

بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد

ایرج نوروش* - علی ابراهیمی کردلر**

تاریخ دریافت مقاله: ۸۴/۵/۱۸

تاریخ تایید نهایی: ۸۴/۷/۲۷

چکیده

برخی از محققان سهامداران نهادی را در دو گروه دسته‌بندی کرده‌اند. دسته اول سرمایه‌گذارانی هستند که بر سودهای کوتاه‌مدت تمرکز دارند. دسته دوم سرمایه‌گذارانی حرفه‌ای به حساب می‌آیند که مزیت نسبی آن‌ها در جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها به نحوی است که اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی را که در سود سال جاری انعکاسی نیافته در نظر می‌گیرند. بنابراین، با افزایش این گروه از سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای سرمایه، قیمت‌های سهام، اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی منعکس کرده، از این رو عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه منطقیاً باید کاهش یابد.

هدف این تحقیق ارایه شواهدی در رابطه با نقش نوع دوم سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران است.

برای انجام آزمون تجربی دو نمونه از شرکت‌های سرمایه‌پذیر انتخاب شد. نمونه اول شامل شرکت‌هایی با درجه پایینی از مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نمونه دوم شامل شرکت‌هایی با درجه بالایی از مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی را تشکیل می‌دهند. نتایج تحقیق نشان داد، مورد شرکت‌های اخیر، اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی، نسبت به مورد شرکت‌های قبلی گزارش کرده‌اند. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر با درجه پائینی از سرمایه‌گذاران نهادی گروه اول مشاهده می‌شود.

هم‌چنین لازم به یادآوری است، شیوه‌های مداخله‌کننده‌ای نظیر اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم مالی در این تحقیق تحت کنترل بوده‌اند.

واژه‌های کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران نهادی، سودهای آتی

* دانشیار حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

** کارشناس ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

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 اتکا 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 بلند مدت شرکت از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد.

نتایج حاصل از تمامی فعالیت‌های اقتصادی شرکت در سودهای جاری منعکس نمی‌شوند. بلکه سود حاصل از برخی از فعالیت‌ها همانند قراردادهای بلندمدت فروش و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تحقیق و توسعه در سال‌های بعد تحقق خواهد یافت. از آنجا که اطلاعات مربوط به این نوع فعالیت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای قرار می‌گیرد، سهامداران یادشده، اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را که در سود سال جاری منعکس نیستند، تجزیه و تحلیل کرده و در قیمت‌های سهام لحاظ می‌کنند. این اطلاعات اغلب از طریق کانال‌هایی مانند اعضا هیات مدیره مشترک شرکت‌ها، در اختیار شبکه‌های سهامداری قرار گرفته و از این طریق به اطلاع اکثر سهامداران و بازار رسیده و در قیمت‌ها لحاظ می‌شود.

در مورد سهامداران نهادی دوناگرش عمومی وجود دارد. برخی آن‌ها را سرمایه‌گذارانی می‌دانند که به سودهای جاری و کوتاه مدت تمرکز دارند. در مقابل نگرش دیگری وجود دارد. طبق این نگرش آن‌ها سهامداران حرفه‌ای هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات بوده و اطلاعات مربوط به سود فعالیت‌های اقتصادی بلند مدت را که در سود سال جاری منعکس نیستند، در قیمت سهام لحاظ می‌کنند. بنابراین رواج این نوع مالکیت می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی در بازار سرمایه داشته باشد.

این تحقیق در جستجوی پاسخی برای این سوال است که آیا رابطه بین سود و بازده در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی پایین متفاوت است؟ و در نتیجه تقارن اطلاعات در دو گروه شرکت‌های یادشده چگونه متفاوت است؟

پیشینه تحقیق

تعدادی از مقالات منتشره در مطبوعات مالی از جمله تیتلمن [22] و جاکوبس [11] از فشار آوردن موسسات سرمایه‌گذاری به مدیران شرکت‌ها برای رسیدن به اهداف کوتاه مدت سودآوری خبر می‌دهند. هرچند این رسیدن به اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب آسیب وارد شدن به ارزش حقوق سهامداران در بلندمدت شود. طبق نظر آقای پرتز [21] نیز، موسسات سرمایه‌گذاری بیش از اندازه بر سودآوری کوتاه مدت تمرکز کرده‌اند. از طرفی برخی دیگر از محققین از جمله بارتو و دیگران [2] و کیم و همکاران [16] اغلب به موسسات سرمایه‌گذاری، عنوان سرمایه‌گذاران حرفه‌ای را اطلاق می‌کنند. که در مقایسه با سهامداران حقیقی در جمع‌آوری و پرورش اطلاعات داری مزیت نسبی هستند. والتر [23] با در نظر گرفتن سهامداران نهادی به عنوان سهامدار حرفه‌ای به بررسی نحوه پیش‌بینی سود مورد انتظار پرداخت. نتایج حاصل از تحقیقات وی نشان می‌دهد که افراد حاضر در بازار، در پیش‌بینی سود شرکت‌هایی که دارای سهامداران نهادی به عنوان سهامداران حرفه‌ای هستند، به جای مدل سری‌های زمانی، عمدتاً بر پیش‌بینی تحلیل‌گران تمرکز می‌کنند.

جیامبالو و دیگران [12] با انجام تحقیقی سعی در فراهم کردن شواهدی در مورد میزان انعکاس سود آتی در قیمت‌های جاری سهام و تاثیر ترکیب سهامداران آن بودند. نتایج تحقیق یادشده نشان داد که میزان انعکاس سود آوری آتی در قیمت جاری سهام وابستگی مثبتی با درصد مالکیت سهام توسط موسسات سرمایه‌گذاری دارند.

بالسام، بارتو و مارکوارت [1] به ارزیابی نقش سهامداران نهادی به عنوان سهامداران خبره در انعکاس سودهای فصلی در قیمت سهام قبل از اعلام رسمی سود پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد که سهامداران خبره می‌توانند مدیریت سود توسط شرکت‌ها را به آسانی و بسیار سریع‌تر از سهامداران غیر ماهر شناسایی کنند.

جاکوبسون و آکر [10] به بررسی مقایسه‌ای عدم تقارن اطلاعات بین بازار سرمایه ژاپن و آمریکا پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بازار سرمایه ژاپن اطلاعات مربوط به سودآوری آتی را زودتر از بازار سهام آمریکا در قیمت سهام منعکس می‌سازد. چرا که به دلیل ساختار مالکیتی شرکت‌ها و حضور گسترده سهامداران نهادی، سهامداران ژاپنی در مقایسه با آمریکایی‌ها از چشم اندازه‌های آتی شرکت‌ها بهتر آگاهند.

جیانگ و کیم [13] به بررسی اثرات عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران در

رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار می‌پردازند. طبق نتایج تحقیق یادشده، هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت‌های ژاپنی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کم‌تری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت بین شرکتی در آن‌ها بیش‌تر است، قیمت بازار سهام، اطلاعات مرتبط با سودآوری آینده شرکت را سریع‌تر از شرکت‌هایی که مالکیت بین شرکتی کم‌تری دارند، در برمی‌گیرد.

طبق تحقیق چیدمبران و جان [4] سهامداران نهادی بزرگ می‌توانند اطلاعات محرمانه‌ای را که از مدیران شرکت کسب می‌کنند به سایر سهامداران منتقل کنند. اما برای این که چنین نظارتی قابل قبول باشد لازم است سهامداران بزرگ سرمایه‌گذاری خود را برای مدت زمان نسبتاً طولانی حفظ کرده و سهام کافی برای تعدیل مشکل استفاده مجانی دیگر سهامداران، از این نظارت را داشته باشند.

گورتون و کهل [8] نشان دادند که سهامداران نهادی به دلیل مشکلات نمایندگی خود ممکن است نظارت‌های غیر کاملی داشته باشند. با وجود این از آنجا که سهامداران فردی زیادی برای نظارت بهتر وجود ندارد، بنابراین نظارت سهامداران نهادی مورد استقبال سهامداران قرار می‌گیرد. از این رو در مدل گورتون و کهل سهامداران نهادی بزرگ و سهامداران غیرنهادی بزرگ به‌عنوان نظارت کنندگان بر شرکت‌ها به‌طور هم‌زمان وجود دارند.

