

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز  
دوره‌ی پنجم، شماره‌ی دوم، پاییز و زمستان ۱۳۹۲، پیاپی ۶۵/۳، صفحه‌های ۴۷-۷۳  
(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

**بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS**  
**گزارش شده با استفاده از روش سود و بازده تجمعی برای شرکت‌های**  
**پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

دکتر اصغر سلطانی\*  
دانشگاه اصفهان

مسعود نادم\*\*  
دانشگاه پیام نور

**چکیده**

در این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار سرمایه‌ی شرکت و ساختار مالکیت آن بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده توسط شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش سود و بازده تجمعی پرداخته شده است. جهت انجام این پژوهش، نمونه‌ای مشتمل بر ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۸ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۲) انتخاب و بررسی گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که ساختار سرمایه بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS تأثیری معنادار دارد؛ به طوری که با افزایش میزان اتکای شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی، محتوای اطلاعاتی کاهش می‌یابد. هم‌چنین نتایج نشان داد که ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS تأثیری معنادار دارد؛ به طوری که با افزایش حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده، افزایش می‌یابد.

**واژه‌های کلیدی:** EPS، DPS، ساختار سرمایه، ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، تأمین مالی از طریق بدهی، محتوای اطلاعاتی.

\* استادیار گروه حسابداری

\*\* عضو هیأت علمی، گروه حسابداری (نویسنده مسئول) Masoud\_nadem@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۲/۲۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۵/۷

## ۱. مقدمه

سودمندی و محتوای اطلاعاتی اعداد و ارقام ارائه شده در صورت‌های مالی که محصول نهایی فرآیند حسابداری است، یکی از بحث برانگیزترین مباحث در محافل علمی حسابداری بوده است. در واقع ریشه‌ی این مسأله را می‌توان در بیانیه‌ی مفهومی شماره‌ی یک هیأت استانداردهای حسابداری مالی مشاهده کرد. طبق این بیانیه، اولین و مهم‌ترین هدف گزارش‌گری مالی عبارت است از ارائه‌ی اطلاعاتی که برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان حاضر و بالقوه و سایر استفاده‌کنندگان برای گرفتن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و اعتباردهی و سایر تصمیم‌های مشابه سودمند باشد. یکی از سودمندترین اطلاعات حسابداری، رقم «سود حسابداری» است. نتایج پژوهش بال و براون نشان داد که تغییرات قیمت سهام با تغییرات سود هم‌سو است (بال و براون، ۱۹۶۸)؛ اما این دو پژوهشگر هم‌زمان به این نتیجه رسیدند که هر چند تغییرات قیمت سهام با تغییرات سود هم‌سو است؛ اما به یک میزان نیست. این مسأله باعث شد که از آن زمان این سؤال که آیا تغییرات قیمت سهام، علاوه بر تغییرات سود حسابداری از متغیرهای دیگری نظیر صنعت، ترکیب سرمایه‌ی شرکت، سهم بازار فروش محصولات و... تأثیر می‌پذیرد؟ ذهن فعالان بازار و پژوهش‌گران را به خود مشغول کند (تهرانی و دیگران، ۱۳۸۵).

پژوهش‌های فراوانی جهت تعیین عوامل اثرگذار بر محتوای اطلاعاتی سود انجام گرفته است و هر یک نیز عواملی را معرفی نموده‌اند، اما نتایج پژوهش آتیاس<sup>۲</sup> (۱۹۸۷) باعث باز شدن باب جدیدی در این زمینه شد. او در جریان پژوهش خود به این نتیجه رسید که ویژگی‌های سازمانی شرکت‌ها نیز در پیش‌بینی بازدهی سهام مؤثر است، این نتیجه‌ای بود که مارتینز<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) نیز آن را بیان کرد. این مسأله باعث شد که پژوهش‌ها در چند سال اخیر بر روی مجموعه‌ای از ویژگی‌های خاص شرکت‌ها به عنوان عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی سود متمرکز شوند. از عمده ویژگی‌های عنوان شده در این پژوهش‌ها می‌توان به اندازه‌ی شرکت «هادجسون و کلارک»<sup>۴</sup> (۲۰۰۰)، کولینز و کوتاری<sup>۵</sup> (۱۹۸۹)، چاریتو و کلاب<sup>۶</sup> (۲۰۰۳)، ریسک سیستماتیک «کولینز و دیگران»<sup>۷</sup> (۱۹۹۴)، استون و زیوسکی<sup>۸</sup> (۱۹۸۹)، ثبات سود «کومانندی و لایپ»<sup>۹</sup> (۱۹۸۷)، کولینز و کوتاری (۱۹۸۹)،

نوع صنعت «دیچو»<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۴)، ناظمی (۱۳۸۳) و هم‌چنین نوع کشور «هال و دیگران»<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۴) اشاره کرد.

پژوهش حاضر نیز در صدد آن است که تأثیر دو عامل درون سازمانی شرکت‌ها یعنی ساختار سرمایه و ساختار مالکیت را بر محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده، مورد بررسی قرار دهد.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

عوامل اثرگذار بر محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده را، که در پژوهش‌های گذشته معرفی شده‌اند، می‌توان به دو گروه کلی دسته‌بندی نمود که عبارتند از (چیونگ و دیگران<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۹):

- ۱- عوامل خاص برون سازمانی شرکت‌ها مانند نوع کشور، نوع صنعت و ...
  - ۲- عوامل خاص درون سازمانی شرکت‌ها مانند ثبات سود، ساختار سرمایه، ریسک مالی، ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ...
- با در نظر گرفتن گروه بندی فوق، پژوهش حاضر با تأکید بر عوامل درون سازمانی شرکت‌ها، استفاده از نتایج پژوهش‌های گذشته و معرفی دو عامل درون سازمانی زیر به عنوان مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر محتوای اطلاعاتی سود به دنبال بررسی احتمال تأثیرگذاری این عوامل بر محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده است.

### ۱- ساختار سرمایه

مدیر مالی باید هزینه‌ی تأمین مالی از منابع متعدد را مشخص و آثاری را که این منابع مالی بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت دارند، تعیین نماید تا بتواند با کاهش دادن ریسک ساختار سرمایه و هزینه‌ی موزون سرمایه، ثروت سهام‌داران را بیش‌تر کند. ریسک و بازده دو عامل مهم کلیدی در انواع سرمایه‌گذاری‌ها هستند. منبع تأمین مالی (بدهی یا سهام) یکی از عواملی است که ریسک و بازده را تعیین می‌کند (قالیباف، ۱۳۷۳).

در تأیید این مطلب، مختاریان (۱۳۸۳) در تحقیق خود با عنوان بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تأثیرگذاری عوامل

مختلف بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران پرداخت. وی به این نتیجه رسید که ریسک از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و در نتیجه میزان واکنش آن‌ها نسبت به اطلاعات مالی گزارش شده است.

از آن جا که اهرم مالی و استفاده از بدهی در ساختار سرمایه بر ریسک تأثیرگذار است؛ می‌توان نتیجه گرفت که اهرم مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. در تأیید این مطلب نتایج پژوهش‌های استون و ژیوسکی (۱۹۸۹) نشان داد که هر افزایش در سود قبل از کسر بهره در مورد شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه‌ی خود بدهی و اوراق قرضه‌ی بیش‌تری دارند؛ یعنی اهرم مالی بزرگ‌تر، در مقایسه با شرکت‌هایی که دیونشان کم‌تر است؛ یعنی اهرم مالی کوچک‌تر، تأثیر کم‌تری بر روی قیمت سهام و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارد.

