



## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و استراتژی کسب و کار

حمیدرضا مهرآورا<sup>۱</sup>

نگار خسروی پور<sup>۲</sup>

زهرا لشگری<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۴/۰۲ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۵/۰۵

### چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی از انگیزه کافی برای تشویق مدیران به بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افشا برخوردارند و رفتار مدیران را نیز مورد نظارت قرار می‌دهند. هدف از این پژوهش بررسی کیفیت گزارشگری مالی و استراتژی کسب و کار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش در ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران که بر اساس روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند، انجام شده است. همچنین این پژوهش بر اساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۷ انجام شده است. روش مورد استفاده، رگرسیون مبتنی بر داده‌های تابلویی می‌باشد. نتایج بررسی مدل رگرسیونی پژوهش نشان داد کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و استراتژی کسب و کار تأثیر معنادار و مثبت دارد. اما سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که نسبت به بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افشا بیشتر به تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند.

### کلمات کلیدی

کیفیت گزارشگری مالی، سهامداران نهادی کوتاه مدت، استراتژی کسب و کار.

۱- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. mehavar\_hm@yahoo.com

۲- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) N-khosravipour@yahoo.com

۳- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Zahra.lashgari@gmail.com

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

### مقدمه

مبانی نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهند ارائه اطلاعات مالی با کیفیت از جمله موضوعات مهم در تصمیم‌گیری صحیح و کارا است. سازوکارهای راهبری شرکتی موضوعی مهم در زمینه کاهش ناقربینگی اطلاعات است؛ یکی از ابعاد راهبری شرکتی، ساختار مالکیت است که می‌تواند در زمینه کاهش ناقربینگی و کیفیت افشای اطلاعات نقش مهمی ایفا کند. وجود مالکان نهادی در ساختار مالکیت با کیفیت افشای اطلاعات مرتبط است؛ ولی شواهد حاکی از عدم یکسانی انگیزه‌های همه مالکان نهادی برای پایش مدیران و تشویق به بهبود کیفیت افشا است.

مالکان نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار هستند و می‌توانند رویه‌های آن‌ها (شامل رویه‌های حسابداری و گزارش‌گری مالی) را تحت تأثیر قرار دهند. صورت‌های مالی هسته اصلی فرایند گزارش‌گری مالی را تشکیل می‌دهند. صورت‌های مالی و در راس آن‌ها صورت سود و زیان (رقم سود خالص) در کانون توجه سرمایه‌گذاران قرار دارد (چانگ و همکاران، ۲۰۱۵).

سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم می‌گردند. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت (دهکردی و همکاران، ۱۳۹۲). در مقابل سهامداران نهادی بلند مدت دارای افق بلند مدت سرمایه‌گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای مدیریت سود فزاینده درآمد توسط مدیران میشوند. دیدگاه سهامداران نهادی بلند مدت بیان می‌کند هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی از سهامداران نهادی متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد. هنگامی که سهامی که نهادها مالک آن هستند افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد، زیرا فروش‌های عمده سهام معمولاً مستلزم تخفیفات عمده است (امین، ۲۰۱۵).

تعدادی از شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری در گوشه و کنار جهان برنامه‌هایی برای متنوع کردن سبد دارایی مشتریان خود و گنجاندن انواع دارایی در آن و استفاده از استراتژی‌های مختلف تدوین کرده‌اند. همان‌طور که انواع مختلف دارایی در زمان‌های مختلف عملکرد خوب یا بد دارند، رویکردهای متفاوت به مدیریت این دارایی‌ها نیز همواره یک تأثیر ندارند (بوشه و گومن، ۲۰۰۷). برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به مشتری‌های خود تضمین می‌دهند از تعداد خاصی مدیر سرمایه‌گذاری با استراتژی‌های گوناگون استفاده کنند و میزانی خاص از تنوع را در سرمایه‌گذاری‌ها در نظر می‌گیرند. هدف از این

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه و یک - پائیز ۱۴۰۰

برنامه‌ها جلوگیری از تاکید بیش از حد بر یک استراتژی یا استفاده از استراتژی‌های بسیار زیادی و مضر در سرمایه‌گذاری‌هاست.

از طرف دیگر صرف‌نظر از رویکرد یا استراتژی که انتخاب می‌کنید میزان سوددهی استراتژی‌های مختلف در زمان‌های گوناگون، در بازارهای مختلف و با مدیران متفاوت، یکسان نیست. برای بهینه‌سازی ساختار سبد دارایی‌ها باید از این تفاوت‌ها استفاده کرد و نظارت مداوم و ترکیب استراتژی‌ها با توجه به وضعیت بازار، بهترین راه استفاده از تفاوت‌های یاد شده است (سینایی و همکاران، ۱۳۹۴).

اهمیت مطالعه تخصیصات رشدی و ارزشی بهینه در پرتفوی‌ها برای افق‌های سرمایه‌گذاری مختلف می‌تواند در استراتژی صنعت شرکت‌های سرمایه‌گذاری یافت شود، که نیازهای سرمایه‌گذاری بیشتر سرمایه‌گذاران خرد را ذخیره می‌کند. لذا با توجه به اهمیت موارد بیان شده، در این پژوهش سعی شده است که به بررسی کیفیت گزار شگری مالی، افق سرمایه‌گذاری و استراتژی کسب و کار سرمایه‌گذاران نهادی پرداخته شود.

### **چارچوب نظری**

نظارت سهامداران نهادی، ممکن است تأثیر ویژه‌ای بر روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی و همچنین افشای گزارش‌های مربوط به مسئولیت اجتماعی داشته باشد. اهمیت مطالعه تخصیصات رشدی و ارزشی بهینه در پرتفوی‌ها برای افق‌های سرمایه‌گذاری مختلف می‌تواند در استراتژی شرکت‌هایی یافت شود، که نیازهای سرمایه‌گذاری بیشتر سرمایه‌گذاران خرد را ذخیره می‌کند.

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلند مدت شرکت شود. بنابراین، رواج این نوع مالکیت می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی داشته باشد (فرج زاده و همکاران، ۱۳۹۴).

علی‌رغم آن که شواهد نسبتاً محکم برارتباط ارزش شرکت و مالکیت سهام توسط افراد داخل شرکت وجود دارد، ارتباط سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت نسبتاً ناشناخته است. از تئوری مالکیت

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

نهادی ممکن است انگیزه‌هایی برای نظارت فعال بر مدیریت و به تبع آن افزایش ارزش سهامداران داشته باشند بوش (۱۹۹۸) بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به صورت ضمنی از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. (مرادی و دلدار، ۱۳۹۱).

سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی می‌باشند زیرا آنان در هدایت و نظارت بر عملکرد مدیران شرکت بیشتر فعال هستند. همچنین به خاطر توانایی که در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف دارند، آگاهتر از دیگران می‌باشند. این سرمایه‌گذاران، سود سهام را به عنوان یک ابزار برای مقابله با هزینه‌های نمایندگی و جریان نقد آزاد می‌دانند. سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم می‌گردند. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت. این افق کوتاه مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود. تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران نهادی می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالابردن عایدات جاری شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶).

سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام در پی حداکثر بازده خود هستند. آنان در پی سهامی هستند که به نظر آن‌ها، بهترین سهام باشند و همواره تمایل دارند تنها این سهام نگه‌داری کنند. در این چارچوب سرمایه‌گذاری، استراتژی، روشی است که مدیران برای خرید سهام یا دیگر دارایی‌ها از آن استفاده می‌کنند. کسانی که به تازگی وارد حوزه سرمایه‌گذاری شده‌اند از کثرت قابل‌ملاحظه استراتژی‌ها و تأثیر عظیم آن بر عملکرد سرمایه‌گذاری در یک زمان خاص یا طی یک دوره زمانی متعجب می‌شوند (سینایی و همکاران، ۱۳۹۴).

سهامداران نهادی دارای توان بالقوه‌ی تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران بطور مستقیم از طریق مالکیت و حقوق مالکانه و تأثیر غیرمستقیم از طریق مبادله‌ی سهام خود می‌باشند (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵). از اینرو بطور کلی بررسی نقش سهامداران نهادی بر نظام راهبری شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. سهامداران نهادی با هدف دستیابی به منافع کوتاه‌مدت، مدیریت را تحت فشار قرار می‌دهند تا بدون در نظر گرفتن منافع سایر سهامداران با اتخاذ تصمیمات مدبرانه سودهای آتی را به دوره‌ی جاری انتقال دهند که این امر منجر به کاهش کیفیت سود و ایجاد تضاد منافع بین سهامداران نهادی و سهامداران جزء می‌گردد. همچنین سهامداران، مدیران را از ارائه‌ی اطلاعات در خصوص منافع

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه و یک - پائیز ۱۴۰۰

و سودهای آتی شرکت نهی می‌کنند که باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعات بین سهامداران نهادی و سایر سهامداران می‌گردد (کمالی، ۱۳۹۰).