اوزر و یاماک [19] به تحقیق این موضوع پرداختند که آیا وجود و میزان کنترل بازار از طریق سهامدار جزء در شرایطی که ترکیب سهامداران متمرکز وجود دارد، به تفاوت در عملکرد شرکت منجر می‌شود. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان داد که رابطه بین ترکیب مالکیت و عملکرد شرکت تنها برای متغیرهای بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام با اهمیت است و نرخ سود و بازده فروش ارتباط معنادار با ترکیب سهامداران نداشتند.

گریوز و وادوک [9] اظهار می‌دارند که معامله مکرر و تمرکز بر کوتاه مدت توسط سهامداران نهادی، این انگیزه را برای مدیران ایجاد می‌کند تا از ناکامی در سود دوری کنند. زیرا ممکن است موجب شود سرمایه‌گذاران نهادی بسیار بزرگ، سهام خود را فروخته و سبب ایجاد کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شرکت شوند.

مانکس و مینو [18] و دوبرزینکسی [7] اعتقاد دارند که سهامدار بزرگ بودن و کارکشته بودن سرمایه‌گذاران نهادی به آن‌ها اجازه می‌دهد تا مدیران، شرکت‌ها را منضبط

کرده و بر آن‌ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلند مدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سود آوری باشد.

نتایج حاصله از تحقیق آقای بوش [3] نشان می‌دهد که گردش بالا و معاملات با قدرت توسط سهامداران نهادی زمانی می‌تواند سبب تشویق رفتار سرمایه‌گذاری کوتاه‌بینانه شود که سرمایه‌گذاران نهادی اکثریت مالکیت شرکت را در اختیار داشته باشند. در غیر این صورت مالکیت نهادی در جهت کاهش فشار به مدیریت برای رفتار مدیریت کوتاه‌بینانه حرکت خواهد کرد.

نتایج حاصل از تحقیق آقای ووچان کیم [15] حاکی از آن است که در شرکت‌های بزرگ که مشکل عدم تقارن اطلاعات کم‌تر است، سهامداران خارجی بهتر از سهامداران داخلی عمل می‌کنند که منعکس‌کننده درجه کارگشته بودن سهامداران هستند.

طبق نتایج تحقیق آقایان جیانگ و کیم [14]، شرکت‌های خارجی به نگهداری سهام شرکت‌هایی با درصد مالکیت نهادی داخلی کم‌تر تمایل بیش‌تری دارند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که شرکت‌های خارجی پردازش‌گر خوبی برای اطلاعات عمومی بوده و به شرکت‌هایی جذب می‌شوند که عدم تقارن اطلاعات کم‌تری دارند. از این رو بهبود شفافیت بازار یا کاهش عدم تقارن اطلاعات، در صورتی که اهداف تنظیم‌کنندگان بازار سهام جذب سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه باشد، موضوع مهم و اساسی شد.

فرضیه‌های تحقیق

با عنایت به مبانی نظری و تحقیقات مطرح شده، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود:

۱. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها کم است، اطلاعات سود سال جاری در بازده جاری سهام انعکاس کم‌تری دارد.
۲. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها کم است، اطلاعات سود سال آتی در بازده جاری سهام انعکاس بیش‌تری دارد.
۳. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها کم است، نسبت اطلاعات سودهای آتی به سودهای جاری که در بازده جاری سهام منعکس شده است، بیش‌تر است.

۴. رابطه بین اندازه شرکت با واکنش بازار به سود شرکت مثبت است.
۵. رابطه بین اهرم مالی شرکت با واکنش بازار به سود شرکت منفی است.
۶. رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت با واکنش بازار به سود شرکت مثبت است.
۷. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها کم است، با در نظر گرفتن اثرات متغیرهای کنترلی اهرم مالی، اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اطلاعات سود سال جاری در بازده جاری سهام انعکاس کم‌تری دارد.
۸. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها کم است، با در نظر گرفتن اثرات متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اطلاعات سودهای آتی در بازده جاری سهام انعکاس بیش‌تری دارد.
۹. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها کم است، با در نظر گرفتن اثرات متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت اطلاعات سودهای آتی به سودهای جاری که در بازده جاری سهام منعکس شده‌اند، بیش‌تر است.

جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری

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 شده‌اند که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه بوده و قبل از سال ۱۳۷۲ در بورس پذیرفته شده و طی قلمرو زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده‌اند. و هم‌چنین در صنعت سرمایه‌گذاری فعال نبوده و در طول دوره زمانی تحقیق، مدت زمان طولانی در بورس غیر فعال نبوده‌اند.

برای شناسایی اثربخش تفاوت‌ها در زمان و مقدار ارتباط بین سود و بازده در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی زیاد، در مقایسه با شرکت‌هایی با مالکیت نهادی کم، در برخی مراحل این تحقیق ابتدا تمامی شرکت‌های موجود در نمونه بر اساس متغیر مالکیت نهادی (CRH) در هر سال نمونه به ترتیب نزولی مرتب شده سپس از آن‌ها دو نمونه کاهش

یافته به روش زیر استخراج شد.

۱. نمونه با مالکیت نهادی زیاد که شامل شرکت‌هایی شد که در چارک بالای مالکیت نهادی قرار گرفتند.
 ۲. نمونه با مالکیت نهادی کم که شامل شرکت‌هایی شد که در چارک پایین مالکیت نهادی قرار گرفتند.
- با عنایت به دوره ده ساله تحقیق در حقیقت ۳۲۰ سال - شرکت نمونه تحقیق را تشکیل داده‌اند که در نمونه یادشده چارک اول و چهارم هر کدام از ۸۰ سال - شرکت تشکیل شده‌اند.

قلمرو زمانی تحقیق

قلمرو زمانی تحقیق در بر گیرنده اطلاعات ۱۱ ساله شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۲ تا سال ۱۳۸۲ است. دوره زمانی تحقیق ۱۰ ساله ۷۳ تا ۸۲ است، با این وجود از آنجا که در معادلات تحقیق اطلاعات یک سال قبل نیز بعضاً جزء متغیرهای مورد مطالعه است، از این رو اطلاعات ۱۱ ساله جمع‌آوری شده است.

متغیرهای تحقیق

بازده سهام: بازده سهام در طی یک دوره، دربرگیرنده تمامی مزایایی است که به دارنده آن سهم تعلق می‌گیرد. بازده سهام شامل تفاوت قیمت سهام در اول و پایان دوره، سود نقدی هر سهم و مزایای ناشی از افزایش سرمایه به صورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی یا سهام جایزه است.

مالکیت نهادی: مالکیت نهادی در برگیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار موسسات سرمایه‌گذاری و یا سایر شرکت‌های تجاری قرار دارد، است. برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در هر شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می‌شود.

اندازه شرکت: اندازه شرکت به عنوان شاخصی برای محیط اطلاعاتی شرکت‌ها محسوب می‌شود. در تحقیقات انجام شده در رابطه بین سود و بازده توسط کولینز و کوتاری [5] کولینز، کوتاری و رایبرن [6]، جیانگ و کیم [13] و جیامبالو و دیگران [12] اندازه شرکت به عنوان یک عامل موثر با علامت مثبت مورد استفاده قرار گرفته است. اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در ابتدای سال مالی به دست می‌آید.

نسبت سود حسابداری به ارزش بازار کل سهام شرکت: آن معیاری است که برای محاسبه عامل سود توسط کوتاری وسلوان [17] و جیامبالو و دیگران [12] مورد استفاده قرار گرفته است.

اهرم مالی: اهرم مالی که با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در اول دوره اندازه‌گیری می‌شود، با انتخاب روش‌های حسابداری که بر محتوی اطلاعاتی سود موثر است، مرتبط است. طبق تحقیق وارفیلد و دیگران [24] از آنجا که مدیران تمایل زیادی برای مدیریت ارقام تعهدی سود در شرایط وجود محدودیت‌های قراردادی مرتبط با اهرم مالی دارند، از این رو انتظار می‌رود کیفیت سود و در نتیجه ضریب واکنش بازده به سود برای شرکت‌هایی با اهرم بالا کم‌تر باشد.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: این متغیر به‌عنوان یک عامل موثر با علامت مثبت بر رابطه بین سود و بازده در تحقیقات قبلی مورد استفاده قرار گرفته است. کولنیز و کوتاری [5] و جیامبالو و دیگران [12] آن را به‌عنوان شاخصی برای فرصت‌های رشد شرکت مدنظر قرار داده‌اند. تفاوت ارزش بازار و ارزش دفتری می‌تواند دلیلی بر وجود دارایی نامشهود در شرکت تلقی شود.

معرفی مدل‌های تحقیق برای آزمون فرضیه‌های

مدل‌های مرتبط با فرضیه‌های اول تا سوم

برای آزمون سه فرضیه اول تحقیق از روشی که توسط کوتاری وسلوان [17] ابداع شده، استفاده شد. آن‌ها اعتقاد داشتند از آنجا که بازار آینده‌نگر، سودهای آتی را پیش‌بینی می‌کند، از این رو تغییرات قیمت به تغییرات سود منجر می‌شوند. به عبارت دیگر تغییرات قیمت بر تغییرات سود پیشرو هستند. از این رو مدل زیر مورد استفاده قرار گرفت تا ارزیابی شود که قیمت سهام چه میزان اطلاعات آتی سود را در مقایسه با اطلاعات جاری بیش‌تر منعکس می‌کند.

$$R_{it-t,t} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۱}$$

از آنجا که قیمت سهام پیشرو بر سود حسابداری است. از این رو هر میزان t افزایش یابد، به احتمال زیاد اطلاعات موجود در سود در زمان t در بازده دوره $t-1$ تا t منعکس خواهد شد. این امر به این دلیل است که افراد مرتبط در بازار سرمایه، احتمالاً اطلاعات

مرتبط با سود جاری را در دوره زمانی قبل لحاظ کرده باشند. به میزانی که اطلاعات سود جاری حسابداری در گذشته در قیمت‌های سهام دوره قبل دربر گرفته شده باشد، ضریب β_1 با کوچک‌تر (بزرگ‌تر) شدن فاصله تا t ، کوچک‌تر (بزرگ‌تر) خواهد شد.

روش دوم:

به منظور استحکام بیش‌تر تحقیق، برای آزمون تاثیر سطح مالکیت نهادی بر میزان انعکاس اطلاعات مرتبط با سود آتی در بازده‌های سهام با استفاده از مدل کوتاری وسلوان [۱۷]، روش دیگری نیز مورد استفاده قرار گرفت. در این روش بین سودها و سطح مالکیت نهادی در زمان ابتدای دوره تجمیع بازده‌ها ارتباط برقرار کرده و فرضیه‌های آزمون شد.

$$R_{it-1,t} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 E_{it} * CRH_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۲}$$

معادله یادشده برای هر دو دوره $t=1$ و $t=2$ برآورد شد. با مقایسه $\beta_2(t=2)$ با $\beta_2(t=1)$ تاثیر مالکیت نهادی بر میزان اطلاعات دوره آتی که در قیمت‌های جاری سهام لحاظ شده‌اند، مورد آزمون قرار می‌گیرد.

مدل‌های مرتبط با آزمون فرضیه‌های چهارم تا ششم

برای آزمون رابطه بین متغیرهای مورد نظر در این فرضیه‌های و واکنش بازار به سود حسابداری، هریک از متغیرهای یادشده، وارد معادله واکنش بازار به سود شده و موثر بودن و نوع رابطه هریک از آن‌ها با معادله یادشده با استفاده از مدل‌های زیر مورد آزمون قرار گرفت.

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 E_{it} * SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۳}$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 E_{it} * LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۴}$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 E_{it} * MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۵}$$

مدل‌های مرتبط با آزمون فرضیه‌های هفتم تا نهم

با عنایت به این که طبق مبانی نظری تحقیق، عوامل دیگری غیر از درصد مالکیت نهادی، بر رابطه بین سود و بازده موثر هستند و از طرفی طبق نتایج آزمون فرضیه‌های چهارم تا ششم، وجود رابطه بین اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در بورس ایران تایید شد. از این رو برای حصول اطمینان از این که آیا نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اول تا

سوم تحقیق در شرایط حضور متغیرهای یادشده به قوت خود باقی هست یا خیر، عوامل یادشده را که شامل اندازه شرکت و ارزش بازار به ارزش دفتری است وارد مدل تحقیق کرده و با حضور آن‌ها صحت نتایج تحقیق و تحلیل حساسیت آزمون فرضیه‌های به متغیرهای یادشده، با استفاده از مدل‌های زیر، مورد بررسی قرار گرفت.

$$R_{it-1,t} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 MB_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۶:}$$

برای آزمون فرضیه هفتم معادله ۶ برای $t=1$ ، یک بار برای نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی کم و یک بار برای نمونه شرکت‌های؛ مالکیت نهادی زیاد برآورد شده و از طریق مقایسه ضریب β_1 آن‌ها، فرضیه تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد.

برای آزمون فرضیه هشتم معادله ۶ برای $t=2$ ، یک بار برای نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی کم و یک بار برای نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا برآورد شده و از طریق مقایسه β_1 آن‌ها فرضیه هشتم مورد آزمون قرار می‌گیرد.

برای آزمون فرضیه نهم از دو روش استفاده شده است. در روش اول معادله ۶ یک بار برای $t=1$ و یک بار برای $t=2$ برآورد شده و نسبت ضریب β_1 دوره $t=2$ به $t=1$ به عنوان معیار آزمون فرضیه بین دو گروه شرکت‌های با مالکیت نهادی کم و مالکیت نهادی بالا مورد استفاده قرار می‌گیرد.

به عنوان روش جایگزین برای آزمون فرضیه نهم از معادله زیر نیز استفاده شده است.

$$R_{it-1,t} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 E_{it} * CRH_{it-1} + \beta_3 E_{it} * SIZE_{t-1} + \beta_3 E_{it} * MB_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{معادله ۷}$$

معادله ۷ یک بار برای $t=1$ و یک بار برای $t=2$ برآورد شده و از طریق مقایسه ضریب β_2 بین دو معادله نهم مورد آزمون قرار می‌گیرد.

در تمام معادله‌های یادشده:

$R_{it-1,t}$: بازده سهم i در یک دوره زمانی $t-1$ تا t

E_{it} : نسبت سود قبل از مالیات برای دوره منتهی به زمان t به ارزش سهام شرکت در

پایان دوره $t-1$.

SIZE: اندازه شرکت

MB: نسبت بازار به ارزش دفتری شرکت

LEV: اهرم مالی

CRH: درصد مالکیت نهادی

روش‌های جمع‌آوری اطلاعات

از آنجا که روش انجام تحقیق به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی شرکت‌ها سر و کار دارد. فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با عنایت به متغیرهای تحقیق عمدتاً به صورت‌های مالی شرکت‌ها، ترکیب سهامداران، قیمت سهام و بازده سهام مربوط می‌شود، از منابع مختلفی از جمله سیستم اطلاعاتی صحرا، تدبیر پرداز و پارس پرتفولیو، صورت‌های مالی شرکت‌ها و ماهنامه بورس استفاده شده است. برای پردازش اطلاعات از نرم افزار Excel و SPSS استفاده شده است.