در تحلیل این مسأله، پژوهش‌گران معتقدند که شرکتی که اهرم مالی بالایی در ساختار سرمایه‌ی خود و در نتیجه ریسک بالایی دارند، بازار از آن نرخ بازدهی بالاتری را طلب می‌کند و این باعث کاهش واکنش بازار به سودهای گزارش شده و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سود می‌گردد (کولینز و دیگران، ۱۹۹۴) و (استون و ژیوسکی، ۱۹۸۹). پس از تمامی مباحث بیان شده، می‌توان این گونه نتیجه گرفت که میزان اتکا بر تأمین مالی از طریق بدهی در ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها به طور معکوس بر محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده، اثر دارد.

## ۲- ساختار مالکیت

سهام‌داران نهادی به آن بخش از سهام‌داران گفته می‌شود که به دلیل داشتن درصد بالای سهام با حق رأی شرکت؛ توانایی نفوذ، اثرگذاری و نظارت بر سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت دارند (گیلن و استارکس<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۳). درباره‌ی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین چند و چون تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود، دو فرضیه‌ی متضاد وجود دارد که عبارتند از:

الف) فرضیه‌ی هم‌گرایی منافع (منافع شخصی)

بر اساس این فرضیه سهام‌داران نهادی دیدگاهی کوتاه مدت در سرمایه‌گذاری‌های

خود دارند؛ به این معنی که بر سودهای کوتاه مدت حاصل از سرمایه‌گذاری‌های خود تمرکز دارند که این باعث فشار بر مدیریت شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای نشان دادن سودهای جاری مناسب و دست‌کاری سود می‌گردد. در نتیجه چنین استدلال می‌شود که در شرکت‌هایی که درصد بالایی از سهامشان در دست سهام‌داران نهادی است، محتوای اطلاعاتی سود کاهش خواهد یافت. به عبارت دیگر، طبق فرضیه‌ی هم‌گرایی منافع بین سطح مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود یک رابطه‌ی منفی مورد انتظار است. این فرضیه براساس پژوهش‌های متعددی مورد تأیید قرار گرفته است که از جمله می‌توان به پژوهش‌های فان و وانگ<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۲)، پورتر<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۲)، هفلین و شاو<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۰)، بجراج و سنگوپتا<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۳) اشاره کرد.

#### ب) فرضیه‌ی نظارت فعال (نظارت کارآمد)

در برابر دیدگاه قبلی عده‌ای نیز نظر متفاوتی در مورد تأثیر سهام‌داران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود و سایر اطلاعات حسابداری دارند. به این ترتیب که معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی دیدگاهی بلند مدت در سرمایه‌گذاری دارند؛ در نتیجه بر عمل‌کرد مدیریت شرکت‌های سرمایه‌پذیر نظارت جدی می‌نمایند. بنابراین حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها سبب کاهش مدیریت سود و در نتیجه ارتقای محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. پس طرف‌داران این فرضیه معتقدند که بین سطح مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود یک رابطه‌ی مثبت مورد انتظار است. پژوهش‌های فراوانی نیز فرضیه‌ی نظارت فعال را مورد تأیید قرار داده‌اند که از جمله می‌توان به جنگ و کن<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۲)، راجگوپال و دیگران<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۲)، ولوری و جنکینز<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۶)، چانگ و دیگران<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۵)، میدیاستوتی و مچفودز<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۳) اشاره نمود.

البته لازم به ذکر است که در ادبیات حسابداری «فرضیه‌ی هم‌گرایی منافع» نسبت به «فرضیه‌ی نظارت فعال» کم‌تر مورد قبول واقع شده است.

### ۳. پیشینه‌ی پژوهش

از زمان پژوهش آتیاس (۱۹۸۷) تاکنون پژوهش‌های بسیاری در رابطه با عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری انجام گرفته است.

هال و دیگران (۱۹۹۴) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات ۸ سال متوالی شرکت‌ها به بررسی شدت رابطه‌ی قیمت بازار سهام با ارقام حسابداری به ویژه با سودهای گزارش شده در شرکت‌های ژاپنی و آمریکایی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که قیمت بازار سهام برای بیش‌تر شرکت‌های ژاپنی در دهه‌ی ۱۹۸۰ نسبت به شرکت‌های آمریکایی ارتباط ضعیف‌تری با اطلاعات حسابداری مندرج در صورت‌های مالی و به ویژه سودهای گزارش شده دارند که این امر نشان دهنده‌ی تأثیر نوع کشور بر محتوای اطلاعاتی سود است.

چیونگ و دیگران (۱۹۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های سازمانی بر رابطه‌ی سود و بازده در ژاپن پرداختند. آن‌ها ابتدا پنج ویژگی درصد سهام‌داران نهادی، درصد سرمایه‌گذاران خارجی، میزان دارایی‌های ثابت نگه‌داری شده توسط شرکت، میزان سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و میزان اتکا به تأمین مالی از طریق بدهی را به عنوان ویژگی‌های خاص سازمانی تأثیرگذار بر رابطه‌ی سود و بازده شرکت‌ها معرفی و اثر آن‌ها را بر این رابطه بررسی کردند و نتیجه گرفتند که رابطه‌ی سود و بازده با میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط سرمایه‌گذاران خارجی ارتباطی مثبت و با سایر ویژگی‌های ذکر شده، ارتباطی منفی دارد.

جنگ و کن (۲۰۰۲) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود در کشور کره‌ی جنوبی پرداختند. بر اساس یافته‌های آن‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران بزرگ ممکن است بنا بر دلایلی نظیر عدم مهارت، منفعت بردن سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات و رابطه با مدیریت انگیزه‌ای برای نظارت نداشته باشند ولی هم‌زمان با افزایش حضور سهام‌داران نهادی محتوای سود نیز افزایش می‌یابد. این نتایج در ارتباط با حضور سهام‌داران نهادی را می‌توان تأیید فرضیه‌ی نظارت فعال دانست.

ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) به بررسی نقش نظارتی سهام‌داران نهادی بر کیفیت سود گزارش شده پرداختند. آن‌ها برای آزمون رابطه‌ی بین کیفیت سود و مالکیت نهادی چهار جنبه‌ی کیفیت توصیف شده در بیانیه‌ی مفاهیم شماره‌ی ۲ هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا شامل ارزش پیش‌بینی‌کنندگی، بی‌طرفی، به موقع بودن و ارائه‌ی صادقانه را

بررسی نمودند. برای عملیاتی کردن ارائه‌ی صادقانه، ایشان از همبستگی بین سود و بازدهی سهام یا همان محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند. یافته‌های پژوهش وجود رابطه‌ی مستقیم بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تأیید نمود؛ به این معنی که با افزایش سطح سهام‌داران نهادی، محتوای اطلاعاتی سود بهبود می‌یابد.

کرت و دیگران<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۷) شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران یافتند. آن‌ها در پژوهشی رابطه‌ی بین درصد مالکیت و تعداد سهام‌داران نهادی با عمل‌کرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها مالکان نهادی را به دو دسته؛ حساس به فشار، کسانی که تمایل کم‌تری برای چالش با مدیریت دارند و غیر حساس به فشار، افرادی که انگیزه‌ی بیش‌تری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند، تقسیم نموده و ارتباط آن‌ها را با عمل‌کرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سطح سهام‌داران نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه‌ی مثبت با عمل‌کرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عمل‌کرد شرکت ندارد. هم‌چنین یافته‌ها نشان داد که هم تعداد مالکان و هم درصد مالکیت آن‌ها رابطه‌ی مثبتی با محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی دارند. علی و دیگران<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۸) با تأکید بر فرضیه‌ی هم‌گرایی منافع در مورد سهام‌داران نهادی بیان می‌کنند که حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت باعث می‌شود که اطلاعات مربوط به سود شرکت قبل از گزارش رسمی آن، توسط سهام‌داران نهادی در درون شبکه‌ی سهام‌داران توزیع شود که این باعث واکنش بازار نسبت به این اطلاعات قبل از گزارش رسمی آن خواهد شد و هم‌چنین منجر به تعدیل قیمت سهام و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای گزارش شده، می‌گردد.

