

**The Effect of Financial Stress on Forecast of Macro  
Economic Indicators  
(Evidence from of Iran's Economy)**

**Shabnam Qadi Sahebi**

Department of Accounting, Sari Branch, Islamuc Azazd University, Sari,  
Iran.

Ghdi\_shabi@yahoo.com

**Mehdi Ali Nejad**

Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamuc Azazd University,  
Tabriz, Iran.

**Abstract**

Considering the prominent role of institutional shareholders in companies and their impact on decisions and the quality of companies' financial reporting, in the present study, the effect of institutional ownership on the relationship between board independence and voluntary disclosure of companies listed on the Tehran Stock Exchange was investigated. The dependent variable in this research is voluntary disclosure and transparency of companies. To measure it, according to the research of Al-Deftar et al. (2017), a checklist was used which has financial and non-financial dimensions. . The statistical population of the study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange, of which 161 companies in the period of 6 years between 1393 to 1398 were analyzed. The results obtained in this study showed that institutional ownership had an inverse effect on the negative relationship between board independence and voluntary disclosure of companies in the review period.

**Keywords:** Institutional ownership, Board independence, Optional disclosure

## تاثیر مالکیت نهادی بر ارتباط بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شبثم قادی صاحبی

گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران.

[Ghdi\\_shabi@yahoo.com](mailto:Ghdi_shabi@yahoo.com)

مهدی علی نژاد

گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

### چکیده:

با توجه به نقش پررنگ سهامداران نهادی در شرکت ها و اثرگذاری آنها بر تصمیمات و کیفیت گزارشگری مالی شرکت ها، در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر ارتباط بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. متغیر وابسته در این پژوهش افشای داوطلبانه و شفافیت شرکت ها است که برای سنجش آن مطابق با پژوهش الدیفر و همکاران (۲۰۱۷) از چک لیستی استفاده شده که دارای ابعاد مالی و غیرمالی است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که تعداد ۱۶۱ شرکت در دوره زمانی ۶ ساله بین سال های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج به دست آمده در این پژوهش داد مالکیت نهادی دارای اثر معکوسی بر رابطه منفی بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری شرکت ها در دوره بررسی بوده است.

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، استقلال هیئت مدیره، افشای اختیاری.

#### ۱. مقدمه

یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. مطابق با تعریف بوش (۱۹۹۸) سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و غیره هستند. وی بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می کنند. به عبارت بهتر، سرمایه گذاران نهادی منابعی برای نفوذ و نظارت بر مدیران دارند و اینکه آیا سرمایه گذاران نهادی از قدرتشان برای نظارت استفاده می کنند یا خیر، تابعی از میزان مالکیت آن هاست (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲). ادبیات حاکمیت شرکتی، دو نگرش در مورد سرمایه گذاران نهادی وجود دارد (فرضیه نظارت کارآمد) بیان می کند که با سرمایه گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کارتری توسط آن ها اعمال میشود و اختلافات عقیده و مشاجرات نمایندگی به احتمال قوی بر طرف میگردد. در مقابل فرضیه همگرایی منافع بیان میدارد که سهامداران نهادی بزرگ، اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند. در سطوح بالای مالکیت، سرمایه گذاران نهادی حتی ممکن است هیات مدیره را به اخذ تصمیمات غیربهبهینه ترغیب کنند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

در این میان، ساختار مالکیت و به طور خاص، سهامداران نهادی به عنوان یکی از ساز و کارهای کنترلی، توان اثرگذاری بر عملیات و رویه های گزارشگری مالی شرکت ها را دارند؛ به این ترتیب می توانند در تعیین کیفیت افشا نقش مهمی داشته باشند. از سوی دیگر، همه سرمایه گذاران نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت بر کیفیت گزارشگری مالی و رویه های حسابداری ندارند. مطالعاتی در این زمینه انجام شده است (برای نمونه گاسپر و همکاران، ۲۰۰۵؛ چن و همکاران، ۲۰۰۷ و بوشی، ۲۰۰۱) و شواهد به دست آمده حاکی از آن است که همه سرمایه گذاران انگیزه یکسانی برای نظارت ندارند. براساس 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 هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان است و ساختاری را فراهم می کند که از راه آن هدف های شرکت تنظیم و روش های دستیابی به هدف ها و نظارت بر عملکرد تعیین می شود (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، ۲۰۰۴). در صورت وجود سیستم نظارتی مناسب، امکان بهبود در قابلیت اتکا و مربوط بودن اطلاعات (دیچو و همکاران، ۱۹۹۶) و به طور کلی کیفیت افشا فراهم می شود. افشای مناسب و با کیفیت، ارائه اطلاعاتی است که به بهبود شفافیت و کاهش ناقربینگی اطلاعاتی منجر می شوند (لوبو و ژو، ۲۰۰۱) و می توان از آن به عنوان نتیجه ای مطلوب یاد کرد، چرا که کاهش ناقربینگی اطلاعاتی موجب کاهش گزینش نادرست (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۱) و خطر اخلاقی شده و در نتیجه سهام به نحوی صحیح ارزش گذاری خواهند شد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۴).

از سوی دیگر، گزارشگری و افشای اطلاعات مهم ترین ابزاری هستند که شرکت ها برای ارتباط با سهامداران بکار می برند. افشا در صورتی که به واسطه یک منبع مقرراتی و وضع کننده قوانین الزامی شده باشد، افشای اجباری گفته می شود و در صورتی که افشای اطلاعات تحت تأثیر قوانین خاصی نباشد و توسط شرکت به صورت اختیاری انجام شود، افشای اختیاری تلقی می شود (همان منبع). نظریه افشای اختیاری بیان می دارد که مدیران، در صورت فزونی منافع افشا بر هزینه های آن، اطلاعاتی از شرکت را که تحت مدیریت خود دارند، افشا خواهند نمود (هیتزمن و همکاران، ۲۰۱۰). اطلاعات مفید و مربوط تهیه شده از طریق افشای اختیاری، فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران را بهبود می بخشد و سایر استفاده کنندگان از افشای اطلاعات شرکت را در موقعیت مناسب تری برای تخصیص منابع اقتصادی قرار می دهد (مدهانی، ۲۰۰۹). به این ترتیب، سوالی که پژوهش حاضر در پی یافتن پاسخی برای آن است به شرح ذیل تدوین می شود: آیا مالکیت نهادی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری شرکت های بورسی تأثیرگذار است؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مالکان نهادی جزء بزرگترین تأمین کننده منابع در بازارهای مالی هستند. آنها اغلب سهم بالایی از سرمایه شرکت ها را نگهداری می کنند و دارای تجربه حرفه ای بالایی بوده و در تعیین

قیمت در بازار سرمایه اثر می‌گذارند (سیاس و همکاران، ۲۰۰۶). مالکان نهادی مزیت‌های ویژه‌ای در زمینه کسب و پردازش اطلاعات شرکت‌ها داشته (باتو و همکاران، ۲۰۰۰ و جیامبالو و همکاران، ۲۰۰۲) و افشای شفاف در رابطه با ریسک و تفاوت قوت شرکت را به منظور ارزیابی بهتر جریان‌های نقدی تقسیمی آتی در خواست می‌کنند. در رابطه با نقش مالکان نهادی در بازار سرمایه دو نظر وجود دارد؛ (۱) اثر سودآوری بیان می‌کند که مالکان نهادی به عنوان معامله‌گر (نه مالک) عمل می‌کنند. پژوهش‌های مختلف در این رابطه چند دلیل ارائه کردند؛ اول، نهادها مسئولیت امانت‌داری سختگیرانه‌ای دارند؛ در نتیجه آنها تشویق می‌شوند که بر مبنای عملکرد مالی کوتاه مدت معامله کنند تا به تأمین کنندگان وجوه نشان دهند که سرمایه‌گذاری‌های آنها محافظه‌کارانه است (بادریناث و همکاران، ۱۹۸۹). دوم، به علت ناقرینگی اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری بر مبنای عملکرد کوتاه مدت به جای چشم‌اندازهای بلندمدت در پرتفوی متنوع شده، هزینه‌ای اثربخش برای نهادها است (فروت 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 کنند. (۲) از طرف دیگر، اثر پایشی بیانگر این است که نهادها، مانع رفتار فرصت‌طلبانه 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 به‌نظم 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 دادوستد را کاهش دهد. دوم افشای با کیفیت به طور بالقوه فرصت‌های معاملات سودده که منجر به افزایش در منافع سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در نهایت افشای اطلاعات یک سازوکار کم‌هزینه برای پایش عملکرد مدیران است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی مشوقی برای افشای مربوط و

با کیفیت هستند. همانطور که بیان شد همه مالکان نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت و پایش مدیران ندارند. برخی نهادها که برای حداکثر کردن سود، معامله های کوتاه مدت انجام می دهند؛ راهبرد سرمایه گذاری شاخصی (متنوع) را می پذیرند و یا بر نگهداری بلندمدت تأکید دارند ولی مستقل از مدیریت نیستند، نمی توانند ناظران خوبی باشند. پژوهش های قبلی اظهار کردند که ویژگی های نهادها از قبیل افق بلندمدت سرمایه گذاری، تأکید بر نگهداری سهم و استقلال از مدیریت، انگیزه های بالایی برای نظارت ایجاد می کند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ بریکلی، ۱۹۸۸ و چن و همکاران، ۲۰۰۷). افق سرمایه گذاری طولانی مدت به سرمایه گذاران اجازه می دهد که با نگهداری طولانی مدت سهم، منافع حاصل از نظارت را کسب کنند. براین اساس پژوهش های گذشته (از قبیل بوشی، ۱۹۹۸؛ هارتزل و استارکز، ۲۰۰۳؛ چن و همکاران، ۲۰۰۷) دریافتند که نهادهای با افق سرمایه گذاری طولانی مدت، تمرکز بالا و مستقل از مدیریت، بر مدیران نظارت می کنند و در نتیجه سیاست های افشای آنها را تحت تأثیر قرار می دهند. همچنین نهادهایی که مالکیت متنوع در بسیاری از شرکت ها دارند کمتر به دنبال نظارت بر افشای اطلاعات هستند. زیرا مشوق های نظارتی نهادهای شبه شاخصی (دارای پرتفوی متنوع) به دلیل بخش بخش بودن و تنوع سرمایه گذاری های آنها ضعیف است (بوشی، ۱۹۹۸).

در همین ارتباط و در مطالعات داخلی، چاووشی راد و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند کاهش در سطح مالکیت مدیریتی و افزایش درصد مالکیت سهامداران عمده با افزایش در سطح افشای داوطلبانه رابطه دارد. این در حالی است که رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی با افشای اختیاری یافت نشد. افشای داوطلبانه نیز از نرخ های افشای اطلاعات استراتژیک شرکت، اطلاعات طرح ریزی شده و اطلاعات بخش ها، نسبت های مالی، بحث و تحلیل مدیریت، اطلاعات مالی و غیرمالی کلیدی جمع بندی شده است. رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۵) دریافتند بین تمرکز مالکیت و نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره با مدیریت سود رابطه منفی معنی داری و بین سهامداران نهادی و مدیریت سود رابطه مثبت معنی داری وجود دارد اما بین تصدی دو پست مدیرعامل و رئیس هیات مدیره با مدیریت سود رابطه معنی داری وجود ندارد. و بین متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت و اهرم مالی) و

مدیریت سود نیز رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. کاشانی پور (۱۳۹۴) اعلام کرد کاهش در سطح مالکیت مدیریتی و افزایش درصد مالکیت سهامداران عمده با افزایش در سطح افشای داوطلبانه رابطه دارد. این در حالی است که رابطه ای معنی داری بین مالکیت نهادی با افشای اختیاری یافت نشد. نتایج مطالعه باغومیان و نقدی (۱۳۹۳) بیانگر آن است که از میان سازوکارهای نظام حاکمیت شرکتی تنها مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با سطح افشای اختیاری دارد. دیگر متغیرهای حاکمیت شرکتی (اندازه هیئت مدیره، اعضای غیر موظف، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل، مالکیت مدیران و مالکیت عمده) رابطه معناداری با میزان افشای اختیاری ندارند. هم چنین در مطالعات خارجی، باج و هانگ (۲۰۱۶) دریافتند محافظه کاری حسابداری تنها در دوره افشای صورت های مالی حسابرسی شده رعایت می شود. یافته های این پژوهش دلالت بر نقش حسابرسان و نیز قوانین و مقررات بر افشای صورت های مالی در بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری دارد. ستا و همکاران (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند که میان مالکیت اقلیت و کمیته حسابرسی با افزایش کیفیت سطح افشای داوطلبانه ارتباط مثبت معناداری وجود دارد؛ میان مالکیت مدیریتی و اندازه هیئت مدیره با افزایش کیفیت سطح افشای داوطلبانه ارتباط منفی معناداری وجود دارد؛ هم چنین میان حضور مالکان نهادی و مدیران غیر موظف با افزایش کیفیت سطح افشای داوطلبانه ارتباطی وجود ندارد. تاسمانی و همکاران (۲۰۱۴) در بررسی رابطه افشا و حاکمیت شرکتی در کشور غنا نشان دادند که سطح افشای اطلاعات در کشور غنا در حد پایینی قرار دارد و ساختار مالکیت، پراکندگی سهامداری و اندازه شرکت تأثیر با اهمیتی بر افشا دارند. یاتریدیس و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که افشای داوطلبانه دلالت بر سود و رشد بالاتر شرکت ها و نشان دهنده ی اخبار خوب مربوط به شرکت است. هم چنین بر طبق یافته های این پژوهش، افشای داوطلبانه با مدیریت سود رابطه منفی دارد. هیدالگو و همکاران (۲۰۱۱) نیز به این نتیجه رسیدند که با افزایش سهم سرمایه گذاران نهادی، میزان افشای سرمایه فکری کاهش می یابد. با توجه به مطالب ارایه شده، فرضیه پژوهش حاضر به شرح ذیل می باشد:

مالکیت نهادی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری تأثیرگذار است.

### ۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و نظر هدف در گروه پژوهش های کاربردی قرار دارد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال های قیاسی-استقرایی صورت می پذیرد. بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه ای، مجلات و سایر سایت های معتبر در قالب قیاسی و گردآوری داده ها برای تأیید و رد فرضیه ها از راه استقرایی صورت می پذیرد. هم چنین، در این پژوهش با مراجعه به منابع کتابخانه ای شامل کتب، مجلات هفتگی و ماهانه، فصلنامه ها، انتشارات مراکز تحقیقاتی و پژوهشی، سازمان ها و نهادهای آموزشی و اجرایی، پایان نامه های تحصیلی و پژوهشی مرتبط، جستجو در پایگاه های الکترونیکی اطلاعات از قبیل اینترنت و مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین به گردآوری اطلاعات پرداخته شده است. علاوه بر این، جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۶ ساله بین سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت هایی که می توانستند در نمونه گیری شرکت کنند؛ انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده اند، حذف شده و در نهایت ۱۶۱ شرکت های باقی مانده (در مجموع ۹۶۶ سال-شرکت) برای انجام آزمون انتخاب شده اند:

به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، پیش از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفندماه باشد. نمونه آماری شامل شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، لیزینگ، بانک ها و شرکت های بیمه نمی شود.

شرکت ها طی قلمرو زمانی این تحقیق تغییر فعالیت یا دوره مالی نداده باشند.

داده های مورد نظر شرکت ها در دسترس باشد.



### ۱.۳. متغیرها و مدل های رگرسیونی

به منظور آزمون فرضیه تحقیق از مدل رگرسیونی غیرخطی چندمتغیره زیر استفاده شده است. در این مدل، در صورتی که ضریب متغیر تعدیل گر مالکیت نهادی\*استقلال هیئت یا همان  $(\beta_3)$  مدیره معنادار باشد می توان نتیجه گرفت که فرضیه پژوهش مورد تایید قرار گرفته است. به این ترتیب داریم:

(۱)

$$VD_{it} = \beta_0 + \beta_1 PNED_{it} + \beta_2 SHARE_{it} + \beta_3 PNED_{it} * SHARE_{it} + \beta_4 ACIND_{it} + \beta_5 ACSIZE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا داریم:

$VD_{it}$ : افشای اختیاری شرکت  $i$  در سال  $t$

$PNED_{it}$ : استقلال هیئت مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$

$SHARE_{it}$ : مالکیت نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$

$ACIND_{it}$ : استقلال کمیته حسابرسی شرکت  $i$  در سال  $t$

$ACSIZE_{it}$ : اندازه کمیته حسابرسی شرکت  $i$  در سال  $t$

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$ROE_{it}$ : عملکرد مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$LEV_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$\varepsilon_{it}$ : خطای مدل رگرسیونی

