

## رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران

\* محمد حسین ستایش

\*\* مهدی ابراهیمی میمند

### چکیده

امروزه شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا از راه افشای اطلاعات خود را به‌عنوان گزینه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذاری معرفی و ارزش سهام‌شان را بهبود دهند. این پژوهش به بررسی رابطه بین انواع مالکیت نهادی شامل مالکیت نهادی اختصاصی، شبه‌شاخصی و گذرا با کیفیت افشا می‌پردازد. برای این منظور داده‌های مربوط به ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های بین ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ (۶۱۸ سال - شرکت) جمع‌آوری شد و با استفاده از مدل رگرسیون لجستیک مورد بررسی قرار گرفت. برای سنجش متغیر کیفیت افشا، از امتیاز شرکت‌ها در زمینه افشا و اطلاع‌رسانی که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود، استفاده شد. نتایج حاصل از این بررسی نشان می‌دهد که انواع مالکان نهادی به گونه‌ای متفاوت بر کیفیت افشا اثر می‌گذارند. نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی اختصاصی و کیفیت افشا و رابطه منفی و معنادار بین مالکیت نهادی گذرا و کیفیت افشا است؛ اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و مالکیت نهادی شبه‌شاخصی مشاهده نشد. **واژگان کلیدی:** کیفیت افشا، مالکیت نهادی اختصاصی، مالکیت نهادی گذرا، مالکیت نهادی شبه‌شاخصی.

---

\* دانشیار حسابداری دانشگاه شیراز

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز (نویسنده مسئول) ebrahimimehdi10@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۷/۱۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۲/۰۳

## مقدمه

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 (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، ۲۰۰۴). در صورت وجود سیستم نظارتی مناسب، امکان بهبود در قابلیت اتکا و مربوط بودن اطلاعات (دیچو<sup>۱</sup> و همکاران، ۱۹۹۶) و به‌طور کلی کیفیت افشا فراهم می‌شود. افشای مناسب و باکیفیت، ارائه اطلاعاتی است که به بهبود شفافیت و کاهش ناقرینگی اطلاعاتی منجر می‌شوند (لوبو<sup>۲</sup> و ژو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱) و می‌توان از آن به‌عنوان نتیجه‌ای مطلوب یاد کرد، چرا که کاهش ناقرینگی اطلاعاتی موجب کاهش گزینش نادرست (جیانگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۱) و خطر اخلاقی شده و در نتیجه، سهام به نحوی صحیح ارزش‌گذاری خواهند شد. هم‌چنین بهبود کیفیت افشا موجب کارایی اطلاعاتی بازار و بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود (آمیهود<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲ و مرادزاده‌فرد و ابوحمزه، ۱۳۹۰). بنابراین می‌توان بیان داشت که عملکرد اثربخش بازار مستلزم بهبود در کیفیت گزارشگری مالی است (گول و لونگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴). پژوهش‌های مختلف به بررسی اثر جنبه‌های مختلف راهبری شرکتی شامل مدیران مستقل (از قبیل چن و جاگی<sup>۶</sup>، ۲۰۰۰ و دیچو و همکاران، ۱۹۹۶)، اندازه هیأت مدیره (چنگ و کورتناي<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶ و سماها<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۵)، ساختار مالکیت و ارتباطات سهامداران (از قبیل هو و وانگ<sup>۹</sup>، ۲۰۰۱ و چاو و گرای<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۲) و مالکیت سهامداران نهادی (بوشی و نو<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۱) بر کیفیت افشا پرداختند. در ایران نیز در رابطه با این موضوع پژوهش‌هایی (برای مثال بولو و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۰ و ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۹۱) انجام شده است.

1. Dechow
2. Lobo and Zhou
3. Jiang
4. Amihud
5. Gul and Leung
6. Chen and Jaggi
7. Cheng and Courtenay
8. Samaha
9. Ho and Wong
10. Chau and Gray
11. Bushee and Noe

ساختار مالکیت و به طور خاص، سهامداران نهادی به عنوان یکی از سازوکارهای کنترلی، توان اثرگذاری بر عملیات و رویه‌های گزارشگری مالی شرکت‌ها را دارند؛ به این ترتیب می‌توانند در تعیین کیفیت افشا نقش مهمی داشته باشند. از سوی دیگر همه سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت بر کیفیت گزارشگری مالی و رویه‌های حسابداری ندارند. مطالعاتی در این زمینه انجام شده است (برای نمونه گاسپر<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۵؛ چن و همکاران، ۲۰۰۷ و بوشی، ۲۰۰۱) و شواهد به دست آمده حاکی از آن است که همه سرمایه‌گذاران انگیزه یکسانی برای نظارت ندارند. بر این اساس، در این پژوهش با هدف درک چگونگی ارتباط انواع سهامداران نهادی با کیفیت افشا، سرمایه‌گذاران نهادی به سه دسته اختصاصی، شبه شاخصی و گذرا (مطابق طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی توسط بوشی، ۱۹۹۸ و ۲۰۰۱) تقسیم و ارتباط آن‌ها با کیفیت افشا بررسی می‌شود.

### مبانی نظری

بررسی موارد مربوط به راهبری شرکتی از اهمیت بالایی برخوردار است؛ زیرا در ایران حمایت قانونی مناسبی از سرمایه‌گذاران نمی‌شود (هرچند سازمان بورس تلاش بسیاری در این زمینه انجام داده و پیشرفت قابل ملاحظه‌ای نیز وجود داشته است). هم‌چنین نتایج برخی پژوهش‌ها بیان‌گر عدم رعایت حقوق سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران است (برای نمونه بت‌شکن و رهبری خرازی، ۱۳۸۷). هدف نظام راهبری، حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت‌طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و ناقص‌نگی اطلاعاتی بین نماینده (مدیر) و ذی‌نفعان مختلف (سهامداران، اعتباردهندگان و غیره)، تحقق می‌یابد. کاهش این گونه مشکلات، باعث افزایش رغبت سهامداران به معامله در بازارها و افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود (مطابق لین<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). نظام راهبری شرکتی منسجم و ساختار یافته، با ارتقای سطح کیفی اطلاعات و شفافیت (جیامبالو و همکاران، ۲۰۰۲ و افندی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۴)، نقش مهمی در جهت‌دهی به تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه دارد.