لی و دینگ<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۰) به مقایسه‌ی میزان تأثیر ویژگی‌های سازمانی بر محتوای اطلاعاتی سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت‌های آمریکایی و فرانسوی پرداختند. آن‌ها ابتدا بیان می‌دارند که با آن‌که کشورهای آمریکا و فرانسه هر دو از کشورهای با اقتصاد بسیار توسعه یافته هستند؛ اما تفاوت محیط اجتماعی، سیاسی، فرهنگی و حکومتی دو کشور باعث تفاوت در ویژگی‌های سازمانی و در نتیجه سیستم‌های حسابداری واحدهای اقتصادی در دو کشور گردیده است. آن‌ها سپس بر اساس دو ویژگی

نوع صنعت و اندازه‌ی شرکت، شرکت‌های انتخابی خود را انطباق داده و در نهایت نشان می‌دهند که سودهای پیش بینی شده توسط مدیران شرکت‌های فرانسوی محتوای اطلاعاتی کم‌تری نسبت به شرکت‌های آمریکایی دارند.

حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این نظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارد؟ پرداخته و دریافتند بین سطح مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه‌ی معنادار و مستقیمی وجود دارد.

کرمی (۱۳۸۷) در پژوهشی به بررسی این فرضیه پرداخت که آیا مالکیت نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده، تأثیر دارد یا نه؟ در پژوهش وی، دو دیدگاه نظارت فعال و منافع شخصی در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. بر اساس نتایج این پژوهش تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود نمی‌شود و ممکن است حتی باعث تنزل آن گردد، حال آن‌که سطح مالکیت نهادی، محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد بلکه امکان دارد سبب افزایش آن شود.

آقایی و دیگران (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی یعنی تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه‌ی هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره و محتوای اطلاعاتی سود در صورت وجود مدیریت سود در شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه‌ی مالکیت نهادی و استقلال هیأت مدیره با محتوای اطلاعاتی سود در شرکت‌هایی با انگیزه‌ی مدیریت سود بالا قوی‌تر از شرکت‌های با انگیزه مدیریت سود پایین است. هم‌چنین از نظر سهام‌داران، سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی تأثیری در بهبود محتوای اطلاعاتی سود، چه در زمان وجود انگیزه‌ی مدیریت سود بالا و چه در زمان وجود انگیزه‌ی مدیریت سود پایین، ندارد.

هاشمی و کمالی (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی با استفاده از مدل ضریب واکنش سودهای آتی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مابین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای آتی رابطه‌ای منفی وجود دارد.



ثقفی و دیگران (۱۳۹۰) به مطالعه‌ی رابطه‌ی بین کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مساله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد، کم‌تر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیش‌تر رخ می‌دهد و تاثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر متغیرهای تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیأت مدیره و اندازه‌ی هیأت مدیره بر ضریب واکنش سود پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که محتوای اطلاعاتی سود با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد؛ اما شواهدی دال بر وجود رابطه‌ی معنادار بین متغیرهای مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیأت مدیره و اندازه‌ی هیأت مدیره با محتوای اطلاعاتی سود یافت نشد.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش در پی روشن ساختن این مسأله است که آیا دو عامل خاص درون سازمانی شرکت‌ها یعنی ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است یا خیر؟ در نتیجه فرضیه‌های این پژوهش به گونه‌ی زیر بیان می‌گردند.

فرضیه‌ی اول: میزان بدهی در ساختار سرمایه‌ی شرکت، بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده، تأثیر دارد.

فرضیه‌ی دوم: درصد سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت، بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده، تأثیر دارد.

### ۵. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که به صورت تجربی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده توسط شرکت‌ها می‌پردازد. از طرف دیگر این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است و تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور آزمون معنادار بودن مدل رگرسیون از آماره  $F$  و برای آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره  $t$  استفاده شده است. همچنین در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض نرمال بودن توزیع مانده‌ها از روش رسم هیستوگرام، برای بررسی برقرار بودن فرض عدم همبستگی مانده‌ها از آزمون بریوش - گادفری<sup>۲۶</sup> و آزمون دوربین - واتسون<sup>۲۷</sup> و در نهایت برای بررسی برقرار بودن فرض عدم وجود ناهم‌سانی واریانس مانده‌ها از آزمون وایت<sup>۲۸</sup> استفاده شده است.

### ۶. جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل همه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۹ - ۱۳۸۲ است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه‌ی آماری ویژگی‌های زیر برای شرکت‌های نمونه در نظر گرفته شد.

- شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گر مالی و لیزینگ نباشند.
- تا پایان سال ۱۳۸۹، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- در طول دوره‌ی مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- در طول در دوره‌ی پژوهش، معاملات سهام آن‌ها متوقف نشده باشد.
- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- دو ویژگی مورد نظر این پژوهش یعنی وجود اقلامی چون سهام‌داران نهادی و بدهی را داشته باشند.

با توجه به مجموع شرایط یاد شده تعداد ۹۶ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۹ به عنوان نمونه‌ی آماری انتخاب شدند. اطلاعات مربوط به این شرکت‌ها با استفاده

از نرم افزارهای داده پرداز و ره آورد نوین خارج گردید و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار آماری Eviews6 انجام شد.

### ۷. مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

این پژوهش به منظور بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده توسط شرکت‌ها از یک مدل پایه که نشان دهنده‌ی رابطه‌ی سود و بازده است، استفاده کرده است. رابطه‌ی ۱ این مدل را نشان می‌دهد (چیونگ و دیگران، ۱۹۹۹):

$$Y_{Tj} = \alpha_T + \beta_T Z_{Tj} + \varepsilon_{Tj}$$

متغیرهای تشکیل دهنده‌ی مدل پایه‌ی پژوهش رابطه‌ی ۱ عبارت است از:

$Z_{Tj}$ : نشان دهنده‌ی نسبت سود به قیمت هر سهم شرکت  $j$  در دوره  $(0, T)$  است که شامل مجموع سودهای متعلق به هر سهم در دوره‌ی زمانی  $(0, T)$ ، به اضافه‌ی سودهای منظور شده از سرمایه‌گذاری فرضی سودهای تقسیمی با نرخ سود بدون ریسک است. این متغیر از رابطه‌ی زیر به دست می‌آید (چیونگ و دیگران، ۱۹۹۹):

$$Z_{Tj} = AX_{Tj} + [d_{1j}(R_F^{T-1} - 1) + d_{2j}(R_F^{T-2} - 1) + \dots + d_{T-1j}(R_F - 1)] / P_{0j}$$

در این رابطه متغیرها به صورت زیر تعریف می‌شوند:

$AX_{Tj}$ : جمع سودهای متعلق به هر سهم (Eps) شرکت  $j$  در دوره‌ی  $t=1$  تا  $T$

$d_{tj}$ : سود پرداختی به هر سهم (Dps) شرکت  $j$  در زمان  $t$

$P_{0j}$ : قیمت بازار هر سهم عادی شرکت  $j$  در زمان صفر (شروع دوره‌ی پژوهش)

$R_F$ : ۱ + نرخ سود بدون ریسک<sup>۲۹</sup>

هم‌چنین لازم به ذکر است که منظور از دوره‌ی  $(0, T)$  نیز همان دوره‌ی پژوهش

است. (۱۳۸۹-۱۳۸۲)

با توجه به معادله و تعاریف فوق برای محاسبه‌ی متغیر مستقل  $Z_{Tj}$  در این پژوهش

برای هر یک از شرکت‌های نمونه به شیوه‌ی زیر عمل شده است:

۱- مجموع سودهای هر سهم عادی (Eps) برای دوره‌ی ۸ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۲) محاسبه شد ( $AX_{Tj}$ ).

