

## مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی

رقیه محمدی

[Roghayeh.mohamadi91@yahoo.com](mailto:Roghayeh.mohamadi91@yahoo.com)

<sup>۱</sup> حسابرس ارشد دیوان محاسبات

### چکیده

عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و رویه های شرکت ها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد. در این تحقیق با توجه به اهمیت ساختار مالکیت و نقش نظارتی که سهامداران نهادی بر روند عملکرد شرکت خواهند داشت، بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی حسابداری است. دوره زمانی تحقیق طی سال های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ می باشد و تعداد ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. فرضیه های تحقیق با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره آزمون شده اند و روش تخمینی برای تجزیه و تحلیل داده های تحقیق، روش داده های تابلویی با اثرات تصادفی است. نتایج آزمون فرضیه تحقیق بیانگر وجود رابطه معنی دار بین مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی حسابداری می باشد و این رابطه به صورت مستقیم است. به این معنی که هر چه درصد مالکیت نهادی در شرکت بیشتر باشد، شرکت محافظه کارتر خواهد بود.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاران نهادی، عملکرد شرکت، محافظه کاری شرطی حسابداری

## ۱-مقدمه

یکی از قابل تأمل ترین و چالش برانگیز ترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه ی اقتصادی است؛ به گونه ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاست گذاری ها و تصمیم گیری های اقتصادی کشورها تبدیل شده است از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه ی پایدار اقتصادی، سرمایه گذاری مؤثر است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه گذاری در طرح های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد این امر، از طریق روش های ارزیابی طرح ها، از جمله ارزش فعلی خالص انجام می شود. طبق این روش، در یک یا چند طرح وقتی سرمایه گذاری انجام می گیرد که، ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد از اینرو، مسأله ی اصلی این پژوهش این است که تقبل طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه گذاری بیش از حد و صرف نظر کردن از طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه گذاری کم تر از حد می شود که عدم بهینه بودن سرمایه گذاری را به دنبال خواهد داشت زیرا مدیران باید به صورت بهینه و در طرح هایی سرمایه گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، پذیرفته و طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی، رد شود. جریان نقد آزاد شرکت ها، از جمله دلایل اصلی در به وجود آمدن سرمایه گذاری بیش از حد در سطح شرکت است و موجب به وجود آمدن مسائلی چون کاهش کارایی سرمایه گذاری، افزایش تورم و توسعه ی ظاهری اقتصاد کلان می شود و به شدت به منافع سهام داران آسیب می رسد. یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری بهینه، محافظه کاری است. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه کاری، به نظر می رسد محافظه کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم های سرمایه گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه گذاری در جایی که مدیران تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد دارند و موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه گذاری در جایی که مدیران مایلند سرمایه گذاری کم تر از حد داشته باشند می شود از اینرو، محافظه کاری نقش اطلاعاتی مهمی دارد که می تواند سرمایه گذاری کم تر از حد و سرمایه گذاری بیش از حد را کاهش دهد. یکی از گروه های اصلی استفاده کنندگان صورت های مالی، سهامداران هستند. در این میان سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها از نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکت های سرمایه پذیر برخوردار بوده و می توانند رویه های مالی و عملیاتی آنها را تحت تاثیر قرار دهند. مطابق با تعریف بوش (۲۰۰۰) سرمایه گذاری نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر؛ بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و صندوق بازنشستگی هستند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت ها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی نشأت می گیرد که این سرمایه گذاران انجام می دهند. سهامداران نهادی در دهه های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در بیشتر کشورهای جهان تبدیل شده اند، به طوری که حجم بزرگی از سرمایه گذاری های انجام شده را این نهادها صورت داده اند. در حقیقت، سرمایه گذاران نهادی منابعی برای نفوذ و نظارت بر شرکت و مدیران دارند و یکی از روش های حل مشکل نمایندگی این است که از طریق مالکیت نهادی، رابطه ی بین مدیران شرکت و ذی نفعان به هم نزدیک شود. در این پژوهش، رابطه ی بین مالکیت نهادی، محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری بررسی می شود.

مطابق با تعریف بوش (۱۹۹۸) سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و... هستند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و رویه های شرکت ها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد.

از حیث تئوری، نهادها ممکن است انگیزه هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند. از جمله این انگیزه ها، آن است که به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را به طور فعال مدیریت می کنند. هنوز اندیشمندان زیادی هستند که معتقدند نهادها به طور مؤثر بر شرکت نظارت نمی کنند، چراکه آنها از تجربه کافی برخوردار نبوده، از حضور مفت سواران ناخشنودند یا ممکن است سیاستمداران با مدیران کنار بیایند. همچنین کیم (۱۹۹۳) ادعان می دارد که سرمایه گذاران نهادی بزرگ به اطلاعات محرمانه که برای اهداف تجاری استخراج شده اند، دسترسی دارند. در چنین شرایطی، آنها ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای گزارش سود با کیفیت بالا، داشته باشند.

