی به‌موقع سود.

۱. استادیار گروه مدیریت دانشگاه سمنان، سمنان، ایران

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (مالی) دانشگاه سمنان، سمنان، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۹/۰۵

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۲/۰۱/۱۹

نویسنده مسئول مقاله: سعید زنگوری

E-mail: s.zangouri@gmail.com

**مقدمه**

با توجه به نقش پررنگ بازار سرمایه در اقتصاد هر کشور، لازم است که سرمایه‌گذاران از اطلاعات مالی شرکت‌ها آگاه باشند تا سبب سرمایه‌گذاری مناسب و تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه شوند (Boubakri, 2012). سود خالص یکی از مهم‌ترین اطلاعات مالی است که در صورت سود و زیان ارائه می‌شود و مبنایی است که برای ارزیابی عملکرد و تعیین ارزش شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. واقعیت‌هایی همچون برآوردها و روش‌های گوناگون در حسابداری و تضاد منافع بین مدیران و مالکان، سبب شده است تا سود واقعی یک بنگاه اقتصادی از سود گزارش‌شده آن در صورت‌های مالی متفاوت باشد و کاربرد سود را که معیاری است برای تصمیم‌گیری، مورد تردید قرار دهد (ایزدی نیا و نظرزاده، ۱۳۸۹). بنابراین با توجه به حساسیت و ابعاد گسترده کاربرد سود، دقت در ابعاد مختلف و بررسی دیدگاه‌های گوناگون که در محاسبه و ارائه سود وجود دارد، ضروری به نظر می‌رسد. یکی از ویژگی‌های مهم سود، کیفیت سود است. کیفیت سود معیاری مهم برای سلامت مالی واحد تجاری به‌شمار می‌رود و مفهومی چندبعدی است و معنای واحدی ندارد (Bellovary & et al, 2006). منظور از کیفیت سود، نزدیک‌بودن به وجه نقد، قابلیت رشد و قابلیت استمرار است (Schipper & Vincent, 2003). به بیان دیگر، ارزش یک سهم شرکت، تنها به سود هر سهم سال جاری بستگی ندارد، بلکه به انتظارات ما از آینده شرکت و توان سودآوری آتی بستگی دارد (جهانخانی و ظریف فرد، ۱۳۷۴). کیفیت سود جنبه بسیار مهمی از سود حسابداری را نشان می‌دهد؛ زیرا آگاهی سهام‌داران از کیفیت سود می‌تواند بر قیمت سهام، میزان سود تقسیمی و در نتیجه بازده سهام، تأثیرگذار باشد. همچنین سودهای با کیفیت کم، می‌تواند موجب تخصیص غیربهینه منابع به طرح‌هایی با بازدهی غیرواقعی و در نتیجه کاهش رشد اقتصادی شود (حقیقت و ایرانشاهی، ۱۳۸۹).

یکی از عوامل مؤثر بر کیفیت سود، اعمال کنترل و نظارت از سوی سهام‌داران، به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی است. مالکان نهادی در حاکمیت شرکتی و نظارت بر مدیران نقش مهمی را برعهده دارند و با در اختیار داشتن حجم زیادی از سهام شرکت، باعث شفافیت صورت‌های مالی، کاهش دستکاری در سود و بهبود عملکرد شرکت می‌شوند (Hadani, 2011). با توجه به اینکه در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهام‌داران عمده‌ای وجود دارند که بر اساس سازوکار حاکمیت شرکتی، دارای توانایی اعمال نظارت بیشتر در مقایسه با سهام‌داران جزء هستند و ثانیاً ساختار مالکیت حاکم بر اغلب شرکت‌ها و سازمان‌ها در ایران مبتنی بر مالکیت نهادی است، این پژوهش در پی بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری مالکیت نهادی است تا مشخص شود که آیا بین کیفیت سود و بازده سهام

رابطه معناداری وجود دارد و آیا شدت رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد؟

## مبانی نظری

### کیفیت سود

هدف اولیه از گزارش سود، تأمین و ارائه اطلاعات مفید برای کسانی است که بیشترین علاقه را به گزارش‌های مالی دارند، اما سود حسابداری همیشه نمی‌تواند معیار خوبی برای تصمیمات سرمایه‌گذاران باشد و برخی مواقع از سوی مدیریت دستکاری می‌شود، بنابراین مفهوم کیفیت سود مطرح شد تا به سرمایه‌گذاران در گرفتن تصمیم‌های درست کمک شود.

برای کیفیت سود تعاریف متعددی وجود دارد و اجماعی در مورد آن نیست. یکی از دلایل احتمالی تنوع در تعاریف به عمل آمده از کیفیت سود، می‌تواند نگاه‌های متفاوت پژوهشگران به جنبه‌های گوناگون این مفهوم باشد (Hermans, 2006).

لاگی و مارکوارت (۲۰۰۴) سود با کیفیت بالا را سودی می‌دانند که به ارزش شرکت در بلندمدت نزدیکتر بوده و حاوی محتوای اطلاعاتی بیشتری باشد. بلوواری و همکاران (۲۰۰۶) کیفیت سود را نمادی از توانایی سود گزارش شده در انعکاس سود واقعی واحد تجاری، قابلیت پیش‌بینی سود آتی و پایداری و عدم تغییرپذیری در سود گزارش شده می‌دانند. به باور لی (۲۰۰۸)، سود با کیفیت سودی است که روش‌ها و برآوردهای حسابداری مورد استفاده در ایجاد آن، عاری از تعصب و طرفداری باشند.