۲- از آنجا که فرض می‌شود در صورت عدم تقسیم سود بین سهام‌داران، سودهای تقسیم نشده حداقل با نرخ سود بدون ریسک قابل سرمایه‌گذاری باشد و در نتیجه حداقل کسب منفعتی معادل نرخ سود بدون ریسک برای آن‌ها قابل تصور است پس مجموع سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری فرضی سودهای تقسیمی هر سهم عادی (Dps) برای هر یک از سال‌های دوره‌ی پژوهش به غیر از سال آخر (سال ۱۳۸۹) به ترتیب زیر محاسبه گردید:

$$[d_{1j}(R_F^{T-1} - 1) + d_{2j}(R_F^{T-2} - 1) + \dots + d_{T-1j}(R_F - 1)]$$

۳- نتایج به دست آمده از مراحل ۱ و ۲ با هم جمع زده شد. عدد به دست آمده نشان دهنده‌ی مجموع سودهای متعلق به هر سهم عادی شرکت به علاوه‌ی سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری فرضی سودهای تقسیمی هر سهم برای کل دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۹-۱۳۸۲) است. به صورت زیر:

$$AX_{Tj} + [d_{1j}(R_F^{T-1} - 1) + d_{2j}(R_F^{T-2} - 1) + \dots + d_{T-1j}(R_F - 1)]$$

۴- عدد به دست آمده در مرحله‌ی ۳ بر قیمت سهم در ابتدای اولین سال دوره‌ی پژوهش ( $P_{0j}$ ) تقسیم شد. عدد حاصل نشان دهنده‌ی نسبت سود به قیمت هر سهم عادی شرکت برای دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۹-۱۳۸۲) و همان متغیر مستقل کمی پژوهش ( $Z_{Tj}$ ) است. شکل کلی این متغیر به صورت زیر است:

$$AX_{Tj} + [d_{1j}(R_F^{T-1} - 1) + d_{2j}(R_F^{T-2} - 1) + \dots + d_{T-1j}(R_F - 1)] / P_{0j}$$

$Y_{Tj}$ : نشان دهنده‌ی نرخ بازده هر سهم شرکت  $j$  برای فاصله‌ی زمانی  $(0, T)$ ، با این فرض که سود سهام پرداخت شده در تاریخ‌های  $t = 1, 2, \dots, T-1$  دوباره با نرخ سود بدون ریسک سرمایه‌گذاری گردند. این متغیر از رابطه‌ی زیر به دست می‌آید (چپونگ و دیگران، ۱۹۹۹):

$$Y_{Tj} = [P_{Tj} + d_{1j}(R_F^{T-1}) + d_{2j}(R_F^{T-2}) + \dots + d_{T-1j}(R_F) + d_{Tj} - P_{0j}] / P_{0j}$$

در این رابطه متغیرها به صورت زیر تعریف می‌شوند:

$P_{Tj}$ : قیمت بازار هر سهم عادی شرکت  $j$  در زمان  $T$  (پایان آخرین سال دوره‌ی

پژوهش)

$d_{ij}$ : سود پرداختی به هر سهم عادی (Dps) شرکت  $j$  در زمان  $t$

$R_F$ : ۱ + نرخ سود بدون ریسک

$P_{0j}$ : قیمت هر سهم عادی شرکت  $j$  در زمان صفر (ابتدای اولین سال دوره‌ی

پژوهش)

با توجه به معادله و تعاریف فوق برای محاسبه‌ی متغیر وابسته‌ی پژوهش ( $Y_{Tj}$ ) برای

هر یک از شرکت‌های نمونه به شرح زیر عمل شده است:

۱- قیمت سهم در پایان آخرین سال دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۹) به دست آمد ( $P_{Tj}$ ).

۲- با توجه به این که منبع دیگر کسب بازده از محل خرید سهام، سودهای پرداخت

شده به سهام است پس در این مرحله مجموع سودهای تقسیمی به هر سهم (Dps) در

دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۲-۱۳۸۹) محاسبه گردید؛ اما از آنجا که فرض می‌شود که دارندگان

سهام، سودهای دریافتی را بی‌درنگ با نرخ سود بدون ریسک سرمایه‌گذاری کنند، در نتیجه

سود حاصل از سرمایه‌گذاری سودهای تقسیمی با نرخ سود بدون ریسک نیز در محاسبات

وارد می‌شود. به عبارت بهتر برای محاسبه‌ی مجموع سودهای تقسیمی هر سهم (Dps) و

سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری آن‌ها با نرخ سود بدون ریسک در دوره‌ی پژوهش

( $O, T$ )، از رابطه‌ی زیر استفاده گردید:

$$d_{1j}(R_F^{T-1}) + d_{2j}(R_F^{T-2}) + \dots + d_{T-1j}(R_F) + d_{Tj}$$

۳- نتایج دو مرحله‌ی قبل با هم جمع زده شد و از مجموع آن‌ها قیمت سهم در

ابتدای اولین سال دوره‌ی پژوهش یعنی در ابتدای سال ۱۳۸۲ ( $P_{0j}$ ) کسر شد. عدد حاصل

نشان دهنده‌ی بازده‌ی سهم در کل دوره‌ی پژوهش است. به صورت زیر:

$$[P_{Tj} + d_{1j}(R_F^{T-1}) + d_{2j}(R_F^{T-2}) + \dots + d_{T-1j}(R_F) + d_{Tj} - P_{0j}]$$

۴- بازدهی به دست آمده در مرحله‌ی قبل بر قیمت سهم در ابتدای اولین سال دوره‌ی پژوهش ( $P_{0j}$ ) تقسیم گردید. عدد به دست آمده، نشان دهنده‌ی متغیر وابسته‌ی پژوهش ( $Y_{Tj}$ ) یا همان نرخ بازدهی هر سهم برای دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۹-۱۳۸۲) است. به طریق زیر:

$$[P_{Tj} + d_{1j}(R_F^{T-1}) + d_{2j}(R_F^{T-2}) + \dots + d_{T-1j}(R_F) + d_{Tj} - P_{0j}] / P_{0j}$$

مشاهده می‌شود که مدل فوق توانایی بررسی رابطه‌ی سود و بازده را نه فقط برای یک سال بلکه برای یک دوره‌ی بلندمدت، در این پژوهش برای دوره‌ی ۸ ساله از ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹، دارد. به همین دلیل روش به کار گرفته شده در مدل فوق روش سود و بازده تجمعی نامیده شده است (چیونگ و دیگران، ۱۹۹۹). در واقع مدل فوق کاملاً متفاوت از مدل‌های به کار گرفته شده در سایر پژوهش‌هایی است که تا قبل از این، برای بررسی محتوای اطلاعاتی سود استفاده شده‌اند. به عبارت دیگر، در همه‌ی پژوهش‌های گذشته برای آزمون رابطه‌ی سود و بازده از سودها و بازده‌های جاری (یک ساله) استفاده شده است، در حالی که طبق مدل فوق رابطه‌ی سود و بازده با استفاده از نرخ سود به قیمت هر سهم و نرخ بازدهی هر سهم در دوره‌ی پژوهش بررسی شده است. به عبارت دیگر، در این مدل به جای استفاده از سود یک سال هر سهم و بازدهی یک سال هر سهم، از مجموع سودهای مربوط به هر سهم برای دوره‌ی چند ساله‌ی پژوهش و همچنین مجموع بازدهی مربوط به هر سهم برای دوره‌ی چند ساله‌ی پژوهش استفاده شده است. از مزیت‌های این مدل می‌توان به موارد زیر اشاره نمود (چیونگ و دیگران، ۱۹۹۹):

۱- استفاده از مجموع سودهای چند سال متوالی یک شرکت باعث می‌شود که

هموارسازی مصنوعی سود که توسط مدیریت شرکت‌ها انجام می‌گیرد، خنثی شود.

۲- استفاده از این مدل به ویژه زمانی که دوره‌ی پژوهش به اندازه‌ی کافی طولانی

باشد، باعث می‌شود که مدیریت سود که با استفاده از تأخیر در اندازه‌گیری و شناسایی برخی رویدادهای مالی انجام می‌گیرد، خنثی شود.

۳- از آن‌جا که بیش‌تر شرکت‌ها به دلیل اشتباه‌های سهوی و گاه عمدی در محاسبات،

اقدام به تجدید ارائه‌ی صورت‌های مالی در سال‌های بعد از دوره‌ی مورد نظر می‌نمایند، در

نتیجه استفاده از این مدل به راحتی تأثیر این گونه اشتباه‌ها را خنثی می‌کند.

۴- استفاده از این مدل به ویژه هنگامی که دوره‌ی پژوهش به اندازه‌ی کافی طولانی باشد، باعث کاهش آثار مربوط به نوسانات مقطعی و کوتاه مدت قیمت سهام و هم‌چنین کاهش آثار پدیده‌هایی مثل حباب قیمت سهام بر نتیجه‌ی پژوهش می‌گردد.

مدل معرفی شده (رابطه‌ی ۱) توانایی بررسی محتوای اطلاعاتی Eps و Dps گزارش شده، از طریق بررسی رابطه‌ی سود و بازده را دارد؛ اما از آن‌جا که این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی Eps و Dps گزارش شده، است؛ در نتیجه با استفاده از رابطه‌ی ۱ و هم‌چنین ایجاد دو متغیر مصنوعی، دو مدل را معرفی می‌کند که هر کدام به بررسی یکی از فرضیه‌ها می‌پردازد. این دو مدل تحت عنوان رابطه‌ی ۲ و رابطه‌ی ۳ نشان داده شده است:

رابطه‌ی ۲: مدل آزمون فرضیه‌ی اول

$$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha D_T * Debd_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta D_T (Z_{Tj} * Debd_{Tj}) + \varepsilon_{Tj}$$

رابطه‌ی ۳: مدل آزمون فرضیه‌ی دوم

$$Y_{Tj} = \alpha_T + \alpha I_T * Instd_{Tj} + \beta_T Z_{Tj} + \beta I_T (Z_{Tj} * Instd_{Tj}) + \varepsilon_{Tj}$$

متغیرهای مصنوعی مورد استفاده در رابطه‌ی ۲ و ۳ به صورت زیر تعریف و ساخته

می‌شوند:

$Instd_{Tj}$ : نشان دهنده‌ی حضور قابل ملاحظه‌ی سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت

شرکت  $j$  در دوره‌ی  $(O, T)$  است. به منظور تعیین این متغیر و استفاده از آن در انجام تحلیل آماری، مطابق با  $APB^{30}$  شماره‌ی ۱۸ و هم‌چنین استاندارد حسابداری شماره‌ی ۱۸ ایران عمل شد. بر اساس این دو منبع سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیر مستقیم در دست کم ۲۰٪ سهام با حق رأی واحد سرمایه‌پذیر، به اعمال نفوذ مؤثر در واحد سرمایه‌پذیر منجر می‌گردد، مگر این که خلاف آن مشاهده شود. بنابراین می‌توان چنین نتیجه گرفت که اگر سهام‌داران نهادی یا دیگر سهام‌داران، مالک بیش از ۲۰٪ سهام با حق رأی یک شرکت باشند، نفوذ آن‌ها در شرکت‌ها، نفوذی مؤثر تلقی خواهد شد و چنین فرض می‌شود که این سهام‌داران از توانایی لازم برای تأثیرگذاری بر خط مشی‌های مالی و عملیاتی شرکت

سرمایه‌پذیر برخوردار هستند. در این پژوهش جهت ایجاد متغیر مصنوعی مربوط به میزان سهام‌داران نهادی با توجه به توضیحات فوق به طریق مراحل زیر عمل شده است:

۱- برای هر یک از سال‌های دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۹-۱۳۸۲) میزان مالکیت سهام‌داران نهادی در هر شرکت از طریق بررسی ساختار مالکیت شرکت‌ها و جمع نمودن درصد مالکیت انواع مختلف سهام‌داران نهادی که در هر شرکت حضور دارند، محاسبه گردید. در نتیجه پس از انجام محاسبات این مرحله، به ازای هر شرکت ۸ عدد که نشان دهنده‌ی درصد مالکیت سهام‌داران نهادی برای ۸ سال دوره‌ی پژوهش است، به دست آمد.

۲- برای هر شرکت برای کل اعداد به دست آمده در مرحله‌ی قبل (۸ عدد) میانگین حسابی ساده گرفته شد. در نتیجه بعد از این مرحله به ازای هر شرکت فقط یک عدد که نشان دهنده‌ی نرخ میانگین درصد سهام‌داران نهادی در دوره‌ی پژوهش (۱۳۸۹-۱۳۸۲) است، وجود دارد.

۳- میان‌نرخ‌های به دست آمده در مرحله‌ی قبل برای کل شرکت‌های نمونه تعیین گردید و با توجه به این اطلاعات در مورد این متغیر مصنوعی به شیوه‌ی زیر عمل شد: اگر نرخ میانگین درصد سهام‌داران نهادی در یک شرکت بزرگ‌تر از میان‌نرخ باشد، به  $Instd_{Tj}$  عدد «۱» اختصاص داده شد و اگر این نرخ کوچک‌تر از میان‌نرخ باشد، به  $Instd_{Tj}$  عدد «۰» اختصاص داده شد.

$Debd_{Tj}$ : نشان دهنده‌ی اتکای قابل ملاحظه‌ی شرکت  $j$  به تأمین مالی از طریق بدهی در دوره‌ی  $(0, T)$  است. به منظور تعیین این متغیر و استفاده از آن در انجام تحلیل آماری، به طریق زیر عمل شد:

۱- نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام برای هر شرکت و برای هر یک از سال‌های دوره‌ی پژوهش به صورت زیر محاسبه گردید:

$$\text{نسبت اتکای به بدهی} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی ها}}{\left( \text{ارزش بازار سهام آخر سال} \right) \times \left( \text{تعداد سهام در آخر سال} \right)}$$

بنابراین پس از انجام محاسبات این مرحله، برای هر شرکت به ازای هر یک از سال‌های دوره‌ی پژوهش (۸ سال) یک نسبت به شرح فوق وجود دارد؛ یعنی به ازای هر



شرکت ۸ نسبت وجود دارد.

۲- برای تمامی نسبت‌های به دست آمده برای هر شرکت (۸ نسبت)، میانگین حسابی ساده محاسبه شد. بنابراین پس از انجام محاسبات این مرحله، به ازای هر شرکت یک عدد که نشان دهنده‌ی نرخ میانگین نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در دوره‌ی ۸ ساله‌ی پژوهش است، وجود دارد.

۳- میانگی نرخ‌های به دست آمده برای کل شرکت‌های نمونه تعیین گردید و با توجه به این اطلاعات در مورد این متغیر مصنوعی به شیوه‌ی زیر عمل شد:

اگر نرخ میانگین نسبت ارزش دفتری بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در یک شرکت بزرگ‌تر از میانگین باشد، به  $Debd_{Tj}$  عدد «۱» اختصاص داده شد و اگر این نرخ کوچک‌تر از میانگین باشد، به  $Debd_{Tj}$  عدد «۰» اختصاص داده شد.

هم‌چنین به منظور استفاده از مدل‌های پژوهش، با استفاده از متغیر مستقل کمی پژوهش و نیز متغیرهای مصنوعی، سایر متغیرهای مستقل به شرح زیر هستند:

$Z_{Tj} * Inst_{Tj}$ : نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت  $j$  در دوره‌ی  $(0, T)$ ، ضرب در متغیر مصنوعی میانگین درصد سهام‌داران نهادی شرکت  $j$  در دوره‌ی  $(0, T)$ .

$Z_{Tj} * Debd_{Tj}$ : نرخ سود به قیمت هر سهم عادی شرکت  $j$  در دوره‌ی  $(0, T)$ ، ضرب در متغیر مصنوعی میانگین نسبت اتکا به بدهی شرکت  $j$  در دوره‌ی  $(0, T)$ .

ضرایب به کار برده شده در دو مدل ارائه شده عبارتند از:

ضریب  $\beta D$  نشان دهنده‌ی تأثیر میزان اتکا به بدهی (ساختار سرمایه) بر شیب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده (رابطه‌ی ۱) و ضریب  $\alpha D$  نشان دهنده‌ی تأثیر ساختار سرمایه بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده (رابطه‌ی ۱) است.

ضریب  $\beta I$  نشان دهنده‌ی تأثیر سهام‌داران نهادی (ساختار مالکیت) بر شیب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده (رابطه‌ی ۱) و ضریب  $\alpha I$  نشان دهنده‌ی تأثیر سهام‌داران نهادی (ساختار مالکیت) بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده (رابطه‌ی ۱) است.

## ۸. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای این پژوهش در نگاره‌ی (۱) ارائه شده است:

نگاره ۱: آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

ردیف	نماد	میانگین (درصد)	میانه (درصد)	حداکثر (درصد)	حداقل (درصد)	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
۱	$Y_{Tj}$	۲۳۰/۰۵	۲۰۵	۹۲۵	-۷۴۲	۲۳۸/۱۸۲	۰/۳۱۵۵	۱۴/۸۸۶۴
۲	$Z_{Tj}$	۲۱۱/۵۰	۱۲۲	۱۴۷۶	-۱۰۲	۲۳۸/۲۷۶	۱/۱۲۷۱	۲۱/۸۴۹۱
۳	$Instd$	۵۹/۸۵	۵۸	۹۲	۲۲	۱۷/۱۷۹۵	۰/۰۲۰۹	۲/۱۷۲۸
۴	$Debd$	۱۹۶/۲۷	۱۰۷/۵	۱۶۹۷	۱۱	۲۴۵/۸۱۴	۳/۴۴۱۴	۱۸/۱۱۴۲
۵	$Z_{Tj} * Instd_{Tj}$	۱۳۵/۲۰۱	۰	۹۲۵	-۱۲	۱۸۴/۱۴۶	۲/۲۰۲۶	۱۱/۵۲۲
۶	$Z_{Tj} * Debd_{Tj}$	۸۳/۰۹۴	۰	۷۶۵	-۸۱۳	۱۹۸/۸۶۸	۱/۵۰۰۷	۱۷/۹۵۱۲

همان‌گونه که از توضیحات مربوط به متغیرهای پژوهش استنباط می‌گردد، داده‌های اولیه این پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی هستند؛ اما از آن‌جا که پس از محاسبه‌ی متغیرهای پژوهش با استفاده از اطلاعات ترکیبی اولیه برای هر شرکت به ازای هر متغیر فقط یک عدد وجود دارد، در نتیجه با تحلیل اطلاعات نهایی در می‌یابیم که دارای ویژگی اطلاعات مقطعی است. گاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

اطمینان به شیوه‌های استنباط آماری، بستگی شدیدی به اعتبار فرض‌های مربوط به آن‌ها دارد. در تحلیل رگرسیون نیز بررسی مانده‌ها، تفاوت ارقام پیش بینی شده و واقعی بخش مهمی از تجزیه و تحلیل رگرسیون را انجام می‌دهد؛ زیرا به کشف هر نوع ناسازگاری بین داده‌ها و مدل برازش شده کمک می‌کند. نرمال بودن توزیع مانده‌ها، یعنی صفر بودن میانگین مانده‌ها، ثابت بودن واریانس و صفر بودن کوواریانس آن‌ها، عدم وجود ناهم‌سانی واریانس مانده‌ها، نبود خود همبستگی از جمله فروض مدل‌های کلاسیک رگرسیون خطی مرتبط با این پژوهش هستند که قبل از به کارگیری مدل‌های رگرسیونی لازم است که از برقراری آن‌ها اطمینان حاصل شود.

در مورد فرض نرمال بودن توزیع مانده‌ها با توجه به قضیه‌ی حد مرکزی می‌توان این

فرض را پذیرفت؛ چراکه بر اساس قضیه‌ی حد مرکزی اگر تعداد مشاهده‌ها یا نمونه‌ی آماری افزایش یابد و به سمت بی‌نهایت میل کند، میانگین آن‌ها نیز به سمت صفر میل خواهد کرد. از این رو با توجه به حجم بالای مشاهدات در این پژوهش، که مشاهدات ۸ سال متوالی برای ۹۶ شرکت و در مجموع ۷۶۸ مورد استفاده شده است، می‌توان برقرار بودن فرض میانگین توزیع مانده‌ها را پذیرفت.

جهت بررسی فرض ناهمسانی واریانس مانده‌ها در این پژوهش از آزمون وایت استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون از آن‌جا که مقدار احتمال مربوط به آماره‌های *F-statistic* و *Obs\*R-squared* کم‌تر از ۰/۰۵ است، پس ناهمسانی واریانس وجود دارد که این مسأله از طریق استاندارد کردن ماتریس واریانس-کواریانس رفع شده است. هم‌چنین در این پژوهش جهت بررسی فرض نبود خودهمبستگی از آزمون بریوش-گادفری (آزمون خود همبستگی *LM*) استفاده شد. بر اساس نتایج این آزمون از آن‌جا که مقدار احتمال مربوط به آماره‌های *F-statistic* و *Obs\*R-squared* بیش‌تر از ۰/۰۵ است، فرض نبود خودهمبستگی پذیرفته می‌شود.

پس از بررسی و اطمینان از برقراری فروض مدل کلاسیک رگرسیون می‌توان به تحلیل نتایج به دست آمده از این مدل‌ها پرداخت. نتایج آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش که توسط رابطه‌ی ۲ انجام گرفته است، در نگاره‌ی (۲) نشان داده شده است:

نگاره‌ی ۲. نتایج آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش توسط رابطه‌ی ۲

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
$\alpha$	-۱۵۶/۹۸۳۵	۲۱/۳۲۱۴۹	-۷/۳۶۲۶۹۱	۰/۰۰۰۰
$Z_{Tj}$	۱/۳۱۳۹۲۹	۰/۰۶۰۶۸۵	۲۱/۶۵۱۶۶	۰/۰۰۰۰
$Debd_{Tj}$	۱۴۹/۵۰۸۲	۲۵/۸۲۵۶۵	۵/۷۸۹۱۳۵	۰/۰۰۰۰
$(Z_{Tj} * Debd_{Tj})$	-۰/۷۶۳۸۷۱	۰/۰۷۷۳۸۸	-۹/۸۷۰۷۰۴	۰/۰۰۰۰
<i>R-squared</i> ( $R^2$ )	<i>Adjusted</i> <i>R-squared</i>	<i>Durbin-Watson</i> <i>stat</i>	<i>F-statistic</i>	<i>p-value</i> ( <i>F-statistic</i> )
۰/۸۷۸۲۸۲	۰/۸۷۴۳۱۳	۱/۹۴۶۹۳۲	۲۲۱/۲۸۲۶	۰/۰۰۰۰

نتایج نشان داده شده در نگاره‌ی ۲ بیان‌گر این مطلب است که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر  $Z_{Tj}$  نشان دهنده‌ی رابطه‌ی سود و بازده و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است. پس فرض وجود رابطه‌ی معنادار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است، در این مدل تأیید می‌شود؛ اما در مورد آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش نتایج زیر به دست آمد:

با توجه به این که مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل  $(Z_{Tj} * Debd_{Tj})$  مربوط به تأثیرگذاری میزان اتکا به تأمین مالی از طریق بدهی (ساختار سرمایه) بر ضریب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده و همچنین احتمال مربوط به متغیر  $Debd_{Tj}$  مربوط به تأثیرگذاری ساختار سرمایه بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده کم‌تر از ۰/۰۵ است پس در سطح ۹۵ درصد فرض  $H_0$  رد می‌شود و این به آن معنی است که میزان بدهی در ساختار سرمایه تأثیری معنادار و معکوس بر شدت رابطه‌ی سود و بازده و تأثیری مثبت و معنادار بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده دارد. به عبارت دیگر، با توجه به نتایج به دست آمده انتظار می‌رود با افزایش میزان اتکا به بدهی در ساختار سرمایه‌ی شرکت، محتوای اطلاعاتی EPS و DPS کاهش یابد. به این ترتیب فرضیه‌ی اول پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه مطابق یافته‌های پژوهش‌های چانگ (۲۰۰۵)، کولینز و کوتاری (۱۹۸۹)، استون و ژیوسکی (۱۹۸۹) و بیلینگر<sup>۳۱</sup> (۱۹۹۹) است.

نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش که توسط رابطه‌ی ۳ پژوهش انجام گرفته و در نگاره‌ی (۳) نشان داده شده است.

### نگاره‌ی ۳. نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش توسط رابطه‌ی ۳

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
$\alpha$	۰/۹۰۰۳۱۸	۱۷/۴۴۸۰۱	۰/۰۵۱۶۰۰	۰/۹۵۹۰
$Z_{Tj}$	۰/۶۳۲۹۸۱	۰/۰۵۰۴۹۶	۱۲/۵۳۵۲۹	۰/۰۰۰۰
$Instd_{Tj}$	-۱۴۵/۷۷۵۵	۲۷/۹۱۷۷۶	-۵/۲۲۱۶۰۴	۰/۰۰۰۰
$(Z_{Tj} * Instd_{Tj})$	۰/۶۷۲۴۵۱	۰/۰۸۶۵۴۸	۷/۷۶۹۶۹۵	۰/۰۰۰۰
<i>R-squared</i> ( $R^2$ )	<i>Adjusted</i> <i>R-squared</i>	<i>Durbin-Watson</i> <i>stat</i>	<i>F-statistic</i>	<i>p-value</i> ( <i>F-statistic</i> )
۰/۸۴۵۹۰۹	۰/۸۴۰۸۸۴	۱/۷۹۹۶۸۰	۱۶۸/۳۵۰۲	۰/۰۰۰۰

اطلاعات نشان داده شده در نگاره ۳ بیان می‌نماید که چون مقدار احتمال مربوط به متغیر  $Z_{Tj}$  که نشان دهنده‌ی رابطه‌ی سود و بازده و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است پس فرض وجود رابطه‌ی معنادار بین سود و بازده که فرض اساسی پژوهش است، تأیید می‌شود؛ اما در مورد آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش نتایج زیر به دست آمد.

با توجه به این که مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل  $(Z_{Tj} * Instd_{Tj})$  مربوط به تأثیرگذاری میزان مالکیت سهام‌داران نهادی (ساختار مالکیت) بر ضریب (شدت) رابطه‌ی سود و بازده و هم‌چنین احتمال مربوط به متغیر  $Instd_{Tj}$  مربوط به تأثیرگذاری ساختار مالکیت بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده کم‌تر از ۰/۰۵ است پس در سطح ۹۵ درصد فرض  $H_0$  رد می‌شود و این به آن معنی است که حضور بیش‌تر سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت تأثیری مثبت و معنادار بر شدت رابطه‌ی سود و بازده و تأثیری منفی و معنادار بر عرض از مبدأ رابطه‌ی سود و بازده دارند. به عبارت دیگر، با توجه به نتایج به دست آمده انتظار می‌رود با افزایش میزان حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت، محتوای اطلاعاتی EPS و DPS نیز افزایش یابد. به این ترتیب فرضیه‌ی دوم پژوهش پذیرفته می‌شود و هم‌چنین لازم به ذکر است که این نتایج تأیید کننده‌ی فرضیه‌ی نظارت فعال در مورد نقش سهام‌داران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی دوم مطابق نتایج پژوهش‌های جنگ و کن (۲۰۰۲)، راجکوپال و دیگران (۲۰۰۲)، ولوری و جنکینز (۲۰۰۶)، چیونگ و دیگران (۱۹۹۹)، میدیاستوتی و مجفودز (۲۰۰۳) است.

## ۹. خلاصه و نتیجه‌گیری

در این پژوهش دو فرضیه‌ی اصلی مورد آزمون قرار گرفت. در فرضیه‌ی اول تأثیر ساختار سرمایه بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS و در فرضیه‌ی دوم تأثیر ساختار مالکیت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS مورد بررسی قرار گرفت. این دو فرضیه با استفاده از دو مدل رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفتند. در دو مدل پژوهش، متغیر وابسته عبارت است از: نرخ بازدهی شرکت در دوره‌ی پژوهش  $(Y_{Tj})$  در صورتی که متغیرهای

مستقل با توجه به فرضیه‌ای که مورد بررسی قرار می‌گیرد، متفاوت است. نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل اول، بیان‌گر وجود تأثیر معنادار و معکوس میزان اتکا به تأمین مالی از طریق بدهی در ساختار سرمایه‌ی شرکت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده بود. نتایج به دست آمده حاصل از کاربرد مدل دوم، بیان‌گر وجود تأثیر مثبت و معنادار میزان حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت بر محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده بود.

به طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که محتوای اطلاعاتی EPS و DPS گزارش شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، متأثر از ساختار سرمایه و ساختار مالکیت شرکت است.

#### ۱۰. محدودیت‌های پژوهش

انجام این پژوهش مانند بیش‌تر پژوهش‌های مالی، با محدودیت‌هایی رو به رو بوده است که مهم‌ترین این محدودیت‌ها به شرح زیر است:

۱- با توجه به محدود بودن جامعه‌ی آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه است، تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام شود.

۲- محدودیت دیگر، شمار اندک شرکت‌های هر صنعت و محدود بودن دوره‌های زمانی است که با توجه به صورت‌ها و اطلاعات مالی مربوط به شرکت‌ها این امر نیز محدودیتی در تعمیم نتایج پژوهش ایجاد می‌کند.

#### ۱۱. پیشنهادها

با توجه به نتایج به دست آمده در طی مراحل انجام پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱- با توجه به تأثیر مثبت حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت شرکت بر محتوای اطلاعاتی Eps و Dps گزارش شده، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران قبل از اتکا

به Eps و Dps گزارش شده‌ی شرکت‌ها جهت ارزیابی سهام آن‌ها، ساختار مالکیت شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند و چنانچه می‌خواهند پیش‌بینی صحیحی از بازدهی سهام شرکت با استفاده از سودهای گزارش شده داشته باشند، شرکت‌هایی را مورد توجه قرار دهند که حضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت آن‌ها پررنگ‌تر باشد.

۲- با عنایت به تأثیر معکوس میزان بدهی‌ها در ساختار سرمایه‌ی شرکت بر محتوای اطلاعاتی Eps و Dps گزارش شده، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران قبل از اتکا به سود گزارش شده‌ی شرکت‌ها جهت ارزیابی سهام آن‌ها، میزان اتکای شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بدهی را مورد بررسی قرار دهند و چنانچه می‌خواهند پیش‌بینی صحیحی از بازدهی سهام شرکت با استفاده از سودهای گزارش شده، داشته باشند، شرکت‌هایی را مورد توجه قرار دهند که میزان اتکا به تأمین مالی از طریق بدهی در ساختار سرمایه‌ی آن‌ها کم‌تر است.

## ۱۲. پیشنهادها برای پژوهش‌های آینده

با توجه به اهمیت عوامل اثرگذار بر محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده موضوعاتی به شرح زیر جهت پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد:

- ۱- بررسی تأثیر میزان مالکیت اعضای هیأت مدیره بر محتوای اطلاعاتی سود.
- ۲- بررسی تأثیر تعداد اعضای موظف و غیر موظف هیأت مدیره بر محتوای اطلاعاتی سود.
- ۳- بررسی تأثیر تورم و سایر متغیرهای کلان اقتصادی بر محتوای اطلاعاتی سود.

## یادداشت‌ها

- |                      |                       |
|----------------------|-----------------------|
| 1. Ball & Brown      | 2. Atiase             |
| 3. Martinez          | 4. Hodgson & clarke   |
| 5. Collins & Kothari | 6. Charitou & Clubb   |
| 7. Collins, et al.   | 8. Easton & Zmijewski |
| 9. Komandi & Lipe    | 10. Dechow            |
| 11. Hall, et al.     | 12. Cheung, et al.    |
| 13. Gillan & Starks  | 14. Fan & Wong        |
| 15. Porter           | 16. Heflin & Shaw     |

- |                        |                                 |
|------------------------|---------------------------------|
| 17. Bhojraj & Sengupta | 18. Jang & Kown                 |
| 19. Rajgopal et al.    | 20. Velury, U. and D.S, Jenkins |
| 21. Chung et al.       | 22. Midiastuty & Machfoedz      |
| 23. Cornett et al.     | 24. Ali et al.                  |
| 25. Li & Ding          | 26. Breusch- Godfrey            |
| 27. Durbin ° Watson    | 28. White                       |

۲۹. در این پژوهش نرخ سود بدون ریسک، معادل نرخ میانگین سود اوراق مشارکت دولتی در دوره پژوهش (۱۳۸۹-۱۳۸۲)، معادل ۱۴٪ در نظر گرفته شده است.

30. Accounting Principles Board      31. Billings

### منابع

#### الف. فارسی

- آقایی، محمد علی، اعتمادی، حسین و آذر، عادل. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش مدیریت سود. فصلنامه علوم مدیریت ایران. ۴ (۱۶): ۲۷-۵۳.
- تهرانی، رضا، طالب نیا، قدرت و جلالی، صادق. (۱۳۸۵). ارزیابی میزان اتکای معامله‌گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری. پژوهشهای مالی. ۸ (۲۱): ۱۳-۴۵.
- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۵ (۵۲): ۱۰۷-۱۲۳.
- ستایش، محمدحسین و ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری. ۳ (۸): ۳۱-۴۸.
- قالیباف، حسن. (۱۳۷۳). بررسی تأثیر ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر روی ریسک سیستماتیک سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران.
- کریمی، غلامرضا. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود.



بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۵ (۵۴): ۸۱-۱۰۰.

مختاریان، امید. (۱۳۸۳). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تربیت مدرس.

ناظمی، امین و ظریف فرد، احمد. (۱۳۸۳). بررسی نقش سود حسابداری و جریان‌های نقدی در سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۱ (۳۷): ۹۳-۱۲۰.

هاشمی، سیدعباس و کمالی، شهرام. (۱۳۹۰). تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۱ (۲).

ب. انگلیسی

Ali, A., Klasa, S. & Oliver, Z. (2008). Institutional stakeholdings and better-informed traders at earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 46 (1): 47-61.

Atiase, R. K. (1987). Market implications of predisclosure information: Size and exchange effects. *Journal of Accounting Research*, 25: 168-176.

Ball, R. J. & Brown, P. (1968). Empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6: 158-178.

Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 76: 455-475.

Billings, B. (1999). Revisiting the relation between the default risk of debt and the earnings response coefficients. *Accounting Review*, 74(4): 509-522.

Charitou, A., Clubb, C. & Andreou, A. (2003). The effect of earning permanence, growth and firm size on usefulness of cash flow and earning in explaining security returns: Empirical evidence for the UK. *Journal of Business Finance and Accounting*. June/July. 563-594.

Cheung, J., Jeong, K. & Jason, L. (1999). The Impact of institutional characteristics on return-earnings as sociations in Japan. *The International Journal of Accounting*, 34 (4): 571-596.

Chung, R., Firth, M. & Kim, J. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58: 766-776.

- Collins, D.W. & Kothari, J. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11: 143 - 181.
- Collins, D. W., Kothari. J. & Sloan. R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18: 289-324.
- Cornett, M., Marcus, A. J., Saunders, A. & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31: 1771-1794.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18: 3- 42.
- Easton, P. D. & Zmijewski, M. E. (1989). Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 11: 117-141.
- Fan, J. & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33: 401° 425.
- Gillan, S. L. & Starks, L. T. (2003). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence, *Contemporary Finance Digest*. 13 (2): 3-10.
- Hall, C. Hamao, & Y. Harris, T. S. (1994). A comparison of relations between security market prices, returns and accounting measures in Japan and the United States. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 5: 47-73.
- Heflin, F. Shaw, K. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Finance and Quantative Analysis*, 35: 621-633.
- Hodgson, A. & Stevenson-Clarke, P. (2000). Earning, cash flows and returns: Functional relations and the impact of firm size. *Journal of Accounting*, 215-226.
- Jang, K. & Kwon, S. Y. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*, 37: 301-325.
- Komandi, R. C. & Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*, 60: 323-346.
- Li, John Q. & Ding, Y. (2010). Institutional effects on information content of US and French management earnings forecasts: Evidence from market reactions and analyst revisions. *Advances in Accounting*, 24 (1): 101-109.
- Martinez, I. (2003). The impact of firm specific attributes on relevance in

- earnings and cash flow. *Review of Accounting and Finance*, 2 (1):16-39.
- Midiastuty, P. P. & Machfoedz, M. (2003). Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. Simposium Nasional Akuntansi VI proceedings.
- Porter, M. E. (1992). Capital Disadvantage: America sfailing capital investment system. *Harvard Business Review*, 70(5): 65-82.
- Rajgopal, S. Venkatachalam, M. & Jiambalvo, J. (2002). Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings? Working Paper. Stanford University.
- Velury, U. & Jenkins, D. S. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59:1043-1051.