زمانی که اطلاعات از سوی مدیران شرکت به عموم ارائه می‌شود، توسط معامله‌گران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بررسی و تجزیه و تحلیل و بر این اساس، نسبت به خرید و

1. Gaspar  
2. Lin  
3. Efendi

فروش سهام شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌کنند. هم‌چنین افشای اطلاعات به عنوان جایگزینی برای پایش مستقیم عمل می‌کند (انگک و مک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). اما مدیران تمایلی به ارائه گسترده اطلاعات و افشای زیاد ندارند؛ زیرا افشای زیاد موجب کاهش کنترل انحصاری آن‌ها می‌شود (نگار<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۳). در صورتی که سهامداران بیرونی به اطلاعات درونی دسترسی نداشته باشند، می‌توانند به وسیله هیات مدیره، مدیران را به افشای بیشتر اطلاعات وادارند. هم‌چنین اطلاعات در گزارش‌های سالانه باید به گونه‌ای به موقع (بال و شیواکومار<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵)، مربوط (بال و همکاران، ۲۰۰۸)، قابل مقایسه (لین و وانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱) و قابل فهم (اسمیت و تافلر<sup>۵</sup>، ۱۹۹۲) افشا شود. راهبری مناسب، امکان افشا و گزارشگری به موقع توسط شرکت‌ها را فراهم می‌کند. ساختار مالکیت شامل تمرکز مالکیت (فان و وانگ، ۲۰۰۲)، مالکیت مدیریت (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۶) و مالکیت سهامداران نهادی (باتو و همکاران، ۲۰۰۰ و سجادی و همکاران، ۱۳۹۰) می‌تواند به عنوان جنبه‌های از راهبری شرکتی نقش مهمی در زمینه افشای اطلاعات و کیفیت افشا داشته باشند. در رابطه با سهامداران نهادی، پژوهش‌های مختلف به بررسی نقش‌های متفاوت آن‌ها با توجه به نوع پرتفوی (بوشی، ۱۹۹۸ و ۲۰۰۱)، افق سرمایه‌گذاری و گردش سهام (وانگ، ۲۰۱۴؛ بوشی، ۱۹۹۸ و ۲۰۰۱) و نقش مالکیتی یا معامله‌گری آن‌ها (فروت و همکاران، ۱۹۹۲ و بوشی و نو، ۲۰۰۰) در رابطه با افشای شرکت‌ها پرداخته‌اند. به‌طور کلی این پژوهش‌ها به تفاوت در نقش و انگیزه انواع مالکان نهادی در اثرگذاری بر کیفیت افشا اشاره داشته‌اند که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

### پیشینه پژوهش

مطالعات پیشین بیان داشته‌اند که بین ابعاد مختلف راهبری شرکت و کیفیت اطلاعات افشا شده ارتباط وجود دارد. برخی مطالعات نشان دادند که بین تمرکز مالکیت و شفافیت اطلاعاتی رابطه وجود دارد. مالکان دارای کنترل، ممکن است به کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان کمک کنند؛ زیرا سهامداران عمده به طور موثری مدیران را پایش

---

1. Eng and Mak  
2. Nagar  
3. Ball and ShivaKumar  
4. Lin and Wang  
5. Smith and Taffler

می‌کنند (شلیفر و ویشنی<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶). از سوی دیگر مالکان عمده ممکن است تضاد منافع بین سهامداران دارای کنترل (عمده) و جزء را افزایش دهند؛ زیرا سهامداران عمده در راستای منافع خود عمل می‌کنند و ممکن است بیشتر بر مدیریت مستقیم و کمتر بر مدیریت غیرمستقیم از طریق اطلاعات حسابداری، اتکا کنند (پرندرگاست<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). کارمانو و وافیز<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) دریافتند که افزایش مالکان نهادی با ارائه پیش‌بینی‌های داوطلبانه بیشتر و درست‌تر مرتبط است. بوجراج و سنگوپتا<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی با نرخ پایین بهره و رتبه اعتباری بالای شرکت ارتباط دارند و بر این اساس نتیجه‌گیری می‌کنند که نهادها محیط اطلاعاتی و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را پایش می‌کنند. الگزر<sup>۵</sup> (۱۹۹۸) استدلال کرد که مالکیت نهادی بزرگتر ممکن است موجب افشای اختیاری سطح بالایی شود. الیاسیانی و جیا<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) اظهار کردند که حضور نهادهای با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت باعث پوشش بیشتر شرکت توسط تحلیل‌گران می‌شود. به این ترتیب شفافیت آن بالا می‌رود و در نتیجه هزینه معاملاتی و تامین مالی کاهش می‌یابد. ادلاپو<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) به بررسی افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیجریه پرداخت و نشان داد که بین اندازه شرکت و عملکرد شرکت و افشای اختیاری رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین وی رابطه‌ای منفی بین درصد مالکیت بلوکی و مالکیت مدیریت و کیفیت افشا یافت. هیدالگو<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی درونی، با افشای اختیاری دارایی‌های نامشهود پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که با افزایش سهم سرمایه‌گذاران نهادی، میزان افشای سرمایه‌فکری کاهش می‌یابد. جیانگ<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی تمرکز مالکیت و افشای اختیاری و ناقرینگی اطلاعاتی در نیوزلند پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش مذکور نشان داد که تمرکز مالکیت در حالت کلی به‌طور مثبتی با دامنه قیمت خرید و فروش (به عنوان معیار ناقرینگی اطلاعات) مرتبط است. همچنین ایشان دریافتند که افشای اختیاری موجب کاهش ریسک ناقرینگی اطلاعاتی ناشی از ساختار مالکیت می‌شود. اتیگ<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی رابطه افق

1. Shleifer and Vishny
2. Prendergast
3. Karamanou and Vafeas
4. Bhojraj and Sengupta
5. El-Gazzar
6. Elyasiani and Jia
7. Adelopo
8. Hidalgo
9. Jiang
10. Attig

سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی با جریان نقد پرداختند. آن‌ها استدلال کردند که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت انگیزه بیشتری برای پایش مدیران دارند. این موضوع باعث کاهش ناقرینگی اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌شود و در نتیجه شکاف بین هزینه وجوه داخلی و خارجی کاهش می‌یابد. الهزیمه<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی اثر راهبری شرکتی و ساختار مالکیت بر افشای اختیاری در اردن پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که فعالیت‌های هیات مدیره، مالکیت بیرونی، هیات مدیره غیراجرایی و مالکیت بلوکی اثر معناداری بر افشای اختیاری دارند. وانگ (۲۰۱۴) در بررسی اثرگذاری انواع مالکان نهادی در محدود کردن مدیریت اقلام تعهدی غیرعادی، دریافت که سهامداران نهادی بلوکی، دارای راهبرد سرمایه‌گذاری فعال و دوره سرمایه‌گذاری متوسط، نقش محدود کننده‌ای در مدیریت اقلام تعهدی از سوی شرکت‌ها دارند.

مهدوی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی عوامل موثر بر افشای اطلاعات از طریق اینترنت پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین اندازه شرکت، اهرم و نوع صنعت و افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت رابطه معناداری وجود دارد. بولو و ابراهیمی میمند (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و کیفیت افشا در بورس تهران پرداختند، نتایج حاصل از این بررسی نشان داد که بین مالکان نهادی و کیفیت افشا رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. دیدار و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی اثر خصوصیات شرکت بر سطح افشا پرداختند و دریافتند که خصوصیات شرکت بر سطح افشای اختیاری اثر دارد. ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۹۱) به بررسی عوامل موثر بر کیفیت افشا پرداختند که نتایج حاکی از وجود رابطه معنادار بین سابقه، سودآوری، اندازه موسسه حسابرسی، نوع صنعت، مالکیت خانوادگی و دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان با کیفیت افشا است. کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۹۳) در بررسی رابطه ساختار هیات مدیره و مالکیت با افشای اختیاری، رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و افشای اختیاری نیافتند.

### تبیین فرضیه‌های پژوهش

مالکان نهادی جزء بزرگترین تامین‌کننده منابع در بازارهای مالی هستند. آن‌ها اغلب سهم بالایی از سرمایه شرکت‌ها را نگهداری می‌کنند و دارای تجربه حرفه‌ای بالایی بوده و در

تعیین قیمت در بازار سرمایه اثرگذارند (سیاس<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۶). مالکان نهادی مزیت‌های ویژه‌ای در زمینه کسب و پردازش اطلاعات شرکت‌ها داشته (باتو<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۰ و جیامبالو<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۲) و افشای شفاف در رابطه با ریسک و نقات قوت شرکت را به منظور ارزیابی بهتر جریان‌های نقدی تقسیمی آتی درخواست می‌کنند. در رابطه با نقش مالکان نهادی در بازار سرمایه دو نظر وجود دارد؛ (۱) اثر سوداگری بیان می‌کند که مالکان نهادی به عنوان معامله‌گر (نه مالک) عمل می‌کنند. پژوهش‌های مختلف در این رابطه چند دلیل ارائه کردند؛ اول، نهادها مسوولیت امانت‌داری سختگیرانه‌ای دارند؛ در نتیجه آن‌ها تشویق می‌شوند که بر مبنای عملکرد مالی کوتاه مدت معامله کنند تا به تامین کنندگان وجوه نشان دهند که سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها محافظه‌کارانه‌است (بادریناث<sup>۴</sup> و همکاران، ۱۹۸۹). دوم، به علت ناقزینگی اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری بر مبنای عملکرد کوتاه مدت به جای چشم اندازهای بلندمدت در پرتفوی متنوع شده، هزینه‌ای اثربخش برای نهادها است (فروت<sup>۵</sup> و همکاران، ۱۹۹۲). از این نقطه نظر، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است باعث کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری شوند؛ چرا که آن‌ها اغلب بر مبنای عملکرد مالی کوتاه مدت معامله می‌کنند. (۲) از طرف دیگر، اثر پایشی بیانگر این است که نهادها، مانع رفتار فرصت طلبانه مدیران (به وسیله پایش رفتار مدیران) می‌شوند (بوشی، ۱۹۹۸). اثر پایشی می‌تواند هم در فعالیت‌های راهبری شفاف و هم در گردآوری اطلاعات ضمنی رخ دهد و در بازار سهام انتشار یابد. از این منظر سرمایه‌گذاران نهادی نقشی فعال در بهبود گزارش‌های مالی دارند؛ زیرا آن‌ها خواهان پایش و به نظم درآوردن مدیران هستند تا اطمینان یابند که مدیران در جهت بیشینه‌سازی ارزش شرکت فعالیت می‌کنند (بوشی و نو، ۲۰۰۰). بوشی و نو (۲۰۰۰) استدلال کردند که دلایل بسیاری برای انگیزش مالکان نهادی برای حساسیت نسبت به افشای شرکت‌ها وجود دارد. اول، سرمایه‌گذاران نهادی جذب شرکت‌های با کیفیت افشای بالا می‌شود؛ زیرا برخی موارد افشا می‌تواند اثر قیمتی ناشی از داد و ستد را کاهش دهد. دوم، افشای با کیفیت به‌طور بالقوه فرصت‌های معاملات سودده که منجر به افزایش درمنافع سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود، را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در نهایت افشای اطلاعات یک سازوکار کم

1. Sias  
2. Bartov  
3. Jiambalvo  
4. Badrinath  
5. Froot

هزینه برای پایش عملکرد مدیران است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی مشوقی برای افشای مربوط و باکیفیت هستند.