با توجه به تعریف‌های متعدد کیفیت سود، مشخص می‌شود که برای ارزیابی کیفیت سود از معیارهای مختلفی استفاده می‌شود. نداشتن یک تعریف مشخص از معیارهای کیفیت سود، از نقاط ضعف این موضوع شمرده نمی‌شود؛ زیرا چنین اختلاف نظری یک امر طبیعی است. (Dechow & et al, 2010). در اکثر مطالعات انجام شده در زمینه بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام، برای سنجش کیفیت سود از معیارهایی همچون، ارزیابی سود ناخالص، ارزیابی حساب دریافتی، نسبت گردش دارایی، میزان تحقق نقدی سود و نرخ رشد مستمر سود استفاده شده است (Chan & et al, 2006). در این پژوهش برای ارزیابی کیفیت سود با توجه به مطالعات ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) و وانگ (۲۰۱۱)، از مهم‌ترین ویژگی‌های کیفیت سود استفاده شده است که شامل ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود، ارقام تعهدی، گزارش‌دهی صادقانه سود، گزارش‌دهی به‌موقع سود و پایداری سود است،

### ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود

ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود یکی از معیارهای ارزیابی کیفیت سود است که به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی کمک می‌کند تا سود و جریان نقدی عملیاتی را با اطمینان و صحت بیشتری پیش‌بینی کنند. اهمیت ارزش پیش‌بینی زمانی است که افراد با استفاده از سود حسابداری، وجوه نقد عملیاتی را برآورد کنند. هنگامی که ارقام گزارش‌شده سود توان پیش‌بینی سودهای آینده را داشته باشند، امکان ارزیابی سودآوری آینده و چشم‌انداز آینده جریان نقدی فراهم می‌شود. در این موقعیت، سود از کیفیت خوبی برخوردار است (Velury & Jenkins, 2006).

### اقلام تعهدی

بر اساس اصول استاندارد حسابداری، سود حسابداری شامل دو جزء نقدی و تعهدی است. حسابداری تعهدی جزئی از گزارشگری مالی است که می‌تواند به استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی، در پیش‌بینی جریان وجوه نقد کمک کند؛ به‌گونه‌ای که ارزیابی توان ایجاد وجه نقد از طریق تمرکز بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری و استفاده از آنها در پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار و سنجش انعطاف‌پذیری مالی، آسان شود. از آنجا که مدیران در مورد زمان شناسایی درآمد و هزینه‌ها از آزادی عمل نسبی برخوردارند، برخی بر این باورند که اقلام تعهدی، می‌تواند تحت دستکاری مدیران (مدیریت سود) برای هم‌راستا کردن سود با تمایلات شخصی خودشان قرار گیرد (Thomakos & Wang, 2011). با وجود این، درک فرآیند شناسایی آن دسته از اقلام تعهدی که بر کیفیت سود تأثیرگذار است، برای سرمایه‌گذاران دشوار بوده و مانع از تشخیص دقیق کیفیت سود شرکت از سوی آنان می‌شود و منجر به سرمایه‌گذاری نادرست و از دست‌دادن منابع می‌شود. بنابراین توجه به اقلام تعهدی و اجزای آن، به‌منزله شاخصی برای ارزیابی کیفیت سود ضروری است (Hirshleifer & et al, 2009).

### گزارش‌دهی صادقانه سود

گزارش‌دهی صادقانه سود، میزان صداقت مدیران در ارائه اطلاعات منصفانه و حقیقی برای تصمیم‌گیرندگان تعریف شده است و باید به‌صورت شفاف و عاری از هرگونه دستکاری سود باشد (Brandt & et al, 2010). گزارش‌دهی صادقانه سود بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و سبب کاهش ریسک کلی سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود. براساس دیدگاه بیور (۱۹۸۹) فرض می‌شود تغییر در قیمت سهام، واکنش به تغییرات سود در یک

دوره مشخص است. بنابراین بازدهی تابعی از تغییرات سود است و ضریب تغییر سود، معیاری از کیفیت سود در نظر گرفته می‌شود (اعتمادی و دیلمی، ۱۳۸۸).

### گزارش‌دهی به موقع سود

اطلاعات سود برای اینکه به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کند، باید به موقع در دسترس سرمایه‌گذاران قرار گیرد. اگر اطلاعات مربوط به سود به‌هنگام باشند، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران نیز واقعی خواهد بود. از سوی دیگر، هرچه اطلاعات در فواصل زمانی کوتاه‌تری گزارش شوند، به دلیل بالا بودن سطح اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران، ریسک اطلاعاتی شرکت پایین خواهد بود. همین نکته سبب کاهش ریسک کلی سرمایه‌گذاری در شرکت و افزایش کیفیت سود خواهد شد (Wang, 2011).

### پایداری سود

پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است. هرچه پایداری سود بیشتر باشد، یعنی شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و کیفیت سود شرکت بالاتر است. پایداری سود، از دسته ویژگی‌های کیفی سود حسابداری به‌شمار می‌رود و برپایه اطلاعات حسابداری است (نیکومرام و فتحی، ۱۳۹۰). تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران در تعیین جریان‌های نقدی آینده، به رقم سود حسابداری به‌منزله تنها شاخص تعیین‌کننده توجه نمی‌کنند؛ بلکه برای آنها پایداری و تکرارپذیری سود گزارش‌شده بسیار مهم است؛ زیرا ارقام تکرارپذیر سود، معیار خوبی برای برآورد جریان‌های نقدی آینده به‌شمار می‌رود (طبری و همکاران، ۱۳۸۹).

### سرمایه‌گذاران نهادی

براساس تعریف بوش سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگی چون بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسه‌های بازنشستگی هستند که به خرید و فروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می‌پردازند (Bushee, 1998). کرنن و همکاران (۲۰۰۷)، مالکیت بیشتر سهام را یکی از عوامل نظارت مؤثرتر سرمایه‌گذاران نهادی بر شرکت‌ها دانستند. سرمایه‌گذاران نهادی با مالکیت سهام بیشتر، از انگیزه، منابع، فرصت و توانایی لازم برای نظارت بر مدیران برخوردار می‌شوند (Elyasiani & Jia, 2010)؛ زیرا آنان هم می‌توانند بر مدیریت شرکت نفوذی چشمگیر داشته باشند و هم می‌توانند منافع گروه سهام‌داران را همسو کنند که این امر، از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشئت می‌گیرد (Velury & Jenkins, 2006).