مالکان نهادی انگیزه های زیادی برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند. صورت های مالی و به خصوص صورت سود و زیان، منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت است. شواهد تجربی نشان می دهد که حضور سرمایه گذاران نهادی با واکنش بازار نسبت به انتشار سود رابطه مثبت دارد (جانگ و کن، ۲۰۰۲) در نتیجه، سود از دیدگاه قیمت گذاری اوراق بهادار اطلاعات مفیدی فراهم آورده، منبع اطلاعاتی مهمی نزد نهادها به شمار می آید. محافظه کاری سود، مدیران را از رفتارهای فرصت طلبانه و خوش بینی بیش از حد در ارائه سود باز داشته، بدین ترتیب سود محافظه کارانه تر، با کیفیت تر تلقی می شود. با این اوصاف، انتظار می رود نهادها انگیزه هایی برای گزارش محافظه کارانه سود داشته باشند.

گرامی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر محافظه کاری حسابداری شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند. جهت انجام این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۹۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۰ - ۱۳۸۶) انتخاب و بررسی شد. آن ها جهت آزمون فرضیات و بررسی رابطه بین مالکیت نهادی (متغیر مستقل) و محافظه کاری حسابداری (متغیر وابسته) از مدل رگرسیون خطی در سطح اطمینان ۹۵٪ به کمک نرم افزارهای EXCEL و SPSS استفاده نموده اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که بین سطح مالکیت نهادی و محافظه کاری حسابداری رابطه مستقیم (مثبت) و بین تمرکز مالکیت نهادی و محافظه کاری حسابداری رابطه معکوس (منفی) وجود دارد. اسدی و جلالیان (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه کاری در شرکت ها پرداختند. در این پژوهش تأثیر ساختار سرمایه، نوع مالکیت و اندازه شرکت بر محافظه کاری با استفاده از داده های ۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و رگرسیون چند متغیره با داده های پانل بررسی شده است. نتایج نشان تحقیق آن ها داد، روابط بین تمرکز مالکیت، درصد سهامداران نهادی، اهرم مالی و اندازه شرکت با محافظه کاری با توجه به مدل محاسبه محافظه کاری متفاوت است. طبق مدل اول و دوم، رابطه مستقیم و معنا داری بین محافظه کاری و اهرم مالی به عنوان نماینده ساختار سرمایه وجود دارد و بین محافظه کاری و تمرکز مالکیت رابطه ای مشاهده نشد. در مدل اول، بین درصد سهامداران نهادی و محافظه کاری رابطه ای مشاهده نشد ولی در مدل دوم رابطه معکوس و معنا دار مشاهده شد. در مدل دوم، بین اندازه شرکت و محافظه کاری رابطه ای مشاهده نشد ولی در مدل اول رابطه معکوس و معنا دار مشاهده شد. مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه را مورد بررسی قرار دادند. دوره زمانی تحقیق آن ها طی سال های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ می باشد یافته های به دست آمده از وجود رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و محافظه کاری سود حکایت دارند. به عبارت دیگر به بیان آن ها با افزایش سطح مالکیت نهادی، تمایل شرکت ها به استفاده از رویه های محافظه کارانه بیشتر می گردد. در نتیجه، می توان ادعا کرد این سهامداران ناظران فعالی هستند که مدیران را به گزارش سود با کیفیت بالاتر (از طریق کاربرد رویه های حسابداری محافظه کارانه تر) تشویق می کنند. همچنین، بعد از تفکیک مالکان نهادی به فعال و منفعل، رابطه مثبت و معنا داری بین مالکیت نهادی منفعل و محافظه کاری سود نیز یافت شد. البته، در ارتباط با مالکیت نهادی فعال، نتیجه قابل اتکایی حاصل نشد. تائو<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود با عنوان «محافظه کاری حسابداری و سرمایه گذاری کم تر از حد» بیان می کند که استاندارد شناخت نامتقارن سودها و زیانها (محافظه کاری) می تواند به شدت موجب رفتار فرصت طلبانه ای مدیران شود که منجر به نگرانی در مورد عمل کرد عایدات و تحریک مدیران در پیشرفتن به سمت طرح های دارای ارزش فعلی خالص مثبت شود که سرمایه گذاری کم تر از حد را به دنبال خواهد داشت. نتایج تجربی نشان داد که محافظه کاری حسابداری و سرمایه گذاری کم تر از حد، به صورت مثبت هم بستگی دارند و هم بستگی مثبت، بیش تر برای شرکت های دارای نوسان بازده بالا، اعلام شده است. گارسیا لارا و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی محافظه کاری شرطی و کارایی سرمایه گذاری شرکت پرداختند و رابطه ای منفی بین محافظه کاری شرطی و معیار سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کم تر از حد یافتند و به وجود رابطه ای مثبت بین محافظه کاری و سودآوری آتی شرکت دست یافتند.