همان‌طور که بیان شد همه مالکان نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت و پایش مدیران ندارند. برخی نهادها که برای حداکثر کردن سود، معامله‌های کوتاه مدت انجام می‌دهند؛ راهبرد سرمایه‌گذاری شاخصی (متنوع) را می‌پذیرند و یا بر نگهداری بلندمدت تاکید دارند ولی مستقل از مدیریت نیستند، نمی‌توانند ناظران خوبی باشند. پژوهش‌های قبلی اظهار کردند که ویژگی‌های نهادها از قبیل افق بلندمدت سرمایه‌گذاری، تاکید بر نگهداری سهم و استقلال از مدیریت، انگیزه‌های بالایی برای نظارت ایجاد می‌کند (شلیفِر و ویشنی<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶؛ بریکلی<sup>۲</sup>، ۱۹۸۸ و چن و همکاران، ۲۰۰۷). افق سرمایه‌گذاری طولانی مدت به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد که با نگهداری طولانی مدت سهم، منافع حاصل از نظارت را کسب کنند. بر این اساس، پژوهش‌های گذشته (از قبیل بوشی، ۱۹۹۸؛ هارتزل و استارکز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳؛ چن و همکاران، ۲۰۰۷) دریافتند که نهادهای با افق سرمایه‌گذاری طولانی مدت، تمرکز بالا و مستقل از مدیریت، بر مدیران نظارت می‌کنند و در نتیجه سیاست‌های افشای آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهند. هم‌چنین نهادهایی که مالکیت متنوع در بسیاری از شرکت‌ها دارند کمتر به دنبال نظارت بر افشای اطلاعات هستند. زیرا مشوق‌های نظارتی نهادهای شبه‌شاخصی (دارای پرتفوی متنوع) به دلیل بخش‌بخش بودن و تنوع سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها ضعیف است (بوشی، ۱۹۹۸). بر این اساس فرضیه‌های پژوهش حاضر به شرح زیر شکل می‌گیرد:

فرضیه یک: بین مالکیت نهادی اختصاصی و کیفیت افشا رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

فرضیه دو: بین مالکیت نهادی گذرا و کیفیت افشا رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

فرضیه سه: بین مالکیت نهادی شبه‌شاخصی و کیفیت افشا رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

---

1. Shleifer and Vishny  
2. Brickley  
3. Hartzell and Starks



## طرح پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهشی کاربردی، از نظر نوع شبه آزمایشی و روش آن همبستگی است. نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند برای طیف گسترده‌ای از جمله سرمایه‌گذاران، سهامداران، تحلیل‌گران مالی و پژوهش‌گران مفید باشد. در این پژوهش، برای بررسی رابطه میان متغیرها از رگرسیون لجستیک استفاده شد. چرا که متغیر وابسته به صورت متغیر ساختگی (صفر و یک) مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## مدل رگرسیونی پژوهش

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شد:

### مدل پژوهش

$$DISCL_t = \alpha_0 + \alpha_1 RMNOWN_{j,t} + \alpha_2 RTRAOWN_{j,t} + \alpha_3 RQIXOWN_{j,t} + \alpha_4 SIZE_t + \alpha_5 Leverage_t + \alpha_6 Beta_t + \alpha_7 PB_t + \varepsilon$$

*DISCL*: رتبه کیفیت افشا به صورت متغیر ساختگی

*RMNOWN*<sub>j,t</sub>: درصد سرمایه‌گذاری مالکیت نهادی اختصاصی شرکت *t* در پایان سال *t*

*RTRAOWN*<sub>j,t</sub>: درصد سرمایه‌گذاری مالکان نهادی گذرای شرکت *t* در پایان سال *t*

*RQIXOWN*<sub>j,t</sub>: درصد سرمایه‌گذاری مالکان نهادی شبه شاخصی شرکت *t* در پایان سال *t*

*SIZE*: اندازه شرکت،

*Leverage*: نسبت اهرم مالی،

*Beta*: بتا و

*P/B*: ارزش بازار به ارزش دفتری.

## اندازه‌گیری کیفیت افشا (متغیر وابسته)

برای اندازه‌گیری کیفیت افشا، از رتبه افشای منتشره توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شد. سازمان بورس و اوراق بهادار تهران بر اساس وضعیت اطلاع‌رسانی شرکت‌ها از نظر قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات، اقدام به رتبه‌بندی شرکت‌ها برای دوره‌های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه می‌کند. معیار به موقع بودن بر اساس زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل افشای اطلاعات و با لحاظ

نمودن میزان تاخیر در ارسال اطلاعات، محاسبه می‌شود. میزان نوسانات و تغییرات در پیش‌بینی‌های ارسالی و همچنین تفاوت‌های میان مبالغ پیش‌بینی شده و عملکرد واقعی حسابرسی شده، معیار قابل اتکا بودن است. معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است (مطابق بولو و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۰؛ اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۰).

#### اندازه‌گیری مالکیت نهادی (متغیر مستقل)

بوشی (۲۰۰۱ و ۱۹۹۸) نهادها را بر مبنای گردش پرتفوی و تنوع، به روش خوشه‌بندی به سه دسته تقسیم کردند که شامل نهادهای "اختصاصی"<sup>۱</sup> که نشانگر گردش پایین و تنوع پایین پرتفوی سهام است (مطابق با راهبرد نگهداری بلندمدت سهم بالایی از تعداد کمی از شرکت‌ها)؛ نهادهای "گذرا"<sup>۲</sup> که نشانگر گردش بالا و تنوع بالا در پرتفوی است (مطابق با افق معامله کوتاه و سرمایه‌گذاری‌های جداگانه در تعداد زیادی از شرکت‌ها)؛ نهادهای "شبه شاخصی"<sup>۳</sup> که نشانگر گردش پایین و تنوع بالا در پرتفوی است (مطابق با قبول راهبرد خرید و نگهداری سهام در مجموعه‌ای گسترده از شرکت‌ها). تنوع نشان دهنده وزن سهم مورد نظر در پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی است و گردش نشان دهنده میزان تغییر در درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار نهادی در سهام شرکت است.

برای اندازه‌گیری تنوع و گردش از مدل‌های مورد استفاده از سوی بوشی (۱۹۹۸) و یان و ژانگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) استفاده شد. این مدل‌ها برای پرتفوی بورسی سرمایه‌گذاران نهادی که شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، بنیادها، نهادها و سازمان‌های دولتی است، مورد استفاده قرار گرفت.