**پیشینه پژوهش**

کردستانی و مجددی در پژوهشی، رابطه بین پنج ویژگی کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن سود با هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی کردند. با توجه به محدودیت‌های پژوهش، هفتاد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۷۲ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش وجود رابطه معکوس بین ویژگی‌های کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به موقع بودن را با هزینه سرمایه سهام عادی تأیید می‌کند که این رابطه از نظر آماری معنادار است. اما بین محافظه کارانه بودن و هزینه سرمایه سهام عادی، رابطه معناداری مشاهده نشده است (کردستانی و مجددی، ۱۳۸۶). قائمی و همکاران (۱۳۸۷) در پژوهشی، نقش اقلام تعهدی در تشریح کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند و رابطه بین کیفیت سود از طریق اقلام تعهدی و اجزای تشکیل دهنده آن با بازده عادی و غیرعادی سهام را مطالعه کردند. نمونه مورد بررسی شامل ۱۳۶ شرکت است و اقلام تعهدی به اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک شده است. نتایج نشان می‌دهد بازده سهام شرکت‌ها تحت تأثیر میزان اقلام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار می‌گیرد؛ یعنی بین بازده شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معناداری وجود دارد. فخاری و طاهری (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد، حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و در نهایت با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهام‌داران، از نوسان‌پذیری بازده سهام کاسته می‌شود.

تاو در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی، سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود (Tao, 2012). کیم و گیو به بررسی کیفیت سود و بازده سهام با متغیرهای کلان اقتصادی پرداختند. آنها کیفیت اقلام تعهدی را معیار ارزیابی کیفیت سود قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که کیفیت اقلام تعهدی با متغیرهای کلان اقتصادی تغییر می‌کنند. در واقع شرکت‌هایی که کیفیت اقلام تعهدی پایینی دارند، نسبت به شوک‌ها و تحولات اقتصاد کلان بسیار آسیب‌پذیرتر هستند (Kim & Qi, 2010). بوهل و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که

حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می‌برد، بدین گونه که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند. هادانی و همکاران (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود پرداختند. نتایج بررسی آنان در دوره زمانی ۲۰۰۴-۲۰۰۱، نشان می‌دهد که افزایش میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی موجب کاهش مدیریت سود می‌شود. لین در پژوهش خود به بررسی رابطه بین میزان مالکیت نهادی و ارزش شرکت پرداخت. نمونه او شامل ۲۲۱ شرکت تایوانی بود. نتایج این بررسی نشان داد که وقتی میزان مالکیت سهام‌داران نهادی کمتر از ۸۱/۲ درصد باشد، رابطه‌ای میان ارزش شرکت و مالکیت نهادی وجود ندارد؛ اما هنگامی که مالکیت نهادی به بیش از ۸۱/۲ درصد می‌رسد با افزایش یک درصد در میزان مالکیت نهادی، ارزش شرکت ۱/۲۵ درصد افزایش می‌یابد (Lin, 2010). جدول شماره ۱، خلاصه‌ای از مطالعات انجام‌شده دیگر پژوهشگران را نشان می‌دهد.

جدول ۱. مطالعات انجام‌شده دیگر در زمینه موضوع پژوهش

یافته‌ها	پژوهشگران
بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد.	اسلون (۱۹۹۶)، پنمن (۲۰۰۲)، چان و همکاران (۲۰۰۶)
بین ارقام تعهدی و بازده سهام رابطه معکوسی وجود دارد.	اسلون (۱۹۹۶)، ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۱)
بین مالکیت نهادی و کیفیت سود رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد.	ولوری و جنکینز (۲۰۰۶)، نصرالهی و عارف منش (۱۳۸۹)
بین مالکیت نهادی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد.	مرادزاده فرد و مهریزی (۱۳۹۱)، زوری و همکاران (۲۰۰۹)

در ادامه فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است.

فرضیه اصلی اول: بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه فرعی:

- بین ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- بین ارقام تعهدی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- بین گزارش‌دهی صادقانه سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- بین گزارش‌دهی به موقع سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- بین پایداری سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام، به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد. فرضیه فرعی:

- رابطه بین ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود و بازده سهام، به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد.
- رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام، به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد.
- رابطه بین گزارش‌دهی صادقانه سود و بازده سهام، به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد.
- رابطه بین گزارش‌دهی به‌موقع سود و بازده سهام، به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد.
- رابطه بین پایداری سود و بازده سهام، به میزان مالکیت نهادی بستگی دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از دید ماهیت توصیفی و از نوع همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی است. مدل آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل رگرسیون چندمتغیره است. برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار Eviews و از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در روش داده‌های ترکیبی، برای انتخاب بین روش‌های پانل و پولینگ، آزمون F لیمر اعمال شده است. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام می‌شود. همچنین برای آزمون فرضیه اصلی دوم و فرضیه‌های فرعی آن، میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به سطوح مالکیت نهادی کم، مالکیت نهادی متوسط و مالکیت نهادی زیاد تقسیم می‌شوند و آزمون فرضیه‌ها برای هر یک از سطوح به‌طور جداگانه انجام می‌گیرد. در نهایت فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون  $t$ ، F فیشر و ضریب تعیین ( $R^2$ ) مورد آزمون قرار می‌گیرد. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اطلاعات و داده‌های آماری مربوط به شرکت‌های قرارگرفته شده در نمونه آماری، در فاصله زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ گردآوری شده است. برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شده که معیارهای اعمال شده برای انتخاب نمونه به شرح زیر هستند:

۱. شرکت‌هایی که اطلاعات آنها برای پنج سال پی‌درپی (از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰) وجود دارد؛
۲. دوره مالی آنها به پایان اسفند ماه منتهی شود؛
۳. طی این سال‌های مالی، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند؛
۴. جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های مادر و وابسته و لیزینگ‌ها) نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای اصول راهبردی شرکت در آنها متفاوت است؛



۵. بیش از شش ماه وقفه در انجام معاملات شرکت وجود نداشته باشد.  
با اعمال محدودیت‌های فوق، ۹۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران برای نمونه انتخاب شده‌اند.

### آزمون پایایی متغیرها

بررسی پایایی متغیرها با آزمون فیلیپس پرون (PP) انجام شده است. علت انتخاب این آماره از بین سایر آماره‌ها این است که آماره فیلیپس پرون، شکست‌های ساختاری را نیز لحاظ می‌کند و تأثیر آنها را بر داده حذف می‌کند (نوفرستی، ۱۳۷۸).

### آزمون عدم وجود خود همبستگی

برای بررسی استقلال خطاها از یکدیگر، از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. چنانچه این آماره در بازه ۱/۵ یا ۲/۵ قرار گیرد، عدم وجود خود همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود (مؤمنی و فعال قیومی، ۱۳۸۹).