<sup>1</sup> Jung & Kown

<sup>2</sup> Tao

بنابراین، هر چه شرکت از لحاظ شرطی، ارقام محافظه کارتری را گزارش کند، سرمایه گذاری آن کارا تر است و طرح های سودآورتری دارد. نتایج این پژوهش، به جریانی از مطالعات می پیوندد که بر این اعتقادند که حذف محافظه کاری از چارچوب های تنظیمی حسابداری، ممکن است پیامد های نامطلوب اقتصادی را به دنبال داشته باشد.

## ۲- روش تحقیق

### ۱-۲ روش شناسی تحقیق

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع کاربردی است. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی است. از میان انواع پژوهش های توصیفی، از نوع همبستگی بوده چرا که در آن ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار می گیرد. بنابراین از روش رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه ها استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج، از آزمون های پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون استفاده شده است. از روش مطالعات کتابخانه ای برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش استفاده شده است.

### ۲-۲ جامعه و نمونه آماری

در این تحقیق جامعه آماری متشکل از کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و برای نمونه گیری آماری از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک استفاده شده است و شرکت هایی از جامعه که حائز شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه آماری انتخاب شده اند:

۱- سهام آن ها در بازه زمانی اول سال ۱۳۹۷ تا پایان سال ۱۴۰۲ در بورس مورد داد و ستد قرار داشته باشد.

۲- شرکت جزء شرکت های هلدینگ، سرمایه گذاری، خدماتی و واسطه گری های مالی نباشد.

۳- سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شود و شرکت در سال های مورد نظر تغییر دوره مالی نداشته باشد.

۴- داده های مورد نیاز تحقیق به سهولت در دسترس باشد.

در نهایت و با توجه به تعیین شرایط فوق تعداد ۱۲۱ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری تحقیق برگزیده شدند.

### ۳-۲ روش گردآوری داده های تحقیق

در این تحقیق منبع اصلی گردآوری داده ها صورت های مالی ارائه شده توسط شرکت ها و سایر اطلاعات آن ها که در سایت های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد در کنار آن ها از نرم افزار ره آورد نوین ۳ نیز استفاده خواهد شد. برای جمع آوری سایر اطلاعات از منابع کتابخانه ای شامل انواع کتب و مجلات تخصصی، نرم افزار نمایه و هم چنین منابع اینترنتی شامل کتابخانه دیجیتال دانشگاه آزاد اسلامی و سایر سایت های اینترنتی اعم از حرفه ای و تخصصی، همچنین پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار و نرم افزارهای مرتبط، که عموماً شامل نرم افزار اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس و نرم افزار صفحه گسترده اکسل هستند، به گونه ای گسترده استفاده شده است.

### ۴-۲ پرسش ها و فرضیه های تحقیق

همانطور که در قسمت بیان مسئله مطرح شد این تحقیق بر آن است که به پرسش زیر پاسخ دهد:

آیا درصد مالکان نهادی و محافظه کاری شرطی شرکت تاثیرگذار است؟

### ۵-۲ متغیرها و مدل های آزمون فرضیه ها

متغیر وابسته:

محافظه کاری: در پژوهش حاضر برای اندازه گیری محافظه کاری از معیار ارائه شده در پژوهش گیولی و هاین (۲۰۰۰) به شرح زیر استفاده خواهد شد:

$$CONSER_{it} = \frac{OI_{it} + NCE_{it} - CFO_{it}}{TA_{it-1}} * (-1)$$

که در آن:

$CONSER_{it}$  عبارت است از شاخص محافظه کاری شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$OI_{it}$  عبارت است از سود عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$NCE_{it}$  عبارت است از هزینه‌های غیر نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$CFO_{it}$  عبارت است از جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$TA_{it-1}$  عبارت است از کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

### متغیر مستقل

**مالکیت نهادی (میران سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی):** این متغیر نشان دهنده درصد سهام تحت تملک بزرگترین سهامدار شرکت می باشد که در اکثر موارد از یادداشتهای ضمیمه صورت های مالی اساسی شرکت ها و یا صورت جلسات مجامع عمومی این شاخص به دست می آید.

### متغیرهای کنترلی

**رشد:** برای اندازه گیری این متغیر از نسبت تغییرات تغییرات فروش سال جاری به سال قبل استفاده خواهد شد.

**اندازه:** برای اندازه گیری این متغیر از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت استفاده خواهد شد.

**اهرم مالی:** برای اندازه گیری این متغیر از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها استفاده خواهد شد.

**ارزش دفتری به ارزش بازار سهام:** در پژوهش جاری، برای اندازه گیری این متغیر از نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام استفاده خواهد شد.

**مدل کیوتوبین:** برای اندازه گیری این متغیر از نسبت ارزش بازار سهام بعلاوه به ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها استفاده خواهد شد.

**دارایی های ثابت مشهود:** برای اندازه گیری این متغیر از نسبت کل دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها استفاده خواهد شد.

برای آزمون فرضیه از مدل زیر استفاده خواهد شد:

$$CONACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{it} + \alpha_2 Growth_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

### ۳- بیان یافته ها

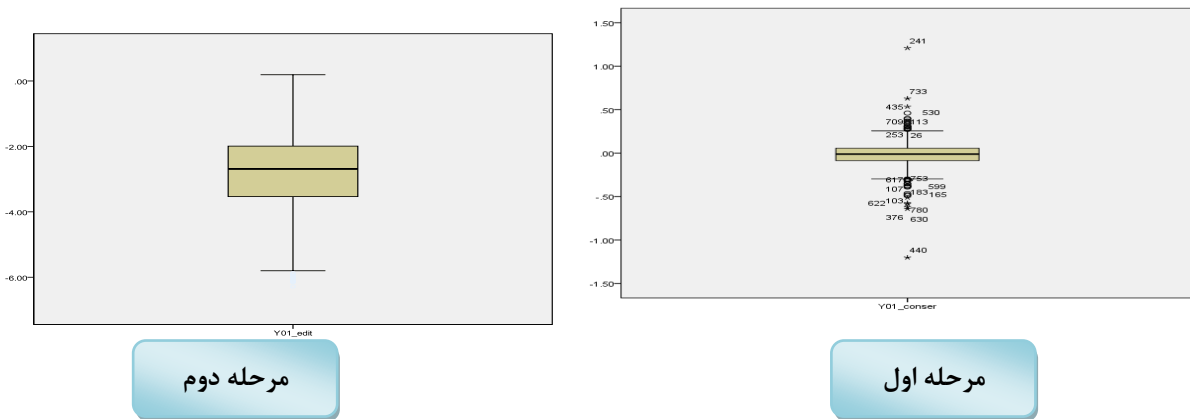
#### آمار توصیفی داده های تحقیق

جدول ۱، آماره های توصیفی برای متغیرهای پژوهش

کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	تعداد	
12.387	-0.189	0.14719	-0.0194	1.21	-1.2	820	محافظه کاری شرطی حسابداری
152.798	10.543	0.44755	0.7472	7.27	-0.39	820	مالکیت نهادی
48.012	4.882	0.48115	0.1813	5.42	-1	820	رشد شرکت
14.502	-2.361	0.8804	5.3851	7.85	۱/۰۲	820	اندازه شرکت

65.867	6.088	0.36091	0.6755	5.26	0.09	820	اهرم مالی
25.651	-2.321	1.05554	0.7024	9.16	-8.5	820	ارزش دفتری سهام

حال پس از بررسی توصیفی مشاهدات و قبل از اجرای مدل رگرسیونی لازم است فرضیه نرمال بودن مشاهدات را برای متغیرهای وابسته تحقیق مورد بررسی قرار دهیم. در حقیقت مدل های رگرسیونی در صورتی دارای اعتبار هستند که باقی مانده های مدل ( خطاهای پیش بینی ) دارای توزیع نرمال با میانگین صفر و واریانس ثابت باشد،  $\epsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$  که این موضوع به شدت تحت تاثیر توزیع متغیرهای وابسته می باشد لذا برای اجرای مدل رگرسیون چند متغیره، ابتدا مشاهدات دور افتاده را با کمک نمودار های جعبه ای، شناسایی و سپس اثر نامطلوب آنها را از مدلهای رگرسیونی از بین می بریم. در فرضیه اول پژوهش و متناسب با مدل رگرسیونی (۱-۳) شاخص محافظه کاری حسابداری متغیر وابسته مدل مذکور می باشد لذا در ادامه در دو مرحله و با کمک نمودار جعبه ای مشاهدات پرت را شناسی نموده و از مجموع داده های برازش مدل کنار گذاشته ایم.



نمودار ۲، نمودار جعبه ای برای شاخص محافظه کاری حسابداری

با عنایت به تعداد زیاد مشاهدات پرت در متغیر محافظه کاری حسابداری ممکن است حذف مشاهدات باعث از بین رفتن اطلاعات شرکت ها از بین برود لذا با کمک تبدیل مناسب می توان این مشکل را حل نمود. ضریب چولگی منفی شاخص مذکور بیان می کند که به احتمال قوی تبدیل لگاریتمی می توان مشکل عدم وجود توزیع نرمال بودن مشاهدات محافظه کاری را از بین ببرد. در مرحله دوم، نمودار جعبه ای را برای مشاهدات تبدیل شده ارائه نموده ایم. با انجام پایش داده ها نهایتاً برای اطمینان بیشتر با کمک آزمون کولموگروف-اسمیرنوف به بررسی فرضیه نرمالیتی متغیر محافظه کاری حسابداری می پردازیم.

جدول ۳. آزمون کولموگروف - اسمیرنوف برای متغیر محافظه کاری شرطی حسابداری

اطلاعات اولیه	بعد از تبدیل مشاهدات		
قدر مطلق $D_i$	.088	بیشترین تفاضل	
$D_i^+$	.034		
$D_i^-$	-.044		
آماره Z آزمون کولموگروف - اسمیرنوف	2.530		
p-value	.053		

در حقیقت آزمون کولموگروف - اسمیرنوف آماره زیر را مورد بررسی قرار می دهد:

$H_0$ : متغیر محافظه کاری شرطی حسابداری دارای توزیع نرمال اند

$H_1$ : متغیر محافظه کاری شرطی حسابداری دارای توزیع نیستند

نتایج جدول فوق نشان می دهد که سطح معناداری برای اطلاعات اولیه تحقیق کمتر از ۰/۰۵ می باشد بنابراین در صورتی که مشاهدات دور افتاده شناسایی نشده و از مجموعه داده ها کنار گذاشته نشوند و تبدیل لگاریتمی مناسب انجام نگیرد، اطلاعات جمع آوری شده نرمال نخواهند بود. پس از تبدیل مناسب سطح معناداری آزمون مذکور ۰/۰۵۳ و بیشتر از ۰/۰۵ می باشد فرضیه نرمالیتی متغیر محافظه کاری حسابداری با اطمینان ۰/۹۵ پذیرفته می شود.

آزمون فرض در علم آمار روشی برای بررسی ادعاها یا فرضها درباره پارامترهای توزیع در جوامع آماری است. در این روش فرض صفر یا فرض اولیه مورد بررسی ست که متناسب با موضوع مطالعه فرضی به عنوان فرض بدیل یا فرض مقابل انتخاب می شود تا درستی هر کدام نسبت به هم، مورد آزمون قرار گیرد. هدف اصلی این تحقیق تبیین رابطه ی بین مالکیت نهادی، محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری می باشد که در این راستا در پژوهش جاری دو فرضیه مطرح شده است. در فرضیه اول به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر محافظه کاری حسابداری می پردازیم و در فرضیه دوم تاثیر محافظه کاری حسابداری را بر کارایی سرمایه گذاری خواهیم سنجید. اطلاعات جمع آوری شده در این پژوهش مربوط به ۱۶۴ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است، که نوعی داده های مقطعی زمانی و یا به عبارت دقیقتر داده های ترکیبی می باشند، لذا برای اجرای مدل های رگرسیونی بیان شده در فصل سوم از مدل های پانل دیتا استفاده خواهیم نمود. در روش داده های ترکیبی برای انتخاب بین روش های پانل<sup>۵</sup> و پولینگ از آزمون F لیمر استفاده می شود که آماره آن به صورت زیر می باشد.

$$F_0 = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)} \sim F_{N-1, N(T-1)-K}$$

که در آن RRSS مربوط به رگرسیون مقید، URSS مربوط به رگرسیون غیر مقید، N تعداد مشاهدات و K تعداد پارامترها در رگرسیون غیر مقید می باشند. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای انتخاب روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام می گردد. افزودن بر این، برای آزمون مانایی متغیرها، در صورت استفاده از روش پولینگ، از آزمون دیکی فولر و در صورت انتخاب روش پانل، از آزمون هادری استفاده خواهیم نمود. نهایتاً فرضیه های پژوهش را با کمک آزمون t، و آزمون F فیشر و ضریب تعیین مورد ارزیابی قرار خواهیم داد.

**فرضیه اول: بین مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی حسابداری رابطه معنی داری وجود دارد.**

فرضیه اول پژوهش را می توان به صورت آزمون فرض آماری زیر بازنویسی نمود:

$H_0$ : بین مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی حسابداری رابطه معنی داری وجود ندارد.

$H_1$ : بین مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی حسابداری رابطه معنی داری وجود دارد.

برای بررسی فرضیه اول پژوهش مدل رگرسیونی زیر را به مشاهدات برازش می دهیم.

3. Null-hypothesis

4. Alternativr-hypothesis

5 . panel

6 . Hadri

$$CONACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{i,t} + \alpha_2 Growth_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در گام اول با استفاده از  $F$  لیمر می‌توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه صفر آماره  $F$  مبتنی بر همگن بودن مقاطع (پولینگ دیتا بودن داده‌های آماری) است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده‌های آماری) پذیرفته می‌شود. اگر  $F$  لیمر محاسبه شده از  $F$  لیمر جدول کوچکتر باشد از داده‌های تلفیقی و در غیر اینصورت از داده‌های تابلویی استفاده می‌شود.

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون  $F$  لیمر برای مدل رگرسیونی فرضیه اول جهت تعیین روش پانل یا پولینگ

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون	Effects Test
0.0000	(163,631)	1.897088	Cross-section F
0.0000	163	319.050936	Cross-section Chi-square

نتایج آزمون  $F$  لیمر در جدول فوق بیانگر رد فرضیه صفر و وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد می‌باشد. در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل می‌باشد. ( $p - value = 0.000 < 0.05$ ) بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده نموده ایم که نتایج آن در جدول ۴-۷ ارائه شده است. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول زیر انعکاس یافته است.

جدول ۵. آزمون هاسمن جهت تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
0.1653	5	7.839813

نتایج بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر پذیرفته شده و اثرات تصادفی برای برآورد مدل مناسب است. در جدول زیر برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از شاخص‌های تحقیق ارائه شده است که با کمک سطح معناداری در هر مورد در مورد رد یا پذیرش فرضیه‌های تحقیق اعلام نظر خواهیم نمود.

جدول ۶. خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیرها	نماد	ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	آزمون هادری ( $p - value$ )
ضریب ثابت		$\alpha_0$	0.372105	0.153138	2.429865	0.0154	
مالکیت نهادی	IO	$\alpha_1$	0.003105	0.013910	.223199۲	235۰.0.	
رشد شرکت	Growth	$\alpha_2$	-0.079466	0.012228	-6.498533	0.0000	
اندازه شرکت	Size	$\alpha_3$	-0.074220	0.024450	-3.035567	0.0025	
اهرم مالی	LEV	$\alpha_4$	0.040057	0.033942	1.180153	0.2384	
ارزش دفتری سهام	BTM	$\alpha_5$	-0.002203	0.008010	-0.274970	0.7834	
نتایج کلی مدل		ضریب تعیین			0.377685	آماره F	2.279498
		آماره دوربین واتسون			87763۰.2.	سطح	0.000000



معناداری				
$CONACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{i,t} + \alpha_2 Growth_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				

نتایج جدول فوق نشان می دهد که آماره فیشر (  $F_{df_1=5, df_2=802} = 2/279$  ) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می باشد. (  $p - value = 0/000 < 0/05$  ) از طرفی مقدار سطح معناداری متناظر با آزمون لیمر کمتر از  $0/05$  و آزمون هاسمن بیشتر از  $0/05$  می باشد بنابراین روش تخمینی داده های پانل دیتا با اثرات تصادفی می باشد. ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می دهد که  $37/76\%$  تغییرات شاخص محافظه کاری حسابداری از متغیر مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی حاصل می شود. سطح معناداری آزمون  $t$  برای شاخص مالکیت نهادی  $0/23$  و بیش از  $0/05$  می باشد بنابراین با اطمینان  $0/95$  نتیجه می گیریم که فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه " بین مالکیت نهادی و محافظه کاری شرطی حسابداری رابطه معنی داری وجود دارد. " پذیرفته می شود. البته نتایج به دست آمده در صورتی معتبر است که خطای مدل رگرسیونی از پذیرهای زیربنایی ذیل تخطی نکرده باشد:

۱- توزیع آنها نرمال باشد که در این تحقیق برای بررسی نرمال بودن از نمودار هیستوگرام و آزمون جارگ- برا استفاده شده است.

۲- باقیمانده ها باید تقریباً مستقل از هم باشند

۳- واریانس آنها برای تمام مقادیر متغیر مستقل باید ثابت باشد و یا به عبارت دیگر هنگامی که نمودار باقیمانده ها را در مقابل مقادیر پیش بینی شده رسم می کنیم نباید الگوی خاصی مشاهده شود.

**الف) نرمال بودن مانده های برازش:** برای بررسی نرمال بودن مانده ها با کمک آزمون جارگ - برا چون مقدار این آماره  $0/629$  و سطح معناداری متناظر با آن  $p-value = 0/561$  و از  $0/05$  بیشتر است، نتیجه می شود که با اطمینان  $0/95$  مانده ها دارای توزیع نرمال هستند.

البته برای نرمال بودن مشاهدات می توان از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف نیز استفاده نمود که نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است.

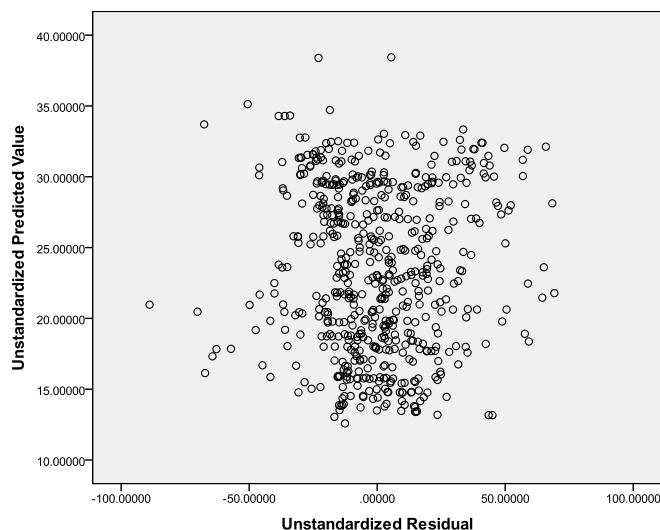
جدول ۷، آزمون کولموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن مشاهدات

خطای مدل		
۳۰.0	قدر مطلق $D_i$	بیشترین تفاضل
۹.02	$D_i^+$	
۳۰-.0	$D_i^-$	
۰.4۶.	آماره Z آزمون کولموگروف - اسمیرنوف	
۱2۸.	p-value	

نتایج آزمون مذکور نیز نرمال بودن خطای مدل رگرسیونی  $\varepsilon_{i,t}$ ، را تأیید می نماید.

**ب) استقلال مانده ها:** ( عدم خودهمبستگی بین مانده ها) : آماره دوربین - واتسن در جدول ۴-۸،  $2/08$  و نزدیک به ۲ است بنابراین فرض استقلال مانده ها نیز قابل قبول است.

**ج) در بررسی مناسبت مدل چون نمودار باقیمانده ها (خطاها) را در مقابل مقادیر برازش داده شده از الگوی خاصی پیروی نمی کند پس واریانس متغیر وابسته برای تمام مقادیر متغیر مستقل ثابت است. نتایج برای این مورد نیز در نمودار ۴-۸ ارائه شده است.**



نمودار ۲. نمودار نقطه ای برای خطای رگرسیونی برای مقادیر پیش بینی

#### ۴- نتیجه گیری

مالکان نهادی انگیزه های زیادی برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند. صورت های مالی و به خصوص صورت سود و زیان، منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت است. شواهد تجربی نشان می دهد که حضور سرمایه گذاران نهادی با واکنش بازار نسبت به انتشار سود رابطه مثبت دارد (جانگ و کن، ۲۰۰۲) در نتیجه، سود از دیدگاه قیمت گذاری اوراق بهادار اطلاعات مفیدی فراهم آورده، منبع اطلاعاتی مهمی نزد نهادها به شمار می آید. محافظه کاری سود، مدیران را از رفتارهای فرصت طلبانه و خوش بینی بیش از حد در ارائه سود باز داشته، بدین ترتیب سود محافظه کارانه تر، با کیفیت تر تلقی می شود. با این اوصاف، انتظار می رفت نهادها انگیزه هایی برای گزارش محافظه کارانه سود داشته باشند.

سیل عظیم رسوایی های مالی اخیر در سطح جهان، سبب شده است که انگشت اتهام به سمت گزارشگری مالی نشانه رود. سرمایه گذاران نهادی محرک هایی برای نظارت بر مدیران و به دنبال آن، بر گزارشگری مالی دارند. صورت های مالی، هسته اصلی فرآیند گزارشگری مالی را تشکیل می دهند. صورت های مالی و در راس آنها صورت سود و زیان، منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت هستند. در سال های اخیر کیفیت سود گزارش شده مورد توجه بسیاری از تحقیقات قرار گرفته است. کیفیت سود ابعاد مختلفی نظیر محتوای اطلاعاتی سود، قابلیت پیش بینی کنندگی سود، بموقع بودن سود، محافظه کاری و ... داشته که در این تحقیق جنبه محافظه کارانه سود برگزیده شده است. در این تحقیق مطابق با انتظار شواهد در مورد رابطه بین مالکیت نهادی و محافظه کاری به دست آمد و فرضیه اول تحقیق تأیید شد. از این رو، می توان ادعا کرد سرمایه گذاران نهادی مانع رفتار فرصت طلبانه و خوش بینی مدیران در ارائه سود حسابداری بوده، با افزایش سطح مالکیت آنها تفاوتی در استفاده از رویه های محافظه کارانه بیشتر ایجاد می گردد. با توجه به این نتایج می توان بیان نمود که مالکان نهادی نظارت فعالی بر مدیران و تصمیمات و رویه های حسابداری اتخاذ شده از سوی آنها دارند. نتایج این تحقیق با تحقیقات زیر در یک راستا می باشد :

شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) دریافتند که سرمایه گذاران نهادی، انگیزه ی بیش تری برای نظارت بر مدیران دارند و می توانند سرمایه گذاری بیش از حد در واحدهای تجاری را کنترل کنند. نتایج حاصل از تحقیقات بوش (۱۹۹۸) نشان می دهد در شرکت هایی که درصد مالکیت نهادی کمتر است، مدیران تمایل زیادی به کاهش هزینه های تحقیق و توسعه و در نتیجه، بالا بردن سود به سطح قابل قبول دارند. در شرکت هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتر است، انگیزه مدیران برای مدیریت سود

از طریق عدم انجام سرمایه گذاری در فعالیت های تحقیق و توسعه کاهش می یابد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که حضور مالکین نهادی به کاهش مدیریت سود و متعاقباً حسابداری محافظه کارانه منجر می گردد. چونگ و همکاران (۲۰۰۲) نشان دادند که حضور سرمایه گذاران نهادی فعال، سبب کاهش استفاده از رویه های غیر محافظه کارانه برای مدیریت سود می شود. آلمازان و همکاران (۲۰۰۵) دریافتند که هر چه سطح مالکیت نهادی فعال بیشتر شود، سطح نظارت بر مدیر و رویه های اتخاذ شده از سوی او بیشتر می شود. آجینکیا<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که هر چه درصد مالکیت نهادها در یک شرکت بیشتر باشد، محافظه کاری در پیش بینی سود افزایش می یابد. همچنین، بر اساس یافته های ایشان، هر چه درصد مدیران غیرموظف هیأت مدیره بیشتر باشد، این پیش بینی محافظه کارانه تر است. چی و همکاران (۲۰۰۷) دریافتند که بین مالکیت نهادی و محافظه کاری رابطه مثبت معناداری وجود دارد. بر اساس یافته های ایشان، شرکت های با مالکیت نهادی کمتر، تقاضای کمتری برای حسابداری محافظه کارانه دارند. پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان صورت های مالی، هنگام استفاده از صورت های مالی شرکت ها به عامل ترکیب سهامداران نیز توجه کنند. بر اساس یافته های این تحقیق، به طور کلی سود شرکت هایی که از درصد سرمایه گذاران نهادی بالایی برخوردارند، محافظه کارانه تر (با کیفیت تر) است.

##### ۵- منابع

۱. حساس یگانه، یحیی و علوی طبری، حسین (۱۳۸۲)، رابطه بین منابع صرف شده بر روی حسابرسی داخلی و مخارج حسابرسی مستقل، فصلنامه مطالعات حسابداری. سال اول. شماره ۴، ص ۹۶-۷۲.
۲. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله (۱۳۸۷)، رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۴، صص ۸۰-۶۳.
۳. شریعت پناهی، سیدمجید، (۱۳۸۲)، «ارزیابی عملکرد شرکت ها و ساز و کارهای کنترل رفتار مدیران: دیدگاه نظریه نمایندگی»، فصلنامه مطالعات حسابداری، سال اول، شماره ۱، ص: ۸۵-۱۰۹.
4. Admati, A., Petleidere, P. and zechner. L. (1994). "Large Shareholder, risk sharing, and financial market equilibrium", *Journal of political economy*, 94: 461-480.
5. Ball, R., and L. Shivakumar.(2005). " Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness". *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 83-128.
6. Ball, R. (2001). "Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure". *Brookings- Wharton Papers on Financial Services*, pp. 127-169.
7. Basu, S. (1997). "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings". *Journal of Accounting and Economics* 24, 3-37.
8. Bliss J. H.(1924.) "Management Through Accounts", The Ronald Press Co., New York.
9. Bushee, B. J(1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73: 305-334.
10. Campbell, K. (2002). "Ownership Structure and the Operating Performance of Hungarian Firms", Working Paper No. 9. London: Centre for the Study of Social and Economic Change in Europe, University College London. Online, <http://eprints.ucl.ac.uk/17570/>.
11. Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2009). "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences". CARE Conference sponsored by the Center for Accounting Research at the University of Notre Dame. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1485858>.
12. Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, No.3, pp:209-233.

<sup>8</sup> Ajnky

13. Garsia Lara, J. M., Garsia Osma, B. and Penalva, F. (2009). Conditional conservatism and firm investment efficiency. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1383642](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642). [Online] [30 October 2010].
14. Han, S. (2006). "Ownership Structure and Characteristics of Earnings", PhD Thesis, University of Illinois at Urbana-Champaign.