#### اندازه‌گیری تنوع

بوشی (۱۹۹۸) در اندازه‌گیری تنوع چند شاخص را به کار گرفت که شاخص APH دارای بالاترین اهمیت بود. بر این اساس در این پژوهش نیز از این شاخص استفاده شد:

$$AHP = \frac{\sum_{k=1}^n [(S_{k,t} P_{k,t}) PH_{k,t}]}{\sum_{k=1}^n (S_{k,t} P_{k,t})}$$

1. Dedicated
2. Transient
3. Quasi-indexing
4. Yan and Zhang

S، تعداد سهام سهم k در پایان سال t که به وسیله سهامدار نهادی نگهداری می شود؛  
P، قیمت سهم k در پایان دوره t و PH، درصدی از کل سهام شرکت k که در پایان دوره  
از سوی سهامدار نهادی نگهداری می شود.

### اندازه گیری گردش

برای اندازه گیری گردش پرتفوی (PT) سرمایه گذار نهادی مطابق پژوهش های بوشی  
(۱۹۹۸) و یان و ژانگ (۲۰۰۹) از قدرمطلق تغییرات پرتفوی سهامدار نهادی استفاده شد.  
برای این منظور مدل زیر استفاده شد:

$$PT = \frac{\sum_{K=1}^n |S_{k,t}P_{k,t} - S_{k,t-1}P_{k,t-1} - S_{k,t-1}\Delta P_{k,t}|}{\sum_{K=1}^n \frac{(S_{k,t}P_{k,t} + S_{k,t-1}P_{k,t-1})}{2}}$$

که در مدل بالا،  $\Delta P$ ، بیان گر تفاوت قیمت سهام بین سال های t و t-1 است.  
پس از انجام محاسبات بالا برای هر سهامدار نهادی، آن ها بر اساس دو معیار تنوع و گردش  
به روش زیر به سه دسته تقسیم می شوند.

گردش	تنوع	شاخص ها نوع سهامدار نهادی
بالا	بالا	گذرا
پایین	پایین	اختصاصی
پایین	بالا	شبه شاخصی

### متغیرهای کنترلی

#### اندازه

اندازه اغلب در تعیین الزامات افشا توسط تدوین کنندگان الزامات افشا مورد توجه قرار  
می گیرد. لانگند و لاند هولم<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) ادعا کردند که جزء ثابت هزینه های نمایندگی با  
افزایش اندازه شرکت کاهش می یابد. در نتیجه آن ها استدلال کردند که رابطه مثبتی بین  
افشا و اندازه شرکت وجود دارد. شرکت های بزرگ احتمالاً سرمایه گذاری های زیادی در

زمینه افشا و ارائه اطلاعات انجام می‌دهند و در نتیجه از افشای باکیفیت‌تری برخوردارند. این رابطه مثبت بین کیفیت افشا و اندازه مرتبط با فرضیه هزینه معاملات است. در واقع، افشا به طور مثبت با اندازه شرکت مرتبط است؛ زیرا محرک‌ها برای تحصیل اطلاعات اختصاصی در شرکت‌های بزرگ بیشتر است (مطابق با این حقیقت که سود معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی در این شرکت‌ها بالا است). افزون بر این، تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌های بزرگ هزینه نمایندگی بالایی نسبت به شرکت‌های کوچک دارند (واتز و زیمرمن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶) و باید افشای با کیفیت‌تری داشته باشند. در نهایت مطالعات قبلی دریافته‌اند که رابطه‌ای مثبت بین اندازه شرکت و کیفیت افشا وجود دارد (بوتسان<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷؛ میک<sup>۳</sup> و همکاران، ۱۹۹۵ و رافورنیر<sup>۴</sup>، ۱۹۹۵). بنابراین در این پژوهش عامل اندازه به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شد و از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت به عنوان شاخص اندازه شرکت استفاده شد.

## اهرم

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که افشای اطلاعات توسط شرکت‌های با اهرم بالا، محتوای بیشتری دارد (جنسن و مک‌کلینگ<sup>۵</sup>، ۱۹۷۹)؛ چون که امکان انتقال ثروت از وام‌دهندگان به سهامداران و مدیران با افزایش اهرم، افزایش می‌یابد. بنابراین می‌توان انتظار داشت با افزایش اهرم کیفیت افشا بالا رود. جنسن (۱۹۸۶) نشان داد که بدهی‌ها می‌توانند برای میزان کردن منافع مدیران و سهامداران استفاده شود. مدیران ممکن است به‌طور داوطلبانه کیفیت افشا را به عنوان شکلی از هزینه وام، بالا ببرند.

$$leverage = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}} = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{حقوق صاحبان سهام} + \text{کل بدهی‌ها}}$$

که در این جا به جای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام از ارزش بازار آن استفاده شد (این نوع محاسبه اهرم در مقاله کالان و استوبز<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) به کار رفته است).

1. Watts and Zimmerman
2. Botosan
3. Meek
4. Raffournier
5. Jensen and Meckling
6. Callahan and Stuebs

### ارزش بازار به ارزش دفتری

لاندهلم و مایرز<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) در بررسی اثر ویژگی‌های شرکت بر کیفیت افشا، از متغیر رشد استفاده کردند. در این پژوهش نیز متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان شاخص انتظار رشد (مطابق باباجانی و همکاران، ۱۳۹۳) در نظر گرفته شد.

### بتا

بتا به عنوان شاخص ریسک سیستماتیک در پژوهش‌های مختلف استفاده شده است (از قبیل هانگ و سارکار<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). شرکت‌های دارای ریسک بیشتر، برای کاهش هزینه سرمایه خود ممکن است اقدام به افشای با کیفیت‌تر نمایند؛ زیرا افزایش شفافیت موجب کاهش هزینه سرمایه و افزایش نقدشوندگی می‌شود (ریچاردسون و وکر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱ و لاندهولم و ون وینکل<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶).

$$\beta_i = \frac{cov(R_M, R_i)}{\partial^2 R_M}$$

### دوره زمانی، جامعه و نمونه پژوهش

دوره مورد بررسی در این پژوهش، دوره‌ای ۶ ساله شامل سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرکت‌های واسطه‌گری مالی به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آن‌ها حذف شده‌اند. نمونه مورد بررسی در این پژوهش شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- از آنجایی که در پژوهش حاضر سال‌های بین ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار می‌گیرد و به داده‌های سال ۱۳۸۳ نیاز است، لازم است که شرکت قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشد.

- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد، توقف فعالیت نداشته و سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

با توجه به معیارهای فوق تعداد ۱۰۳ شرکت به روش حذف سیستماتیک برای انجام پژوهش انتخاب شد. داده‌های مورد نیاز به روش کتابخانه‌ای و با استفاده از نرم افزارهای

---

1. Lundholm and Myers  
2. Hong and Sarkar  
3. Richardson and Welker  
4. Lundholm and Van Winkle

تدبیرپرداز، نرم افزارهای ره آورد نوین، سامانه اطلاع رسانی ناشران (کدال) و صورت های مالی شرکت ها برای دوره زمانی مورد نظر استخراج شد.

### یافته های پژوهش

داده های جمع آوری شده به عنوان ورودی نرم افزار SPSS نگارش ۱۶ مورد استفاده قرار گرفت و در رابطه با فرضیه های پژوهش آزمون های آماری مربوط انجام شد.

### آماره های توصیفی

آماره های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد بررسی در پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱) آماره های توصیفی

متغیر آماره	RMNOWN <sub>j,t</sub>	RTRAWN <sub>j,t</sub>	RQJOWN <sub>j,t</sub>	SIZE	P/B	Leverage	Beta	DISCL
میانگین	۳۱/۲۳	۱۷/۶۵	۲۵/۶۵	۱۳/۳۸	۳/۸۷	۰/۵۴	۰/۹۱	۰/۴۶
خطای استاندارد	۱۶/۳۴	۱۶/۷۸	۱۷/۲۴	۱/۳۲	۳/۹۸	۰/۲۶	۱/۳۲	۰/۵۱
کمینه	۰/۰۶	۰/۰۸	۰/۰۴	۹/۴۵	۰/۵۰	۰/۰۱	۰/۸۱	۰
بیشینه	۸۰/۶	۷۷/۰۱	۸۰/۱۲	۱۸/۱۲	۴۳/۱۶	۰/۹۵	۱۹/۰۶	۱

همان طور که در نگاره (۱) مشخص شده است، سرمایه گذاران نهادی اختصاصی دارای بیشترین میانگین نسبت به دو نوع دیگر هستند. هرچند سهامداران نهادی شبه شاخصی نیز از میانگین بالایی برخوردارند. این موضوع نشانگر آن است که ترکیب سهامداران نهادی با یکدیگر و در نظر گرفتن آن ها به عنوان یک متغیر بدون توجه به رویکرد آن ها در قبال سرمایه گذاری ها (با توجه به تفاوت سهامداران نهادی در خصوص پایش عملکرد)، ممکن است موجب نتیجه گیری نادرست گردد. شاخص افشای اطلاعات نیز از میانگینی برابر با ۰/۴۶ برخوردار است که نشان می دهد در نمونه مورد بررسی تقریباً نیمی از شرکت ها رتبه بالاتر و نیمی رتبه پایین تر از میانگین دارند. هم چنین میانگین بتای

نمونه مورد بررسی برابر با ۰/۸۱ است که با ۱ تفاوت دارد و دلیل این موضوع حذف برخی شرکت‌ها از قبیل بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و شرکت‌های با پایان سال مالی متفاوت بوده است.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

به‌منظور بررسی فرضیه‌ها، مدل پژوهش برازش شد که نتایج حاصل از آزمون آن در ادامه توضیح داده می‌شود. به‌منظور ارزیابی کلی مدل، از آزمون ام‌نی‌بوس<sup>۱</sup> استفاده شد. همان‌طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، مدل پژوهش از برازش قابل قبولی برخوردار و در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنادار است. با توجه به ضریب تعیین پزودو<sup>۲</sup> که شامل ضریب تعیین کاکس و نل<sup>۳</sup> و ضریب تعیین نیگل کرک<sup>۴</sup> است (ارائه شده در نگاره (۲)) می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای مستقل مورد بررسی (شامل نوع مالکیت نهادی (اختصاصی، شبه‌شاخصی و گذرا)، اندازه، اهرم، بتا، نسبت ارزش بازار به دفتری) در مدل پژوهش بین ۸/۱ تا ۱۱/۳ درصد از احتمال وقوع متغیر وابسته (کیفیت افشا) را تبیین می‌کنند.

نگاره (۲) آزمون مدل پژوهش

آزمون ام‌نی‌بوس		
آماره کای - دو	درجه آزادی	سطح معناداری
۳۲/۶۵	۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین Nagelkerke		ضریب تعیین Cox & Snell
۰/۰۸۱		۰/۱۱۳

نتایج حاصل از بررسی معناداری هر یک از متغیرهای پژوهش در نگاره (۳) ارائه شده است که در ادامه به شرح و تفسیر این نتایج پرداخته می‌شود. در فرضیه اول پژوهش به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و میزان مالکیت نهادی اختصاصی پرداخته شد. نتایج ارائه شده در نگاره (۳) نشان می‌دهد که ضریب متغیر مالکیت نهادی اختصاصی مثبت (برابر با

1. Omnibus  
2. Pseudo  
3. Cox & Snell  
4. Nigelkerke

۰/۰۳) و با توجه به آماره والد (برابر با ۶/۹۸) در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش مالکیت نهادی اختصاصی، کیفیت افشا بهبود می‌یابد.

در آزمون فرضیه دوم رابطه مالکیت نهادی گذرا و کیفیت افشا بررسی می‌شود. نتایج ارائه شده در نگاره (۳) نشان می‌دهد که ضریب متغیر مالکیت نهادی گذرا منفی (برابر با ۰/۰۱-) و با توجه به آماره والد (برابر با ۵/۸۷) در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت نهادی گذرا باعث کاهش در کیفیت افشا می‌شود.