ایبارا (۲۰۱۹) پژوهشی تحت عنوان طراحی و عرضه ی یک شیوه ی جامع برای ارزیابی عملکرد سهام و اوراق بهادار: آیا افق سرمایه گذاری اهمیت دارد؟ را انجام داد. شواهد و قرائن بدست آمده در این پژوهش نشان می‌دهند که اوراق قرضه درجه ی دو بر سهام برای افق های ۱ تا ۴ ساله حاکم می‌باشند. در مقابل برای افق های ۶ سال و بیشتر یافته های این پژوهش نشان می‌دهند که سهام بر اوراق قرضه حاکم هستند. نتیجه گیری مبنی بر اینکه اوراق قرضه در افق‌های زمانی کوتاه مدت بر سهام حکم فرما می‌باشند، در حالی که سهام در افق های زمانی طولانی مدت بر اوراق قرضه حاکمیت دارند در دوره های زمانی متفاوت و در بازارهای بین المللی صدق میکند.

ارهان و آزرگر (۲۰۱۸) به بررسی رابطه افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود در کشور انگلستان پرداختند. نتایج نشان داد افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر تصمیم های سود سهام شرکت تاثیر می‌گذارد و موسسات سرمایه گذاری کوتاه مدت (بلند مدت) اثر منفی (مثبت) در سیاست های سود سهام دارند. همچنین سرمایه گذاران نهادی بلند مدت سود سهام بیشتری را برای افزایش نظارت بر بازار سرمایه ترجیح می‌دهند.

رامالینگودا (۲۰۱۷) در مطالعه خود با عنوان "شواهدی از شرکت‌های در شرف ورشکستگی و آگاهی سرمایه‌گذاران با اهداف بلندمدت" به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌های در شرف ورشکستگی می‌پردازد. در این تحقیق محقق با این پیش فرض که سهامداران نهادی دارای اهداف بلندمدت، نسبت به سایر سهامداران شرکت اطلاعات بیشتری دارند، نشان می‌دهد که این سهامداران می‌توانند حداقل یک فصل زودتر، این پدیده را پیش‌بینی کنند و اقدام به فروش بخش اعظمی از سهام خود می‌کنند و این پیش‌بینی آن‌ها در مقایسه با شرکت‌هایی که دچار آشفتگی مالی شده‌اند بیشتر است، در واقع این گونه سهامداران در شرکت‌های در شرف ورشکستگی، پیش‌بینی بهتری نسبت به شرکت‌هایی که دچار آشفتگی مالی شده‌اند می‌کنند.

رازدار و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی در رابطه بین پذیرش کمیته حسابرسی و ارزش شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین پذیرش کمیته حسابرسی با ارزش شرکت‌ها رابطه معناداری وجود نداشته ولی رابطه معنی‌دار و منفی بین نقش سهامداران نهادی در ایجاد ارزش شرکت وجود دارد. همچنین رابطه معنی‌دار و منفی بین نقش سهامداران نهادی بر رابطه بین پذیرش کمیته حسابرسی و ارزش شرکت‌ها مشاهده می‌شود.

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

خرمنی مقدم و امیدی پور (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که در قلمرو زمانی ۹۴-۱۳۹۰ فعالیت داشته‌اند. تعداد ۱۲۲ شرکت پس از روش غربالگری (حذف نظام مند) از بین جامعه آماری بصورت تصادفی طبقه بندی و مورد مطالعه قرار گرفت. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که بین سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد. در حالی که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد.

کامیابی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه کیفیت اقلام تعهدی با هزینه‌های نمایندگی پرداختند. در همین راستا تعداد ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل‌های آماری رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد کیفیت اقلام تعهدی تأثیر منفی و معناداری بر هر دو معیار هزینه نمایندگی دارد. همچنین هنگام استفاده از نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش به عنوان نماینده هزینه نمایندگی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه نمایندگی دارند اما هنگام استفاده از نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان معیار هزینه نمایندگی مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تأثیر منفی و مالکیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین این دو متغیر دارد.

پاک مرام و مستانه (۱۳۹۶) به بررسی نقش سهامداران نهادی در رابطه میان کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی پرداختند. در این پژوهش، تعداد ۱۰۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۲-۱۳۸۵ بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در شرکتهای با اجتناب مالیاتی، کیفیت افشاء کمتر از سایر شرکت‌ها می‌باشد و سهامداران نهادی بر رابطه بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی تأثیر آماری معناداری ندارد. همچنین، در شرکتهای دارای سطح سهامداری نهادی بالا بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی رابطه منفی و به لحاظ آماری معناداری وجود دارد و در شرکتهای دارای سطح سهامداری نهادی پایین بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی رابطه آماری معناداری مشاهده نمی‌شود.

### **روش‌شناسی پژوهش**

پژوهش حاضر در حوزه پژوهش‌های توصیفی و استقرایی است و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. این پژوهش از نظر تقسیم‌بندی بر حسب روش اجراء، روش همبستگی و بر پایه داده‌های پس‌رویدادی انجام

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه و یک - پائیز ۱۴۰۰

خواهد شد. با توجه به اهداف پژوهش، روش آماری از نوع همبستگی ترکیبی (سری زمانی و مقطعی) یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون (داده‌های تابلویی) می باشد.