در این پژوهش برای آزمون تأثیر هر یک از معیارهای کیفیت سود بر بازده سهام از مدل رگرسیونی شماره ۱ استفاده شده است.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IEQ_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(مدل ۱)}$$

که در آن،

$R_{it}$ : بازده سهام شرکت  
 $IEQ_{it}$ : معیارهای کیفیت سود  
 $Size_{it}$ : اندازه شرکت  
 $\varepsilon_{it}$ : جز اخلال است.

همچنین برای سنجش تأثیر تمامی معیارهای کیفیت سود بر بازده سهام از مدل رگرسیونی شماره ۲ استفاده شده است.

$$R_{it} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{i=5} \alpha_i IEQ_{it} + \alpha_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(مدل ۲)}$$

### محاسبه متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته

در این پژوهش متغیر وابسته، نرخ بازده سهام است. این متغیر برابر میزان عایدی حاصل از نگهداری سهام در طول دوره زمانی مشخص است. این عایدی، ناشی از تغییر در قیمت سهام به‌اضافه هرگونه سود و سایر عواید است (راعی و پویانفر، ۱۳۸۹).

$$R_{it} = \frac{P_{it} + 1(1 + \alpha + \beta) + D_{it} - (P_{it} + c\beta)}{(P_{it} + c\beta)} \quad \text{(مدل ۳)}$$

$D$ : سود نقدی سهام؛

$P$ : قیمت سهام در بازار؛

$\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی؛

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته؛

$C$ : مبلغ پرداخت شده سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی است.

### متغیر مستقل

**ارزش پیش بینی کنندگی سود:** نتایج پژوهش دچو، بیانگر این است که سود سال جاری عموماً پیش بینی کننده مناسبی برای جریان های نقدی آینده است (Dechow, 1994). بنابراین در این پژوهش با تجزیه و تحلیل رابطه سود عملیاتی سال جاری و جریان های نقدی عملیاتی سال بعد، کیفیت سود بررسی می شود و به شرح مدل شماره ۴ است.

$$CFO_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 EBIT_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(مدل ۴)}$$

که در آن؛

$CFO_{it+1}$ : وجه نقد عملیاتی در پایان سال آتی؛

$EBIT_{it}$ : سود عملیاتی در پایان سال جاری.

**اقدام تعهدی:** اقدام تعهدی نشان دهنده تفاوت میان سود حسابداری و جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت عملیاتی است. در ادبیات مالی دو مدل برای محاسبه اقدام تعهدی پیشنهاد شده است که شامل، مدل ترازنامه ای و مدل سود و زیان است. با توجه به اینکه استفاده از رویکرد ترازنامه ای در شرایطی منجر به ارائه نتایجی با کیفیت پایین می شود، بنابراین بهتر است از روش سود و زیان برای محاسبه اقدام تعهدی استفاده شود (Hribar & Collins, 2002; Chen & et al., 2011).

$$Accrual = EBIT - CFO \quad \text{(مدل ۵)}$$

$CFO$ : جریان های نقدی عملیاتی طبق صورت جریان وجوه نقد + سود سهام پرداخت شده + جریان نقدی مرتبط با بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی - جریان های نقدی مرتبط با مالیات.

۷۵ \_\_\_\_\_ بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری ...

گزارش‌دهی صادقانه سود: برای اندازه‌گیری صادقانه بودن سود، باید ارتباط بین سود و بازده دوازده‌ماهه سهام مورد آزمون قرار گیرد (Hribar & Collins, 2002) که به شرح مدل شماره ۶ است:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 \Delta E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۶})$$

$E_{it}$ : سود خالص شرکت در سال جاری؛

$\Delta E_{it}$ : تغییر در سود خالص جاری نسبت به سال قبل.

گزارش‌دهی به موقع سود: برای ارزیابی ویژگی به‌موقع بودن سود، از مدل فرانسویس و همکاران (۲۰۰۴) به شرح مدل شماره ۷ استفاده شده است (Wang, 2011).

$$E_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NEG_{it} + \alpha_2 R_{it} + \alpha_3 NEG_{it} \times R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۷})$$

$NEG_{it}$ : شاخص بازده منفی، مساوی یک اگر  $R_{it} < 0$  و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

پایداری سود: فریمن و همکاران (۱۹۸۲) پایداری سود را احتمال تکرار و مشاهده رقم سود یا اجزای آن در آینده دانستند و هرچه پایداری سود بیشتر باشد، فرض می‌شود کیفیت سودهای گزارش‌شده بالاتر است (Richardson & Sloan, 2005).

$$E_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۸})$$

$\alpha_1$ : شاخصی برای پایداری سود است. هرچه مقدار به‌دست‌آمده به عدد یک نزدیکتر باشد، پایداری سود بیشتر و وقتی به صفر نزدیکتر باشد، موقتی بودن سود بیشتر است.

### متغیر میانجی

مالکان نهادی، متغیر میانجی پژوهش هستند و سهام‌دارانی که بیش از ۵ درصد سهام شرکتی را خریداری کنند، مالکان نهادی شمرده می‌شوند (نصرالهی و عارف‌منش، ۱۳۸۹). با توجه به میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های عضو نمونه، میزان مالکیت آنان به سه سطح مالکیت نهادی زیاد، مالکیت نهادی متوسط و مالکیت نهادی کم تقسیم‌بندی شده و پس از آن، به بررسی تأثیر هر یک از سطوح بر رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام پرداخته شده است.



### آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که باید برای فرضیه‌های فرعی اول، سوم، چهارم و فرضیه اصلی اول، روش اثرات تصادفی انتخاب شود. در این حالت واریانس‌های مربوط به مقاطع مختلف با هم یکسان نبوده و مدل ما دچار ناهمسانی واریانس است. بنابراین به منظور برآورد، به جای روش حداقل مربعات معمولی (OLS)، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌شود (اشرف‌زاده و مهرگان، ۱۳۸۹).

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه‌ها

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر		
تأیید روش	P-Value	فرضیه‌ها	تأیید روش	P-Value	فرضیه‌ها
تصادفی	۰/۲۷۱۳	فرضیه فرعی اول	پانل	۰/۰۰۱۷	فرضیه فرعی اول
ثابت	۰/۰۴۰۰	فرضیه فرعی دوم	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه فرعی دوم
تصادفی	۰/۱۱۵۳	فرضیه فرعی سوم	پانل	۰/۰۰۰۷	فرضیه فرعی سوم
تصادفی	۰/۱۶۳۳	فرضیه فرعی چهارم	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه فرعی چهارم
ثابت	۰/۰۰۰۱	فرضیه فرعی پنجم	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه فرعی پنجم
تصادفی	۰/۰۶۸۲	فرضیه اصلی اول	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه اصلی اول

### نتایج تحلیل آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیه‌های فرعی

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی (جدول ۵ تا ۱۰)، P-Value آماره t برای کلیه معیارهای کیفیت سود کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) است و نشان می‌دهد که بین تمام معیارهای کیفیت سود (به جز اقلام تعهدی) و بازده سهام، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و مستقیم و بین اقلام تعهدی و بازده سهام رابطه منفی و معکوس وجود دارد. سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد بوده و کل مدل رگرسیون معنادار است. آماره دوربین واتسون (D-W) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و نشانگر آن است که همبستگی بین اجزای خطای مدل‌ها وجود ندارد. همچنین نتایج آزمون فرضیه اصلی اول نشان می‌دهد که بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد و ۸۶ درصد بازده سهام به وسیله کیفیت سود توجیه می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$$R_{it} = 0.158735 + 0.128387 \text{Predict}_{it} + 0.060089 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	P-Value	R <sup>2</sup>
C	0.158735	0.023915	6.637535	0.000	0.309745
Predict	0.128387	0.066336	2.898947	0.0040	0.1767201
Size	0.060089	0.013160	4.566198	0.000	0.000085

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

$$R_{it} = 0.122533 - 0.076362 \text{Accrual}_{it} + 0.069243 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	P-Value	R <sup>2</sup>
C	0.122533	0.019173	6.390763	0.000	0.354764
Accrual	-0.076362	0.029316	-2.604736	0.0096	0.2165274
Size	0.069243	0.010163	6.813492	0.000	0.000

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

$$R_{it} = 0.150055 + 0.054948 \text{Faithful}_{it} + 0.007302 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	P-Value	R <sup>2</sup>
C	0.150055	0.022269	6.728375	0.000	0.361182
Faithful	0.054948	0.03576	2.041776	0.0419	0.226588
Size	0.007302	0.010282	0.7104313	0.000	0.000

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

$$R_{it} = 0.272491 + 0.939573 \text{Time}_{it} + 0.047463 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	P-Value	R <sup>2</sup>
C	0.272491	0.022724	11.99117	0.000	0.589975
Time	0.939573	0.112589	17.22705	0.000	0.566488
Size	0.047463	0.012191	3.893172	0.0001	0.000

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم

$$R_{it} = 10/64863 + 0/378375 \text{prersist}_{it} + 0/062882 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	P-Value	R <sup>2</sup>	۰/۶۸۲۶۸۱
C	۱۰/۶۴۸۶۳	۱/۱۰۲۵۱۹	۹/۶۵۸۴۶۲	۰/۰۰۰	آماره D-W	۲/۰۲۹۰۲۷
Persist	-۰/۳۷۸۳۷۵	۰/۰۱۳۸۳۸	۴/۵۴۴۱۰۰	۰/۰۰۰	آماره F	۷/۸۹۵۸۸۸
Size	-۰/۰۶۲۸۸۲	۰/۰۴۴۷۶۵	۸/۴۵۲۴۴۵	۰/۰۰۰	P-Value	۰/۰۰۰

جدول ۱۰. نتایج آزمون فرضیه اصلی اول

$$R_{it} = 1/080599 + 0/109459 \text{predict}_{it} - 0/066943 \text{Accrual}_{it} + 0/093691 \text{Faithful}_{it} + 1/986837 \text{Time}_{it} + 0/123224 \text{Persist}_{it} + 0/052229 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	P-Value	R <sup>2</sup>	۰/۸۶۸۶۱۱
C	۱/۰۸۰۵۹۹	۰/۰۴۸۲۹۸	۲۲/۳۷۳۳۷	۰/۰۰۰	آماره D-W	۱/۹۰۳۱۴۷
Predict	-۰/۱۰۹۴۵۹	۰/۰۴۸۲۶۶	۲/۲۶۷۸۱۸	۰/۰۲۳۸		
Accrual	-۰/۰۶۶۹۴۳	۰/۰۳۹۶۶۷	-۲/۴۶۰۹۰۸	۰/۰۱۴۳	آماره F	۱۰۷/۵۴۶۴
Faithful	-۰/۰۹۳۶۹۱	۰/۰۰۴۹۳۷	۳/۵۲۴۵۴	۰/۰۰۰۵		
Time	۱/۹۸۶۸۳۷	۰/۱۳۷۱۴۸	۱۴/۴۸۶۸۳	۰/۰۰۰	P-Value	۰/۰۰۰
Persist	-۰/۱۲۳۲۲۴	۰/۰۰۳۴۴۳	۳۵/۷۸۹۳۷	۰/۰۰۰		
Size	-۰/۰۵۲۲۲۹	۰/۰۱۴۶۰۵	۴/۱۴۳۵۸۸	۰/۰۰۰		

### نتایج تحلیل آزمون فرضیه اصلی دوم و فرضیه‌های فرعی

ضریب تعیین نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی که در جداول بالا ارائه شده‌اند، نشان می‌دهد که در سطح میزان مالکیت نهادی زیاد، رابطه قوی‌تری بین معیارهای کیفیت سود (به جز اقلام تعهدی) و بازده سهام وجود دارد و در سطح میزان مالکیت نهادی کم، رابطه قوی‌تری بین اقلام تعهدی و بازده سهام وجود دارد. همچنین نتیجه آزمون فرضیه اصلی دوم نشان می‌دهد که در سطح میزان مالکیت نهادی زیاد، شدت رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام بیشتر است؛ به این معنا که در این سطح، کیفیت سود ۷۵ درصد از بازده سهام را توضیح می‌دهد.

جدول ۱۱. نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

R <sup>2</sup>	آماره t	P-Value	ضریب	متغیر	میزان مالکیت نهادی
۰/۱۷۰۷۹۵	۲/۸۲۵۴۹۵ ۳/۵۷۳۴۸۵	۰/۰۰۶۳ ۰/۰۰۰۷	۰/۱۲۲۵۹۶ ۰/۰۳۴۲۰۰	Predict Size	مالکیت نهادی کم
۰/۲۸۲۵۳۲	۲/۹۵۶۸۲۰ ۲/۴۸۴۸۷۰	۰/۰۰۳۷ ۰/۰۱۳۷	۰/۱۱۵۳۶۹ ۰/۰۸۵۶۵۶	Predict Size	مالکیت نهادی متوسط
۰/۳۷۷۸۶۵	۳/۵۴۸۳۱۹ ۳/۳۰۸۸۸۱	۰/۰۰۰۶ ۰/۰۰۱۳	۰/۶۲۲۹۲۷ ۰/۰۷۳۰۹۴	Predict Size	مالکیت نهادی زیاد

جدول ۱۲. نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

R <sup>2</sup>	آماره t	P-Value	ضریب	متغیر	میزان مالکیت نهادی
۰/۶۶۲۸۹۵	-۳/۰۶۰۶۷۵ ۸/۲۴۱۵۲۹	۰/۰۰۳۵ ۰/۰۰۰	-۰/۰۷۷۶۰۷ ۰/۰۷۳۷۳۰	Accrual Size	مالکیت نهادی کم
۰/۳۵۵۷۴۵	-۲/۳۸۰۰۵۲ ۲/۰۶۲۳۸۵	۰/۰۱۹۴ ۰/۰۴۱۵	-۰/۴۴۵۱۳۱ ۰/۰۲۶۳۰۸	Accrual Size	مالکیت نهادی متوسط
۰/۲۴۴۴۵۵	-۳/۲۵۸۳۶۶ ۳/۱۲۸۶۸۶	۰/۰۰۲۴ ۰/۰۰۳۴	-۰/۱۴۰۸۳۰ ۰/۰۸۱۶۶۲	Accrual Size	مالکیت نهادی زیاد

جدول ۱۳. نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

R <sup>2</sup>	آماره t	P-Value	ضریب	متغیر	میزان مالکیت نهادی
۰/۲۲۹۴۹۱	۲/۹۰۷۹۶۵ ۴/۴۱۲۲۶۶	۰/۰۰۵۰ ۰/۰۰۰	۰/۰۱۲۱۴۵ ۰/۰۲۹۰۰۳	Faithful Size	مالکیت نهادی کم
۰/۲۹۴۸۶۳	۲/۷۰۰۴۱۹ ۲/۸۳۹۷۶۴	۰/۰۰۷۴ ۰/۰۰۴۸	۰/۰۵۸۸۷۸ ۰/۰۳۸۰۴۴	Faithful Size	مالکیت نهادی متوسط
۰/۳۳۲۰۶۲	۲/۱۰۵۷۱۶ ۲/۱۷۲۳۱۱	۰/۰۰۲۷۸ ۰/۰۰۳۳۲	۰/۰۶۴۲۸۱ ۰/۰۳۱۳۵۵	Faithful Size	مالکیت نهادی زیاد

جدول ۱۴. نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

R <sup>2</sup>	آماره t	P-Value	ضریب	متغیر	میزان مالکیت نهادی
۰/۳۷۷۴۷۷	۱۳/۱۳۳۴۵ ۲/۳۷۹۰۹۶	۰/۰۰۰ ۰/۰۱۸۰	۲/۰۷۳۲۸۸ ۰/۰۲۷۵۴۲	Time Size	مالکیت نهادی کم
۰/۶۰۵۲۷۹	۶/۵۶۹۳۳۶ ۳/۷۱۵۱۶۷	۰/۰۰۰ ۰/۰۰۰۵	۳/۱۳۹۹۱۸ ۰/۰۶۲۰۷۸	Time Size	مالکیت نهادی متوسط
۰/۶۵۵۲۰۵	۱۶/۳۵۲۸۷ ۲/۲۰۴۱۱۳	۰/۰۰۰ ۰/۰۲۸۵	۱/۷۸۱۸۶۴ ۰/۰۴۹۶۲۴	Time Size	مالکیت نهادی زیاد



جدول ۱۵. نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم

R <sup>2</sup>	آماره t	P-Value	ضریب	متغیر	میزان مالکیت نهادی
۰/۳۲۲۹۸۰	۲/۵۴۴۵۴۷	۰/۰۱۱۶	۰/۰۷۲۴۰۰	Persist	مالکیت نهادی کم
	۲/۳۰۰۱۲۸	۰/۰۲۲۴	۰/۰۷۴۶۸۴	Size	
۰/۴۱۰۰۳۹	۴/۶۶۴۱۸۴	۰/۰۰۰	۰/۱۰۱۶۵۸	Persist	مالکیت نهادی متوسط
	۶/۳۹۷۸۱۷۷	۰/۰۰۰	۰/۰۴۳۵۸۱	Size	
۰/۶۳۳۹۸۰	۴/۴۵۳۹۰۴	۰/۰۰۰۱	۰/۱۶۱۱۷۴	Persist	مالکیت نهادی زیاد
	۳/۹۰۶۹۰۳	۰/۰۰۰۳	۰/۰۶۶۲۰۱	Size	