نگاره (۳) ضرایب متغیرهای پژوهش

سطح معناداری	آماره والد	ضریب متغیر	آماره متغیر
۰/۰۰	۸/۱۸	-۳/۰۹	مقدار ثابت
۰/۰۱	۶/۹۸	۰/۰۳	RMNOWN <sub>j,t</sub>
۰/۰۲	۵/۸۷	-۰/۰۱	RTRAOWN <sub>j,t</sub>
۰/۴۳	۰/۷۱	-۰/۰۱	RQIXOWN <sub>j,t</sub>
۰/۱۴	۲/۲۱	۰/۱۹	Size
۰/۲۱	۱/۵۸	-۰/۰۶	P/B
۰/۵۰	۰/۴۵	۰/۳۴	Leverage
۰/۹۴	۰/۹۰	-۰/۰۶	$\beta$

در فرضیه سوم، هدف بررسی رابطه بین کیفیت افشا و اندازه مالکیت نهادی شبه‌شاخصی است. نتایج ارائه شده در نگاره (۳) در رابطه با متغیر مالکیت نهادی شبه‌شاخصی نشان دهنده رابطه منفی (برابر با ۰/۰۱-) بین کیفیت افشا و اندازه مالکیت نهادی شبه‌شاخصی است؛ ولی با توجه به آماره والد (برابر با ۰/۷۱-)، این رابطه در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت که بین اندازه مالکیت نهادی شبه‌شاخصی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. همان‌طور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود متغیر اندازه، رابطه مثبتی با کیفیت افشا دارد ولی این رابطه معنادار نیست. هم‌چنین متغیر اهرم نیز رابطه مثبتی با کیفیت افشا دارد که این رابطه نیز معنادار نیست. در مطالعات مختلف (از قبیل جنسن و مک‌لینگک، ۱۹۷۶)



رابطه معناداری بین اهرم مالی و کیفیت افشا مشاهده شده است که با نتایج پژوهش حاضر متفاوت است. دلیل این موضوع را می‌توان تفاوت در شرایط دریافت تسهیلات بانکی و وام در ایران نسبت به برخی کشورها دانست. در ایران بانک‌های دولتی بنابر سیاست‌های مقرر، وام‌هایی را در اختیار شرکت‌های قرار می‌دهند و در بیشتر موارد وثیقه دریافت می‌شود. به این ترتیب امکان دریافت وام و نرخ وام بانکی با توجه به کیفیت افشا تغییر نمی‌کند؛ در نتیجه عامل اهرم مالی در رابطه با کیفیت افشا نامربوط است (بولو و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۰). هم‌چنین در این پژوهش برای اندازه‌گیری متغیر اهرم از روشی مشابه با کالان و استوبز<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) استفاده شد که با روش‌های مرسوم اندکی تفاوت دارد. در نهایت بین متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری و بتا و کیفیت افشای اطلاعات رابطه معناداری مشاهده نشد.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

ارائه اطلاعات مالی با کیفیت از جمله موضوعات مهم در تصمیم‌گیری صحیح و کارا است. سازوکارهای راهبری شرکتی موضوعی مهم در زمینه کاهش ناقرینگی اطلاعات است؛ یکی از ابعاد راهبری شرکتی، ساختار مالکیت است که می‌تواند در زمینه کاهش ناقرینگی 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. بر این اساس در این پژوهش اثر انواع مالکیت نهادی از نظر تنوع و گردش پرتفوی، شامل مالکیت نهادی اختصاصی، گذرا و شبه شاخصی بر کیفیت افشا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. برای این منظور ۱۰۳ شرکت برای دوره ۶ ساله مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این بررسی نشان داد که بین مالکیت نهادی اختصاصی و کیفیت افشا رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این موضوع به این دلیل است که آن‌ها افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و نیز گردش پایینی دارند، به این ترتیب از انگیزه کافی برای تشویق مدیران به بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افشا برخوردارند و رفتار مدیران را نیز پایش می‌کنند. هم‌چنین در طرف مقابل، مالکان نهادی گذرا به دلیل افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و گردش پرتفوی بالا، انگیزه‌ای برای بهبود در کیفیت افشا

ندارد و در این رابطه از مدیریت تقاضایی نمی‌کنند. این یافته‌ها مشابه با یافته‌های قبلی است (چی و همکاران، ۲۰۰۷؛ هارتزل و استارکز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳؛ بوشی، ۲۰۰۱؛ گاسپر<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۵ و چن و همکاران، ۲۰۰۷).

نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند برای سرمایه‌گذاران در تعیین ریسک اطلاعاتی شرکت‌ها مفید باشد. آن‌ها می‌توانند بر اساس نوع مالکیت شرکت‌ها نسبت به کیفیت اطلاعات، میزان نظارت و پایش مدیران اجرایی از سوی سرمایه‌گذاران نهادی و میزان ریسک اطلاعاتی تصمیم‌گیری کنند و با توجه به نوع مالکیت اقدام به تعیین ارزش سهام و خرید و فروش سهام کنند. هم‌چنین یافته‌های این پژوهش برای پژوهشگران فعال در حوزه راهبری شرکتی و مالکیت نهادی مفید است.