در این پژوهش نیز برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در این روش مقاله‌های موجود در نشریات معتبر که از سایت‌های اینترنتی علمی اخذ گردیده، به‌علاوه مجله‌های علمی، نمایه‌ها، پایان‌نامه‌های تحصیلات تکمیلی و کتاب‌های مرتبط با موضوعات استفاده خواهد شد. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل آماری از نرم‌افزار Spss و یا Eviews استفاده می‌شود.

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۷ می‌باشد. در پژوهش حاضر از روش غربالگری استفاده گردیده است که از جامعه آماری مورد نظر، شرکت‌های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت‌های زیر انتخاب گردید:

(۱) به منظور همگن شدن نمونه آماری شرکت قبل از سال ۱۳۸۸ در بازار سرمایه ایران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بازار سرمایه ایران فعال باشد.

(۲) شرکت نباید از گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و واسطه‌گری مالی باشد. زیرا ساختار حاکمیت شرکتی، انگیزه سرمایه‌گذاری و کیفیت افشای اطلاعات مالی در این شرکت‌ها متفاوت با سایر شرکت‌ها می‌باشد.

(۳) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.

(۴) شرکت‌های نمونه طی دوره پژوهش، باید فعالیت مستمر داشته و نباید وقفه کسب و کار بیش از ۳ ماه داشته باشد.

بعد از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۳۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

با توجه به مبانی نظری فرضیه پژوهش عبارت است از:

کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و استراتژی کسب و کار

با توجه به ضرورت مفاهیم بیان شده و پیشینه مطالعات انجام شده، مدل آماری این پژوهش، بنا به

پژوهش ساندر و همکاران (۲۰۱۸)، را می‌توان به شرح زیر تدوین نمود:

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

مدل آماری پژوهش:

$$\text{STheld}_{it} \text{ or } \text{LTheld}_{it} = \theta_0 + \theta_1 \text{VALUE}_{it} + \theta_2 \text{POOR\_AQ}_{it} + \theta_3 \text{POOR\_AQ} * \text{VALUE}_{it} \\ + \theta_4 \text{MVE}_{it} + \theta_5 \text{BETA}_{it} + \theta_6 \text{IRISK}_{it} + \theta_7 \text{TURN}_{it} + \theta_8 \text{SUE}_{it} + \theta_9 \text{ACC}_{it} + \theta_{10} \text{AGE}_{it} \\ + \theta_{11} \text{LEV}_{it} + \theta_{12} \text{NEARN}_{it} + \theta_{13} \text{TRA\_NOBET}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای وابسته

استراتژی کسب و کار (Value): برای محاسبه استراتژی کسب و کار، ابتدا نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری هر سهم به عنوان شاخص تعیین ارزشی- رشدی بودن سهام برای هر دوره محاسبه گردید. سپس، به منظور سنجش استراتژی ارزش (Value) سهام‌های موجود در هر سبد سرمایه‌گذاری در هر دوره، بر اساس ارزش دفتری به ارزش بازاری هر سهم از بالا به پایین مرتب شد. سپس، میانگین بازده سه دهک اول (بازده سهام‌های ارزشی) از میانگین بازده سه دهک آخر (بازده سهام‌های رشدی) کسر و عدد حاصل تحت عنوان استراتژی کسب و کار با نماد (Value) وارد الگو شد (سینایی و همکاران، ۱۳۹۴).

متغیر مستقل

سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت (Theld): به منظور جداسازی این سرمایه‌گذاران نهادی مطابق با پژوهش یان و ژانگ (۲۰۰۹)، از میانگین وزنی نرخ گردش سهامداران نهادی طبق فرمول‌های زیر استفاده خواهد شد. لذا طبق فرمول ارائه شده در پژوهش گاسپر و همکاران (۲۰۰۵) و یان و ژن (۲۰۰۹) برای هر کدام خواهیم داشت:

$$\text{CR}_{k,t} \equiv \frac{\min(\text{Churn}_{k,t}^{\text{buy}}, \text{Churn}_{k,t}^{\text{sell}})}{\frac{1}{2} \sum_{j \in J} (N_{j,k,t} P_{j,t} + N_{j,k,t-1} P_{j,t-1})}$$

که در آن:

$$\text{Churn}_{k,t}^{\text{buy}} = \sum_{j \in J; N_{j,k,t} > N_{j,k,t-1}} |N_{j,k,t} P_{j,t} - N_{j,k,t-1} P_{j,t-1} - N_{j,k,t-1} \Delta P_{j,t}|$$

و

$$\text{Churn}_{k,t}^{\text{sell}} = \sum_{j \in J; N_{j,k,t} \leq N_{j,k,t-1}} |N_{j,k,t} P_{j,t} - N_{j,k,t-1} P_{j,t-1} - N_{j,k,t-1} \Delta P_{j,t}|$$

که در این فرمول‌ها  $P_{j,t}$  و  $P_{j,t-1}$  به ترتیب قیمت سهم شرکت ز در انتهای دوره  $t$  و  $t-1$  میباشد و  $N_{j,i,t}$  و  $N_{j,i,t-1}$  تعداد سهام نگهداری شده توسط مالکان نهادی  $i$  طی دوره  $t$  و  $t-1$  است.



## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه و یک - پائیز ۱۴۰۰

هرچه میانگین مزبور کمتر باشد نشان دهنده بلندتر بودن افق مالکان نهادی می باشد و برعکس:

$$AVGCR_{k,t} = \frac{1}{4} \sum_{t'=0}^3 CR_{k,t-t'}$$

در نهایت بعد از محاسبه میانگین فوق، مالکان نهادی به دو دسته تقسیم می شوند. در صورتی که نرخ بدست آمده آنها بالاتر از میانه نرخ کلی در سال مورد بررسی باشد به عنوان مالکان کوتاه مدت در نظر گرفته می شوند (SIO) و درصد مالکیت آن را محاسبه خواهیم کرد.

متغیر تعدیل گر

کیفیت گزارشگری مالی (AQ): به منظور محاسبه آن از مدل تعدیل شده جونز ارائه شده توسط دچو و دیچو (۲۰۰۵)<sup>۱</sup> استفاده می شود. لذا ابتدا کل اقلام تعهدی با استفاده از رابطه ذیل برآورد می شود:

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it-1} + \alpha_2 CF_{it} + \alpha_3 CF_{it+1} + \alpha_4 \Delta REV_{it} + \alpha_5 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$ACC_{it}$  = کل اقلام تعهدی تقسیم بر کل دارایی های شرکت  $i$  در دوره  $t$ ؛

$CF_{it-1}$  = جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های شرکت  $i$  در دوره  $t-1$ ؛

$CF_{it}$  = جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های شرکت  $i$  در دوره  $t$ ؛

$CF_{it+1}$  = جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های شرکت  $i$  در دوره  $t+1$ ؛

$\Delta REV_{it}$  = تغییرات درآمد شرکت  $i$  طی سالهای  $t-1$  تا  $t$ ؛

$PPE_{it}$  = مبلغ ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در دوره  $t$ ؛ و

$\varepsilon_{it}$  = خطا یا اقلام باقی مانده مدل می باشد که نشان دهنده کیفیت گزارشگری مالی می باشد.

در این پژوهش به منظور تفکیک شرکت های با کیفیت گزارشگری مالی ضعیف از متغیر موهومی در این پژوهش به منظور استفاده شده است. به این صورت که اگر کیفیت گزارشگری مالی به دست آمده از ۳۰ درصد کیفیت گزارشگری مالی شرکت های بیشتر، کمتر باشد این متغیر برابر ۱ و در غیر این صورت برابر ۰ است (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

متغیرهای کنترلی

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (MVE): عبارت است از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

ضریب بتا (BETA): عبارت است از ضریب بتای بازار (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

ریسک غیر سیستماتیک (IRISK): عبارت است از ریسک غیر سیستماتیک شرکت (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

گردش سهام (TURN): عبارت است از نسبت سهام معامله شده به کل سهام شرکت (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

سود غیر منتظره (SUE): عبارت است از سود غیر منتظره شرکت (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).  
اقدام تعهدی (ACC): عبارت است از اقدام تعهدی شرکت تقسیم بر کل دارایی‌ها (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

سال شرکت (AGE): عبارت است از لگاریتم تعداد سنوات از زمان تاسیس شرکت (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

اهرم مالی (LEV): عبارت است از نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).  
سود قبل از اقلام غیرمترقبه (NEARN): متغیر موهومی سود قبل از اقلام غیرمترقبه (اگر سود قبل از اقلام غیرمترقبه در سال قبل منفی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر ۰ است) (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

سهام سهامدارن عمده (TRA\_NOBET): عبارت است از درصد سهام در اختیار سهامدارن عمده (ساندر و همکاران، ۲۰۱۸).

### **یافته‌های پژوهش**

ابتدای این قسمت از پژوهش با آمار توصیفی و با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و شاخص‌های پراکندگی از جمله انحراف معیار، چولگی و کشیدگی شروع شده است. بزرگ بودن میانه از میانگین، وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد، زیرا میانگین تحت تأثیر این مقادیر قرار می‌گیرد، در این موارد توزیع داده‌ها چوله به چپ است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

**فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه و یک - پائیز ۱۴۰۰**

نام متغیر	تعداد	میانگین	میان	مد	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی	دامنه تغییرات
استراتژی کسب و کار	1350	/04987	/03948	.003 <sup>a</sup>	/036022	/001	/923	/126	/177
سرمایه گذاران نهادی	1350	/49934	/44228	.163 <sup>a</sup>	/527674	/278	-2/086	30/767	9/196
کیفیت گزارشگری مالی	1350	/07467	/06119	-.067 <sup>-a</sup>	/122079	/015	/459	3/488	1/466
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	1350	/11027	/07801	/060	/135763	/018	2/811	9/466	/912
ضریب بتا	1350	/12975	/11885	-.125 <sup>-a</sup>	/155454	/024	-/237	4/534	1/500
ریسک غیر سیستماتیک	1350	/04971	/03455	.016 <sup>a</sup>	/035533	/001	1/235	/944	/204
گردش سهام	1350	/30298	/15455	/018	/445167	/198	4/733	36/614	5/386
سود غیر منتظره	1350	/11068	/09670	-.125 <sup>-a</sup>	/151672	/023	-/476	6/797	1/878
اقلام تعهدی	1350	3/59665	3/73767	3/871	/394289	/155	-/687	-/578	1/967
سال شرکت	1350	/00422	/00045	-.006 <sup>-a</sup>	/099085	/010	/170	1/178	/779
اهرم مالی	1350	/62918	/62394	.090 <sup>a</sup>	/242207	/059	1/577	9/251	2/568
سود قبل از اقلام غیرمترقبه	1350	/13259	0/00000	0/000	/339260	/115	2/169	2/709	1/000
سهام سهامدارن عمده	1350	59/73949	65/60000	49/000	21/124603	446/249	-/670	-/712	76/400

مثال میانگین استراتژی کسب و کار برابر 04987/ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته اند. این مقدار برای سرمایه گذاران نهادی برابر 49934/ برای کیفیت گزارشگری مالی برابر 07467/ است. در جامعه آماری مورد بررسی، مقدار انحراف معیار استراتژی کسب و کار برابر 036022/ است که با توجه به این مقدار می توان گفت انحراف از میانگین در این متغیر مقدار زیادی نبوده است و بیشتر شرکت ها دارای استراتژی کسب و کاری مشابهی با میانگین به دست آمده بوده اند.

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

نرمال بودن باقی مانده های مدل رگرسیونی یکی از فرض های رگرسیونی است که نشان دهنده اعتبار آزمون های رگرسیونی است، در ادامه با استفاده از آزمون کلموگروف- اسمیرنف نرمال بودن توزیع متغیر وابسته بررسی شده است. زیرا نرمال بودن متغیر وابسته به نرمال بودن باقی مانده های مدل می انجامد.

جدول ۲. آزمون کلموگروف- اسمیرنف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش

تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهراور، خسروی پور و لشگری

مقدار احتمال	کلموگروف - مقدار Z اسمیرنف	بیش‌ترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	متغیرها
		منفی	مثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانگین		
/075c	/124	-/087	/124	/124	/036022	/04987	1350	استراتژی کسب و کار

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون مدل پژوهش برای بررسی فرضیه پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول (۳) نتایج برآورد مدل پژوهش

VIF	نتیجه	مقدار احتمال	t مقدار	مقدار ضرایب	پارامترها
-	معنادار و مثبت	0/0455	2/003482	9/182825	مقدار ثابت
1/047	معنادار و مثبت	0/0096	2/821051	0/003694	VALUE
1/018	معنادار و منفی	0/0070	-3/270319	-0/086325	POORAQ
1/030	معنادار و منفی	0/000	-6/870633	-0/096393	Value*POORAQ
1/033	بی معنی	0/8027	0/249971	0/002204	MVE
1/064	معنادار و منفی	0/0000	-24/06999	-0/462739	BETA
1/017	معنادار و مثبت	0/0۰13	۲,805576	0/013240	IRISK
1/018	بی معنی	0/4240	0/800165	0/012064	TURN
1/114	معنادار و منفی	0/0000	-6/600770	-0/599154	SUE
1/111	معنادار و مثبت	۰/۰۰۲۳	3/546722	0/693746	AGE
۱/۱۲۵	بی معنی	0/7226	0/355121	1/128920	ACC
۱/۶۲۴	معنادار و مثبت	0/0081	-3,347845	-0/184130	LEV
1/711	بی معنی	0/6109	0/509030	0/055601	NEARN
1/010	معنادار و مثبت	0/0159	-2/417005	-0/020907	TRANOBET
0/002563	مقدار احتمال F		0/5۹۲797	مقدار F	
2/157741	دوربین واتسون		0/605780	ضریب تعیین	

در مدل تحقیق ضریب تعیین ۰/۶۰۵۷۸۰ می باشد. یعنی ۶۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی مزبور قابل توضیح است.

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه و یک - پائیز ۱۴۰۰

مقدار آماره دوربین واتسون  $2/213$  می باشد و فاصله زیادی با عدد ۲ ندارد و از سوی دیگر با توجه به روش پنل دیتا و بلند بودن سال‌های مورد مطالعه (۱۰ سال) می توان عدم خود همبستگی و سلامت مدل را ادعا کرد. از سوی دیگر مقدار احتمال برآورد شده برای آماره  $F$  برابر با  $0,00000$  است لذا معنی داری کل رگرسیون قابل تایید است.

مقادیر  $VIF$  (عامل افزایش واریانس) شاخصی برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل است در صورتیکه مقدار آن بالاتر از ۱۰ باشد احتمال وجود همخطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد. میزان این شاخص برای متغیرها کمتر از  $1/711$  است.

آماره  $t$  برای متغیر توضیحی  $VALUE$  (با بتای  $0/003694$ ) برابر با  $2/821051$  است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با  $0/0096$  است که در سطح اطمینان  $95\%$  از نظر آماری معنادار و مثبت است (جدول ۵). مثبت بودن آماره  $t$  و سطح معنی‌داری این متغیر، به ترتیب نشان دهنده تاثیر مثبت و با اهمیت آن بر متغیر وابسته این پژوهش است. آماره  $t$  برای متغیر توضیحی  $POORAQ$  (با بتای  $-0/086325$ ) برابر با  $3/270319$  است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با  $0/0070$  است که در سطح اطمینان  $95\%$  از نظر آماری معنادار و منفی است (جدول ۵). آماره  $t$  برای متغیر توضیحی  $Value*POORAQ$  (با بتای  $-0/096393$ ) برابر با  $6/870633$  است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با  $0,000$  است که در سطح اطمینان  $95\%$  از نظر آماری معنادار و منفی است (جدول ۵). لذا در خصوص بررسی فرضیه تحقیق، می‌توان گفت کیفیت گزارشگری مالی ضعیف بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و استراتژی کسب و کار شرکت تاثیر منفی و معناداری و در سطح  $95\%$  وجود دارد و لذا هر چقدر کیفیت گزارشگری مالی بیشتر باشد، رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و استراتژی کسب و کار شرکت، تشدید می‌شود.

### **بحث و نتیجه‌گیری**

بر اساس نظریه نمایندگی، همواره بین مدیران و مالکان تضاد منافع وجود دارد و مدیران سعی در انتقال منافع به سوی خود دارند. سازوکارهای مختلفی برای کاهش این تضاد منافع وجود دارد که راهبری شرکتی یکی از این سازوکارها است. نظام راهبری شرکتی مربوط به روابط میان مدیریت، اعضای هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان است و ساختاری را فراهم می‌کند که از راه آن هدف‌های شرکت تنظیم و روش‌های دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود (کائو و همکاران، ۲۰۱۶). در صورت وجود سیستم نظارتی مناسب، امکان بهبود در قابلیت اتکا و مربوط بودن اطلاعات، و به طور کلی کیفیت افشا فراهم می‌شود. افشای مناسب و باکیفیت، ارائه اطلاعاتی است که به بهبود شفافیت

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

و کاهش ناقرینگی اطلاعاتی منجر می‌شوند و می‌توان از آن به عنوان نتیجه‌ای مطلوب یاد کرد، چرا که کاهش ناقرینگی اطلاعاتی موجب کاهش گزینش نادرست و خطر اخلاقی شده و در نتیجه، سهام به نحوی صحیح ارزش گذاری خواهند شد. هم‌چنین بهبود کیفیت افشا موجب کارایی اطلاعاتی بازار و بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود بنابراین می‌توان بیان داشت که عملکرد اثربخش بازار مستلزم بهبود در کیفیت گزارشگری مالی است.

نتایج تحقیق نشان داد که هر چقدر کیفیت گزارشگری مالی بیشتر باشد، رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و استراتژی کسب و کار شرکت، تشدید می‌شود. این موضوع به این دلیل است که سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت. این افق کوتاه مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود. لذا آنها به دلیل افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و گردش پرتفوی بالا، انگیزه‌ای برای بهبود در کیفیت افشا ندارند و در این رابطه از مدیریت تقاضایی نمی‌کنند.

نتایج این پژوهش با پژوهش‌های چی و همکاران (۲۰۰۷)، گاسپیر و همکاران (۲۰۰۶)، هیدالگو و همکاران (۲۰۱۱)، امین و همکاران (۲۰۱۵) و ساندر و همکاران (۲۰۱۸) که نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است باعث کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری شوند؛ چرا که آن‌ها اغلب بر مبنای عملکرد مالی کوتاه مدت معامله می‌کنند و هم‌چنین سرمایه‌گذاران نهادی نقشی فعال در بهبود گزارش‌های مالی دارند؛ زیرا آن‌ها خواهان پایش و به‌نظم درآوردن مدیران هستند تا اطمینان یابند که مدیران در جهت بیشینه‌سازی ارزش شرکت فعالیت می‌کنند، مطابقت دارد. هم‌چنین نتایج پژوهش با پژوهش کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۳) و ستایش و میمند (۱۳۹۴) که نشان دادند رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی اختصاصی و کیفیت افشا و رابطه منفی و معنادار بین مالکیت نهادی گذرا و کیفیت افشا است؛ مطابقت دارد.

منابع

- (۱) ابراهیمی سرو علیاء، محمد حسن، و سمیه طالبی گرکانی، (۱۳۹۴)، بررسی استراتژی مومنتوم با دوره تشکیل سه ماهه در صندوق های سرمایه گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران، همایش سراسری مباحث کلیدی در علوم مدیریت و حسابداری، گرگان، گروه آموزش و پژوهش شرکت مهندسی عمران بنای تدبیر، مرکز آموزش علمی و کاربردی هلال احمر استان گلستان
- (۲) حسنعلی سینایی، یاسمین حزباوی، جیران محمدی (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه گذاری بر مبنای سبک های عمده سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار، مجله بررسی های حسابداری، سال دوم، شماره ۶
- (۳) خرمی مقدم، فرشته و امیدی پور، رضا (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت های سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی مولوی
- (۴) فرج زاده دهکردی، حسن، صراف فاطمه و باقرزاده فهیمه (۱۳۹۴)، تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک و ارزیابی عملکرد شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی رجاء، دانشکده مدیریت
- (۵) کامیابی، یحیی، کوبی، صدریه، گلچین، زهرا. (۱۳۹۶). تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه ی کیفیت ارقام تعهدی و هزینه های نمایندگی. مجله مدیریت کسب و کار، ۰۹ (۳۵)، ۹۶-۷۳.
- (۶) کاشانی پور، محمد، احمدپور، احمد، باقرپور، سیدمحمد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت و مدیریت سود فزاینده شرکتها. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۰۱ (۳)، ۲۹-۷.
- (۷) مرادی، مهدی، دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود. دانش حسابداری مالی، ۰۲ (۴)، ۱۰۶-۱۲۴.
- (۸) مرادی، مهدی، پرند، الهام، مرندي، زکيه. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیر منتظره. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۸(33)، 207-227.
- (۹) مستانه اکبر، پاک مرام عسگر (۱۳۹۶) نقش سهامداران نهادی در رابطه بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی. پژوهشنامه مالیات؛ ۲۴ (۳۱)

تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی.../مهرآور، خسروی پور و لشگری

10) Amin, A.S., Dutta, S., Saadi, S., & P.Vora, P.(2015). Institutional shareholding and information content of dividend surprises: Re-examining the dynamics in dividend-reappearance era, *Journal of Corporate Finance*.31,152-170.

11) Brian J. Bushee and Theodore H. Goodman and Shyam V. Sunder ,(2018) Financial Reporting Quality ,Investment Horizon ,and Institutional Investor Trading Strategies .*The Accounting Review*

12) Bushee, B., (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 13: 305–333.

13) Cao, L., Du,Y., & Ørding Hansen, J.(2016). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China, *International Business Review*, 26(5), 816-827. Chang, K., Kang, E., & Li, Y.(2015). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis, *Journal of Business Research*, 69(7), 2551-2559.

14) Chen, X., Harford, J., Li, K., (2007). Monitoring: which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86: 279–305.

15) Erhan Kilincarslan, Ozgur Ozdemir (۲۰۱۸) Institutional investment horizon and dividend policy: An empirical study of UK firms, *Finance Research Letters*, Volume ۲۴, Pages ۳۰۰-۲۹۱

16) Gang Wei, J., Zhang, W., & ZeZhong Xiao, J.(2015).Dividend Payment And Ownership Structure In China, *Corporate Governance (Advances in Financial Economics*, 9,187 – 219

17) Gang Wei, J., Zhang, W., & ZeZhong Xiao, J.(2015).Dividend Payment And Ownership Structure In China, *Corporate Governance (Advances in Financial Economics*, 9,187 – 219

یادداشت‌ها :

---

1- Dechow and Dichew, 2005

2 Cao et. Al., 2016