



## کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و کنترل سهامداران نهادی در رکود بازار

لیلا زمانی<sup>۱</sup>

صمد برزویان شیروان<sup>۲</sup>

سعید مینایی<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف این تحقیق بررسی و آزمون ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در دوره زمانی رکود بازار در بورس اوراق بهادار تهران است. روش پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی در قلمرو زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ انجام شده است. به روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت (معادل ۵۳۵ سال-شرکت) به‌عنوان نمونه در نظر گرفته شده‌اند. برای بررسی رابطه بین هر یک از متغیرهای تحقیق، ۳ فرضیه و مدل رگرسیون معرفی شده، در این مدلها کیفیت افشای اطلاعات حسابداری متغیر مستقل، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی متغیر وابسته، رکود بازار و درماندگی مالی به‌عنوان متغیرهای تعدیلگر تعیین شده‌اند. با استفاده از نرم افزار ایوبوز ۱۰ و روش حداقل مربعات معمولی (OLS) فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار گرفته‌اند. نتایج تحقیق نشان داد افشای اطلاعات با کیفیت در شرکتها باعث افزایش حضور سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود، به عبارت روشتر بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. حتی در شرایط رکود بازار و درماندگی مالی، شرکتها از طریق افشای اطلاعات باکیفیت باعث افزایش سهم مالکیت نهادی شده‌اند. که این نتایج بیانگر تاثیر معنادار متغیرهای تعدیلگر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی است. بنابراین با توجه به تاثیر گذاری مثبت و معنادار افشای اطلاعات با کیفیت برافزایش مالکیت نهادی شرکتها، گسترش و ارتقاء ساختار کارآمد افشای اطلاعات با کیفیت در شرکتها، جهت حضور پایدار سرمایه‌گذاران نهادی پیشنهاد می‌گردد.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت افشای اطلاعات حسابداری؛ مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی؛ رکود بازار؛ درماندگی مالی

JEL: M12, M14, M40

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه خاتم، دانشکده مدیریت و مالی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
l.zamani56@khatam.ac.ir

<sup>۲</sup> استادیار گروه مدیریت و برنامه ریزی آموزشی، دانشکده روانشناسی و علوم تربیتی، دانشگاه علامه طباطبائی  
borzooian@atu.ac.ir

<sup>۳</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه خاتم، دانشکده مدیریت و مالی، تهران، ایران. njozaani@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۱/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۱۵

## مقدمه

عملکرد اقتصادی یک کشور، عملکرد مالی شرکت های آن و رشد احتمالی آنها، تنها با حمایت از سرمایه گذاران آن امکان پذیر است. در بسیاری از کشورها، حمایت بیشتر از سرمایه گذاران همراه با تحول حاکمیت شرکتی اتفاق افتاده است. شیوه های بهبود حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات با کیفیت، اطلاعات مالی واضح و مفیدی را که به نفع سرمایه گذاران است، فاش می کنند (متیوانان، کاسیلینگام و علی، ۲۰۲۱). حاکمیت شرکتی به مشارکت داوطلبانه برای توسعه پاینده اشاره دارد و روشی برای کاهش شکاف میان شرکتها و ذینفعان در قالب گزارشگری و افشای اطلاعات مالی است (مولر ۲۰۱۰). پژوهشگران معتقدند حاکمیت شرکتی با کیفیت گزارشگری مالی رابطه دارد و می تواند تغییرات و کیفیت گزارشگری مالی شرکتها را پیش بینی کند. نتایج پژوهشهای صورت گرفته در بازارهای نوظهور، نشان می دهد حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی، تأثیر دارد. (نیکبخت و احمدخان بیگی، ۱۳۹۷). کیفیت افشا میزان اطلاعاتی است که از سوی شرکتها در متن صورت‌های مالی اساسی یا در یادداشت‌های همراه، برای کمک به تصمیم‌گیری ارائه می‌شود. افشا یکی از اصول حسابداری است. بر اساس این اصل، باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت‌های شرکت به نحو مناسب و به موقع، در اختیار گروه‌های مختلف استفاده‌کننده قرار گیرد. در واقع هدف اصلی از افشا، کمک به استفاده‌کنندگان در تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری، تفسیر وضعیت مالی شرکتها، ارزیابی عملکرد مدیریت و پیش‌بینی جریان‌ات وجوه نقد آتی است. گزارشگری مالی اثربخش موجب مطرح‌شدن و تحلیل بیشتر شرکت در بازار داخلی می‌شود و امکان ورود به بازار خارجی و جذب سرمایه‌گذاران بین‌المللی را فراهم می‌کند. شرکت‌های با نقد شونده‌گی پایین به منظور جذب سرمایه‌گذاران و افزایش نقدشوندگی سهام، افشای باکیفیتی ارائه می‌کنند (کانو رودریگز، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر نوسانات تجاری، مخصوصاً رکود بازار و درماندگی مالی بر مدیریت و کیفیت افشای اطلاعات حسابداری شرکتها تأثیر بسیاری دارد. چنین انتظار می‌رود که در دوره رشد بازار، چون وضعیت کلی بازار روبه رشد و تقاضا برای خرید سهام ثابت دارد، شرکتها به راحتی به اهداف خود دست می‌یابند. بنابراین سود شرکتها نیز از ثبات برخوردار است؛ اما در نقطه مقابل، در دوره ی رکود بازار و افزایش درماندگی مالی شرکتها، باعث نوسان در وضعیت کلی بازار سهام می‌گردد، به تبع آن، سود حسابداری شرکتها نیز تحت تأثیر آن قرار گرفته و نوسان بیشتری خواهد داشت. لذا اگر اطلاعات حسابداری از شفافیت و کیفیت لازم برخوردار نباشد، نمی‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه گذاران مفید واقع شود. بنابراین کیفیت اطلاعات حسابداری از معیارهای با اهمیت در تصمیم

گیری ها محسوب می گردد. سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات منتشر شده شرکت ها اقدام به تصمیم گیری می کنند و تصمیم گیری های مناسب، به وجود اطلاعات باکیفیت وابسته است. از این رو، بسیاری از مطالعات به بررسی کیفیت اطلاعات منتشر شده ی شرکتها پرداخته اند. کیفیت افشا بالا، تغییرپذیری نقدشوندگی سهام و بروز عدم نقدشوندگی سهام را کاهش می دهد و افزایش ریسک را در رکود بازار کاهش می دهد. با توجه به اینکه افشای بهتر، نقدشوندگی سهام را بهبود می بخشد، انتظار می رود که رابطه مثبت بین کیفیت افشای شرکتی و مالکیت نهادی در زمان رکود بازار نسبت به دوره های عادی بازار قوی تر باشد (چن، میا و شولین (۲۰۱۵)).

سرمایه گذاران نهادی در دهه های اخیر به یکی از مهم ترین اجزای بازار سرمایه در بیشتر کشورهای جهان تبدیل شده اند، به طوری که حجم بزرگی از سرمایه گذاری های انجام شده توسط این نهادها صورت گرفته است. در حقیقت، سرمایه گذاران نهادی منابعی برای نفوذ و نظارت بر شرکت و مدیران دارند و یکی از روش های حل مشکل نمایندگی این است که از طریق مالکیت نهادی، رابطه بین مدیران شرکت و ذی نفعان به هم نزدیک شود (کیم<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). امروزه با توجه به فضای رقابتی و تغییر شرایط کسب و کار، مهمترین موضوع برای شرکتها، اعتبار و سطح مقبولیت آنها می باشد یکی از ابزارهای مهم برای نشان دادن این موضوع، رتبه بندی شرکت هاست. در واقع رتبه شرکتها می تواند مظهر میزان اعتبار و قدرت آنها باشد. با توجه به این موضوع اغلب کشورها اقدام به رتبه بندی شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار خود کرده اند. در ایران نیز بورس اوراق بهادار اقدام به رتبه بندی شرکتها بر پایه افشاء به موقع اطلاعات نموده است (کردلویی، خداپناه و شاهوردی، ۱۳۹۲). سرمایه گذاران نهادی موجب تسهیل تبادل اطلاعات در بازار شده و باعث کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیر می شوند؛ زیرا مدیران این احتمال را می دهند که با مدیریت سود؛ توییح، جریمه و یا حتی از سمت خود برکنار شوند (فخاری و فقیه، ۱۳۹۶). مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه های قوی تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر، ممکن است عملکرد بهتری داشته باشند. اصولاً انتظار عمومی این است که سرمایه گذاران نهادی بهتر از سرمایه گذاران غیرنهادی بتوانند از اطلاعات جاری برای پیش بینی عملکرد و سودهای آتی استفاده نمایند (حیدری، قادری و رسولی، ۱۳۹۵). در ادبیات راهبری شرکتی، سرمایه گذاران نهادی یکی از سازوکارهای خارجی مؤثر در نظارت بر شرکتها شناخته می شوند. این گروه از فعالان بازار سرمایه، با توجه به برخورداری از دانش و تخصص کافی، دسترسی به شبکه های ارتباطی مؤثر و انگیزه لازم

<sup>1</sup> Kim

برای نظارت بر عملکرد مدیریت، می‌توانند نقش اساسی در ارتقای سیستم راهبری شرکتی و در نتیجه افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت ایفا کنند (خدادادی، ویسی و چراغی‌نیا ۱۳۹۵). در این راستا، چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰) باتوجه به وضعیت بازار (رکود) به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به کیفیت افشای شرکتها پرداخته‌اند. در این پژوهش، ابتداموسسات به دوگروه گذرا و اختصاصی تقسیم شده‌اند. موسسات گذرا در شرایط رکود بازار نسبت به دوره‌های عادی بازار به کیفیت افشای شرکت‌ها واکنش مثبت نشان داده‌اند، زیرا افشای بهتر عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد و بنابراین با کاهش عدم اطمینان، افزایش نقدینگی و تضعیف تأثیرات بحران‌ها از طریق افشای اطلاعات، منجر به افزایش ارزش‌داری‌ها در زمان رکود بازار خواهد شد. موسسات اختصاصی برعکس موسسات گذرا، در هر دو دوره عادی و رکود بازار نسبت به کیفیت افشای شرکت حساس نبودند، زیرا به اطلاعات داخلی دسترسی دارند و کمتر به افشای اطلاعات عمومی اعتماد می‌کنند. اعتماد آنها به افشای شرکت‌ها در رکود بازار، پس از اجرای مقررات افشای عادلانه، که مزیت اطلاعات داخلی آنها را از بین می‌برد، به شدت افزایش یافته است. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد که افشای شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعات را تا حد بیشتری در رکود بازار نسبت به دوره‌های عادی بازار کاهش می‌دهد.

گرچه پژوهشگران خارجی در بازارهای سهام از جمله جدیدترین آنها چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰) تاثیر شرایط بازار بر واکنش سرمایه‌گذاران نهادی به کیفیت افشا را بررسی کرده‌اند، اما در ایران این مسئله مغفول مانده است. بنابراین با توجه به اهمیت موضوع، مساله اصلی تحقیق حاضر بررسی ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در زمان رکود بازار در بازار بورس اوراق بهادار ایران می‌باشد

با توجه به هدف اصلی این پژوهش مبنی بر شناسایی ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی همراه با آزمون تاثیر متغیرهای رکود بازار و درماندگی مالی بر ارتباط بین این دو متغیر (کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی)، انتظار می‌رود که نتایج تحقیق حاضر بتواند برای مدیران موظف و غیر موظف شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و نهادی و حساب‌رسان مستقل بسیار مفید و موثر باشد. در ادامه ابتدا به مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده، سپس روش‌شناسی تحقیق همراه با فرضیه‌ها، نمونه آماری، مدلها و متغیرهای تحقیق تشریح شده‌اند. در بخش بعدی یافته‌ها تحقیق، آزمون فرضیه‌ها و در پایان به بحث و نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مطالعات زیادی به بررسی رابطه بین رفتار افشای شرکتی و مالکیت نهادی پرداخته‌اند. به عنوان مثال، هیل، هاتون و پالپو ۱۹۹۹ گزارش می‌کند که در ارزیابی‌های تحلیل گران، افزایش رویه‌های افشای شرکتی منجر به سطوح بالاتر مالکیت نهادی می‌شود. همچنین بوشی و نو در سال ۲۰۰۰ جهت بررسی رابطه بین مدیریت کیفیت افشای شرکتی و مالکیت نهاده‌ای شرکت‌ها را به دو گروه، شرکت‌های گذرا و اختصاصی تقسیم نموده‌اند، آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌هایی گذرا و با رتبه‌های افشا بالاتر، با افزایش مالکیت نهاده‌ای مواجه هستند. در مقابل رابطه بین رتبه‌بندی افشا و مالکیت نهادی موسسات اختصاصی ضعیف بوده است. به عبارت روشنتر، شواهد حاکی از این واقعیت است که نسبت به شرکت‌های گذرا، موسسات اختصاصی دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی داشته بنابراین کم‌تر به افشای عمومی شرکتی وابسته هستند. چه هات، رحمان و ماهتهیران،<sup>۱</sup> (۲۰۰۸)، به بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکتها، شفافیت اطلاعات و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی پرداخته‌اند. برای انتخاب نمونه‌های آماری از روش نمونه‌گیری همسان و برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون سلسله‌مراتبی استفاده کرده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات از عوامل تاثیرگذار بر رابطه بین نظام راهبری شرکتی و عملکرد بازار به حساب نمی‌آیند. اما بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی ارتباط معنادار وجود دارد.

صالحی (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده (سود قبل از بهره و مالیات و سود عملیاتی بعد از مالیات) و شاخص‌های بازار (ارزش افزوده بازار و نسبت کیوتوبین) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد که این نتایج با فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع مطابقت دارد.

شمشیری پورمنفرد، جعفری و شفیع (۱۳۹۸) به بررسی نقش تعدیلی مالکیت نهادی در رابطه با کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه پرداخته است. پژوهش حاضر از بعد روش‌شناسی از نوع همبستگی، و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و دوره زمانی آن بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ بوده است. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای و برای آزمون فرضیه‌های

<sup>1</sup> Chehat et al

پژوهش از رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد، مالکیت نهادی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری با هزینه سرمایه تاثیر دارد، و این نتایج به مدیران کمک خواهد کرد تا سیاست‌های موثر مربوط به نوسانات شرکت‌ها که برای دستیابی به ساختار سرمایه بهتر آن‌ها در بلند مدت لازم است را توسعه دهند. مستانه و پاک مرام (۱۳۹۵) به بررسی نقش سهامداران نهادی در ارتباط بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی پرداخته‌اند. روش پژوهش از نوع همبستگی و علی‌پس رویدادی و روش آزمون فرضیه‌ها، آزمون همبستگی و رگرسیون خطی چندمتغیره و آزمون تفاوت میانگین‌های دو جامعه مستقل است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در شرکتهای با اجتناب مالیاتی، کیفیت افشاء کمتر از سایر شرکتهای می‌باشد و سهامداران نهادی بر رابطه بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی تاثیر آماری معناداری ندارند. همچنین، در شرکتهای دارای سطح سهامداری نهادی بالا بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی به لحاظ آماری رابطه منفی معناداری وجود دارد و در شرکتهای دارای سطح سهامداری نهادی پایین بین کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی رابطه آماری معناداری مشاهده نمی‌شود.

امینی خیابانی (۱۳۹۸) به طراحی مدلی جهت استقرار حاکمیت شرکتی مبتنی بر اطلاعات مالی در سطح جامعه آماری متشکل از پرسنل بانک قوامین پرداخته‌است. دو عامل شفافیت اطلاعات مالی و کیفیت اطلاعات مالی در قالب متغیرهای میانجی به مدل اصلی پژوهش وارد نموده‌است. عوامل فوق با استفاده از جدول آثار مستقیم و غیر مستقیم در روش تحلیل مسیر شناسایی و اعتبار مدل و رابطه میان متغیرها نیز با تکنیک تحلیل مسیر آزمون گردیده‌است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی عمیقاً تحت تاثیر اطلاعات مالی است؛ در ضمن شفافیت اطلاعات مالی بیشترین تاثیر را در دستیابی به حاکمیت شرکتی در جامعه آماری مورد مطالعه داشته‌است. نیکبخت و احمدخان بیگی (۱۳۹۷) به بررسی ساختار حاکمیت شرکت و تاثیر آن بر کیفیت گزارشگری مالی در محیط بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی با کیفیت گزارشگری مالی رابطه مثبت و معناداری داشته و می‌تواند تغییرات بوجود آمده در کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها را پیش‌بینی کند. همچنین از بین ابعاد بررسی شده حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی، دو بعد حسابرسی و ساختار مالکیت، بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر معناداری داشته‌اند.

موسوی شیرینی، سلیمانی، مومنی و سلیمانی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام پرداخته‌اند. متغیر کیفیت افشا، با استفاده از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعاتیه کیفیت

افشا و اطلاع‌رسانی مناسب منتشر می‌شود، سنجیده شده است و داده‌های ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ جمع‌آوری و با استفاده از رگرسیون خطی تحلیل شده‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین کیفیت افشا اطلاعات و نوسان پذیری بازده سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود داشته است.

باقرزادگان و خانمحمدی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت اطلاعات مالی بر سرمایه‌گذاری در عملیات اصلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این تحقیق سرمایه‌گذاری در عملیات اصلی شرکت از طریق محاسبه همبستگی رشد بین صنعت و شرکت، همچنین کیفیت اطلاعات حسابداری از ترکیب چهار متغیر (کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود و هموارسازی سود) محاسبه و تحت عنوان شاخص جامع کیفیت سود در نظر گرفته شده است. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین شاخص جامع کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری در عملیات اصلی شرکت بوده است.

کاشانی‌پور، زنجیردار و پارچینی‌پارچین (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند. در مدل مورد بررسی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شامل؛ ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره معرفی شده، که ساختار مالکیت توسط مالکیت مدیریتی، مالکیت سهامداران عمده و مالکیت دولتی مشخص شده و شاخص ترکیب هیات مدیره براساس نسبت مدیران غیرموظف اندازه‌گیری شده است. شاخص افشای داوطلبانه بر اساس تحقیقات پیشین جمع‌بندی شده است. طبق نتایج تحقیق کاهش در سطح مالکیت مدیریتی و افزایش درصد مالکیت سهامداران عمده با افزایش در سطح افشای داوطلبانه رابطه دارد. این در حالی است که رابطه‌ای معنی‌داری بین مالکیت دولتی با افشای اختیاری یافت نشده است.

پورزمانی، اولی و عبدالهیان، (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر اجرای آئین نامه نظام راهبری شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران بر مدیریت سود پرداخته‌اند. با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره ارتباط بین متغیرهای مدیریت سود و ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بیان شده در آئین نامه مزبور مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که به دنبال تصویب آئین نامه نظام راهبری شرکتی، استقلال هیات مدیره بهبود یافته، به طوری که بهبود سطح استقلال هیات مدیره با سطوح پایین‌تر مدیریت سود مرتبط می‌باشد. همچنین بین جدایی مدیر عامل شرکت از رئیس هیات مدیره و میزان مالکیت سهام مدیران موظف در سال ۱۳۸۸ نسبت به سال ۱۳۸۵ با مدیریت سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد. با توجه به نتایج این تحقیق به منظور اثر بخشی

بیشتر آیین نامه مزبور به عنوان یک ابزار نظارتی در بازار سرمایه پیشنهاد شده که آیین نامه نظام راهبری شرکتی در ایران به قانون تبدیل شود تا از ضمانت‌های اجرایی قوی تری بهره مند گردد. چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰)<sup>۱</sup> به بررسی مالکیت سرمایه گذاران نهادی و کیفیت افشای اطلاعات در دوره زمانی رکود بازار پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی در شرایط رکود بازار ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین در ماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی در شرایط رکود بازار تأثیرگذار، و بین کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط رکود بازار ارتباط معنادار وجود دارد. نتایج نهایی این تحقیق وجود رابطه معنی دار بین مالکیت نهادی و نوسان پذیری بازده سهام در شرایط رکود بازار بوده است.

والید و امور<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت افشا در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کانادا پرداخته اند. طبق بررسی های صورت گرفته نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه منفی معناداری بین مالکیت داخلی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و کیفیت افشای اطلاعات وجود دارد. همچنین رابطه مثبت معناداری بین استقلال هیات مدیره و کیفیت افشای اطلاعات وجود دارد. با توجه به ادبیات افشای داوطلبانه، نتایج تحقیق نشان می دهد که رابطه مثبت معناداری بین اندازه شرکت و کیفیت افشا وجود دارد.

عبدالله و اسماعیل<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) رابطه شیوه های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داده اند نتایج این پژوهش نشان می دهد که رابطه مثبت بین کیفیت حاکمیت و عملکرد شرکت در سطوح پایین تمرکز مالکیت قوی تر است. جالب توجه است، که رابطه بین حاکمیت و عملکرد شرکت تابع افزایش مالکیت پراکنده است و این که علاوه بر ارزش حاکمیت خوب لزوما در سطح بالایی از تمرکز مالکیت حفظ نشده است. ضمن اینکه، در شرکت های که دولت و یا شرکتهای محلی سهامداران عمده هستند، رابطه بین حاکمیت و عملکرد شرکت به بالاترین سطح خود می رسد.

حسن و احمد، (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر اقلام تعهدی اختیاری در شرکتهای تولیدی نیجریه پرداخته اند. داده‌های ثانویه از گزارش‌های سالانه ۲۰ شرکت فعال در بورس نیجریه استخراج و در بازه زمانی ۲۰۰۸ تا سال ۲۰۱۰ گردآوری و برای تجزیه و تحلیل از رگرسیون چندگانه

<sup>1</sup> Chang et al

<sup>2</sup> Walid & Ameer

<sup>3</sup> Abed Alnasr et al

OLS استفاده شده است. نتایج این مطالعه بیانگر تأثیر مثبت و قوی نقش سرمایه گذاران نهادی بر مدیریت سود در شرکت های تولیدی نیجریه دارد. به طور خاص، مالکیت نهادی کل سهام صاحبان و حضور نهادی در هیئت مدیره با حسابداری فرصت طلب رابطه معکوس دارد.

استیگر (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات و راهبری شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آلمان پرداخته است. با استفاده از مکانیزم های راهبری شرکتی مانند اندازه شرکت، ریسک، ساختار مالکیت، اهرم مالی و اندازه هیات مدیره روابط بین این دو متغیر مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه مثبت و معناداری بین شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات مالی، راهبری شرکتی و عملکرد شرکتها وجود دارد. همچنین شفافیت و کیفیت افشا بر راهبری شرکتها بعنوان یکی از عوامل موفقیت شرکت های مورد مطالعه محسوب می شوند.

با این حال، مطالعات کمی تأثیر شرایط بازار را در پاسخ سرمایه گذاران نهادی به کیفیت افشا بررسی کرده اند. در این مقاله سعی شده اقدامی در جهت رفع این خلا صورت پذیرد. انتظار می رود که ارزش و اهمیت کیفیت افشای شرکت ها و در نتیجه جذابیت آن برای سرمایه گذاران، در شرایط مختلف بازار متفاوت باشد.

## روش شناسی

### فرضیه های پژوهش

در این پژوهش تلاش شده، با در نظر گرفتن شرایط بازار به بررسی رابطه بین افشای شرکت ها و مالکیت نهادی پرداخته، و ادبیات نظری و تجربی در این حوزه گسترش داده شود. نتایج پژوهش های انجام شده در این زمینه، بیانگر این نکته است که افشای اطلاعات شرکت ها یکی از تعیین کننده های با اهمیت نقدینگی است زیرا افشای اطلاعات شرکتها عدم تقارن اطلاعات را کاهش می دهد (به عنوان مثال، بوشمن و ایندجیکیان، ۱۹۹۵؛ بوشی و نو ۲۰۰۰؛ لوز و ورکجیا ۲۰۰۰؛ شروف، سان، وایت و ژانگ ۲۰۱۳؛ بالا کریشن، بیللینگس، کلی ولجونگقویست، ۲۰۱۴). همچنین نتایج مطالعات نشان می دهد که، نقدینگی یکی از مطلوب ترین ویژگی های دارایی ها در هنگام رکود بازار است، زمانی که پدیده تبدیل دارایی ها به نقدینگی اتفاق می افتد به تبع آن، حق بیمه نقدینگی نیز به طرز چشمگیری افزایش می یابد (به عنوان مثال، وایانوس، ۲۰۰۴). بنابراین افشای اطلاعات بهتر شرکتها در دوره رکود بازار به ویژه به دلیل تأثیر مثبت آنها بر نقدینگی بسیار جذاب است. علاوه

بر این، شفافیت بیشتر اطلاعات به کاهش تأثیرات بحران‌ها- مانند نوسانات بالای نقدینگی، عدم نقدشوندگی دارایی‌ها و افزایش بتا- کمک می‌کند (به عنوان مثال، وایانوس، ۲۰۰۴؛ لیوز و سچراند، ۲۰۰۹؛ لانگ و مافت، ۲۰۱۱)، حتی در زمان رکود بازار، شرکت‌های که شیوه‌های افشای اطلاعات بهتری دارند برای سرمایه‌گذاری جذاب‌تر و مورد توجه بیشتری قرار می‌گیرند.

در ادامه تحقیق بوشی و نو ۲۰۰۰، تحقیقات مختلفی در خصوص بررسی رفتار سرمایه‌گذاران مخصوصاً سرمایه‌گذاران نهادی، حاکمیت شرکتی و کیفیت افشای اطلاعات انجام شده است. نتایج این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که مؤسسات اختصاصی دسترسی بهتری به اطلاعات دارند، بیشتر به اطلاعات داخلی اعتماد می‌کنند، برای اینگونه مؤسسات، شرایط بازار ممکن است تأثیر کمی در پاسخ آنها به افشای اطلاعات عمومی داشته باشد. در مقابل برای مؤسسات گذرا، که بسیار به اطلاعات عمومی متکی هستند، ارزش و اهمیت افشای شرکتها در بازار بسیار مهم است. بنابراین انتظار می‌رود واکنش مثبت آنها نسبت به کیفیت افشای شرکتها در دوره رکود بازار افزایش یابد. نتایج نشان می‌دهد که شرایط بازار تأثیرات گوناگونی بر پاسخ مؤسسات گذرا و اختصاصی به کیفیت افشای شرکتها دارد، زیرا سرمایه‌گذاران از سطح دسترسی متفاوتی به اطلاعات داخلی برخوردارند و در نتیجه، آنها به افشای عمومی با درجات مختلفی اعتماد خواهند داشت.

با توجه به مراتب فوق و براساس ادبیات و مبانی نظری تحقیق و نتایج مطالعات تجربی گذشته، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند.

- بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی رابطه معنادار وجود دارد.
- رکود بازار بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تأثیرگذار است.
- درماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تأثیرگذار است.

### روش‌شناسی پژوهش

روش این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی، از نظر روش تجزیه و تحلیل توصیفی-تحلیلی از نوع همبستگی است، که با استفاده از رگرسیون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته سنجیده می‌شود. همچنین از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ می‌باشد و شرکت‌هایی که به‌عنوان نمونه پژوهش (حذف سیستماتیک) انتخاب شده‌اند حائز شرایط زیر می‌باشند:

- کل شرکت‌ها قبل از اعمال محدودیت تا سال ۱۳۹۸ تعداد ۵۳۷

- تا قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس پذیرفته نشده بودند. (۹۷)
  - پایان سال مالی آنها آخر اسفند ماه هر سال نباشد. (۶۵)
  - شرکتهایی که طی دوره مورد بررسی سال مالی خود را تغییر داده بودند. (۷۹)
  - جزء بانک، بیمه و شرکت های سرمایه گذاری و غیره نباشند. (۴۵)
  - اطلاعات متغیرهای مورد بررسی در کلیه سال های مورد آزمون موجود نبود. (۸۵)
  - شرکتهایی که در طول دوره مورد نظر، سهام آنها به طور فعال در بورس معامله نشده است. (۵۹)
- با توجه به محدودیت های فوق ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در این تحقیق، جمع آوری اطلاعات و داده های مورد نیاز در دو بخش انجام شده است. در بخش اول برای تدوین ادبیات و مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه ای و در بخش دوم، برای گردآوری داده های مورد نظر از آمار و اطلاعات صورت های مالی شرکت های نمونه، ارائه شده در سایتهای مرتبط و معتبر (کدال، بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره آورد نوین و...) استفاده شده است. صورت های مالی شرکتها شامل صورت سود و زیان، صورت وضعیت مالی (ترازنامه)، صورت جریان های نقدی و یادداشت های توضیحی صورت های مالی در پایان هر سال مالی (۲۹ اسفند ماه) به عنوان ابزار تحقیق مورد استفاده قرار گرفته اند. برای تجزیه و تحلیل داده های تحقیق، از روشهای آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. ابتدا با استفاده از نرم افزار اکسل ۲۰۱۶ متغیرهای پژوهش از روی داده های خام محاسبه و طبقه بندی شدند و سپس با استفاده از نرم افزار ایویوز ۱۰ و به کمک مدلهای رگرسیونی معرفی شده و بکارگیری روش حداقل مربعات معمولی با رویکرد داده های پانل با اثرات ثابت در سطوح معناداری ۱ درصد و ۵ درصد تجزیه و تحلیل نهایی انجام شده است.

### مدل پژوهش

در این پژوهش متناسب با هریک از فرضیه های تحقیق، براساس پژوهش چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰) سه مدل رگرسیونی با در نظر گرفتن مواردی شامل شرایط بازار بورس اوراق بهادار تهران، دسترسی به آمار و اطلاعات، نوع متغیرهای پژوهش و... بصورت ذیل معرفی شده اند:

مدل رگرسیون فرضیه اول (۱):

$$TRA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQR_{it} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 age_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 \tan g_{it} + \beta_6 dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیون فرضیه دوم (۲):

$$TRA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQR_{it} + \beta_2 DQR_{it} * Down + \beta_3 size_{it} + \beta_4 age_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 \tan g_{it} + \beta_7 dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیون فرضیه سوم (۳):

$$TRA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQR_{it} + \beta_2 DQR_{it} * FD + \beta_3 size_{it} + \beta_4 age_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 \tan g_{it} + \beta_7 dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

در معادلات سه گانه فوق:

TRA<sub>it</sub>: مالکیت نهادی؛

DQR<sub>it</sub>: کیفیت افشای اطلاعات حسابداری؛

Size<sub>it</sub>: اندازه شرکت؛

Age<sub>it</sub>: عمر شرکت؛

MTB<sub>it</sub>: ارزش دفتری بازار؛

Tang<sub>it</sub>: دارایی‌های مشهود؛

Dividend<sub>it</sub>: سود تقسیمی؛

Down: رکود بازار؛

FD: درماندگی مالی و

ε<sub>it</sub>: سطح خطای مدل

### تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

کیفیت افشای اطلاعات حسابداری (متغیر مستقل): بسیاری از مطالعات از معیار کیفیت ارقام تعهدی کوتاری، لئونه و واسلی (۲۰۰۵)<sup>۱</sup> برای اندازه گیری کیفیت افشای اطلاعات حسابداری استفاده کرده اند، در این پژوهش نیز جهت اندازه گیری متغیر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری براساس مدل کوتاری، لئونه و واسلی، معادله زیر معرفی شده است.

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \varphi_{0,j} + \varphi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

<sup>1</sup> Kothari, S., A. Leone, & C. Wasley, 2005

متغیرهای موجود در این مدل:

TCA: اقلام تعهدی جاری؛

CFO: جریان نقدی عملیاتی و

ASSETS: میانگین جمع دارایی‌ها (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰).

**رکود بازار (متغیر تعدیل‌گر):** اگر طی دوره مورد بررسی عرضه و تقاضای سهام بنا به دلایل از پیش تعریف شده روند کاهشی داشته باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر است (چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰)).

**درماندگی مالی (متغیر تعدیل‌گر):** در این تحقیق از شاخص درماندگی مالی کاپلان وزینگلاس-شاخص KZ که توسط پژوهشگران کشور ایران به شرح زیر بومی‌سازی شده است به عنوان متغیر تعدیل‌گر مورد استفاده قرار گرفته است.

$$KZ = ۱۷/۳۳۰ - ۳۷/۴۸ (\text{وجوه نقد}) - ۱۵/۲۱۶ (\text{سود تقسیمی}) + ۳/۳۹۴ (\text{اهرم مالی}) - ۱/۴۰۲ (\text{دفتری به دفتری})$$

در این رابطه مقدار KZ بزرگتر، نشان دهنده قوت (توانایی مالی بیشتر) و مقدار KZ کوچکتر، نشان دهنده ضعف (درماندگی مالی بیشتر) شرکت است (برادران حسن زاده، بادآورنهندی و نگهبان، (۱۳۹۳)). سایر متغیرهای مدل‌های رگرسیونی که جهت آزمون فرضیه‌ها معرفی و انتخاب شده‌اند براساس تحقیق چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰) در ذیل تعریف شده‌اند:

**مالکیت نهادی (متغیر وابسته):** درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی شرکتها؛

#### متغیرهای کنترلی

بررسی اثر متغیر کیفیت افشای اطلاعات بر مالکیت نهادی شرکتها با استفاده از مدل‌های رگرسیونی بدون کنترل یا حذف اثرات متغیرهای مانند اندازه، عمر، ارزش دفتری بازار و... شرکتها از روایی و اعتبار لازم برخوردار نخواهد بود. از طرف دیگر در یک تحقیق اثرات همه متغیرها همزمان قابل بررسی نیست، محقق با معرفی متغیرهای کنترلی اثرات برخی از آن متغیرها را کنترل یا خنثی می‌کند. معرفی و انتخاب متغیرهای کنترلی برای ورود به مدل براساس مطالعه پژوهش‌های پیشین و مبانی نظری موجود در متون حسابداری صورت می‌گیرد (بنی‌مهد، عربی، حسن‌پور ۱۳۹۶ ص ۹۹). باتوجه به این مهم، متغیرهای ذیل براساس مطالعات محققان پیشین بویژه تحقیق چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰)، به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل‌های رگرسیونی شده‌اند.

**اندازه شرکت:** لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت؛  
**عمر شرکت:** مجموع تعداد سال‌های که شرکت در بازار بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است؛

**ارزش دفتری بازار:** نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛  
**سود تقسیمی:** نسبت سود تقسیمی به کل حقوق صاحبان سهام؛  
**و دارایی‌های مشهود:** نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌های شرکت.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

در این بخش، متغیرهای پژوهش براساس داده‌های گردآوری شده از منابع آماری معتبر، به کمک شاخص‌های آمار توصیفی (مرکزی و پراکندگی) محاسبه، توصیف و تفسیر شده‌اند. نتایج شاخص‌های آمار توصیفی در نگاره شماره (۱) نشان می‌دهد که مقدار میانگین متغیر کیفیت افشای اطلاعات ۰/۲۱۰، مالکیت نهادی ۰/۵۹۷، درماندگی مالی ۹/۶۲، شاخص رکود بازار ۰/۶۸۸، سود تقسیمی ۰/۱۱۰، اندازه شرکت ۱۲/۵۶، عمر شرکت ۱۴/۸۵ سال، دارایی‌های مشهود ۰/۰۹۴، ارزش دفتری بازار ۱/۴۱۸ می‌باشد به عبارت روشنتر داده‌های هریک از متغیرها حول ارقام میانگین محاسبه شده، تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. به عنوان مثال همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد میانه متغیر رکود بازار برابر با ۱، بیانگر وجود رکود بازار در سال‌های مورد بررسی است. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ بیشترین مقدار این پارامتر برای متغیر کیفیت افشای اطلاعات برابر با ۳/۰۰۶ می‌باشد. براساس تعریف ضریب چولگی مبنی بر تبیین جهت و میزان عدم تقارن داده‌ها، اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت (مانند متغیرهای: درماندگی مالی، رکود بازار، دارایی‌های مشهود، ارزش دفتری بازار و ...) باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی (کیفیت افشای اطلاعات، مالکیت نهادی و ...) باشد، چولگی به چپ دارد. ضریب کشیدگی میزان کشیدگی منحنی فراوانی را نسبت به منحنی نرمال استاندارد نشان می‌دهد. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بزرگتر از عدد ۳ باشد منحنی برجسته و اگر کمتر

از عدد ۳ باشد منحنی پهن می باشد. در این تحقیق بیشترین کشیدگی مربوط به کیفیت افشای اطلاعات و کمترین کشیدگی مربوط به متغیر درماندگی مالی می باشد.

نگاره شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای مدل پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
کیفیت افشای اطلاعات	$DQR_{it}$	-۱۳/۳۹۷	۲/۶۳۰	-۰/۲۱۰	-۰/۵۹۷	۳/۰۰۶	-۳/۸۸۵	۱۸/۲۹۳
مالکیت نهادی	$TRA_{it}$	۰/۱۶۴	۰/۹۷۹	۰/۵۹۷	۰/۶۲۷	۰/۲۴۶	-۰/۶۸۸	۲/۸۸۰
درماندگی مالی	FD	۴/۳۶۴	۱۷/۲۰۶	۹/۶۲۵	۹/۶۰۹	۰/۱۵۹	۰/۱۶۲	۱/۹۷۷
رکود بازار	Down	۰	۱	-۰/۶۸۸	۱	۰/۵۵۷	۱/۲۸۸	۴/۰۸۰
سود تقسیمی	$dividend_{it}$	۰/۰۴۷	۰/۳۵۵	-۰/۱۱۰	-۰/۱۹۳	۰/۲۶۴	-۰/۴۹۶	۲/۰۳۱
اندازه شرکت	$size_{it}$	۱۰/۹۵۴	۱۴/۹۲۸	۱۲/۵۶۱	۱۲/۳۸۳	۱/۱۵۹	۰/۵۴۴	۲/۵۱۰
عمر شرکت	$age_{it}$	۵	۲۵	۱۴/۸۵۱	۱۴	۰/۱۳۲	-۰/۸۹۶	۴/۶۲۰
دارایی‌های مشهود	$\tan g_{it}$	۰/۰۰۱	۰/۲۸۷	-۰/۰۹۴	-۰/۰۹۰	۰/۰۴۵	۲/۳۱۸	۸/۰۳۷
ارزش دفتری بازار	$MTB_{it}$	۰/۳۶۰	۵/۹۱۷	۱/۴۱۸	۱/۶۰۱	۱/۲۸۴	۲/۶۲۹	۹/۹۴۳
تعداد مشاهدات					۵۳۵			

منبع: یافته‌های پژوهش

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه

قبل از برآورد مدل‌های سه گانه جهت آزمون فرضیه‌ها، لازم است پیش آزمونهای مدل‌های رگرسیونی شامل آزمون نرمال بودن داده‌ها، مانایی متغیرها، F لیمر، هاسمن و ناهمسانی واریانس با استفاده از داده‌های گردآوری شده و متغیرهای محاسبه و برآورد شده به کمک نرم افزار ایویوز انجام شود. به ترتیب کاربرد و اولویت هر یک از آزمون‌ها در اجرای مدل‌های اقتصادسنجی، در ذیل نتایج بدست آمده از انجام آزمون‌های فوق‌الذکر بصورت مجزا توصیف و تحلیل شده‌اند.

### آزمون نرمال بودن

برای آزمون فرضیه نرمال بودن داده‌های مالکیت نهادی (متغیر وابسته)، از آزمون جارک - برا استفاده شده است. با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره (۲)، مبنی بر بیشتر بودن سطح معناداری متغیر از ۰.۰۵، بنابراین توزیع متغیر وابسته نرمال است.

نگاره شماره ۲: نتایج آزمون جارک - برا (سطح خطای ۵ درصد)

نام متغیر	آماره	سطح معناداری
مالکیت نهادی	۲/۵۷۰۹۲۷	۰/۲۷۶

### آزمون مانایی

وجود متغیرهای نالیستا در مدل سبب می‌شود تا آزمون‌های کلاسیک  $F$  و  $t$  از اعتبار لازم برخوردار نباشند. یک متغیر سری زمانی وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضریب خود همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. در این پژوهش برای بررسی مانایی از آزمون (لین و لوین) استفاده شده است. با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره (۳) چون سطح معناداری همه متغیرها از ۰.۰۵ کمتر است؛ فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می‌شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح ۹۵ درصد مانا هستند.

نگاره شماره ۳: آزمون مانایی متغیرها (لین و لوین، سطح خطای ۵ درصد)

نام متغیر	آماره	سطح معناداری
کیفیت افشای اطلاعات	-۵/۰۶۲۵	۰/۰۰۱۴
مالکیت نهادی	-۷/۰۱۵۵	۰/۰۰۷۴
درماندگی مالی	-۶/۳۵۵۸	۰/۰۰۰۷
رکود بازار	-۲/۳۹۶۵	۰/۰۰۵۸
سود تقسیمی	-۵/۳۱۷۵	۰/۰۰۶۱
اندازه شرکت	-۳/۷۴۸۸	۰/۰۰۶۲
عمر شرکت	-۵/۳۵۷۱	۰/۰۰۰۳
دارایی‌های مشهود	-۴/۱۵۱۵	۰/۰۰۵۱
ارزش بازار به دفتری	-۶/۶۸۱۵	۰/۰۰۲۰

### آزمون F لیمر

برای تخمین بهترین مدل با استفاده از یکی از روش های اثرات مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون F لیمر و در صورت لزوم از آزمون هاسمن استفاده می شود. در این تحقیق برای انتخاب بین روش داده های ترکیبی و روش داده های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون در نگاره شماره (۴) درج گردیده است. با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون F لیمر در فرضیه های پژوهش کوچکتر از ۵ درصد محاسبه شده، بنابراین از مدل داده های پانلی (Panel) استفاده شده است.

نگاره شماره ۴: نتایج آزمون F لیمر

F لیمر	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
۱	۵/۳۳۶۲۵۱	(۱۰۶/۱۰۸)	۰/۰۰۰۷	Panel
۲	۷/۱۵۴۸۱۶	(۱۰۶/۱۱۵)	۰/۰۰۵۶	Panel
۳	۶/۳۲۵۱۸۷	(۱۰۶/۶۲)	۰/۰۰۰۷	Panel

### آزمون هاسمن

بعد از مشخص شدن نتایج آزمون F لیمر مبنی بر استفاده از داده های پانلی نیاز به انجام آزمون هاسمن می باشد. آزمون هاسمن برای داده پانلی می تواند مبنایی برای انتخاب مدل اثرات تصادفی (Random Effect) یا اثرات ثابت (Fixed Effect) باشد. با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره (۵) از آزمون هاسمن، احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل های رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

نگاره شماره ۵: نتایج آزمون هاسمن (سطح خطای ۵ درصد)

هاسمن	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	روش
۱	۳/۰۷۰۴۱۱	۶	۰/۰۰۴۲	اثرات ثابت
۲	۵/۳۶۲۹۹۷	۷	۰/۰۰۰۳	اثرات ثابت
۳	۸/۶۱۳۰۲۵	۷	۰/۰۰۶۲	اثرات ثابت

### آزمون ناهمسانی واریانس

در این پژوهش از آزمون ناهمسانی واریانس آرج جهت اطمینان از وجود ناهمسانی واریانس استفاده شده است. نتایج آزمون مندرج در نگاره شماره (۶)، نشان می‌دهد که آماره F آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض همسانی واریانس تأیید شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلاقی در هر سه مدل رد می‌شود.

نگاره شماره ۶: نتایج آزمون ناهمسانی آرج LM (سطح خطای ۵ درصد)

سطح معناداری	مقدار آماره	شرح	آرج
۰/۱۵۰۲	۰/۱۸۴۴۴۷	F-statistic	۱
۰/۱۴۱۷	۰/۳۷۱۹۴۵	F-statistic	۲
۰/۱۶۲۵	۶/۰۲۱۳۰۳	F-statistic	۳

### نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

نتایج آزمون مدل‌های سه‌گانه پژوهش در سطح داده‌های پانلی همراه با اثرات ثابت به کمک نرم افزار ایویوز برآورد و این نتایج در نگاره‌های شماره (۷)، (۸) و (۹) مندرج گردیده است. براساس ضرایب و پارامترهای برآوردی به آزمون فرضیه‌های تحقیق بصورت ذیل پرداخته شده است.

#### آزمون فرضیه اول: بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی رابطه معنادار وجود دارد.

به منظور بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران پس از انجام آزمون‌های اولیه مدل رگرسیونی ذیل معرفی و به کمک نرم افزار ایویوز پارامترهای مدل برآورد و نتایج حاصل شده در نگاره شماره (۷) درج گردیده است.

$$TRA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQR_{it} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 age_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 \tan g_{it} + \beta_6 dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

مقدار ۱/۹ برای آماره دوربین واتسون محاسبه شده که بیانگر عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاقی می‌باشد. بنابراین مشکل خودهمبستگی سریالی در این معادله مشاهده نمی‌شود. همچنین با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰.۰۰۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که بطور کلی مدل رگرسیونی برآورد شده معنادار است. از طرف دیگر با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۶۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (مالکیت نهادی)، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی (کیفیت افشای اطلاعات، اندازه شرکت، عمر شرکت، ارزش دفتری بازار، دارایی‌های مشهود و سود تقسیمی) توضیح داده شده است.

نگاره شماره ۷: نتایج اجرای مدل رگرسیون شماره (۱)

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۱۱۷	۰/۱۰۲	۱/۱۴۷	۰/۰۹۲۷
کیفیت افشای اطلاعات	۰/۴۰۸	۰/۰۹۲	۴/۴۳۴	۰/۰۲۵۱
اندازه شرکت	۰/۲۲۴	۰/۰۵۲	۴/۳۰۷	۰/۰۲۶۲
عمر شرکت	۰/۸۰۳	۰/۲۰۳	۳/۹۵۵	۰/۰۳۱۳
ارزش دفتری بازار	۰/۲۳۹	۰/۰۲۱	۱۱/۳۸۰	۰/۰۰۰۰
دارایی های مشهود	۰/۲۹۰	۰/۰۴۳	۶/۷۶۷	۰/۰۰۲۶
سود تقسیمی	۰/۷۱۴	۰/۱۰۳	۶/۹۳۲	۰/۰۰۱۷
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱.۹	۰/۶۹	۰/۶۶	۴۳.۸۴۵.۳	**۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش (\* سطح خطای ۵ درصد و \*\* سطح خطای ۱ درصد)

ضریب برآوردی متغیر کیفیت افشای اطلاعات در نگاره شماره (۷) نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. لذا فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی رابطه معنادار وجود دارد. میزان p-value محاسبه شده برای ضریب متغیر کنترلی اندازه شرکت، مندرج در نگاره شماره (۷) بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین اندازه شرکت و مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. بنابراین می‌توان گفت بین اندازه شرکت و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین ضریب برآوردی متغیر عمر شرکت وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان عمر شرکت و مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. یعنی بین عمر شرکت و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج بدست آمده در خصوص ضرایب برآوردی متغیرهای ارزش دفتری بازار، دارایی‌های مشهود و سود تقسیمی نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین متغیرهای کنترلی فوق‌الذکر و مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب متغیرهای کنترلی ذکر شده تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. به عبارت روشن‌تر نتایج بدست آمده حاکی از رابطه مثبت و معنادار بین تمامی متغیرهای کنترلی و مالکیت نهادی است.

### آزمون فرضیه دوم: رکود بازار بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تاثیرگذار است.

برای بررسی تاثیر رکود بازار بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس، پس از آزمون های اولیه درخصوص داده های گردآوری و متغیرهای معرفی شده، مدل رگرسیونی ذیل معرفی و به کمک نرم افزار ایویوز ضرایب متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی برآورد و نتایج حاصل شده در نگاره شماره (۸) درج گردیده است.

$$TRA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQR_{it} + \beta_2 DQR_{it} * Down + \beta_3 size_{it} + \beta_4 age_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 \tan g_{it} + \beta_7 dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

براساس تعریف متغیر تعدیلگر در مدل های رگرسیونی، متغیری که از حاصل ضرب متغیر مستقل در متغیر تعدیلگر بدست خواهد آمد، جهت اندازه گیری تاثیر متغیر تعدیلگر بر رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل در نظر گرفته می شود. لذا در مدل رگرسیون شماره ۲ معرفی شده، برای اندازه گیری تاثیر متغیر رکود بازار به عنوان متغیر تعدیلگر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت سرمایه گذاران نهادی، بایستی متغیر رکود بازار در متغیر کیفیت افشای اطلاعات ضرب گردد. ضریب این متغیر جدید میزان هم افزایی و تاثیر گذاری رکود بازار در این مدل (رکود بازار \* کیفیت افشای اطلاعات) را نشان می دهد.

نگاره شماره ۸: نتایج برآورد ضرایب مدل رگرسیون شماره (۲)

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۳۹۵	۰/۳۵۲	۱/۱۱۲	۰/۱۴۱۸
کیفیت افشای اطلاعات	۰/۲۹۴	۰/۰۵۱	۵/۷۶۴	۰/۰۱۵۷
رکود بازار * کیفیت افشای اطلاعات	۳/۶۶۲	۰/۵۳۱	۵/۰۵۳	۰/۰۲۶۶
اندازه شرکت	۰/۳۰۱	۰/۰۷۴	۴/۰۶۷	۰/۰۳۹۶
عمر شرکت	۳/۰۰۵	۰/۳۳۰	۹/۱۰۶	۰/۰۰۲۶
ارزش بازار به دفتری	۰/۳۰۲	۰/۰۵۱	۵/۹۲۱	۰/۰۴۷۵
دارایی های مشهود	۰/۵۰۵	۰/۰۸۴	۶/۰۱۱	۰/۰۰۸۹
سود تقسیمی	۰/۴۱۶	۰/۰۸۳	۵/۰۱۲	۰/۰۱۵۱
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱.۹	۰/۷۷	۰/۷۴	۴۸.۳۳۹۸۷	**۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش (\* سطح خطای ۵ درصد و \*\* سطح خطای ۱ درصد)

نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل رگرسیون شماره ۲ مندرج در نگاره شماره (۸)، مقدار ۱/۹ برای آماره دوربین واتسون محاسبه شده است، که بیانگر عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص، و در نهایت عدم خودهمبستگی سریالی در این مدل می‌باشد. از سوی دیگر با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰.۰۰۰۰)، بطور کلی مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده، حدود ۷۴ درصد از تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، توسط متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی معرفی شده، توضیح داده شده است.

ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی و تاثیرگذاری رکود بازار (رکود بازار\* کیفیت افشای اطلاعات) مندرج در نگاره شماره (۸) نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان اثر تعاملی رکود بازار بر رابطه کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر تعدیلگر تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. لذا فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪، رکود بازار بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تاثیرگذار است. به عبارت روشنتر در دوره رکود بازار که افشای اطلاعات با کیفیت کمتر از سوی شرکتها انجام می‌شود، افشای اطلاعات باعث گسترش حضور سرمایه‌گذاران نهادی شده است.

ضرایب برآوردی متغیرهای کنترلی شامل: اندازه شرکت، عمر شرکت، ارزش دفتری بازار، دارایی‌های مشهود و سود تقسیمی مندرج در نگاره شماره (۸) نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان متغیرهای کنترلی فوق‌الذکر و متغیر وابسته تحت عنوان مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضرایب این متغیرهای کنترلی تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ حاصل شده است. بنابراین می‌توان گفت بین متغیرهای کنترلی تحقیق و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

### آزمون فرضیه سوم: درماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تاثیرگذار است

به منظور آزمون فرضیه فوق‌مبنی بر بررسی تأثیرگذاری درماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، پس از آزمون‌های اولیه در خصوص داده‌ها و متغیرهای معرفی شده، مدل رگرسیونی ذیل معرفی و به کمک نرم افزار ایویوز ضرایب متغیرهای مستقل و کنترلی برآورد و نتایج حاصل شده در نگاره شماره (۹) درج گردیده است.

$$TRA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQR_{it} + \beta_2 DQR_{it} * FD + \beta_3 size_{it} + \beta_4 age_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 \tan g_{it} + \beta_7 dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

براساس مبانی نظری مدل های رگرسیونی، متغیر تعدیلگر از حاصل ضرب متغیر مستقل در متغیری که به عنوان متغیر تعدیلگر معرفی شده بدست می آید. بنابراین برای معرفی و اندازه گیری تاثیر متغیر درماندگی مالی به عنوان متغیر تعدیلگر در رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت سرمایه گذاران نهادی، با ضرب متغیر درماندگی مالی در کیفیت افشای اطلاعات متغیر هم افزایی و تاثیر گذاری درماندگی مالی در این مدل (درماندگی مالی \* کیفیت افشای اطلاعات) در نظر گرفته شده است.

نگاره شماره ۹: نتایج برآورد ضرایب مدل رگرسیون شماره (۳)

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۳۸۱	۰/۰۸۱	۴/۷۰۳	۰/۰۲۷۱
کیفیت افشای اطلاعات	۰/۶۱۹	۰/۱۳۷	۴/۵۱۸	۰/۰۲۵۱
درماندگی مالی * کیفیت افشای اطلاعات	۰/۳۵۱	۰/۰۵۸	۶/۰۵۱	۰/۰۲۷۹
اندازه شرکت	۰/۳۰۶	۰/۰۷۵۴	۴/۰۸۵	۰/۰۳۹۸
عمر شرکت	۰/۲۸۱	۰/۰۳۲۶	۸/۷۸۱	۰/۰۰۰۵
ارزش بازار به دفتری	۰/۷۷۴	۰/۱۰۵	۷/۵۸۸	۰/۰۰۷۴
دارایی های مشهود	۱/۴۹۶	۰/۲۵۱	۵/۹۶۱	۰/۰۱۷۴
سود تقسیمی	۰/۶۲۵	۰/۱۲۶	۴/۹۶۱	۰/۰۳۴۴
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱/۹	۰/۶۸	۰/۶۷	۴۳/۵۰۱۲۶	**۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش (\* سطح خطای ۵ درصد و \*\* سطح خطای ۱ درصد)

براساس نتایج برآورد شده مندرج در نگاره شماره (۹)، مقدار ۱/۹ برای آماره دوربین واتسون محاسبه شده، این رقم نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص و به تبع آن عدم خود همبستگی سریالی در این مدل است. همچنین، با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰.۰۰۰۰۰)، کل مدل رگرسیونی برآورد شده معنادار است. از سوی دیگر با توجه به ضریب تعیین

تعدیل شده مدل برآزش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۶۷ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (مالکیت نهادی)، توسط متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی انتخابی در این مدل توضیح داده شده است. ضریب برآورده شده متغیر تعدیلگر (درماندگی مالی\* کیفیت افشای اطلاعات) معرفی شده مندرج در نگاره شماره (۹) نشان‌دهنده اثر تعاملی مثبت و معنادار متغیر درماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت سرمایه گذاران نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر تعدیلگر، کمتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪، درماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تأثیرگذار است. به عبارت روشنتر، حتی در شرایط درماندگی مالی که شرکتها کمتر به افشای اطلاعات مبادرت می‌ورزند. کیفیت افشای اطلاعات بر افزایش سرمایه گذران نهادی تأثیر مثبتی داشته است.

ضرایب برآوردی متغیرهای کنترلی شامل: اندازه شرکت، عمر شرکت، ارزش دفتری بازار، دارایی‌های مشهود و سود تقسیمی درنگاره شماره (۹) نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان متغیرهای کنترلی فوق‌الذکر و متغیر وابسته مالکیت نهادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضرایب متغیرهای کنترلی تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت بین متغیرهای کنترلی ذکر شده و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

امروزه افشای اطلاعات حسابداری علاوه بر افزایش مالکیت نهادی به عنوان یکی از ابزارهای مهم جهت جذب سرمایه گذار و افزایش ارزش سهام مورد استفاده شرکتها قرار می‌گیرد. وجود سرمایه گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکتها با کیفیت افشای اطلاعات مرتبط است؛ ولی شواهد حاکی از انگیزه‌های متفاوت در رفتار مالکان نهادی جهت ارزیابی عملکرد مدیران و تشویق به بهبود کیفیت افشای اطلاعات حسابداری است.

با توجه به این مهم، این پژوهش به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و مالکیت نهادی در شرایط رکود بازار و درماندگی مالی شرکتها پرداخته است. برای این منظور داده‌های مربوط به ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با روش حذف سیستماتیک برای سال‌های بین ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ (۵۳۵ سال - شرکت) جمع‌آوری شد و با استفاده از مدل OLS

مورد بررسی قرار گرفت. برای سنجش متغیر مستقل کیفیت افشای اطلاعات حسابداری، از معیار کیفیت اقلام تعهدی براساس مدل کوتاری، لئونه و واسلی استفاده شد. درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی شرکتها نیز به عنوان مالکیت سرمایه گذاران نهادی و متغیر وابسته معرفی گردید. متغیر رکود بازار با بررسی عرضه و تقاضای سهام در طی سالهای مورد مطالعه (اگر روند کاهشی داشته باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر) و شاخص درماندگی مالی کاپلان وزینگلاس - شاخص KZ به عنوان متغیرهای تعدیلگر تعیین شدند. در راستای تحقق هدف پژوهش و لحاظ محدودیت های آماری، ۳ مدل رگرسیون جهت آزمون فرضیه ها معرفی شدند. در این تحقیق، با استفاده از داده های پانلی با اثرات ثابت به کمک نرم افزار ایویوز ۱۰ فرضیه های سه گانه تحقیق مورد آزمون قرار گرفته اند.

نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق، نشان داد بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارت روشنتر افزایش افشای اطلاعات حسابداری شرکتها باعث افزایش سهم مالکیت نهادی شرکتها می شود. شرکت های با سهم سرمایه گذاران نهادی بیشتر دارای افق سرمایه گذاری بلندمدت هستند، بنابراین این گونه شرکتها دارای انگیزه بالا جهت تشویق مدیران بمنظور بهبود کیفیت افشای اطلاعات حسابداری مخصوصا ارتقاء کیفیت گزارشگری مالی می باشند و تلاش می کنند تا رفتار مدیران را نیز مورد ارزیابی قرار دهند. کیفیت افشا و ارائه گزارش های مالی مرتبط و قابل اتکا، از جمله موضوعات مهم در حوزه مالی و حسابداری است، بنابراین شرکت های که از سهم سرمایه گذاران نهادی بالایی برخوردارند، می توانند از طریق ارائه گزارش های مالی با کیفیت به ارزش بهتری دست یابند و مورد توجه تحلیل گران و سرمایه گذاران قرار گیرند. گزارش های مالی با کیفیت به ارزیابی عملکرد مدیران و تصمیمات صحیح سرمایه گذاران کمک می کند. نتایج بدست آمده از این فرضیه که افشای اطلاعات با کیفیت بر روی سهم سرمایه گذاران نهادی شرکتها تاثیر مثبت و معناداری داشته است، با نتایج چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰)، والید و امور (۲۰۱۹)، حسن و احمد (۲۰۱۲)، پورزمانی، اولی و عبدالهیان (۱۳۹۳)، همراستا است.

نتیجه آزمون فرضیه دوم تحقیق، نشان داد رکود بازار به عنوان یک متغیر تعدیلگر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تاثیرگذار است. به عبارت دیگر، علی رغم اینکه شرکتها در شرایط رکودی تمایل کمتری به افشای اطلاعات با کیفیت دارند، براساس نتایج بدست آمده در وضعیت رکودی بازار، افشای اطلاعات با کیفیت بر مالکیت نهادی تاثیر مثبت و معناداری داشته است. با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون این فرضیه، افزایش اطلاع رسانی مبتنی بر افشای

مطلوب یا ارائه اطلاعات باکیفیت به شرکت‌ها توصیه می‌گردد. زیرا در شرایط رکود بازار سهامداران فرصت کافی را می‌یابند اطلاعات نهفته در ارقام تعهدی (شامل سود عملیاتی) و جریان‌های نقدی عملیاتی (شامل سود نقدی) را جهت ارزیابی قیمت آتی سهام و تخمین بهینه سود سهام، بهتر درک نمایند. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، با نتایج چه هات، رحمان و ماهنتهیران، (۲۰۰۸)، استیگر (۲۰۱۰)، کاشانی پور، زنجیردار، پارچینی پارچین (۱۳۹۲) و شمشیری پورمنفرد، جعفری و شفیعی (۱۳۹۸) همراستا است.

نتیجه آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان می‌دهد که درماندگی مالی به عنوان یک متغیر تعدیلگر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و مالکیت نهادی تاثیرگذار است. زمانی که شرکت‌ها با بحران مالی یا با درماندگی مالی مواجه هستند، کمتر دست به افشای اطلاعات با کیفیت خواهند زد، باتوجه به این امر، فرضیه فوق مبنی بر تاثیر متغیر درماندگی مالی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و سهم سرمایه‌گذاران نهادی (مالکیت نهادی) مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل شده از این فرضیه، بیانگر این است که در وضعیت درماندگی مالی؛ افزایش سطح افشای اطلاعات با کیفیت بر مالکیت نهادی موسسات تاثیر مثبت و معناداری داشته است. به عبارت دیگر اگر سطح افشای اطلاعات در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار افزایش یابد آنگاه سرمایه‌گذاران قادر خواهند بود مفروضات مدیریتی استفاده شده جهت ثبت و ضبط ارقام تعهدی را در سطح صورت‌های مالی بهتر درک نمایند. شرکت‌هایی که افشای بالاتری دارند، نسبت به شرکت‌هایی که از نظر افشا در سطح پایین‌تری قرار دارند، شفافیت گزارشگری بالاتری داشته، لذا قیمت سهام آنها انعکاس دهنده بهتری از عملکرد مالی شرکت‌ها است. نتایج تحقیق با نتایج چنگ، هوانگ و لو (۲۰۲۰)، والید و امور (۲۰۱۹)، حسن و احمد (۲۰۱۲)، مستانه و پاک مراد (۱۳۹۵) و پورزمانی، اولی و عبدالهیان (۱۳۹۳)، همراستا است.

براساس نتایج بدست آمده از تحقیق، به مالکان و مدیران که نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های انجام شده در شرکت‌های بورسی دارند، توصیه می‌شود تا در راستای ارائه گزارش‌های مالی شفاف و با کیفیت تر به بازار گام بردارند؛ زیرا هرچه کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها افزایش یابد و سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته باشند، آن شرکت راحت‌تر می‌تواند در جهت تأمین نیازهای مالی خود اقدام به تأمین مالی از طریق بازار سهام نماید. از سوی دیگر به سرمایه‌گذاران، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع پیشنهاد می‌شود در زمان رکود بازار اگر به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با درجه مالکیت نهادی بالا هستند، حتماً به کیفیت اطلاعات مالی شرکت مورد نظر

توجه نمایند؛ زیرا شرکت‌هایی که از کیفیت اطلاعات مالی بالاتری برخوردار هستند، درجه ساختار مالکیت نهادی آنها نیز بالاتر می‌باشد. از آنجایی که تئوری نمایندگی حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود، شرکت‌هایی که کیفیت اطلاعات حسابداری بهتری دارند، کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبرو هستند. با توجه به نتایج تحقیق، متغیر افشای اطلاعات با کیفیت حتی در وضعیت بحران مالی شرکتها تأثیر مثبت، مستقیم و تعیین کننده بر افزایش سهم سرمایه گذاران نهادی داشته است، و از سوی دیگر حضور سرمایه گذاران نهادی در شرکتها نیز از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی است. بنابراین می‌توان با طراحی، گسترش و ارتقاء ساختار کارای افشای اطلاعات با کیفیت شرکتها، به افزایش حضور پایدار سرمایه گذاران نهادی کمک نمود، این امر یعنی افشای اطلاعات با کیفیت در راستای افزایش مالکیت نهادی، باعث بهبود عملکرد شرکت، و ابزاری در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتباردهندگان در مقابل نوسانات تجاری، شرایط رکودی بازار و درماندگی مالی خواهد بود.

## منابع و مأخذ

- 1- Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98-115.
- 2- Amini Khiabani, G. (2019). Corporate governance using financial information; the role of transparency and quality of information. *Police Organizational Development*, 16(69), 31-48. (In Persian)
- 3- Bagherzadegan, R., Khanmohammadi, M. (2019). Investigate the relationship between the quality of accounting information and corporate governance by investing in the main operations of the company. *Management Accounting*, 12(40), 1-14. (In Persian)
- 4- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *the Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278.
- 5- Banimahd, B., Arabi, M., & Hassanpour, S. (2016). Empirical researches an methodology in accounting. *Termeh Publications*, Tehran.
- 6- Baradaran Hassanzadeh, R., Badavar Nahandi, Y., Negahban, L. (2014). The Impact of Financial Constraints and Agency Costs of Investment Efficiency. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(1), 89-106. (In Persian)
- 7- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of accounting research*, 171-202.
- 8- Bushman, R. M., & Indjejikian, R. J. (1995). Voluntary disclosures and the trading behavior of corporate insiders. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 293-316.
- 9- Cano-Rodriguez, M. (2010). Big Auditors, Private Firms and Accounting Conservatism: Spanish Evidence. *European Accounting Review*, 19, 131-159.

- 10- CheHaat, M, Rahman, R, & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance. Transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial auditing journal*, vol23. No8, pp744-778.
- 11- Chen, S., Miao, B., & Shevlin, T. (2015). A new measure of disclosure quality: The level of disaggregation of accounting data in annual reports. *Journal of Accounting Research*, 53(5), 1017-1054.
- 12- Cheng, H; Huang, D, & Luo, Y. (2020). Corporate disclosure quality and institutional investors' holdings during market downturns. *Journal of Corporate Finance*, vol 60. doi: 10.22059/acctgrev.2018.205747.1007306.
- 13- Fakhari, H. & Faqih, M. (2017). Study of the moderating effect of corporate governance mechanisms on the relationship between earnings management and earnings forecasting power in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Accounting Advances*, Volume 9, Number 1, Serial Number 73,pp. 169-125. *(In Persian)*
- 14- Gonzalez, J & Garcia-Meca, E.(2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?. *Journal of business ethics*, vol 21, pp 419-440.
- 15- Hassan, S. U., & Ahmed, A. (2012). Institutional investors and discretionary accruals: the case of listed manufacturing firms in Nigeria. *International journal of advanced research in management and social science*. Vol 1. No 1. 1-16.
- 16- Hauswald, R, & Marquez, R. (2009). Governance mechanisms and corporate transparency. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 17- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary accounting research*, 16(3), 485-520.

- 18- Heidari, M., Qaderi, B., Rasouli, P. (2016). The Effect of Audit Quality on Agency Costs and Information Asymmetry: Structural Equation Modeling Approach. *Accounting and Auditing Review*, 23(3), 3533-372. doi: 10.22059/acctgrev.2016.59780. *(In Persian)*
- 19- Kashanipour, M. Zanjidar, M. Par Chini Parchin, S.M. (2013). Relationship between voluntary disclosure and corporate governance mechanisms, *Journal of Financial Accounting and Auditing Research*, 5 (19), 43-68. magiran.com/p1578797.
- 20- Khodadadi, V., Veisi, S., Cheraghi Nia, A. (2016). Investigating the Relationship between Audit Quality and Capital Structure. *Journal of Iranian Accounting Review*, 3(11), 45-64. doi: 10.22055/jiar.2016.12914. *(In Persian)*
- 21- Kim, W. (2013). Corporate governance and disclosure quality. *Journal of applied economics and business research*, vol3. Ni2, pp95-117.
- 22- Kordloui, H. Khodapnah, M. & Shahverdi. M. (2014). Investigating the relationship between the quality of disclosure and the cost of equity of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *International Cement Monthly*, No. ۶۸, pp.65-70. *(In Persian)*
- 23- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- 24- Lang, M., & Maffett, M. (2011). Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of accounting and economics*, 52(2-3), 101-125.
- 25- Leuz, C., & Schrand, C. (2009). Disclosure and the cost of capital: Evidence from firms' responses to the Enron shock (No. w14897). *National Bureau of Economic Research*.
- 26- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124

- 27- Mastaneh, A., Pakmaram, A., (2016), The Role of Organizational Shareholders in Relationship between Disclose Quality and Tax. *J Tax Res*; 24 (31) :145-174, <http://taxjournal.ir/article-1-985-en.html> (*In Persian*)
- 28- Mathivanan, P., Kasilingam, R., & Ali, F. (2021). Corporate Governance Reforms and Disclosure Quality: Equity Investors' Perception. *IUP Journal of Corporate Governance*, 20(1).
- 29- Moosavi Shiri, M., Soleymani, H., Momeni, Y., Soleymani, H. (2015). The Relation between the Quality of Accounting Information Disclosure and Stock Return Volatility. *Empirical Research in Accounting*, 5(4), 131-144. doi: 10.22051/jera.2015.637. (*In Persian*)
- 30- Muller, H. M. (2010). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, LXVI (2), 562-600.
- 31- Nikbakht, M., Ahmadkhanbeigi, M. (2018). The Impact of Corporate Governance on Financial Reporting Quality: Integrated Approach. *Accounting and Auditing Review*, 25(3), 433-455. (*In Persian*)
- 32- Pourzamani, Z. ; Oli, M. R.& Abdolhian, J. (2014), The effect of corporate governance bylaw of Tehran Stock Exchange on earnings management. *Management Accounting*, Volume 7, Winter, Pages 1-10 . (*In Persian*)
- 33- Saghafi, A., Motamedi Fazel, M. (2012). Relation between Audit Quality and Investment Efficiency in Firms with High Investment Opportunities. *Journal of Financial Accounting Research*, 3(4), 1-14. (*In Persian*)
- 34- Salehi, A. (2020). The effect of institutional ownership on performance measurement indicators based on residual income and market components. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(46), 1-14. (*In Persian*)
- 35- Shamshiri Pourmanfard, A., Jafari, M., Shafiee, S. (2019). The moderating role of institutional ownership in relation to accounting information quality and cost of capital. *Journal of Accounting and Management Vision*, 2(14), 31-41., (*In Persian*)

- 36- Shroff, N., Sun, A. X., White, H. D., & Zhang, W. (2013). Voluntary disclosure and information asymmetry: Evidence from the 2005 securities offering reform. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 1299-1345.
- 37- Stiglbauer, M. (2010). Transparency & disclosure on corporate governance as a key factor of companies' success: a simultaneous equations analysis for Germany. *Problems and Perspectives in Management*, 8(1), 161-173.
- 38- Walid, B., & Ameer, B. (2019). Factors explaining corporate governance disclosure quality: Canadian evidence. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 39- Vayanos, D. (2004). Flight to Quality, Flight to Liquidity, and the Pricing of Risk. Working paper, *National Bureau of Economic Research*.