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی رابطه انواع سهامداران نهادی (مطابق دسته‌بندی ذکر شده در این پژوهش) با محافظه‌کاری مشروط و غیرمشروط، انواع مدیریت سود، دقت پیش‌بینی سود، ضریب واکنش به سود، ناقرینگی اطلاعاتی، کیفیت اطلاعات حسابداری و افشای اختیاری پرداخته شود. هم‌چنین پیشنهاد می‌شود با استفاده از دسته‌بندی سهامداران نهادی بر اساس شاخص گردش، رابطه نوع سهامداران نهادی با خطای قیمت‌گذاری مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- اعتمادی، حسین، امیرخانی، کوروش و محبت رضایی (۱۳۹۰). محتوای ارزشی افشای اجباری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۳: ۲۳۵-۲۵۲.
- باباجانی، جعفر؛ تحریری، آرش؛ ثقفی، علی و احمد بدری (۱۳۹۳). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۶ (۲): ۱-۲۶.
- بت شکن، محمدهاشم و مهسا رهبری خرازی (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مطالعات حسابداری*، ۲۲: ۱-۲۱.
- بولو، قاسم. مهدی ابراهیمی میمند (۱۳۹۰). رابطه ساختار مالکیت با کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مالی*، ۱۲: ۵۵-۶۹.
- دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا و هیوا خجسته (۱۳۹۰). اثر خصوصیات شرکتی بر سطح افشای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۳۲: ۱۴۱-۱۶۸.
- ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد (۱۳۹۱). شناسایی و تبیین عوامل موثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۶۲/۳: ۴۹-۷۹.
- سجادی، سید حسین، تاکر، رضا و علی محمودی (۱۳۹۰). رابطه سرمایه‌گذاران نهادی با کیفیت سود. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۲۹: ۱۱۵-۱۳۷.
- کاشانی‌پور، محمد؛ کریمی، حسن و ولی‌الله کریمی (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین ساختار هیات مدیره و مالکیت شرکت با افشای اختیاری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۴: ۱۶۷-۱۸۶.
- مرادزاده فرد، مهدی و مینا ابوحمزه (۱۳۹۰). اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۳۲: ۷۳-۱۰۲.
- مهدوی پور، علی، موسوی شیری، محمود و علی رضا کریمی ریابی (۱۳۸۹). قدرت عوامل موثر بر افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت در وب سایت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، ۵: ۱۴۲-۱۶۰.

- Adelopo, Ismail. (2011). Voluntary disclosure practices amongst listed companies in Nigeria. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 27: 338-345.
- Amer Alhazaimh, Ravindran Palaniappan, Mahmoud Almsafir, (2014). The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Voluntary Disclosure in Annual Reports among Listed Jordanian Companies. *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, 129: 341 - 348
- Attig, Najah, Sean Cleary, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami. (2012). Institutional investment horizon and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36: 1164-1180.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 83-128.
- Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt market? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, 13: 168-205.
- Bartov, E, S. Radhakrishnan, and I. Krinsky. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *The Accounting Review*, 75(1): 43-63.
- Bhojraj, S., Sengupta, P. (2003). Effects of corporate governance on bond ratings and yields. *Journal of Business*, 76: 455-475.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3): 323-349.
- Bushee, B. J., and C.F. Noe. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38: 171-202.
- Bushee, B., (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 13: 305-333.
- Bushee, B., (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18: 207-246.
- Callahan, C. M; Martin Stuebs. (2010). A Theoretical and Empirical Investigation of the Impact of Labor Flexibility on risk and the cost of equity capital. *Journal of Applied Business Research*, 26, 5; ABI/INFORM. P: 45.
- Chau, G. K., & Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, 37(2): 247-265.
- Chen, C. J. P., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5): 285-310.

- Chen, X., Harford, J., Li, K., (2007). Monitoring: which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86: 279–305.
- Cheng, Eugene C.M. and Courtenay, Stephen M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41: 262–289.
- Chi, W., liu, C., Wang, T., (2007). What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *National Taiwan University, Working paper*.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and Sweeney. A. P., (1996). Causes and consequences of earnings manipulations. *Contemporary Accounting Research*, 13: 1-35.
- Efendi, J., Srivastava and Swanson, (2004), Why do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation, Corporate Governance and Other Factors, *Working Paper, Texas A&M University, College Station*.
- El-Gazzar, S., (1998). Pre disclosure information and institutional ownership: across- sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review*, 119–130.
- Elyasiani, E., Jia, J., (2010). Distribution of institutional ownership corporate firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34: 606–620.
- Eng, L. and Mak, Y. (2003), Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22: 325-345.
- Forker, J., (1992), Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 22(1): 111–124.
- Froot, K, D. Scharfstein, and J. Stein. (1992). Herd on the street: Information inefficiencies in a market with short term speculation. *Journal of Finance*, 47: 1461-1484.
- Gaspar, J., Massa, M., Matos, P., (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 76: 135–165.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23: 351–379.
- Hartzell, J., Starks, L., (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, 58: 2351–2374.
- Hidalgo, Ruth L. Emma Garcia-Meca., Isabel Marti'nez. (2011). Corporate Governance and Intellectual Capital Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100:483–495.
- Ho, S. and K. Wong., (2001), A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*: 10, 139–156.

- Jensen, M. C. (1986) Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*: 76(2): 323-329.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. (2002). Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, 19(1): 117-145.
- Jiang, Haiyan, Ahsan Habib, Baiding Hu. (2011). Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand. *The British Accounting Review*, 43: 39-53.
- Karamanou, I., Vafeas, N., (2005). The association between boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43: 453-486.
- Lang, M. and Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31: 246-271.
- Lin, Y. M., You, S. J. & Huang, M. S., (2012), Information Asymmetry and Liquidity Risk. *International Review of Business Research Papers*, 8: 112-131.
- Lin, Z. J., & Wang, L. (2001). Financial disclosure and accounting harmonization: Cases of three listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 16(5): 263-273.
- Lobo, G.J. and Zhou, J. (2001). Disclosure quality and earnings management. Paper presented at the 2001 Asia-Pacific *Journal of Accounting and Economics Symposium in Hong Kong*.
- Lundholm, R., and P. Myers, (2002). Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns-earnings relation. *Journal of Accounting Research*, 40: 809-839.
- Meek, G., Roberts, C. and Gray. S. (1995). Factor influencing Voluntary annual report Disclosure by US, UK & continental European Multinationals. *Journal of International Business Studies*, 26 (3): 555-572.
- Nagar, V., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003). Discretionary Disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34: 283-309.
- Raffournier, B. (1995). The Determinants of Voluntary Disclosure by Swiss Listed Companies. *European Accounting Review*, 4 (2): 261-280.
- Samaha. Kh, Khelif, H, Hussainey, Kh. (2015). Taxation The impact of board and audit committee characteristics on voluntary

- disclosure: A meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24: 13–28
- Schleifer, A. and Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 95: 461-488.
- Smith, M., & Taffler, R. (1992). Readability and understandability: Different measures of the textual complexity of accounting narrative. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 5(4): 84–98.
- Wang, H., Bi, J., Wheeler, D., Wang, J. N., Cao, D., Lu, G. F. (2004). Environmental performance rating and disclosure: China's green watch program. *Journal of Environmental Management*, 71: 123–133.
- Watts, R., Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall).