

تأثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود

محمدحسین صفرزاده*

تاریخ دریافت: ۰۴/۰۲/۹۲

تاریخ پذیرش: ۱۵/۰۵/۹۲

چکیده

این مطالعه با استفاده از تکنیک داده‌های تلفیقی به بررسی ارتباط بین حقوق سهامداران (به عنوان یکی از سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی) و کیفیت سود شرکت‌های ایرانی می‌پردازد. بدین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۴۵ شرکت ایرانی مورد بررسی قرار گرفته است. ویژگی‌های مورد مطالعه برای حقوق سهامداران در این تحقیق شامل؛ تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، سهامداری یا مالکیت دولت، معامله با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت هستند. برخلاف مطالعات قبلی، این پژوهش از رویکردی چندبعدی برای عملیاتی کردن حقوق سهامداران استفاده می‌کند. به علاوه، کیفیت سود نیز به ۷ شیوه مختلف اندازه‌گیری شده است. در حضور متغیرهای کنترلی همچون اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان‌های نقدی عملیاتی و انتظارات رشد سودآوری آتی، محقق دریافت که شاخص معرفی شده برای حقوق سهامداران با معیارهای پایداری سود، هموارسازی سود و محافظه‌کاری سود، ارتباط منفی معنادار و با معیار به موقع بودن سود، ارتباط مثبت معنادار داشته اما با معیارهای کیفیت اقلام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی سود و ارتباط ارزشی سود ارتباط معناداری ندارد. علاوه بر این با تفکیک شاخص حقوق سهامداران به اجزای تشکیل‌دهنده، توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها از نوسان‌پذیری بیشتری برخوردار خواهد بود.

واژه‌های کلیدی: کیفیت سود، حاکمیت شرکتی، حقوق سهامداران، معیار.

طبقه‌بندی موضوعی: M41

۱. مقدمه

سال‌های آغازین هزاره سوم در حالی سپری شد که جهان در عرصه اقتصادی، شاهد ورشکستگی شرکت‌های عظیم نظیر انرون، ورلد کام، زیراکس، پارمالات و ... بود. چنین ورشکستگی‌هایی باعث نشانه رفتن انگشت اتهام به سوی حسابداری و گزارشگری مالی شد، به طوری که اغلب، این وقایع را رسوایی حسابداری نام نهادند. از جمله پس لرزه‌های این رسوایی می‌توان به فروپاشی یکی از پنج موسسه حسابرسی بزرگ جهان یعنی موسسه حسابرسی آرتور اندرسن (حسابرس شرکت انرون) اشاره نمود. اما این خاتمه کار نبود، بلکه سیستم گزارشگری مالی نیز به دلیل خدشه دار شدن اعتبار آن در جلب اعتماد عمومی با بحران‌هایی مواجه شد.

بررسی وقایع مربوط به ورشکستگی این شرکت‌ها نشان داد که منشا اصلی این وقایع، دست‌کاری سود و گزارش سودهای واهی و بی‌کیفیت بوده است و همین امر نیز موجب بدبینی نسبت به حرفه حسابداری و حسابرسی شد. اغلب، مدیران این شرکت‌ها با توسل به روش‌های متقلبانه نظیر طراحی و انجام معاملات صوری و ساختگی با اشخاص وابسته به قصد مدیریت سود، کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت سود را تا حد ممکن به پایین‌ترین سطح تنزل داده بودند (بولو، ۱۳۸۵).

وقوع رسوایی‌های مالی شرکت‌های بزرگ جهان، برای مراجع نظارتی اکثر کشورهای پیشرفته که اقتصادشان بر پایه بازار سرمایه شکل گرفته و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و منافع عمومی در آنها از اهمیت بالایی برخوردار است، نگرانی‌هایی را به وجود آورد. پیامد این نگرانی‌ها، به شکل تغییرات بنیادین و گسترده در حوزه نظارت بر شرکت‌ها و بازار سرمایه نمود یافت که از آن جمله می‌توان به تفکر تقویت ساختار حاکمیت شرکتی و قوانین و مقررات موجود اشاره کرد. در پی این تغییرات، اصول حاکمیتی شرکت‌ها با تکیه بر تقویت فرهنگ پاسخ‌گویی، راستی و امانتداری در مدیران و ارتقای شفافیت اطلاعاتی دچار تحول اساسی شد و شکل جدیدی به خود گرفت.

استقرار یک سیستم حاکمیت قوی در شرکت‌ها نیازمند توجه به پاره‌ای از عوامل است که از آنها به سازوکارهای حاکمیت شرکتی تعبیر می‌شود. بَنکز (۲۰۰۴)، این سازوکارها را در دو

دسته کلی سازوکارهای داخلی و سازوکارهای خارجی طبقه‌بندی نموده است. ساز و کارهای داخلی، مبتنی بر اقدامات اتخاذ شده توسط شرکت‌های انفرادی به منظور اجرایی کردن کنترل و پاسخگویی است. سازوکارهای خارجی نیز مبتنی بر نظارت گروه‌های خارج از شرکت به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران می‌باشد. یکی از مهمترین سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی، رعایت حقوق سهامداران به عنوان تامین‌کنندگان اصلی منابع شرکت است. چنین به نظر می‌رسد که رمز موفقیت یک شرکت در گرو پاسخ‌گویی مطلوب به سهامداران آن است. اهمیت رعایت حقوق سهامداران به عنوان یکی از سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی تا آنجاست که این موضوع در بسیاری از قوانین حاکمیت شرکتی (از جمله قانون سربینز آکسلی (۲۰۰۲)، گزارش کدبری (۱۹۹۲) و گزارش‌های هیگز و اسمیت (۲۰۰۳) در بریتانیا، گزارش کمیته دی (۱۹۹۴) در کانادا، گزارش کاردون (۱۹۹۵) در بلژیک، و ...) مورد توجه قرار گرفته و رهنمودهایی برای اعمال نظارت بیشتر توسط آنها معرفی گردیده است.

بخش عمده این ساز و کارها بر این موضوع تاکید دارند که اعمال نظارت‌های مناسب توسط سهامداران، رفتار فرصت‌طلبانه و سودجویانه مدیران را محدودتر می‌کند، بنابراین کیفیت و قابلیت اتکای گزارشگری مالی (به خصوص سودهای حسابداری) بهبود خواهد یافت، در نتیجه موجبات اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه فراهم می‌شود (پرگولا، ۲۰۰۶). از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، مالکیت دولت، مالکیت سهامداران خارجی، وجود سهام ممتاز در ساختار سرمایه شرکت، برگزاری جلسه مجمع عمومی و ... اشاره نمود.

در این راستا پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی برای این سوال است که آیا رعایت حقوق سهامداران (براساس ویژگی‌های معرفی شده در قوانین حاکمیت شرکتی) می‌تواند سبب ارتقای کیفیت سود شرکت‌های ایرانی شود یا خیر؟ مطالعه حاضر از یک شاخص ترکیبی و چندبعدی (که مولفه‌های آن متناسب با محیط ایران است) برای عملیاتی کردن حقوق سهامداران استفاده می‌کند. همچنین کیفیت سود با استفاده از ۷ معیار (کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، هموارسازی سود، ارتباط ارزشی سود، به موقع بودن سود و محافظه‌کاری سود) اندازه‌گیری شده تا بررسی جامعی از ارتباط این متغیر با رعایت حقوق سهامداران صورت گیرد.

با در نظر گرفتن مبانی نظری و پیشینه تحقیق، هدف اساسی از انجام تحقیق، تبیین ارتباط بین رعایت حقوق سهامداران و معیارهای مختلف کیفیت سود است. با توجه به هدف تحقیق، دو فرضیه به شرح زیر مطرح گردیده تا در محیط ایران مورد آزمون قرار گیرد:

فرضیه اول: بین رعایت حقوق سهامداران و کیفیت سود ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: نتایج حاصل از رابطه بین رعایت حقوق سهامداران و کیفیت سود با استفاده از معیارهای مختلف، یکسان نیست.

۲. ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق

الگوهای حاکمیت شرکتی: بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که هر کشوری الگوی حاکمیت شرکتی منحصر به فرد خود را دارد و به اندازه تمام کشورهای دنیا الگوی حاکمیت شرکتی وجود دارد. الگوی حاکمیت شرکتی در یک کشور با تعدادی عوامل داخلی همچون ساختار مالکیت شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی، سیستم مالی، چارچوب قانونی سیاست‌های دولتی، و فرهنگ مشخص می‌گردد. چارچوب قانونی، ساختار مالکیت و سیستم مالی از اصلی‌ترین و تعیین‌کننده‌ترین عوامل الگوی حاکمیت شرکتی هستند. همچنین عوامل خارجی از قبیل میزان جریان سرمایه از خارج به داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، و عرضه سهام در بازار سایر کشورها بر الگوی حاکمیت شرکتی یک کشور تأثیر دارند (حساس یگانه، بهمن ۱۳۸۴).

تلاش‌های انجام شده برای طبقه‌بندی الگوهای حاکمیت شرکتی، همواره با مشکلاتی همراه بوده است. بسیاری از محققین عنوان می‌نمایند که طبقه‌بندی الگوهای حاکمیت شرکتی در یک یا چند گروه، مناسب نیست. با این وجود یکی از بهترین طبقه‌بندی‌های انجام شده، الگوهای حاکمیت شرکتی را در ۴ دسته به شرح زیر طبقه‌بندی می‌کند (سولومون، ۲۰۰۷؛ بَنکَز، ۲۰۰۴):

۱- الگوی حاکمیت شرکتی مبتنی بر بازار: ویژگی الگوی مبتنی بر بازار آن است که حقوق مالکیت بین سهامداران پخش شده است. بازارهای سرمایه قوی شده‌اند و نقدینگی در بازار سرمایه زیاد است. نظام حمایت از سهامداران باعث شده تا سهامداران پرتفوی خود را متنوع سازند و هیچ کدام از آنها در موقعیتی قرار نگیرند که خود شرکت را اداره نماید. بنابراین، مدیران حرفه‌ای به نمایندگی از سهامداران جهت اداره شرکت به استخدام در می‌آیند.

کشورهای آمریکا، بریتانیا و کانادا مدعی بکارگیری این الگوی حاکمیت شرکتی است. مزیت اصلی این الگو، سهولت جمع‌آوری سرمایه و توزیع ریسک سرمایه‌گذاران است. این الگوی حاکمیت شرکتی به رغم مشکلات زیاد، توسط بسیاری از محققین موفق شمرده می‌شود. رسوایی‌های به وجود آمده در شرکت‌های بزرگی همچون انرون، ورلدکام و ...، مشکلات این الگو را نمایان می‌سازد. از یک سو، این الگو دارای مزیت بازار سرمایه قوی برای کنترل شرکت است و از سوی دیگر، مشکلاتی نظیر معاملات درونی و پاداش‌های کلان مدیریت، نیاز به مقررات‌گذاری در این زمینه‌ها را ضروری می‌سازد.

۲- الگوی حاکمیت شرکتی مبتنی بر روابط: این الگو مبتنی بر تمرکز مالکیت و بازار سیال سرمایه است. در این الگو سهامداران، برای مدت طولانی سهام شرکت را نگه می‌دارند و در موقعیتی قرار می‌گیرند که بر رفتار مدیریت اعمال نظارت کنند، لذا هزینه‌های نمایندگی رخ نمی‌دهد. در اینجا بانک‌ها با نگهداری بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها، بر آنها مسلط می‌شوند و به طور مستقیم در عملیات شرکت دخالت می‌کنند. سرمایه‌گذاری‌های درون‌گروهی نیز از خصوصیات این الگو محسوب می‌شود. ژاپن، فرانسه و آلمان از این الگوی حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند. در ابتدا به نظر می‌رسد که این الگو، کاراترین الگوی حاکمیت شرکتی باشد، ولی این الگو نیز با مشکلاتی مواجه است. تسلط بانک‌ها بر فرایند تصمیم‌گیری شرکت‌ها باعث می‌شود که مدیریت متخصص تربیت نشود. مداخله بیش از حد دولت از طریق قوانین و افراد خود در امور شرکت‌ها، به عنوان مانعی برای پیشرفت شرکت‌ها محسوب می‌شود.

۳- الگوی حاکمیت شرکتی در حال گذار: کشورهای اروپای شرقی و مرکزی و کشورهای تازه استقلال یافته شوروی سابق، دارای اقتصادهایی از این نوع حاکمیت شرکتی هستند. اگرچه در این کشورها علاقه زیادی برای فعال کردن بازار سرمایه وجود دارد، ولی چنین الگویی از حاکمیت شرکتی را بر اقتصاد خود تحمیل کرده‌اند. در این الگو، بازارهای سرمایه ضعیف و غیرفعال می‌باشند و شرکت‌ها به تدریج از شکل دولتی به شرکت‌های دارای سهامداران جزء تبدیل می‌شوند. در این کشورها، نظام‌های حقوقی در حال حرکت به سوی نظام‌های رقابتی است، تشکیلات مقابله با مشکلات حاکمیت شرکتی ضعیف می‌باشد، سازوکارهای حمایت از سرمایه‌گذاری چندان قوی نیست، عدم انضباط مالی باعث شده تا

دولت شرکت‌های زیان‌ده را پشتیبانی کند، در ضمن سرمایه‌گذاری نهادی قوی در این گونه کشورها وجود ندارد. اقتصادهای در حال گذار، مشکلات زیادی را طی دوران تبدیل شرکت‌های دولتی به خصوصی پشت سر گذاشته‌اند. شرکت‌های خصوصی شده، کماکان مشکلات دیوان‌سالاری قبل از واگذاری را دارند زیرا خصوصی سازی به معنای واقعی انجام نگرفته و در بسیاری از موارد، کنترل همچنان در دست دولت باقی مانده است. به نظر می‌رسد این نوع الگو با ساختار کشور ایران همخوانی بیشتری دارد.

۴- الگوی نوظهور: در ادبیات حاکمیت شرکتی به این الگو کمتر توجه شده است. برخلاف الگوی سوم که تجربه‌ای از مشکلات الگوهای اول و دوم است، الگوی چهارم سعی دارد که الگوی حاکمیت شرکتی را از اقتصادهای موفق اقتباس کند. بازار سرمایه فعال، تبدیل موفق شرکت‌های دولتی به شرکت‌های خصوصی، وجود الگوهای مبتنی بر روابط و همچنین الگوهای مبتنی بر بازار، وجود بازارهای نوظهور، نظام‌های حقوقی رسمی و کارکردی، و وجود شرکت‌های خانوادگی از خصوصیات این الگو محسوب می‌شود. این الگو بین الگوهای اول و دوم قرار می‌گیرد. در این الگو، گروه‌های تجاری حاکم هستند و خانواده‌هایی وجود دارد که میزان زیادی کنترل و مالکیت دارند. همچنین سرمایه‌گذاری‌ها در صنایع مختلف تقسیم شده است. خانواده‌هایی که در یک نوع تجارت سرمایه‌گذاری کرده‌اند، با افزایش سود به سمت تنوع بخشی سرمایه‌گذاری خود رفته و بخش عمده‌ای از سهام را در اختیار گرفته‌اند. این گروه‌های تجاری، الگوی کنترل مدیریتی خود را از الگوی روابط اقتباس کرده‌اند، همچنین از طریق مشارکت در بازارهای سرمایه، الگوی مبتنی بر بازار را نیز تا حدودی مدنظر قرار داده‌اند.

پیشینه تحقیق

مطالعاتی پیرامون رابطه بین رعایت حقوق سهامداران (به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی) و کیفیت سود انجام شده است اما قسمت عمده این مطالعات، حقوق سهامداران را به صورت چندبعدی مدنظر قرار نداده‌اند. مطالعات اندک انجام شده داخلی نیز حقوق سهامداران را به صورت مجزا مورد بررسی قرار داده‌اند. نگاره (۱) نشان دهنده تعدادی از مطالعات انجام شده پیرامون موضوع پژوهش است.

نگاره (۱): مطالعات انجام شده پیرامون موضوع تحقیق

نویسندگان	سال	نتایج
ولوری	۱۹۹۲	بین مالکیت نهادی و کیفیت سود رابطه مثبت وجود دارد.
وارفیلد و هم‌پژوهان	۱۹۹۵	مالکیت مدیران با ضریب واکنش سود ارتباط مثبت و با میزان ارقام تعهدی ارتباط منفی دارد.
جوزف و وانگ	۲۰۰۲	مالکیت متمرکز و ساختارهای هر می سبب ایجاد تضاد منافع بین سرمایه‌گذاران و مالکان شده در نتیجه، مالکان کنترل‌کننده، انگیزه بیشتری برای گزارشگری اطلاعات حسابداری در راستای تامین منافع شخصی خود دارند.
دی	۲۰۰۵	برای شرکت‌هایی که بیشترین میزان هزینه نمایندگی را دارند، حقوق سهامداران دارای رابطه مثبت معنادار با کیفیت سود است. اما برای شرکت‌هایی که کمترین میزان هزینه نمایندگی را دارند، حقوق سهامداران با کیفیت سود ارتباط معناداری ندارد.
وانگ	۲۰۰۶	مالکیت خانوادگی با کیفیت سود ارتباط غیرخطی دارد. همچنین مالکیت خانوادگی با کیفیت ارقام تعهدی، محتوای اطلاعاتی سود، و محافظه‌کاری سود ارتباط دارد.
نیو	۲۰۰۶	میزان ارقام تعهدی غیرعادی و محتوای اطلاعاتی سود دارای رابطه منفی معنادار با حقوق سهامداران می‌باشد.
پرگولا	۲۰۰۶	هر دو دسته مدیران (مدیران مستقل و مدیران مالک) می‌توانند فرصت-طلبی نموده و کیفیت سود را کاهش دهند.
کیم و یی	۲۰۰۶	با جدایی بیشتر کنترل از مالکیت، تمایل سهامدار کنترل‌کننده برای مدیریت سود افزایش می‌یابد. همچنین میزان ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌های سهامی عام بیشتر از شرکت‌های سهامی خاص است.
احمد و دوئلمن	۲۰۰۷	درصد مالکیت مدیران غیراجرایی با محافظه‌کاری ارتباط مثبت دارد.
هاشم و دوی	۲۰۰۷	بین میزان مالکیت خانوادگی و کیفیت سود ارتباط مثبت معنادار وجود دارد. همچنین بین مالکیت نهادی و کیفیت سود ارتباط مثبت معنادار وجود دارد.
افندی و هم‌پژوهان	۲۰۰۷	احتمال تجدید ارائه سود برای شرکت‌هایی که دارای محدودیت در قرارداد بدهی هستند و شرکت‌هایی که اخیراً افزایش سرمایه داده‌اند،

نویسندگان	سال	نتایج
		بیشتر است.
مایورال و سگورا	۲۰۰۸	مالکیت خانوادگی با کیفیت سود ارتباط مثبت دارد.
کاتز و هم‌پژوهان	۲۰۰۸	شرکت‌هایی که سهامدار آنها بخش خصوصی است، در مقایسه با سایر شرکت‌ها از کیفیت سود بیشتری برخوردارند. مدیریت سود کمتر و استفاده بیشتر از رویه‌های محافظه کارانه، از مشخصه‌های این شرکت‌هاست.
لافوند و رویچادوری	۲۰۰۸	مالکیت مدیران با محافظه کاری در ارائه سود ارتباط منفی دارد.
ماچوگا و تیتل	۲۰۰۹	شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی و یا شرکت‌های دارای مدیران سهامدار، در مقایسه با سایر شرکت‌ها از کیفیت سود کمتری برخوردارند.
پِر گولا و هم‌پژوهان	۲۰۰۹	از طریق سهامدار نمودن مدیران نمی‌توان منافع مالکان و مدیران را همسو نمود. همچنین فرصت طلبی مدیران را می‌توان به کمک ساختارهای حاکمیتی مناسب تعدیل نمود.
جیانگ و آناندراجان	۲۰۰۹	حقوق سهامداران با کیفیت سود ارتباط مثبت دارد. اما این رابطه مثبت، در مواقعی که سهامدار نهادی دیدگاه کوتاه‌مدت دارد، کمرنگ گردیده یا خنثی می‌شود.
لیل	۲۰۱۰	قانون سرینز آکسلی اثر مشخصی بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نداشته است. قانون سرینز آکسلی اثر بیشتری بر کیفیت سود شرکت‌های آمریکایی (در مقایسه با سایر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آمریکا) داشته است. کیفیت سود در حول و حوش وضع قانون سرینز آکسلی تغییر نیافته است. هزینه‌های قانون سرینز آکسلی از منافع آن در حوزه تصمیم‌گیری در خصوص پذیرش در بورس بیشتر بوده است.
مشایخ و اسماعیلی	۱۳۸۵	بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره رابطه معناداری وجود ندارد.
آقایی و چالاکی	۱۳۸۸	بین مالکیت نهادی مدیریت سود ارتباط منفی معنادار وجود دارد.

نویسندگان	سال	نتایج
مرادزاده و هم‌پژوهان	۱۳۸۸	بین سطح مالکیت سهامداران نهادی و تمرکز آن با مدیریت سود ارتباط منفی معنادار وجود دارد.
فروغی و احمدی	۱۳۸۹	شرکت‌هایی که ترکیب سهامداران آنها عمدتاً متشکل از سهامداران نهادی است در مقایسه با شرکت‌هایی که ساختار مالکیت آنها عمدتاً دربردارنده سهامداران انفرادی است، کیفیت ارقام تعهدی بالاتری دارند.
نصرالهی و عارف‌منش	۱۳۸۹	با افزایش نسبت مالکیت سهامداران نهادی، کیفیت سود افزایش می‌یابد که این موضوع به معنای ارائه اطلاعات صادقانه، مربوط، بی‌طرفانه و به موقع است. همچنین تمرکز مالکیت سهامداران نهادی باعث کاهش کیفیت سود می‌شود.
بادآور و هم‌پژوهان	۱۳۹۰	بین مالکیت سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت با محافظه‌کاری ارتباط معناداری وجود ندارد.

۳. روش‌شناسی تحقیق

جامعه و نمونه آماری: جامعه مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌دهد. این جامعه در پایان سال ۱۳۹۰ دارای ۳۶۲ عضو است. همچنین قلمرو زمانی تحقیق، فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ می‌باشد که از داده‌های مربوط به دوره زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ جهت سنجش مدل‌های کیفیت سود، و از داده‌های مربوط به دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ جهت بررسی رابطه بین کیفیت سود و رعایت حقوق سهامداران استفاده شده است. با توجه به دوره زمانی تحقیق و به منظور مواجهه با مشکل داده-های اندک، سعی گردید که شرکت‌های بیشتری در نمونه انتخابی جای گیرد تا از طریق تلفیق داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی مشکل داده‌های اندک مرتفع گردد. لذا پژوهش حاضر از روش حذفی جهت انتخاب نمونه استفاده نمود. البته نمونه انتخابی شامل شرکت‌هایی است که (۱) تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۷۵ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۰ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند، (۲) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند بوده و در دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند، و (۳) در دوره مورد بررسی، توقف معاملاتی عمده نداشته باشند. با اعمال این شرایط، تعداد شرکت‌های نمونه به ۱۴۵ شرکت (در مواردی که

جهت سنجش کیفیت سود از معیارهای کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود و هموارسازی سود استفاده می‌شود) و ۱۱۴ شرکت (در مواردی که جهت سنجش کیفیت سود از معیارهای ارتباط‌ارزشی سود، به‌موقع بودن سود، و محافظه‌کاری سود استفاده می‌شود) رسید.

اندازه‌گیری متغیرها و جمع‌آوری داده: متغیر وابسته در این تحقیق، کیفیت سود است. کیفیت سود یکی از واژگان حسابداری بوده که تعاریف متعددی درخصوص آن ارائه شده است. بسیاری از محققین، کیفیت سود را به عنوان نزدیکی سود گزارش شده به سود هیكسی (سود اقتصادی) تعریف نموده‌اند (شیپر و وینسنت، ۲۰۰۳). به عبارت بهتر، هر اندازه که سود حسابداری به سود اقتصادی نزدیکتر باشد، کیفیت آن بیشتر است. با توجه به دشواری موجود در عملیاتی نمودن کیفیت سود، محققین از معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری این متغیر استفاده کرده‌اند. در تحقیق حاضر نیز این متغیر به ۷ شیوه زیر عملیاتی گردیده است:

۱. کیفیت ارقام تعهدی: کیفیت ارقام تعهدی به کمک مدل مک‌نیکولز (۲۰۰۲) اندازه‌گیری شده است. معیار کیفیت ارقام تعهدی، انحراف معیار خطای باقیمانده مدل مذکور بوده و کمتر بودن این عدد، بیانگر کیفیت بیشتر سود است. مدل مک‌نیکولز (۲۰۰۲) به صورت زیر است:

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + b_4 \Delta Sales_t + b_5 PPE_t + \varepsilon_t$$

۲ و ۳. پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود: پایداری و قابلیت پیش‌بینی سود به کمک مدل شیپر و وینسنت (۲۰۰۳) اندازه‌گیری شده است. معیار پایداری سود، ضریب شیب سودهای باوقفه بوده و بیشتر بودن آن، نشان‌دهنده کیفیت بیشتر سود است. همچنین معیار قابلیت پیش‌بینی سود، ریشه واریانس خطای باقیمانده مدل بوده و طبعاً کمتر بودن آن، بیانگر کیفیت بیشتر سود است. مدل شیپر و وینسنت (۲۰۰۳) به صورت زیر است:

$$E_t = b_0 + b_1 E_{t-1} + \varepsilon_t$$

۴. هموارسازی سود: معیار هموارسازی سود برگرفته از مطالعه لئوز و هم‌پژوهان (۲۰۰۳) است. این معیار از طریق نسبت انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار جریان نقدی

عملیاتی، که هر دو بر اساس کل دارایی‌ها تعدیل شده‌اند، اندازه‌گیری می‌گردد. کمتر بودن این نسبت، بیانگر هموارسازی بیشتر سود و در نتیجه کیفیت کمتر سود است.

۵. ارتباط ارزشی سود: ارتباط ارزشی سود از طریق مدل رگرسیون بازده بر روی سود و تغییرات آن اندازه‌گیری شده است. معیار ارتباط ارزشی سود، توان توضیح‌دهندگی مدل بوده و بیشتر بودن آن، بیانگر کیفیت بیشتر سود است. بیان نمادین این مدل به صورت زیر است:

$$RET_t = b_0 + b_1 E_t + b_2 \Delta E_t + \varepsilon_t$$

۶ و ۷. به موقع بودن سود و محافظه‌کاری سود: به موقع بودن و محافظه‌کاری سود را با استفاده از مدل بیسو (۱۹۹۷) اندازه‌گیری شده است. معیار به موقع بودن، توان توضیح‌دهندگی مدل بوده و بیشتر بودن آن، بیانگر کیفیت بیشتر سود است. همچنین معیار محافظه‌کاری سود، نسبت ضریب اخبار بد به ضریب اخبار خوب (یعنی $[b_2 + b_3]/b_2$) بوده و بیشتر بودن آن، بیانگر کیفیت بیشتر سود است. مدل بیسو (۱۹۹۷) به صورت زیر است:

$$E_t = b_0 + b_1 NEG_t + b_2 RET_t + b_3 NEG_t \cdot RET_t + \varepsilon_t$$

در مدل‌های فوق؛ ΔWC_t بیانگر تغییر در سرمایه در گردش سال t نسبت به سال قبل، E_t سود خالص سال t ، CFO_t جریان نقد عملیاتی سال t ، $\Delta Sales_t$ تغییر در فروش سال t نسبت به سال قبل، PPE_t اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات برای سال t ، RET_t میانگین بازده سال t ، و ε_t خطای باقیمانده مدل برای سال t است. همچنین در صورتی که RET_t کمتر از صفر باشد، NEG_t برابر با یک خواهد بود و در غیر این صورت NEG_t برابر با صفر است. داده‌های مربوط به متغیر کیفیت سود با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها و نرم‌افزارهای موجود جمع‌آوری گردید.

متغیر مستقل در این تحقیق، رعایت حقوق سهامداران به عنوان یکی از سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی می‌باشد. از آنجایی که این متغیر دربرگیرنده عوامل متعددی است و بررسی این عوامل به صورت مجزا، تحلیل ناقصی از عوامل تعیین‌کننده کیفیت سود به دنبال دارد، لذا در تحقیق حاضر از معیاری ترکیبی و چندبعدی، جهت سنجش این متغیر استفاده شده است. استفاده از یک معیار چندبعدی و ترکیبی برای اندازه‌گیری رعایت حقوق سهامداران دارای مزایایی همچون وارد نمودن یک متغیر در مدل رگرسیون به جای توجه

جداگانه به هریک از مولفه‌ها (گومپرز و هم‌پژوهان، ۲۰۰۳)، توجه به بهینگی سازوکارهای خاص در سطح شرکت‌ها (بیچوک و هم‌پژوهان، ۲۰۰۸)، جلوگیری از تکرار و دوباره‌کاری ویژگی‌ها (جیانگ و هم‌پژوهان، ۲۰۰۸؛ بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱) است.

به منظور تعیین مولفه‌های مرتبط با حقوق سهامداران در ایران، ابتدا شاخص‌ها و رهنمودهای موجود در این زمینه مورد مطالعه قرار گرفت که از جمله آنها می‌توان به شاخص حاکمیت شرکتی خدمات سهامدار نهادی، شاخص بین‌المللی استانداردهای حاکمیت شرکتی، شاخص حاکمیت شرکتی استاندارد اند پورز، شاخص خدمات سهامداری مودیز، قوانین حاکمیت شرکتی بورس‌های مختلف، اصول حاکمیت شرکتی سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی، شاخص رتبه‌بندی فیتچ و شاخص کتابخانه شرکتی اشاره نمود. نتیجه مطالعه رهنمودها و شاخص‌های موجود، طراحی یک پرسشنامه بود که جهت نظرخواهی در اختیار افراد خبره (شامل اساتید حسابداری و مدیریت مالی دانشگاه‌های داخلی و دانشجویان مقطع دکتری رشته‌های مذکور، کارشناسان بازار سرمایه حسابرسان عضو جامعه حسابداران رسمی ایران، و مدیران رده‌های اجرایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس) قرار گرفت. در پرسشنامه طراحی شده ۱۵ مولفه (شامل وجود نماینده برای سهامدار اقلیت در هیئت‌مدیره، تمرکز مالکیت، وجود سهام ممتاز در ساختار سرمایه شرکت، میزان سهامداری یا مالکیت مدیران، برگزاری مجمع عمومی سالیانه، پاسخ به مشکلات یا سوالات سهامداران، دعوت از سهامداران برای شرکت در جلسه مجمع، معامله با اشخاص وابسته، میزان سهامداری یا مالکیت شرکت‌های خارجی، وجود رویه برای قیمت‌گذاری انتقالات داخلی، وجود محدودیت در شیوه و میزان تامین مالی، گرفتن وکالت توسط سهامدار نهادی جهت حضور در مجمع، وجود محدودیت برای بدهی مدیران به شرکت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت) مورد توجه قرار گرفته بود. این پرسشنامه در مرحله اول در اختیار ۳۰ خبره قرار گرفت. پس از بررسی قابلیت اعتماد و اعتبار پرسشنامه (آلفای کرونباخ ۷۶ درصد) و استفاده از آزمون مقایسه میانگین جهت انتخاب مولفه‌ها، تعداد ۱۰ مولفه انتخاب گردید که عبارت بودند از: تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، میزان سهامداری یا مالکیت مدیران، میزان سهامداری یا مالکیت شرکت‌های خارجی، معامله با اشخاص وابسته، وجود محدودیت در شیوه و میزان تامین مالی، وجود محدودیت برای بدهی

مدیران به شرکت، گرفتن وکالت توسط سهامدار نهادی جهت حضور در مجمع، وجود دعاوی قانونی علیه شرکت، و میزان سهامداری یا مالکیت دولت (میزان مالکیت دولت به عنوان یک مولفه مهم در ایران توسط بسیاری از خبرگان مورد اشاره قرار گرفت). پرسشنامه تحقیق در مرحله دوم در اختیار ۱۵۰ خبره قرار گرفت.

نگاره (۲): مولفه‌های مرتبط با حقوق سهامداران در ایران براساس نظر خبرگان

تعریف عملیاتی	نام مولفه
ابتدا میانگین درصد سهام شناور آزاد شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه می‌شود. در صورتی که درصد سهام شناور آزاد یک شرکت از میانگین بیشتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.	تمرکز مالکیت
در صورت عدم وجود سهامدار دارای حق کنترل، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت، عدد یک اختصاص می‌یابد.	وجود سهامدار دارای حق کنترل
ابتدا میانگین درصد مالکیت دولت در شرکت‌های نمونه برای هر سال محاسبه می‌شود. در صورتی که درصد مزبور برای یک شرکت از میانگین کمتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.	میزان سهامداری یا مالکیت دولت
ابتدا میانگین نسبت مبلغ معاملات بین شرکت و اشخاص وابسته به مبلغ فروش برای کلیه شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه می‌شود. در صورتی که این نسبت برای یک شرکت از عدد میانگین بیشتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.	معامله با اشخاص وابسته
در صورت وجود دعاوی قانونی علیه شرکت در ۳ سال گذشته، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.	وجود دعاوی قانونی علیه شرکت

پس از بررسی قابلیت اعتماد و اعتبار پرسشنامه (آلفای کرونباخ ۸۲ درصد) و استفاده از آزمون مقایسه میانگین جهت انتخاب مولفه‌های نهایی، تعداد ۵ مولفه انتخاب گردید که به قرار نگاره (۲) است. پس از جمع‌آوری نظرات خبرگان، داده‌های مربوط به این متغیر جمع‌آوری گردید. بخشی از داده‌های مربوط به مولفه‌های حقوق سهامداران از طریق مراجعه به صورتهای مالی شرکت‌ها و گزارش هیئت‌مدیره آنها جمع‌آوری گردید. به منظور

جمع‌آوری مابقی داده‌های مربوط به این متغیر نیز، یک فرم خلاصه اطلاعات طراحی گردید و برای مدیران مالی شرکت‌های نمونه ارسال شد تا پس از تکمیل، برگشت دهند. در پایان نیز از متدولوژی کدگذاری و انباشت کدها به منظور عملیاتی کردن متغیر مستقل استفاده شد. براساس این متدولوژی به هر کدام از ۵ مولفه، امتیاز صفر و یا یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام شده) اختصاص یافته و از جمع زدن این امتیازها، نمره مربوط به هر شرکت در هر سال محاسبه می‌شود.

این مطالعه همچنین از ۴ متغیر کنترل اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)، جریان‌های نقدی عملیاتی (جریانهای نقدی عملیاتی که براساس جمع داراییها تعدیل شده است)، اهرم مالی (نسبت کل بدهی به کل دارایی) و انتظارات رشد سودآوری آتی (نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن) استفاده کرد. داده‌های مربوط به این متغیرها نیز با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه و اطلاعاتیه‌های شرکت بورس جمع‌آوری گردید.

نوع تحقیق: تحقیق حاضر علی‌رغم اینکه کاربردهایی برای گروه‌های مختلف ذینفع دارد، اما براساس هدف، یک تحقیق بنیادی و با توجه به نحوه گردآوری داده، یک تحقیق توصیفی (غیرآزمایشی) از نوع همبستگی محسوب می‌شود.

روش آماری مورد استفاده در برآورد مدل‌ها: برآورد مدل‌های تحقیق در دو مرحله انجام گردید. در مرحله نخست، مدل‌های ۷ گانه کیفیت سود با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی برآورد شد تا داده‌های موردنیاز جهت بررسی رابطه بین کیفیت سود و مولفه‌های حقوق سهامداران مهیا شود. در مرحله دوم نیز از تکنیک داده‌های تلفیقی (پنل دیتا) جهت بررسی رابطه بین کیفیت سود و رعایت حقوق سهامداران استفاده شد. تخمین مدل‌های رگرسیون با داده‌های تلفیقی به فروض ما درباره عرض از مبدأ، ضرایب شیب و جمله خطای مدل بستگی دارد. با توجه به فروض مختلف در خصوص ضرایب مدل رگرسیون، سه مدل متداول برای تخمین این مدل‌ها (مدل اثرات مشترک، مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی) مطرح است. به منظور انتخاب از بین مدل‌های اثرات مشترک و ثابت از آزمون F لیمر و به منظور انتخاب از بین مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد.

از جمله کارهای دیگر انجام شده در این تحقیق، بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی است. مهمترین این فروض، فرض‌های نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل، عدم خودهمبستگی بین اجزای اخلال، واریانس همسانی، و همخطی مرکب بوده که از آزمون‌های مناسب جهت کشف این مشکلات و رفع آنها استفاده شده است.

۴. تحلیل توصیفی داده‌ها و نتایج آزمون فرضیه‌ها

تحلیل توصیفی داده‌ها اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه شده داده‌ها و محاسبه شاخص‌های توصیفی می‌باشد. هدف از این تحلیل، شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی‌هاست تا مقدمات تحلیل آماری فراهم شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار گردد. نگاره (۳) نشان‌دهنده اندازه شاخص‌های آمار توصیفی بر حسب مولفه‌های حقوق سهامداران است.

نگاره (۳): اندازه شاخص‌های آمار توصیفی بر حسب مولفه‌های حقوق سهامداران

انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم	میانه	میانگین	شاخص آمار توصیفی نام مولفه
۰/۴۹۱	۰	۱	۱	۰/۵۹۸	تمرکز مالکیت
۰/۵۰۱	۰	۱	۰	۰/۴۹۹	وجود سهامدار دارای حق کنترل
۰/۴۲۹	۰	۱	۰	۰/۳۶۸	میزان سهامداری یا مالکیت دولت
۰/۴۶۲	۰	۱	۱	۰/۶۹۲	معامله با اشخاص وابسته
۰/۳۱۱	۰	۱	۱	۰/۸۹۲	وجود دعوی قانونی علیه شرکت
۱/۱۴۹	۰	۵	۳	۳/۰۴۸	شاخص کل حقوق سهامداران

نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها حاکی از آن است که سهامدار عمده حدود ۱۴/۵ درصد شرکت‌های نمونه، اشخاص حقیقی هستند. میانگین درصد مالکیت سهامداران عمده حدود ۴۸ درصد است. همچنین در ۵۰ درصد موارد، سهامدار عمده، دارای حق کنترل است. میانگین درصد سهام شناور آزاد شرکت‌های نمونه حدود ۲۹ درصد است. همچنین حدود ۶۰ درصد شرکت‌های نمونه دارای درصد سهام شناور آزاد کمتر از میانگین درصد سهام شناور آزاد کل شرکت‌های نمونه هستند. میانگین درصد مالکیت دولت در شرکت‌های نمونه حدود ۲۷ درصد است. ضمناً در ۳۷ درصد از شرکت‌های نمونه، درصد مالکیت دولت بیشتر از میانگین

درصد مالکیت دولت برای کل شرکت‌های نمونه است. میانگین نسبت مبلغ معامله با اشخاص وابسته به مبلغ فروش برای شرکت‌های نمونه ۰/۴۵ است و برای حدود ۶۹ درصد از شرکت‌ها، نسبت مزبور کمتر از میانگین نسبت برای کل شرکت‌های نمونه بوده است. همچنین حدود ۸۹ درصد از شرکت‌های نمونه در ۳ سال گذشته فاقد دعاوی قانونی بوده‌اند. میانگین شاخص حقوق سهامداران برای کل سال‌های نمونه ۳/۰۴۸ است. این عدد از ۳/۰۷ در سال ۱۳۸۶ به ۳/۰۴ در سال ۱۳۹۰ رسیده که نشان‌دهنده روند نزولی آن است. کمترین و بیشترین عدد قابل انتساب به این سرفصل به ترتیب ۰ و ۵ می‌باشد. همچنین اندازه شاخص‌های آمار توصیفی برحسب معیارهای مختلف کیفیت سود در نگاره (۴) نشان داده شده است.

نگاره (۴): اندازه شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیر کیفیت سود

شاخص آمار توصیفی معیار کیفیت سود	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
کیفیت اقلام تعهدی	۰/۰۲۱	۰/۰۱۰	۰/۱۸۷	۰/۰۰۰۹	۰/۰۲۸
پایداری سود	۰/۶۲۹	۰/۶۶۰	۲/۴۲۱	-۱/۱۶۷	۰/۴۸۱
قابلیت پیش‌بینی سود	۰/۰۳۰	۰/۰۱۲	۰/۳۶۹	۰/۰۰۰۲	۰/۰۵۳
هموارسازی سود	۰/۸۲۵	۰/۷۹۴	۲/۱۸۶	۰/۱۶۷	۰/۳۷۳
ارتباط ارزشی سود	۰/۳۱۱	۰/۲۷۴	۰/۸۹۰	۰/۰۷۲	۰/۲۲۷
به موقع بودن سود	۰/۳۴۳	۰/۳۱۰	۰/۹۲۶	۰/۱۰۰	۰/۲۰۱
محافظه کاری سود	-۱/۸۱۲	-۰/۵۴۵	۹۴/۵۴	-۱۲۱/۱۵	۲۳/۰۲۳

بررسی همبستگی بین شاخص حقوق سهامداران و کیفیت سود نیز حکایت از همبستگی مثبت بین شاخص کل حقوق سهامداران و معیار به موقع بودن سود دارد. همبستگی بین شاخص کل حقوق سهامداران و ۶ معیار دیگر کیفیت سود، منفی است. نتایج مربوط به همبستگی بین معیارهای کیفیت سود و شاخص کل حقوق سهامداران به شرح نگاره (۵) است.

نگاره (۵): همبستگی بین شاخص کل حقوق سهامداران و معیارهای مختلف کیفیت سود

ضریب همبستگی	کیفیت اقلام تعهدی	پایداری سود	قابلیت پیش‌بینی	هموارسازی سود	ارتباط ارزشی	به موقع بودن	محافظه کاری سود
شاخص حقوق سهامداران	-۰/۰۶۵	-۰/۰۵۲	-۰/۰۱۱	-۰/۱۰۳	-۰/۰۲۷	۰/۲۱۱	-۰/۰۶۰

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اول و دوم

تجزیه و تحلیل در سطح شاخص کل: این پژوهش از رویکردی ترکیبی و چندبعدی برای عملیاتی کردن متغیر حقوق سهامداران استفاده نمود همچنین از ۷ معیار مختلف به منظور سنجش کیفیت سود استفاده گردد. براین اساس، نتایج حاصل از ارتباط بین شاخص کل حقوق سهامداران و معیارهای ۷ گانه کیفیت سود به شرح نگاره (۶) می‌باشد.

پس از بررسی رابطه بین معیارهای کیفیت سود با شاخص کل حقوق سهامداران مشخص گردید که؛

۱. شاخص حقوق سهامداران با معیار به موقع بودن سود ارتباط مثبت معنادار دارد. به عبارت دیگر، رعایت حقوق سهامداران سبب افزایش کیفیت سود شده است.

۲. شاخص حقوق سهامداران با معیارهای پایداری سود، هموارسازی سود و محافظه کاری سود ارتباط منفی معنادار دارد. به عبارت دیگر، رعایت حقوق سهامداران سبب کاهش کیفیت سود شده است.

۳. بین معیارهای هموارسازی سود و پایداری سود ارتباط منفی معنادار وجود دارد. درخصوص توضیح این رابطه می‌توان اظهار داشت که مدیران در راستای تامین نیازهای سرمایه‌گذاران، اقدام به هموارسازی سود می‌کنند. در نتیجه، هموارسازی سود سبب کاهش پایداری سود می‌شود. این نتیجه مطابق با تحلیل شیپر و وینسنت (۲۰۰۳) است.

۴. بین معیارهای هموارسازی سود و محافظه کاری سود ارتباط مثبت معنادار وجود دارد. این بدان معناست که هرچه هموارسازی سود بیشتر باشد، محافظه کاری در ارائه سود کمتر خواهد بود. این نتیجه مبین آن است که مدیران از روش‌های افزایش سود جهت هموارسازی سود استفاده نموده‌اند. البته نیتکین (۲۰۰۷) در مطالعه خود به این نتیجه دست یافت که شرکت‌های دارای مکانیسم‌های حاکمیتی بهتر با احتمال بیشتری اقدام به هموارسازی سود (از نوع کاهش در سود) می‌کنند که این موضوع منجر به گزارشگری محافظه کارانه سود می‌شود.

نگاره (۶): نتایج حاصل از ارتباط بین شاخص حقوق سهامداران و معیارهای ۷ گانه کیفیت سود

مدل	ضریب	آماره t	معناداری t	R ²	DW	آماره F
مدل کیفیت اقلام تعهدی	-۰/۰۰۰۹	-۰/۷۱۹	*۰/۴۷۳	۰/۰۷۱	۱/۳۸۵	۶/۰۸۳
مدل پایداری سود	-۰/۰۶۹	-۳/۲۵۳	۰/۰۰۱	۰/۰۶۷	۱/۸۴۹	۵/۷۴۹
مدل قابلیت پیش‌بینی سود	۰/۰۰۴	۱/۸۴۹	*۰/۰۶۵	۰/۰۱۵	۱/۷۲۸	*۲/۰۴۴
مدل هموارسازی سود	-۰/۰۷۲	-۴/۷۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۶۰	۱/۷۹۱	۵/۲۴۳
مدل ارتباط ارزشی سود	۰/۰۰۰۲	۰/۰۱۵	*۰/۹۸۸	۰/۰۰۳	۱/۴۰۸	*۰/۱۷۹
مدل به موقع بودن سود	۰/۰۳۵	۴/۰۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۳۹	۱/۹۲۲	۳/۴۸۹
مدل محافظه کاری سود	-۳/۱۳۱	-۲/۵۲۴	۰/۰۱۲	۰/۰۶۰	۱/۸۶۴	۴/۳۴۲

* غیرمعنادار در سطح خطای ۵ درصد

۵. شاخص حقوق سهامداران با معیارهای کیفیت اقلام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی سود، و ارتباط ارزشی سود ارتباط معناداری ندارد. عدم وجود ارتباط معنادار بین حقوق سهامداران و ارتباط ارزشی سود را می‌توان به هموارسازی سود ربط داد. سودهای هموار شده توانایی توضیح بازده را ندارند (لارکر و هم‌پژوهان، ۲۰۰۷).

تجزیه و تحلیل در سطح مولفه‌های حقوق سهامداران: در بخش قبل به تبیین ارتباط بین شاخص کل حقوق سهامداران و کیفیت سود پرداخته شد. در این بخش، شاخص کل حقوق سهامداران به ۵ مولفه تفکیک شده و رابطه آنها با معیارهای کیفیت سود تبیین می‌شود. نتایج حاصل از ارتباط بین مولفه‌های حقوق سهامداران و معیارهای مختلف کیفیت سود به شرح زیر است:

۱. هیچ‌کدام از مولفه‌های ۵ گانه حقوق سهامداران با معیار ارتباط ارزشی سود ارتباط معناداری ندارند.

۲. مولفه معامله با اشخاص وابسته با معیارهای کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود و محافظه‌کاری سود ارتباط منفی معنادار دارند.
۳. مولفه‌های وجود سهامدار دارای حق کنترل، معامله با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت با معیار هموارسازی سود ارتباط منفی معنادار دارند.
۴. مولفه معامله با اشخاص وابسته با معیارهای قابلیت پیش‌بینی سود و به موقع بودن سود ارتباط مثبت معنادار دارند.
۵. مولفه‌های تمرکز مالکیت و سهامداری دولت با هیچ کدام از معیارهای ۷ گانه کیفیت سود ارتباط معناداری ندارد. علت این موضوع را می‌توان به عدم تغییر مالکیت دولت در سهام شرکت‌ها و درصد سهام شناور آزاد طی دوره مورد بررسی نسبت داد.
۶. از بین مولفه‌های حقوق سهامداران، مولفه معامله با اشخاص وابسته بیشترین ارتباط را با معیارهای مختلف کیفیت سود دارند.
۷. با تفکیک شاخص حقوق سهامداران به مولفه‌های مختلف، توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها تا حدی کاهش می‌یابد. علت این موضوع را می‌توان به عدم جامعیت هر کدام از مولفه‌های حاکمیت شرکتی منتسب کرد. البته ذکر این نکته ضروری است که توان توضیح‌دهندگی مدل‌های مبتنی بر مولفه از نوسان‌پذیری بیشتری برخوردار است.
- مقایسه توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها: فرضیه دوم تحقیق به مقایسه نتایج حاصل از رابطه بین شاخص حقوق سهامداران و کیفیت سود با استفاده از معیارهای مختلف می‌پردازد. همان‌گونه که ملاحظه شد رابطه بین شاخص حقوق سهامداران و کیفیت سود چندبعدی است. به عبارت دیگر هر کدام از معیارهای کیفیت سود از زاویه‌ای خاص به این موضوع می‌پردازد که نتایج آنها بعضاً ضد و نقیض است لذا مستقیماً نمی‌توان عنوان کرد که رابطه بین این دو متغیر، مثبت یا منفی است. اما نتایج حاصل از رابطه بین شاخص حقوق سهامداران و کیفیت سود را از زاویه قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های معنادار نیز می‌توان بررسی نمود. قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌ها با استفاده از ضریب تعیین تعدیل شده و آماره F رگرسیون بررسی شده است. مقایسه توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها حکایت از آن دارد که توان توضیح‌دهندگی مدل پایداری سود از بقیه مدل‌ها بیشتر است. به عبارت دیگر، از بین معیارهای ۷ گانه کیفیت سود،

معیار پایداری سود بیشترین ارتباط را با شاخص حقوق سهامداران دارد. پس از این مدل، مدل‌های هموارسازی سود، محافظه‌کاری سود و به موقع بودن سود در رتبه‌های بعدی (به لحاظ توان توضیح‌دهندگی) قرار دارند. همچنین مدل‌های کیفیت ارقام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی سود و ارتباط ارزشی سود با شاخص حقوق سهامداران ارتباط معناداری ندارد. این نتایج حکایت از تایید فرضیه دوم تحقیق دارد.

۵. نتیجه‌گیری، محدودیت‌ها و پیشنهادها

نتیجه‌گیری: مطالعه حاضر به تبیین ارتباط بین حقوق سهامداران و کیفیت سود پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه بین حقوق سهامداران و کیفیت سود تک‌بعدی نیست. به عبارت دیگر هر کدام از معیارهای کیفیت سود از زاویه‌ای خاص به این موضوع می‌پردازد که نتایج آنها بعضاً ضد و نقیض است لذا مستقیماً نمی‌توان عنوان کرد که رابطه بین این دو متغیر، مثبت یا منفی است. نیتکین (۲۰۰۷) نیز به نتیجه‌ای مشابه دست یافته بود.

نتایج تحلیل‌های اضافی نشان داد که استفاده از مولفه‌های حقوق سهامداران (به صورت مجزا) به جای استفاده از شاخص ترکیبی حقوق سهامداران، تأثیر زیادی بر معناداری روابط ندارد. تنها تفاوت ایجاد شده با قبل، به توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها مربوط است. نتایج نشان می‌دهد که توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها نسبت به قبل کاهش قابل ملاحظه‌ای دارد. دلیل این امر نیز آن است که هر یک از مولفه‌های حقوق سهامداران در مقایسه با شاخص ترکیبی از جامعیت لازم برخوردار نبوده لذا کاهش توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها طبیعی به نظر می‌رسد. این یافته با مطالعه نیو (۲۰۰۶) همخوانی دارد.

نتایج تحلیل صنعت نیز نشان می‌دهد که وضعیت مولفه‌های حقوق سهامداران در صنایع مورد بررسی متفاوت است که این موضوع رابطه بین حقوق سهامداران و معیارهای مختلف کیفیت سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد. دی (۲۰۰۵) نیز در مطالعه خود به نتیجه‌ای مشابه دست یافت. نتایج حاصل از بررسی رابطه بین حقوق سهامداران و کیفیت سود در صنایع مختلف با نتایج به دست آمده در سطح کل شرکت‌های نمونه تا حد زیادی همخوانی ندارد. به عنوان مثال در سطح کل شرکت‌های نمونه، شاخص حقوق سهامداران با معیار ارتباط ارزشی سود رابطه معناداری ندارد اما در چند صنعت رابطه بین این شاخص و معیار ارتباط ارزشی سود تایید شده است. از سوی دیگر معیار پایداری سود در سطح کل شرکت‌های نمونه یکی از

معیارهای دارای ارتباط زیاد با شاخص حقوق سهامداران بود، در حالی که در صنایع مختلف این معیار پس از معیار قابلیت پیش‌بینی سود، کمترین ارتباط را با شاخص حقوق سهامداران داشته است. همچنین توان توضیح‌دهندگی مدل‌ها در صنایع مختلف در مقایسه با توان توضیح‌دهندگی آنها در سطح کل شرکت‌های نمونه به طور نسبی افزایش یافته است که دلیل این امر را می‌توان به همگن بودن شرکت‌های حاضر در یک صنعت منتسب نمود.

محدودیت‌های تحقیق: وجود برخی مشکلات، محدودیت‌ها و نارسایی‌ها در فعالیت‌های پژوهشی و مطالعاتی اجتناب‌ناپذیر است. مطالعه حاضر نیز از این قاعده مستثنی نبوده و با محدودیت‌ها و مشکلاتی روبه‌رو بوده است. این محدودیت‌ها عبارتند از:

۱- بخشی از داده‌های پژوهش، براساس طراحی یک پرسشنامه و ارسال آن برای خبرگان جمع‌آوری شده است. علیرغم توجه به روایی و پایایی ابزار اندازه‌گیری داده، اظهارنظر درخصوص صحت نتایج حاصله (محدودیت ذاتی پرسشنامه) باید با احتیاط صورت گیرد.

۲- مطالعه حاضر از داده‌های مربوط به دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ جهت بررسی رابطه بین کیفیت سود و حقوق سهامداران استفاده نمود. اگرچه با استفاده از تکنیک داده‌های تلفیقی، مشکلات احتمالی مربوط به دوره زمانی کوتاه تحقیق (دوره ۵ ساله) تا حد زیادی مرتفع گردید اما استفاده از دوره زمانی طولانی‌تر می‌تواند نتایج تحقیق را تحت‌الشعاع قرار دهد. این موضوع همچنین درخصوص مدل‌های برآوردی کیفیت سود نیز مصداق دارد. این مدل‌ها براساس رگرسیون چرخشی با داده‌های ۱۲ ساله برآورد شده است.

۳- در عملیاتی کردن متغیر حقوق سهامداران به تمام مولفه‌ها وزن یکسانی اختصاص یافت. با توجه به اینکه برخی شرکت‌ها در برخی مولفه‌های حقوق سهامداران قوی‌تر هستند، لذا وزن‌دهی مولفه‌ها می‌تواند به نتایج متفاوت با نتایج ارائه شده منتج گردد.

۴- در تعیین برخی از مولفه‌های حقوق سهامداران در ایران، صرفاً به وجود آنها توجه شد. این در حالی است که توجه به اثربخشی آن مولفه‌ها می‌تواند نتایج مطالعه را تحت تاثیر قرار دهد.

پیشنهادها

پیشنهادهای برگرفته از نتایج تحقیق و پیشنهادات پژوهشی به شرح زیر است:

۱- با توجه به رابطه چندبعدی بین حقوق سهامداران و کیفیت سود، این امکان وجود دارد که سطح بالاتر رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های ایرانی در نتیجه مجموعه‌ای از الزامات خاص به دست نیاید بلکه دستکاری مولفه‌های آن عاملی مهمتر باشد. بر این اساس به افرادی که قصد ارزیابی کیفیت سود شرکت‌ها را دارند پیشنهاد می‌شود که به این موضوع توجه کنند.

۲- در این تحقیق، مولفه‌های حقوق سهامداران در ایران براساس نظر خبرگان تعیین شد. به نهادهای تدوین کننده مقررات حاکمیت شرکتی (از جمله سازمان بورس، شرکت بورس، بانک مرکزی و ...) پیشنهاد می‌شود که در تدوین مقررات مربوطه به مولفه‌های مشخص شده در این مطالعه توجه کنند. همچنین به این نهادها توصیه می‌شود که در تدوین آئین‌نامه‌های مربوطه بیشتر به محتوا و اثربخشی مولفه‌ها و نه فقط شکل آنها توجه کنند.

۳- به محققینی که قصد استفاده از متغیر حقوق سهامداران در مطالعات خود را دارند، پیشنهاد می‌شود که از شاخص ترکیبی حقوق سهامداران و نه مولفه‌های آن (به صورت تکی) استفاده کنند زیرا حقوق سهامداران دربرگیرنده عوامل متعددی است و بررسی این عوامل به صورت مجزا، تحلیل ناقصی از موضوع مورد بررسی به دنبال خواهد داشت. همچنین با توجه به نتایج تحقیق به محققین پیشنهاد می‌شود که در انتخاب معیار کیفیت سود، دقت لازم به عمل آید.

۴- در ادامه این تحقیق، موضوعات زیر برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود:

الف) توجه به سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی (مانند هیئت مدیره، شفافیت و افشاء، حسابرسی و ...) و بررسی ارتباط آنها با معیارهای کیفیت سود

ب) بررسی رابطه بین حقوق سهامداران و سایر معیارهای کیفیت سود

پ) ارائه مدلی جامع برای اندازه‌گیری کیفیت سود و ارتباط آن با شاخص حقوق

سهامداران

ت) مقایسه شاخص ارائه شده برای حقوق سهامداران و مقایسه آن با سایر شاخص‌های موجود و بررسی رابطه آن با کیفیت سود

منابع

- آقایی، محمدعلی و چالاکلی، پری. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، سال اول، شماره ۴، صص ۷۷-۵۴.
- بادآور نهندی، یونس؛ برادران، رسول و محمودزاده، سعید. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی. *تحقیقات حسابداری*، سال سوم، شماره ۹، صص ۱۵۴-۱۳۰.
- بولو، قاسم. (۱۳۸۵). *نظام راهبری شرکت و تاثیر آن بر کیفیت سود*، پایگاه اطلاع رسانی بازار سرمایه ایران، آدرس اینترنتی: <http://old.sena.ir/rendermodule.aspx>
- حساس یگانه، یحیی. (بهمن ۱۳۸۴). *سیستم‌های حاکمیت شرکتی، ماهنامه حسابداری*، سال ۲۰، شماره ۱۶۹، صص ۱۴-۱۲ و ۶۳-۶۲.
- فروغی، داریوش و احمدی، نوشین. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ترکیب سهامداران و کیفیت ارقام تعددی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، سال دوم، شماره ۵، صص ۱۰۳-۹۰.
- مردادزاده فرد، مهدی؛ ناظمی، مهدی؛ غلامی، رضا و فرزانی، حجت. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۹۸-۸۵.
- مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۵، صص ۴۴-۲۵.
- نصرالهی، زهرا و عارف‌منش، زهره. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، سال اول، شماره ۳، صص ۱۳۸-۱۱۷.

Ahmed, A. and Duellman, S. (2007). Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, pp. 411-437.

- Banks, E. (2004) . *Corporate Governance: Financial Responsibility, Controls and Ethics*. Palgrave Macmillan, Inc, New York.
- Basu, S. (1997) . The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, pp. 3-37.
- Bebchuk, L., Cohen, A. and Ferrel, A. (2008) . What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, Vol. 27, pp. 1-45.
- Bushman, R. and Smith, A. (2001) . Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 237-333.
- Dey, A. (2005) . Corporate Governance and Financial Reporting Credibility. *Working Paper*, Northwestern University, Kellogg School of Management, Evanston, Illinois.
- Efendi, J., Srivastava, A. and Swanson, E. (2007) . Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, pp. 667-708.
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003) . Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107-155.
- Hashim, H. and Devi, S. (2007) . Corporate Governance, Ownership Structure and Earnings Quality: Malaysian Evidence. *Working Paper*, Faculty of Management and Economics, University Malaysia Terengganu (UMT) , Malaysia.
- Jiang, W., Lee, P. and Anandarajan, A. (2008) . The Association between Corporate Governance and Earnings Quality: Further Evidence Using the GOV-Score. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 24, pp. 191-201.
- Jiang, W. and Anandarajan, A. (2009) . Shareholder Rights, Corporate Governance and Earnings Quality: The Influence of Institutional Investors, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24 (8) , pp. 767-791.
- Joseph, P. Fan, and Wong, T. (2002) . Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 401-425.
- Katz, S. (2008) . Earnings Quality and Ownership Structure: The Role of Private Equity Sponsors, *Working Paper*, Harvard Business School, Boston.
- Kim, J. and Yi, C. (2006) . Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, pp. 427-464.
- LaFond, R. and Roychowdhury, S. (2008) . Managerial Ownership and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, pp. 101-135.

- Lail, B. (2010) . The Impact of Sarbanes-Oxley on Earnings Quality and the Cross-Listing Decision, *Unpublished PhD Dissertation*, University of Oklahoma, Graduate College.
- Larcker, D., Richardson, S. and Tuna, I. (2007) . Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *Accounting Review*, Vol. 82, pp. 963-1008.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003) . Earning Management and Investor Protection. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp. 505-527.
- Machuga, S. and Teitel, k. (2009) . Board of Director Characteristics and Earnings Quality Surrounding Implementation of A Corporate Governance Code in Mexico, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 18 (1) , pp.1-13.
- Mayoral, J. and Sanchez-Segura, A. (2008) . Corporate Governance and Earnings Quality: Evidence from Spanish Companies. *PC-SAR*, Vol. 11 (1) , pp. 67-100.
- McNichols, M. (2002) . Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, Vol. 77 (supplementary) , pp. 61-69.
- Nitkin, M. (2007) . An Investigation of the Association between Governance Quality and Accrual-based Earnings Quality. *Unpublished PhD Dissertation*, Boston University, School of Management.
- Niu, F. (2006) . Corporate Governance and the Quality of Accounting Earnings: A Canadian Perspective. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 2 (4) , pp. 302-27.
- Pergola, T. (2006) . Management Entrenchment, Corporate Governance, and Earnings Quality. *Unpublished PhD Dissertation*, Nova Southwestern University, School of Business and Entrepreneurship.
- Pergola, T., Joseph, G. and Jenzarli, A. (2009) . Effects of Corporate Governance and Board Equity Ownership on Earnings Quality, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 13 (4) , pp. 87-114.
- Schipper, K. and Vincent, L. (2003) . Earnings quality. *Accounting Horizons*, Vol. 17 (supplement) , pp. 97-110.
- Solomon, J. (2007) . *Corporate Governance and Accountability*. Second Edition, John Wiley & Sons, Ltd, England.
- Velury, U. (1999) . The Effect of Institutional Ownership on the Quality of Earnings, *Unpublished PhD Dissertation*, University of South Carolina, Darla Moore School of Business, UMI Number: 9928350.
- Wang, D. (2006) . Founding Family Ownership and Earnings Quality, *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 (3) , pp. 619-656.

Warfield, T., Wild, J. and Wild, K. (1995) . Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting & Economics*, Vol.20, pp. 61-92.