روش‌های تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های

برای انجام تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون یک متغیره و چند متغیره استفاده شده است. برای مقایسه معنادار بودن تفاوت ضریب دو معادله رگرسیون حاصل از دو نمونه آماری از آماره والد استفاده می‌شود. در صورتی که ضریب معادله اول را با β_1 و انحراف استاندارد آن را Se_1 بنامیم و اعداد مشابه به آن‌ها برای نمونه دوم را β_2 و Se_2 بنامیم. آماره Z مورد نظر به صورت زیر حساب می‌شود:

$$Z = \frac{(\beta_1 - \beta_2)}{\sqrt{Se_1^2 + Se_2^2}}$$

با فرض صفر تساوی دو معادله، آماره یادشده در نمونه‌های بزرگ دارای توزیع نرمال استاندارد است. بنابراین با حدود خطای $\alpha = 0.05$ در صورتی که آماره حساب شده بزرگ‌تر از $1/96$ باشد، فرض صفر رد می‌شود و معنادار بودن تفاوت ضریب دو معادله رگرسیون تایید می‌شود. (پاترنوستر و دیگران [20])

آزمون اعتبار مدل‌های رگرسیون

نتایج مدل رگرسیون در صورتی می‌تواند اعتبار داشته باشد که پیش فرض‌های به کارگیری آن برقرار باشد. پیش شرط به کارگیری آزمون رگرسیون برای یک سری متغیر آن است که متغیر وابسته پیوسته بوده و دارای توزیع نرمال باشد، هم‌چنین جملات خطا باید به صورت ناهمبسته بوده و دارای توزیع نرمال باشد، برای آزمون این پیش فرض‌ها از آزمون‌های کلموگروف-اسمیرنوف جهت بررسی نرمال بودن و از آزمون دوربین-واتسن برای بررسی ناهمبسته بودن جملات خطا استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده حاکی از تحقق پیش فرض‌های اعتبار تمام مدل‌های رگرسیون مورد استفاده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی کم و نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد در نگاره‌های شماره (۱ و ۲) ارایه شده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد

متغیر تحقیق	تعداد نمونه	حداقل	حداکثر	میانه	انحراف معیار
بازده	۸۰	-۰/۶۹	۳/۵۶	۰/۷۹	۰/۸۷
سودقبل از مالیات به ارزش بازار	۸۰	-۰/۴۸	۲/۵۷	۰/۳۸	۰/۴۵
درصد مالکیت نهادی	۸۰	۶۴/۲۳	۹۴/۲۹	۷۶/۴۳	۷/۳۹
نسبت بدهی به دارایی	۸۰	۰/۴۴	۰/۹۶	۰/۷۸	۰/۱۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۸۰	۰/۶۲	۴۱/۵۸	۵/۹۴	۶/۴۳
لگاریتم ارزش بازار (اندازه شرکت)	۸۰	۷/۸۴	۱۵/۳۵	۱۱/۷۶	۱/۵۳

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

متغیر تحقیق	تعداد نمونه	حداقل	حداکثر	میانه	انحراف معیار
بازده	۸۰	-۰/۷۱	۱/۹۱	۰/۳۷	۰/۴۶
سودقبل از مالیات به ارزش بازار	۸۰	۰/۰۱	۱/۳۱	۰/۳۳	۰/۲۳
درصد مالکیت نهادی	۸۰	۵	۳۶/۴	۱۹/۹۳	۷/۰۷
نسبت بدهی به دارایی	۸۰	۰/۰۷	۰/۹۲	۰/۶۲	۰/۱۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۸۰	۰/۸۴	۱۰	۲/۵۹	۱/۷۷
لگاریتم ارزش بازار (اندازه شرکت)	۸۰	۷/۸۶	۱۲/۸۶	۱۰/۷۳	۱/۱۷

نتایج حاصل از فرضیه اول

نتایج حاصل از برآورد معادله تحقیق برای شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد و شرکت‌های با مالکیت نهادی کم در نگاره‌های شماره (۳ و ۴) ارایه شده است.

نگاره ۳. شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد

$R_{it-1,t} = 0.264 + 1.069E_{it} + \varepsilon_{it}$				
معادله (۲)				
P-value=۰/۰۰۰		آماره فیشر: ۶۲/۷۲		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنا دار	۰/۰۲۵	۲/۲۸۲	۰/۲۶۴	مقدار ثابت
معنا دار	۰/۰۰۰	۷/۹۱۹	۱/۵۶۹	E_{it}
آماره دوربین - واتسن = ۱/۶۴۹		$R^2 = 0.446$	$R^2 = 0.439$ تعدیل شده	

نگاره ۴. شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

$R_{it-1,t} = -0.247 + 2.112E_{it} + \varepsilon_{it}$				
معادله (۳)				
P-value=۰/۰۰۰		آماره فیشر: ۸۷/۸۳		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنا دار	۰/۰۰۷	-۲/۷۶۴	-۰/۲۴۷	مقدار ثابت
معنا دار	۰/۰۰۰	۹/۳۷۲	۲/۱۱۲	E_{it}
آماره دوربین - واتسن = ۱/۷۸۷		$R^2 = 0.530$	$R^2 = 0.524$ تعدیل شده	

در بررسی رابطه‌های یادشده مطابق با نتایج نگاره تحلیل واریانس، از آنجا که سطح معناداری آماره فیشر از حدود خطای $\alpha = 0.5\%$ کوچک‌تر است، بنابراین وجود رابطه معنادار محرز است. در رابطه با مقدار ثابت و متغیر E_{it} نیز سطح معناداری آماره t-استودنت از حدود خطای $\alpha = 0.5\%$ کوچک‌تر است. بنابراین معناداری این دو مولفه هم مورد تایید است. مقایسه در دو نگاره یادشده نشان می‌دهد، ضریب متغیر سود سال جاری در مورد شرکت‌های با مالکیت نهادی کم، بیش‌تر از شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد است. برای آزمون معنادار بودن تفاوت دو معادله رگرسیون یادشده از آماره Wald استفاده شده است.

نگاره ۵. مقایسه آماره Wald یا آماره نگاره برای آزمون فرضیه

نتیجه آزمون	آماره نگاره	آماره Wald حساب شده
تایید فرضیه	۱/۹۶	۱/۹۹

هم‌چنان که نگاره یادشده نشان می‌دهد آماره Wald محاسبه شده، بیش از آماره نگاره بوده، بنابراین فرضیه تحقیق تایید می‌شود. این امر می‌تواند از آنجا ناشی شود که در شرکت‌های با مالکیت نهادی کم، نحوه

نظارت بر عملکرد مدیریت و ارزیابی اطلاعات به طور عمده مربوط به فعالیت‌هایی است که مرتبط با سود سال جاری هستند و در سال‌های قبل در اختیار بازار نبوده و در قیمت‌های سهام سال‌های قبل لحاظ نشده‌اند. که نشان می‌دهد در این گروه از شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و بازار بیش‌تر است. نتیجه این آزمون با یافته‌های جیانگ و کیم [13] و جیامبالو و دیگران [12] مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از برآورد معادله تحقیق برای شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد و شرکت‌های با مالکیت نهادی کم در نگاره‌های شماره (۶ و ۵) ارائه شده است.

نگاره ۶. شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد

معادله (۵)				
$R_{it-2,t} = -0.691 + 8.737E_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-Value=0.000		آماره فیشر: ۷۶/۹۴		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
----	0.239	-1.187	-0.691	مقدار ثابت
معنادار	0.000	8.737	8.737	E_{it}
آماره دوربین - واتسن = 1/699		$R^2 = 0.497$	$R^2 = 0.490$ تعدیل شده	

نگاره ۷. شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

معادله (۶)				
$R_{it-2,t} = 0.114 + 3.457E_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-Value=0.000		آماره فیشر: ۳۱/۴۶۸		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
----	0.953	0.059	0.114	مقدار ثابت
معنادار	0.000	3.457	3.457	E_{it}
آماره دوربین - واتسن = 1/940		$R^2 = 0.287$	$R^2 = 0.278$ تعدیل شده	

هم‌چنان که مقایسه دو نگاره یادشده نشان می‌دهد، ضریب متغیر سود در شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد برابر ۸/۷۳۷ بوده و بیش‌تر از ۳/۴۵۷ است که ضریب متغیر سود در شرکت‌های با مالکیت نهادی کم است. برای آزمون معنادار بودن مقایسه دو معادله رگرسیون یادشده از آماره Wald استفاده شده است.

نگاره ۸. مقایسه آماره Wald با آماره نگاره برای آزمون فرضیه

آماره Wald محاسبه شده	آماره نگاره	نتیجه آزمون
۴/۵۰۱	۱/۹۶	تایید فرضیه

هم چنان که نگاره یادشده نشان می دهد آماره Wald محاسبه شده بیش از آماره نگاره بوده و ضمن تایید مقایسه یادشده فرضیه تحقیق تایید می شود. این نتایج هماهنگ با یافته های جاکوبسون و آکر [10]، جیانگ و کیم [13] و جیامبالو و دیگران [12] است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

برای آزمون فرضیه یادشده از دو روش استفاده می شود.

روش اول آزمون

نتایج برآورد معادله تحقیق برای مجموع کل شرکت های نمونه (هر دو گروه شرکت های مالکیت نهادی کم و زیاد باهم) برای دو دوره $t=1$ و $t=2$ در نگاره های شماره (۹ و ۱۰) ارائه شده است.

نگاره ۹. بازده یکساله ($i=1$)

معادله (۸) $R_{it-1,t} = 0.086 + 1.318E_{it} + 0.005E_{it} * CRH_{it-1} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0.000		آماره فیشر: 68/069		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
-----	0.282	1.078	0.086	مقدار ثابت
معنادار	0.000	4.089	1.318	E_{it}
-----	0.165	1.394	0.005	$E_{it} * CRH_{it-1}$
آماره دورین - واتسن = 1/731		$R^2 = 0.464$	R^2 تعدیل شده = 0.458	

نگاره ۱۰. بازده دو ساله ($i=2$)

معادله (۹) $R_{it-2,t} = -0.248 + 1.502E_{it} + 0.087E_{it} * CRH_{it-2} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0.000		آماره فیشر: 86/324		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
-----	0.470	-0.724	-0.248	مقدار ثابت
-----	0.290	1.061	1.502	E_{it}
معنادار	0.000	4.960	0.087	$E_{it} * CRH_{it-1}$
آماره دورین - واتسن = 1/863		$R^2 = 0.524$	R^2 تعدیل شده = 0.518	

هم‌چنان که ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر $E_{it} * CRH_{it-1}$ در معادله اول ($t=1$) با مقدار $0/005$ کوچک‌تر از ضریب متغیر یادشده در معادله دوم ($t=2$) با مقدار $0/087$ است و حاکی از آن است که نسبت اطلاعات سودهای آتی به سودهای جاری که در بازده جاری سهام منعکس شده است، در صورت در نظر گرفتن متغیر نوع مالکیت بیش‌تر است. برای ارزیابی معنادار بودن مقایسه یادشده از آماره Wald استفاده شده است که نتایج آن به شرح زیر است.

نگاره ۱۱. مقایسه آماره Wald با آماره نگاره برای آزمون فرضیه

آماره Wald حساب شده	آماره نگاره	نتیجه آزمون
۴/۴۵	۱/۹۶	تایید فرضیه

هم‌چنان که نگاره یادشده نشان می‌دهد آماره Wald محاسبه شده بیش از آماره نگاره بوده بنابراین فرضیه تحقیق تایید می‌شود.

روش دوم: با استفاده از معادلات حاصل از آزمون فرضیه‌های اول و دوم که به ترتیب ضریب انعکاس سودهای جاری و سودهای آتی برای هر دو گروه شرکت‌ها در آن‌ها به‌دست آمده است، نسبت سودهای آتی به جاری برای هر دو گروه شرکت به شرح نگاره شماره (۱۲) حساب و مورد مقایسه و ارزیابی قرار می‌گیرد.

نگاره ۱۲. ثبت بسود سال آتی به سود سال جاری

نوع نمونه مورد آزمون	ضریب سود سال جاری (یک‌ساله)	ضریب سود سال آتی (بازده ۲ساله)	نسبت سود سال آتی به سود سال جاری
شرکت‌هایی با مالکیت نهادی زیاد	۱/۵۶۹	۸/۷۳۷	۵/۵۶۸
شرکت‌های با مالکیت نهادی کم	۲/۱۱۲	۳/۴۵۷	۱/۶۳۷

هم‌چنان که مقایسه یادشده نشان می‌دهد، تقریباً بخش عمده‌ای از اطلاعات سود سال جاری در شرکت‌های با مالکیت نهادی کم در بازده سال جاری منعکس می‌شود که در بازده سال قبل منعکس نشده است. در حالی که در شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد برعکس این قضیه وجود دارد و بخش عمده اطلاعات در سال قبل در بازده منعکس شده است. مقایسه نسبت سودهای آتی به جاری در دو گروه شرکت‌ها مؤید تایید فرضیه است. این امر حاکی از حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی است. بنابراین که در صورتی که

سهامداران نهادی در ترکیب شرکت‌ها نسبتاً زیاد باشند، قیمت‌های سهام اطلاعات را زودتر منعکس می‌کنند. نتایج حاصله با یافته‌های پرتتر [21] و بوش [3] هم‌خوانی ندارد و تایید کننده نظرات رقیب آن‌ها است. بنابراین مطابق با یافته‌های والتر [23]، بارتو و دیگران [2]، جیامبالو و دیگران [12]، جیانگ و کیم [13] و جاکوبسون و آکر [10] است.

نتایج حاصل از فرضیه چهارم:

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در نگاره شماره (۱۳) ارایه شده است.

نگاره ۱۳. اندازه شرکت

معادله (۱۱)				
$R_{it} = 0.086 - 0.309E_{it} + 0.217E_{it} * SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0.000		آماره فیشر: ۷۳/۹۱۸		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
----	0.315	1.008	-0.086	مقدار ثابت
----	0.668	-0.438	-0.309	E_{it}
معنادار	0.005	2.879	0.217	$E_{it} * Size_{it}$
آماره دورین - واتسن = 1.749		$R^2 = 0.485$	$R^2 = 0.478$ تعدیل شده	

هم‌چنان که نگاره یادشده نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت در معادله یادشده معنادار بوده و علامت مثبت ضریب آن نشان‌گر تایید رابطه مثبت اندازه شرکت با واکنش بازار به سود بوده و فرضیه تایید می‌شود. نتیجه به دست آمده با یافته‌های کولینز و کوتاری [5]، کولینز، کوتاری و رایبرن [6] و جیامبالو و دیگران [12] هم‌خوانی دارد. با این وجود با نتایج جیانگ و کیم [13] مطابق نیست. پایین بودن ریسک شرکت‌های بزرگ به دلیل توان مقابله آن با نوسانات و حوادث پیش‌بینی نشده به عنوان یک عامل محیطی در رابطه مثبت آن با واکنش بازار به سود می‌تواند موثر باشد.

نتایج حاصل از فرضیه پنجم

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در نگاره شماره (۱۴) ارایه شده است.

با توجه به نگاره یادشده هر چند ضریب اهرم مالی همانند فرضیه نشان‌گر رابطه منفی است، ولی این رابطه از نظر آماری معنادار نیست بنابراین فرضیه تحقیق رد می‌شود. شاید یکی از دلایل رد فرضیه، فقدان رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران باشد.

نگاره ۱۴. اهرم مالی

معادله (۱۳)				
$R_{it} = 0.063 + 1.342E_{it} + 0.44E_{it} * LEV_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-Valve=0.000		آماره فیشر: ۶۶/۵۴۴		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
----	0.441	0.772	0.063	مقدار ثابت
----	0.061	1.884	1.342	E_{it}
----	0.091	0.538	0.44	$E_{it} * LEV_{it}$
آماره دوربین - واتسن = 1/701		$R^2 = 0.459$	R^2 تعدیل شده = 0.452	

نتایج حاصل از فرضیه ششم

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در نگاره شماره (۱۵) ارائه شده است.

نگاره ۱۵. ارزش بازار به ارزش دفتری

معادله (۱۵)				
$R_{it} = -0.033 + 1.013E_{it} + 0.111E_{it} * MB_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-Valve=0.000		آماره فیشر: ۷۳/۱۰۶		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
----	0.671	-0.426	-0.033	مقدار ثابت
معنادار	0.000	9.232	1.013	E_{it}
معنادار	0.007	2.271	0.111	$E_{it} * MB_{it}$
آماره دوربین - واتسن = 1/778		$R^2 = 0.482$	R^2 تعدیل شده = 0.474	

هم‌چنان که نگاره یادشده نشان می‌دهد، متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت در معادله معنادار بوده و علامت مثبت آن نشان‌گر تایید رابطه مثبت نسبت یادشده با واکنش بازار به سود شرکت بوده و فرضیه تایید می‌شود. نتایج حاصله با یافته‌های کولینز و کوتاری [5] و جیامبالو و دیگران [12] هم‌خوانی دارد.

نتایج حاصل از فرضیه هفتم

نتایج حاصل از برآورد معادله تحقیق برای شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد و شرکت‌های با مالکیت نهادی کم در نگاره‌های شماره (۱۶ و ۱۷) ارائه شده است.

مقایسه دو معادله یادشده نشان می‌دهد که ضریب متغیر E_{it} برای شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد ۱/۵۸ و برای مالکیت نهادی کم ۲/۰۵۶ است که هر دو معنادار هستند و مقایسه آن دو نشان‌گر کم‌تر بودن انعکاس اطلاعات سودهای سال جاری در بازده در شرکت‌های

با مالکیت نهادی زیاد در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی کم است. برای آزمون معنادار بودن تفاوت دو معادله از آماره Wald استفاده شده است.

نگاره ۱۶. شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد

معادله (۱۷) $R_{it-1,t} = 0.222 + 1/580 E_{it} + 0.001 SIZE_{it-1} + 0.005 MB_{it-1} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0.000		آماره فیشر: ۲۰/۴۴۱		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
-----	0.077	0.294	0.222	مقدار ثابت
معنادار	0.000	7.676	1/580	E_{it}
-----	0.99	0.012	0.001	$SIZE_{it-1}$
-----	0.756	0.312	0.005	$E_{it} * MB_{it}$
آماره دوربین - واتسن = ۱/۶۵۳		$R^2 = 0.447$	$R^2 = 0.425$ تعدیل شده	

نگاره ۱۷. شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

معادله (۱۸) $R_{it-1,t} = 0.433 + 2/056 E_{it} - 0.064 SIZE_{it-1} + 0.008 MB_{it-1} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0.000		آماره فیشر: ۳۰/۰۷۷		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
-----	0.391	0.862	0.433	مقدار ثابت
معنادار	0.000	8.982	2/056	E_{it}
-----	0.155	-1.437	-0.064	$SIZE_{it-1}$
-----	0.779	0.282	0.008	$E_{it} * MB_{it}$
آماره دوربین - واتسن = ۱/۸۳۵		$R^2 = 0.543$	$R^2 = 0.525$ تعدیل شده	

نگاره ۱۸. مقایسه آماره Wald با آماره نگاره

نتیجه آزمون	آماره نگاره	آماره Wald حساب شده
تایید فرضیه	۱/۹۶	۳/۱۸

هم‌چنان که نگاره یادشده نشان می‌دهد آماره Wald حساب شده بیش از آماره نگاره بوده، بنابراین فرضیه تحقیق تایید می‌شود. نتایج حاصل مطابق یافته‌های جیانگ و کیم [13] و جیامبالو و دیگران [12] است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه هشتم

نتایج حاصل از برآورد معادله تحقیق برای نمونه‌ها در نگاره‌های شماره (۱۹ و ۲۰) ارایه شده است.

نگاره ۱۹. شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد

معادله (۲۰) $R_{it-2,t} = 4/792 + 8/374 E_{it-1} - 0/464 SIZE_{it-2} + 0/03 MB_{it-2} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0/000		آماره فیشر: ۲۶/۲۹۰		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
-----	0/240	1/184	4/792	مقدار ثابت
معنادار	0/000	8/133	8/374	E_{it}
-----	0/186	-1/336	-0/464	$SIZE_{it-1}$
-----	0/959	0/051	0/003	$E_{it} * MB_{it}$
آماره دوربین - واتسن = 1/705		$R^2 = 0/509$	R^2 تعدیل شده = 0/490	

نگاره ۲۰. شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

معادله (۲۱) $R_{it-2,t} = 3/158 + 3/320 E_{it-1} - 0/291 SIZE_{it-2} - 0/012 MB_{it-2} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0/000		آماره فیشر: ۱۳/۲۷		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
معنادار	0/019	2/401	3/158	مقدار ثابت
معنادار	0/000	5/451	3/320	E_{it}
معنادار	0/017	-2/449	-0/291	$SIZE_{it-1}$
-----	0/873	-0/161	-0/012	$E_{it} * MB_{it}$
آماره دوربین - واتسن = 1/954		$R^2 = 0/340$	R^2 تعدیل شده = 0/314	

مقایسه ضریب β_1 بین دو معادله یادشده نشان می‌دهد که ضریب مورد بحث برای شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد، بیش‌تر از شرکت‌های با مالکیت نهادی کم است. برای ارزیابی معنادار بودن مقایسه یادشده از آماره Wald استفاده شده است.

نگاره ۲۱. مقایسه آماره و Wald با آماره نگاره برای آزمون فرضیه

نتیجه آزمون	آماره نگاره	آماره Wald حساب شده
تایید فرضیه	۱/۹۶	۴/۲۲

هم‌چنان که نگاره یادشده نشان می‌دهد، آماره Wald حساب شده بیش از آماره نگاره بوده و به این مفهوم است که در شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی کم با در نظر گرفتن تاثیر متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اطلاعات سود سال آتی در بازده سال جاری سهام انعکاس بیش‌تری دارد؛ بنابراین فرضیه هشتم تایید می‌شود. این نتایج با یافته‌های جیانگ و کیم [13]،

جاکوبسون و آکر [10] و جیامبالو و دیگران [12] مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه نهم

برای آزمون فرضیه یادشده از دو روش استفاده می شود.

روش اول: نتایج برآورد معادله تحقیق برای مجموع کل شرکت های نمونه (هر دو گروه شرکت های مالکیت نهادی کم و زیاد باهم) برای دو دوره $t=1$ و $t=2$ در نگاره های شماره (۲۲ و ۲۳) ارایه شده است.

مقایسه دونگاره یادشده نشان می دهد که ضریب $E_{it} * CRH_{it-1}$ برای $t=1$ معادل $0/06$ است درحالی که برای $t=2$ مقدار آن $0/79$ است. بنابراین در شرکت هایی که مالکیت نهادی در آن ها زیاد است در مقایسه با شرکت هایی که مالکیت نهادی در آن ها کم است، نسبت سودهای آتی به جاری که در بازده جاری سهام منعکس شده اند، بیش تر بوده و نشان گر کاهش عدم تقارن اطلاعات در آن ها است. برای ارزیابی معنادار بودن مقایسه یادشده از آماره Wald استفاده شده است که نتایج آن به صورت زیر است.

نگاره ۲۳. بازده یک ساله ($t=1$)

معادله (۲۳) $R_{it-1,t} = -0/094 - 0/345E_{it} + 0/004E_{it} * CRH_{it-1} + 0/174E_{it} * SIZE_{it-1} + 0/088E_{it} * MB_{it-1} + \varepsilon_{it}$				
P-Value = 0/000		آماره فیشر: ۳۹/۲۹۱		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
-----	0/318	-1/002	-0/094	مقدار ثابت
-----	0/643	-0/464	-0/354	E_{it}
معنادار	0/024	2/273	0/174	$E_{it} * SIZE_{it-1}$
-----	0/328	0/982	0/004	$E_{it} * CRH_{it-1}$
معنادار	0/035	2/129	0/088	$E_{it} * MB_{it-1}$
آماره دوربین - واتسن = 1/851		$R^2 = 0/503$	$R^2 = 0/491$ تعدیل شده	

هم چنان که نگاره یادشده نشان می دهد آماره Wald حساب شده بیش از آماره نگاره بوده؛ بنابراین فرضیه تحقیق تایید می شود.

روش دوم: با استفاده از معادلات حاصل از آزمون فرضیه های هفتم و هشتم که به ترتیب ضریب واکنش سودهای جاری و سودهای آتی در شرایط تاثیر متغیرهای کنترلی MB،

SIZE برای هر دو گروه شرکت‌های مالکیت نهادی کم و مالکیت نهادی زیاد در آن‌ها به دست آمده است، نسبت سودهای آتی به جاری برای هر دو شرکت به شرح زیر محاسبه و مورد مقایسه و ارزیابی قرار می‌گیرد.

نگاره ۲۳. بازده دوساله (i=۲)

$R_{it-2,t} = 0.679 + 10/426 E_{it} + 0.084 E_{it} * CRH_{it-2} - 1/47 E_{it} * SIZE_{it-2} - 0.11 E_{it} * MB_{it-2} + \epsilon_{it}$ (۲۴)				
P-Value = 0.000		آماره فیشر: ۵۹/۴۴۷		
نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	متغیر توضیحی
----	0.057	1/921	0.679	مقدار ثابت
معنادار	0.000	5/132	15/426	E_{it}
معنادار	0.000	5/195	0.084	$E_{it} * SIZE_{it-2}$
معنادار	0.000	-4/995	-1/470	$E_{it} * CRH_{it-2}$
----	0.285	-1/073	-0.110	$E_{it} * MB_{it-2}$
آماره دوربین - واتسن = 2/082		$R^2 = 0.605$	$R^2 = 0.095$ تعدیل شده	

نگاره ۲۴. مقایسه آماره Wald یا آماره نگاره برای آزمون فرضیه

نتیجه آزمون	آماره نگاره	آماره Wald حساب شده
تایید فرضیه	1/96	4/85

نگاره ۲۵. ثبت سود سال آتی به سود سال جاری

نسبت سود سال آتی به سود سال جاری	ضریب سود سال آتی (بازده ۲ ساله)	ضریب سود سال جاری (یک ساله)	نوع نمونه مورد آزمون
0.57	8.374	1.580	شرکت‌هایی با مالکیت نهادی زیاد
1.64	3.320	2.056	شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

مقایسه ضریب سود سال آتی به سود سال جاری بین دو گروه شرکت‌ها حاکی از بیش‌تر بودن انعکاس نسبت سودهای آتی به سودهای جاری در بازده جاری سهام در شرکت‌های مالکیت نهادی زیاد در مقایسه با گروه شرکت‌های با مالکیت‌های نهادی کم بوده، بنابراین فرضیه تحقیق تایید می‌شود.

یافته‌های انجام این تحقیق با نتایج حاصل از تحقیقات والتر [23]، بارتو و دیگران [2]

جیامبالو و دیگران [12]، جیانگ و کیم [13] و جاکوبسون و آکر [10] هماهنگی دارد. البته مقایسه ضرایب به دست آمده در معادلات این فرضیه با ضرایب حاصل از آزمون جیانگ و کیم [13] نشان دهنده پایین بودن نسبت‌ها در این تحقیق است. تفاوت یادشده می‌تواند به دلیل پایین بودن کارایی بازار بورس ایران باشد.

بررسی روابط غیر خطی احتمالی

مدل‌های خطی مورد استفاده در این تحقیق مشابه مدل‌هایی است که توسط آقایان کولینز و کوتاری [5] جاکوبسون و آکر [10]، جیانگ و کیم [13] و جیامبالو و دیگران [12] و جیانگ و کیم [14] مورد استفاده قرار گرفته است. R^2 تعدیل شده در اکثر فرضیه‌های آزمون شده در این تحقیق بین ۳۵ تا ۵۵ درصد قرار دارد. هم‌چنین مقایسه R^2 تعدیل شده آزمون‌ها با آزمون‌های انجام شده توسط دیگران نشان‌گر بالا بودن نسبی R^2 این تحقیق است. برای مثال در آزمون جیانگ و کیم [13]، R^2 تعدیل شده حدود ۷٪ بوده و در آزمون جیامبالو و دیگران [12] حدود ۲۴٪ است.

با این حال از آنجایی که احتمال داشت رابطه بین متغیرهای مورد آزمون در این تحقیق از نوع رابطه غیر خطی باشند. از این رو رابطه‌های غیر خطی محتمل با استفاده از مدل‌های توان دوم و توان سوم متغیر مستقل مورد استفاده قرار گرفت. در اکثر آزمون‌ها R^2 تعدیل شده حاصل از این مدل‌ها تغییر چندانی نسبت به مدل‌های خطی نداشت. برای مثال R^2 تعدیل شده مدل رابطه بین بازده سال جاری با سود سال جاری برای نمونه مجموع شرکت‌های مورد آزمون در مدل‌های خطی، توان دو و توان سه به ترتیب مساوی ۰/۲۸۷ و ۰/۳۱۷ و ۰/۳۳۵ بوده که نشان‌گر عدم تفاوت اساسی آن‌ها بوده و از این رو مناسب بودن نسبی مدل‌های خطی مورد استفاده در آزمون فرضیه‌های تحقیق، مورد تایید قرار می‌گیرد.

ماتریس همبستگی

با توجه به این که در این تحقیق از دو گروه نمونه آماری شرکت‌های با مالکیت نهادی کم و نمونه شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد استفاده شده است، ماتریس همبستگی بین متغیرهای تحقیق در نگاره‌های شماره (۲۶ و ۲۷) ارائه شده است.

نگاره ۲۶. ماتریس همبستگی متغیرهای تحقیق در شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد

اندازه شرکت	نسبت ارزش دفتری به ارزش دفتری	نسبت بدهی به دارایی	درصد مالکیت نهادی	سود قبل از مالیات به ارزش بازار	بازده	متغیرهای تحقیق
-------------	-------------------------------	---------------------	-------------------	---------------------------------	-------	----------------

سود قبل از مالیات به ارزش بازار	۰/۶۶۸ ^{xx} (۰/۰۰۰)	۱				
نسبت بدهی به دارایی	۰/۱۱۶ (۰/۳۰۵)	۰/۲۶ (۰/۰۲۰)	۰/۲۶۱ ^x (۰/۰۲)	۱		
درصد مالکیت نهادی	۰/۱۸۸ (۰/۰۹۴)	۰/۲۲۸ ^x (۰/۰۴۲)	۱			
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۷۶ (۰/۰۵۰۲)	-۰/۱۵۷ (۰/۱۶۳)	-۰/۰۹ (۰/۴۲۶)	۰/۱۶۲ (۰/۱۵۲)	۱	
لگاریتم ارزش بازار(اندازه شرکت)	-۰/۱۳۰ (۰/۲۵۱)	-۰/۲۱۳ (۰/۰۵۸)	-۰/۲۰۳ (۰/۰۷۲)	۰/۲ (۰/۰۷۵)	۰/۴۰۸ ^{xx} (۰/۰۰۰)	۱

نگاره ۲۷. ماتریس همبستگی بین متغیرهای تحقیق در شرکت‌های با مالکیت نهادی کم

متغیرهای تحقیق	بازده	سود قبل از مالیات به ارزش بازار	درصد مالکیت نهادی	نسبت بدهی به دارایی	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	اندازه شرکت
سود قبل از مالیات به ارزش بازار	۰/۷۲۸ ^{xx} (۰/۰۰۰)	۱				
درصد مالکیت نهادی	۰/۲۲۰ (۰/۰۵۰)	۰/۰۴۶ (۰/۶۸۸)	۱			
نسبت بدهی به دارایی	۰/۱۵۹ (۰/۱۶۰)	۰/۲۷۴ ^x (۰/۰۱۴)	-۰/۰۱۱ (۰/۹۲۱)	۱		
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۱۱۲ (۰/۳۲۴)	۰/۱۱۶ (۰/۳۰۴)	۰/۱۵۵ (۰/۱۶۹)	۰/۵۴۱ ^{xx} (۰/۰۰۰)	۱	
لگاریتم ارزش بازار(اندازه شرکت)	-۰/۲۱۹ (۰/۰۵۱)	-۰/۱۴۸ (۰/۱۹۱)	-۰/۳۷۶ ^{xx} (۰/۰۱)	-۰/۳۷۱ ^{xx} (۰/۰۰۱)	-۰/۰۶۵ (۰/۰۶۵)	۱

xx همبستگی با احتمال ۹۹٪ معنادار است.

x همبستگی با احتمال ۹۵٪ معنادار است.

اعداد داخل پرانتز مقدار P-Value ضریب همبستگی را نشان می‌دهد.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق، دو نگرش رقیب در مورد سهامداران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. نگرش اول این است که سهامداران نهادی به‌طور فزاینده‌ای بر عملکرد مالی جاری تمرکز دارند. در این صورت نهادها در مقایسه با سایر سهامداران، تمایل کم‌تری برای لحاظ کردن عوامل موثر بر سودهای آتی در قیمت‌های جاری سهام دارند. نگرش مقابل بر حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی تاکید دارد که دارای توانایی‌ها و مزیت نسبی در

جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند، از این رو قیمت‌های سهام شرکت‌هایی با مالکین نهادی، بایستی بخش بیش‌تری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را منعکس کنند. نتایج حاصل از این تحقیق با نگرش دوم مطابقت داشت.

یافته‌های این تحقیق نشان داد که در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیش‌تری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کم‌تری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیش‌تر در برمی‌گیرد. مطالعات مرتبط با ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها و هم‌چنین عملکرد آن‌ها، تاثیر متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بر رابطه بین سود و بازده را نشان می‌داد که فرضیه‌های تحقیق با کنترل متغیرهای یادشده نیز مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصل به قوت خود باقی ماند.

با وجود این، نتایج حاصل از این تحقیق بدین مفهوم نیست که تمامی سهامداران نهادی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده و سودهای آتی را در قیمت‌گذاری سهام منعکس می‌کنند. تحقیق انجام شده توسط بوش [3] نشان داد که یک زیرگروهی از سرمایه‌گذاران نهادی (به‌طور مشخص آن‌هایی که گردش پرتفوی و تنوع سرمایه‌گذاری بالایی داشته و راهبرد خرید و فروش بالا دارند) به‌طور فزاینده‌ای بر سود جاری تمرکز می‌کنند. به هر حال تحقیق حاضر کوششی است در جهت کمک به بحث نقش ترکیب سهامداران نهادی که بر اساس آن، به‌طور میانگین در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی نسبتاً زیاد است، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیش‌تر منعکس می‌کنند.

این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد. در نتیجه به هر میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، آرایه اطلاعات توسط مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار افزایش یافته و به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعات کاهش خواهد یافت. این امر موجب رشد کارایی بازار از نظر اطلاعات خواهد شد. بنابراین کیفیت افشاء اطلاعات مالی تحت تاثیر ترکیب مالکیت شرکت و محیط اطلاعاتی بوده و از این رو ترکیب مالکیت شرکت می‌تواند به‌عنوان یک متغیر مهم مدنظر قرار گیرد. به ویژه زمانی که تفاوت در مفید بودن و به موقع بودن اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری مدنظر باشد.

پیشنهادها

۱. با عنایت به یافته‌های تحقیق، وجود سهامداران حرفه‌ای موجب کاهش عدم تقارن

- اطلاعات در بازار سرمایه از طریق انتقال اطلاعات داخلی شرکت‌ها به بازار می‌شود. بنابراین به مسئولین بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که شرایطی را فراهم سازند حضور سهامداران حرفه‌ای در بازار افزایش یابد. در نتیجه به افزایش کارایی بازار کمک کنند.
۲. با عنایت به بالا بودن تقارن اطلاعات در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی کم به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری‌های خود به عامل ترکیب مالکیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر توجه کنند.
۳. با توجه به ارتباط مثبت اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، بر واکنش بازده به سود، توصیه می‌شود که اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود مدنظر قرار دهند.
۴. با عنایت به پایین بودن تقارن اطلاعات در شرکت‌های با مالکیت نهادی پایین، به سرمایه‌گذاران، به ویژه سرمایه‌گذاران جزء، توصیه می‌شود در تصمیمات خرید سهام این شرکت‌ها تعمق کرده و بررسی بیش‌تری در مورد اطلاعات آن‌ها انجام دهند.
۵. با توجه به نقش ترکیب مالکیت در تقارن اطلاعات و رابطه آن با بازده سهام، به مسئولین بازار سرمایه توصیه می‌شود که سازوکاری فراهم شود که اطلاعات ترکیب مالکیت شرکت‌ها از نظر نهادی و غیر نهادی در اختیار تمام افراد فعال در بازار سرمایه قرار گیرد.

منابع

1. Balsam, S., E. Bartov, and C. Marquardt (2000). "Accruals management investor sophistication and equity valuation: evidence from 10-Q filings" [http://papers.ssrn.com/paper.taf? Abstract. id. 232721](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=232721)
2. Bartov, E., S. Radhakrishnan, and I. Krinsky (2000). "Investor sophistication and patterns in stock returns" *The Accounting Review*, 43-63.
3. Bushee, B. (1998). "Institutional investors, long-term investment, and earning management", www.google.com.
4. Chidembaran, N. and K. John (1997). *Relationship investing and corporate governance*, working paper, Tulane University and New York University.
5. Collins, D.W., and S.P. Kothari (1989). "An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earning response coefficients" *Journal of Accounting and Economics*, 143-182.
6. Collins, D.W., S.P. Kothari, and J.D. Rayburn (1987). "Firm Size and the information content of prices with respect to earnings" *Journal of Accounting and Economics*, 111-139.
7. Dobrzynski, J. (1993). "Relationship Investing: A new shareholder is emerging- patient and involved" *Business week March 15*, 68-75.
8. Gorton, G., and M. Kahl (1999). *Block holder identity, equity ownership structure and hostile takeovers* NBER working paper, 7123.
9. Graves, S. (1988). "Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry" *Academy of management Journal*, 31, 417-428.
10. Jacobson, R. and D. Aaker (1993). "Myopic management behavior with efficient but imperfect financial market: a comparison of information asymmetries in the U.S. and Japan" *Journal of Accounting Economics*, 16, 383-405.
11. Jacobs, M.T. (1991). *Short term America: the Causes and cures of our business Myopia* Boston M: Harvard Business School press.
12. Jiambalov, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam (2001). "Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings" *Journal of Accounting and Economics*.

13. Jiang, L. and J.B. Kim (2000). "Cross-corporate ownership, information asymmetry and the usefulness of accounting performance measures in Japan" *The International Journal of Accounting*, 35, 85-98.
14. Jiang, L. and Kim J.B. (2004). "Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan" *Journal of International Management and Accounting*, 15, 185-210.
15. Kim, W. (2002). "Do foreign investors perform better than locals? Information asymmetry investor sophistication and Market liquidity" www.google.com
16. Kim, J., I. Krinsky, and J. lee (1997). "Institutional holdings and trading volume reactions to quarterly earnings announcements" *Journal of Accounting Auditing and finance*, 1-14
17. Kothari, S.P., and R.G. Sloan (1992). "Information in prices about Future earnings: Implications for earning response coefficients" *Journal of Accounting and Economics*, 143-171.
18. Monks, R., and N. Minow (1995). *Corporate governance*, Cambridge, MA: Black well.
19. Ozer, B., and S. Yamak (2004). "The role of market control on the relation between ownership and performance; evidence from Turkish market" www.google.com
20. Pararnoster, R., R., Brame, P., Mazaerolle, and A., Piquero (1998). "Using the correct statistical test for the equity of regression coefficients." *Criminology*, 36, 859-866.
21. Porter, M.E. (1992). "Capital disadvantage: America's failing capital investment system" *Harvard Business Review*, 65-82.
22. Teitelman, R. (1993). "Institutional investor and the new economic correctness" *Wall street Journal* (February).
23. Walther, B. (1997). "Investor sophistication and market earnings expectation" *Journal of Accounting Research*, 157-192.
24. Worfield, T., and J. Wild (1992). "Accountings as an explanatory variable for returns" *Accounting Review*, 67, 821-842.