جدول ۱۶. نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم

R <sup>2</sup>	آماره t	P-Value	ضریب	متغیر	میزان مالکیت نهادی
۰/۳۴۵۹۸۵	۲/۵۹۰۵۵۱	۰/۰۱۰۹	۰/۸۶۶۸۵۹	Predict	مالکیت نهادی کم
	-۲/۵۱۶۴۳۶	۰/۰۱۳۸	-۰/۰۸۹۳۶۱	Accrual	
	۵/۳۰۴۷۴۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳۸۵۷	Faithful	
	۶/۷۰۳۱۶۲	۰/۰۰۰	۲/۳۸۵۵۳۸	Time	
	۲/۶۷۰۲۵۰	۰/۰۰۹۹	۰/۰۷۰۶۴۱	Persist	
۰/۵۳۷۸۹۹	۳/۰۹۷۹۳۸	۰/۰۰۲۷	۰/۳۶۵۴۸۵	Predict	مالکیت نهادی متوسط
	-۴/۲۴۰۲۰۴	۰/۰۰۰۲	-۰/۱۰۵۹۱۸	Accrual	
	۲/۲۰۴۸۴۰	۰/۰۳۱۷	۰/۰۱۶۶۲۹	Faithful	
	۱۰/۵۷۵۵۰	۰/۰۰۰	۱/۸۸۳۴۰۳	Time	
	۲/۶۵۷۲۱۶	۰/۰۰۸۵	۰/۰۷۲۸۲۹	Persist	
۰/۷۵۷۳۲۲	۲/۱۹۷۳۱۶	۰/۰۳۲۲	۰/۱۴۳۰۷۵	Predict	مالکیت نهادی زیاد
	-۲/۶۰۹۹۹۳	۰/۰۱۲۴	-۰/۱۴۷۰۰۹	Accrual	
	۲/۴۹۸۲۴۰	۰/۰۱۷۶	۰/۰۷۸۳۷۸	Faithful	
	۷/۵۱۵۴۹۱	۰/۰۰۰	۳/۳۱۸۴۲۱	Time	
	۲/۳۲۲۳۰۸	۰/۰۲۵۰	۰/۱۰۶۷۴۷	Persist	
۴/۳۹۳۸۳۲	۰/۰۰۰۱	۰/۰۹۰۹۹۷	Size		

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد، بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد و با افزایش میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، رابطه قوی‌تری بین

کیفیت سود و بازده سهام ایجاد می شود. در راستای نتایج به دست آمده، می توان ادعا کرد که سرمایه گذاران هنگام انتخاب و پیشنهاد قیمت برای خرید سهام، علاوه بر بررسی مقدار سود (کمیت) به کیفیت سود نیز توجه کنند. هنگامی که کیفیت سود افزایش می یابد، این موضوع نشانه ای مثبت در راستای شفافیت و صداقت در گزارش دهی، گزارش به هنگام سود و برخورداری از پایداری و قابلیت ارزش پیش بینی کنندگی سود است که این موضوع می تواند منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی، پیش بینی جریان نقدی آتی و افزایش قیمت سهام و در نتیجه موجب افزایش بازده سهام شود. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین ارقام تعهدی و بازده سهام، رابطه منفی و معکوس وجود دارد؛ زیرا افزایش در ارقام تعهدی نشان دهنده اعمال مدیریت و دستکاری در جزء تعهدی سود است که البته در کوتاه مدت می تواند بازده سهام را افزایش دهد، اما در بلندمدت سرمایه گذار از مدیریت سود مطلع شده و منجر به کاهش قیمت و بازده سهام می شود. همچنین در میان معیارهای سنجش کیفیت سود، پایداری سود رابطه قوی تری با بازده سهام دارد.

یافته های پژوهش در سطح فرضیه اصلی دوم و فرضیه های فرعی مرتبط با آن، بیانگر این است که با افزایش میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی، شدت رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام بیشتر می شود که این موضوع تأییدکننده فرضیه نظارت فعال است. مالکان نهادی بر مدیریت، روند حسابداری و فرآیند گزارشگری مالی نظارت دارند و هرگونه دستکاری در سود (مدیریت سود)، اعمال قضاوت و نظر شخصی مدیران را کاهش می دهند که این روند موجب افزایش کیفیت سود و در نهایت افزایش قیمت سهام و بازده سهام می شود. در سطح مالکیت نهادی کم، رابطه قوی بین ارقام تعهدی و بازده سهام وجود دارد؛ زیرا در این سطح به دلیل کاهش میزان مالکیت نهادی، احتمال اعمال نظر شخصی مدیران و دستکاری در جزء تعهدی سود افزایش می یابد که نتیجه آن، به افزایش ارقام تعهدی و کاهش بازده سهام در بلندمدت می انجامد.

با توجه به نتایج به دست آمده پیشنهادهای زیر ارائه می شود:

به سرمایه گذاران توصیه می شود، هنگام خرید سهام شرکتها، علاوه بر بُعد کمی سود به ویژگی های کیفی سود نیز توجه کنند و ارتباط هر یک از معیارهای کیفیت سود با بازده سهام را در نظر بگیرند. همچنین میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکتها را مد نظر قرار دهند. با توجه به اینکه حضور سهام داران نهادی موجب کاهش دستکاری در سود و بهبود کیفیت سود می شود، بهتر است زمینه لازم برای حضور سرمایه گذاران نهادی در مالکیت شرکتها فراهم شود.

به حسابرسان و مدیران مالی پیشنهاد می‌شود بر ویژگی‌های کیفی روند حسابداری و گزارش‌های مالی نظارت داشته باشند؛ زیرا هرچه کیفیت اطلاعات سود و اطمینان سرمایه‌گذاران به شرکت افزایش یابد، آن شرکت تأمین مالی آسان‌تری خواهد داشت. به پژوهشگران توصیه می‌شود، برای شفاف‌تر شدن تأثیر سایر عوامل بر رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام پژوهش‌های زیر را انجام دهند.

- تأثیر میزان مالکیت مدیریتی بر رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام؛
- تأثیر سازوکارهای نظام راهبردی شرکت، مانند وجود حسابرسان مستقل بر رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام؛
- تأثیر نوع شرکت بر رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام.

## منابع

- اشرف‌زاده، ح. و مهرگان، ن. (۱۳۸۹). *اقتصاد سنجی پانل دیتا*. تهران: مؤسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
- اعتمادی، ح. و دیانتی دیلمی، ز. (۱۳۸۸). تأثیر دیدگاه اخلاقی مدیران مالی بر کیفیت گزارش‌های مالی شرکت‌ها، *فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری*، ۴ (۲): ۲۰-۱۱.
- ایزدی نیا، ن. و نظرزاده، ی. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. *مجله توسعه و سرمایه*، ۳ (۳): ۱۱۰-۸۷.
- جهانخانی، ع. و ظریف فرد، ا. (۱۳۷۴). آیا مدیران و سهام‌داران از معیارهای مناسبی برای اندازه‌گیری ارزش شرکت استفاده می‌کنند؟. *تحقیقات مالی*، ۷ (۸): ۶۶-۴۱.
- حقیقت، ح. و ایرانشاهی، ع. (۱۳۸۹). بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی. *بررسی حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۱): ۲۲-۳.
- راعی، ر.، پویان فر، ا. (۱۳۸۹). *مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته*. تهران: انتشارات سمت.
- شورورزی، م. و پهلوان، ر. (۱۳۸۹). تأثیر اندازه شرکت بر هموارسازی سود. *مجله پژوهش مدیریت*، ۲۱ (۸۷): ۸۰-۶۹.
- علوی طبری، ح.؛ مشایخ، ش. و نوبهاری، م. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام عادی، *مجله توسعه و سرمایه*، ۳ (۶): ۷۶-۵۷.
- فخاری، ح. و یوسفعلی تبار، ن. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۲): ۷۴-۶۹.

قائمی، م.؛ جمال لیوانی، ع. و ده بزرگی، س. (۱۳۸۷). کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۲): ۷۱-۸۸.

کردستانی، غ. و مجدی، ض. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴ (۴۸): ۸۵-۱۰۴.

مؤمنی، م. و فعال قیومی، ع. (۱۳۸۹). تحلیل آماری با استفاده از SPSS. تهران: انتشارات آگاه.

مرادزاده فرد، م. و زارع زاده مهریزی، م. (۱۳۹۱). تأثیر پاداش هیأت مدیره و مالکیت نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۵ (۱۸): ۱۵۲-۱۳۷.

نصرالهی، ز. و عارف منش، ز. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. مجله دانش حسابداری، ۱ (۳): ۱۱۷-۱۳۸.

نوفروستی، م. (۱۳۷۸). ریشه واحد و هم جمعی در اقتصاد سنجی. تهران: انتشارات رسا.

نیکو مرام، ه. و فتحی، ز. (۱۳۹۰). تأثیر استانداردهای ملی حسابداری ایران بر کیفیت گزارشگری مالی با تأکید بر پایداری سود در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مدیریت، ۴ (۸): ۳۱-۴۵.

Bahatacharya, N., Desai, N., and Venkataraman, K. (2010). *Earning Quality and Information Asymmetry*. Working paper, Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.

Bellovary, J., Giacomino, D. and Akers, M. (2006). *A review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to present*. Retrieved from: <http://www.ebsco.com>.

Bohl, M. and Brzezczynski, J. (2009). Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence from an emerging market, *Journal of international financial market, Institution & Money*, 16 (4): 370-386.

Boubakri, F. (2012). The Relation between Accruals Quality, Earning Persistence and Accruals Anomaly. *Journal of Economics and Finance*, 4(6): 51-62

Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment behavior. *Accounting Review*, 73 (2): 305-334.

Chan, K., Chan, L., Jagadeesh, N., and Lakonishok, J. (2006). Earning Quality and Stock Returns. *Journal of Business*, 43 (3): 1-47.

Chen, F., Hope, O. K., Li, Q. and Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets, *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288.

- Cornett, M. M., Marcus, A., Tehranian, H. and Sauderes, A. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance, *Journal of Banking & Finance*, 31(3): 1771- 1794.
- Dechow, P. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance the Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economic*, 18 (1): 3-42.
- Dechow, P. M., Ge, W., and Schrand, K. M. (2010). *Understanding Earning Quality*. Working paper, Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.
- Elyasiani, E., and Jia, J. (2010). Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*. 34 (2): 606-620.
- Elyasiani, E., Jia, J., and Mao, C. X. (2010). Institutional Ownership Stability and the Cost of Debt. *Journal of Financial Markets*. 13(1): 475-5000.
- Hadani, M., Goranova, M., and Khan, R. (2011). Institutional Investors, Shareholder activism, and Earning Management. *Journal of Business Research*, 64: 1352- 1360.
- Haribar, P., and Collins, D.W. (2002). Errors in Estimation Accruals: Implication for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 40, 105-134.
- Hermans, s. (2006). *Financial Information and Earning Quality: A literature*. Working Paper, Retrieved from: [http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8977220](http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8977220).
- Hirshleifer, D., Hou, K., and Hong Teoh, S. (2009). Accruals, Cash flows, and aggregate Stock Returns, *Journal of Financial & Economics*, 91(3): 389-406.
- Hutton, A. P. & Marcus, A. J. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94: 67-86.
- Jayesh, K. (2004). Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India, *Journal of Finance & Business Ventures*, 19 (5): 61-93.
- Kim, D. & Qi, Y. (2010). Accruals Quality, Stock Returns, and Macroeconomic Conditions. *The Accounting Review*, 85 (3): 937-978.
- Li, K. (2008). *Earning Quality & Future Capital Investment*. Working paper, Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.
- Lin, F. L. (2010). A Panel Threshold Model of Institutional Ownership and Firm Value in Taiwan, *Journal of Financial & Economics*, 42 (3):54-62.

- Lougee, B. & Marquardt, C. (2004). Earning Informativeness and Strategic Disclosure and Empirical Analysis of Proforma Earning. *The Accounting Review*, 79 (1): 769-795.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate borrowing, *Journal of Financial & Economics*, 5: 147-175.
- Penman, S. (2002). *Financial statements Analysis and security valuation*, Working paper, New York, NY.
- Richardson, S. A. & Sloan, R. G. (2005). Accrual Reliability, Earning Persistence and Stock Prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (4): 437-485.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., and Tuna, I. (2001). *Information in Accruals about the Quality of Earnings*. Working paper, University of Michigan Business School.
- Schipper, K. & Vincent, L. (2003). Earning Quality. *Accounting Horizons*, 17 (2): 97-110.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting review*, 71(3): 289-315.
- Tao, M. (2012). *Financial Reporting Quality and Information Asymmetry*. Iaf. Shufe. Edu. cn/ upload/ info/10333\_ 1205109070120 pdf.
- Thomakos, D. & Wang, T. (2011). Accruals and the performance of stock returns following external financing activities, *The British Accounting Review*, 43 (4): 214-229.
- Tsai, P.J. (2009). *Institutional Ownership & Stock Returns*. Working paper, Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.
- Velury, U. & Jenkins, D. S. (2006). Institutional Ownership and the Quality of Earning. *Journal of Business Research*, 59 (9): 1043-1051.
- Wang, Y. (2011). Earning Timeliness and Seasoned Equity Offering Announcement Effect. *Journal of Humanities and Social Science*, 1(20): 55-69.
- Zouari, A. & Rebai, I. (2009). Institutional Ownership Differences and Earnings Management: A Neural Networks Approach, *Journal of Financial & Economics*, 34 (4): 42-55.