متغیر وابسته:

متغیر وابسته در این پژوهش افشای داوطلبانه و شفافیت شرکت ها است که برای سنجش آن مطابق با پژوهش الدیفتر و همکاران (۲۰۱۷)، از چک لیستی استفاده شده که دارای ابعاد مالی و غیرمالی است. اما برای هر یک از این ابعاد ارایه شده، متغیر مجازی صفر و یک انتخاب می شود که وقتی شرکتی آن بعد را ارایه دهد یک و در غیر این صورت صفر می باشد. سپس در انتها، میانگین به دست آمده برای هر کلیه شاخص ها به عنوان متغیر افشای داوطلبانه و شفافیت در نظر گرفته شده است. برای دستیابی به این هدف از فرمول زیر استفاده شده است:

(۱)

$$VDT\ Index_{it} = \frac{\sum X_{k,i}}{M_i}$$

$VDT\ Index_{it}$ : افشای داوطلبانه و شفافیت شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\sum X_{k,i}$ : مجموع نمرات به دست آمده برای شاخص های افشای داوطلبانه و شفافیت شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$M_i$ : کل شاخص های در نظر گرفته شده که در پژوهش حاضر ۵۶ مورد می باشد.

شاخص ها و ابعاد در نظر گرفته شده به شرح ذیل می باشند:

جدول (۱) ابعاد و شاخص های افشای داوطلبانه و شفافیت

ابعاد	شاخص
گزارش آنلاین سالانه در وب سایت شرکت	اطلاعات کلی و استراتژیک
اطلاعاتی در ارتباط با بازارهای اصلی شرکت	
اطلاعاتی در ارتباط با صنعت فعالیت شرکت	
خلاصه ای از تاریخچه شرکت	
تشریح ساختار شرکت	
اهداف کلی و عینی شرکت	
استراتژی های کلی شرکت	
اطلاعاتی درباره فعالیت های شرکت در طول سال مالی برای دستیابی به هدف	
شناسایی اهداف و استراتژی های مالی شرکت	
شناسایی اهداف و استراتژی های بازاریابی شرکت	
زمان بندی برای دستیابی به اهداف شرکت	
فعالیت های برای آینده شرکت	
تشریح محیط رقابتی شرکت	
موانع ورود به بازار برای سودآوری های آتی	
شناسایی و تحلیل محصولات و خدمات اصلی شرکت	
بهبود محصولات و خدمات	
تحلیل پروژه های سرمایه ای	
سیاست های شرکت در بخش تحقیق و توسعه	

رویدادهای مهم و موثر بر عملکرد جاری شرکت	
توسعه آتی شرکت و هزینه های سرمایه ای	
اطلاعاتی درباره پیش بینی سود و جریانات نقدی	
تحلیل سهم بازار شرکت	
اطلاعاتی در ارتباط با مدیریت ریسک(اعتبار، نرخ بهره، نرخ ارز و ...)	
تاریخچه و خلاصه ای از فعالیت های مالی ۵ سال گذشته شرکت	اطلاعات مالی
تاریخچه و خلاصه ای از فعالیت های مالی ۲ سال گذشته شرکت	
ارایه داد های مالی براساس مکان جغرافیایی شرکت	
نسبت های سودآوری	
نسبت های نقدینگی	
نسبت های اهرمی	
دیگر نسبت های مالی شرکت	
نرخ رشد در سودآوری	
تشریح نتایج مالی جاری و عوامل اصلی موثر بر آن	
اطلاعاتی در ارتباط با قیمت هر سهم	
روند قیمت سهام	
سرمایه بازاری شرکت در انتهای سال مالی	
سیاست های پرداخت سود تقسیمی و عوامل موثر بر آن	
جزئیاتی در ارتباط با وام های بانکی، رهن های بانکی و موارد استفاده آنها	
پرداخت های مربوط به آموزش	
اسامی اعضای هیئت مدیره	حاکمیت شرکتی و اطلاعات مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکت
تجربه و شرایط اعضای هیئت مدیره	
سهام تحت تملک اعضای هیئت مدیره	
ترکیب هیئت مدیره شامل مدیران موظف و غیرموظف	
پاداش مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره	

کدها و سیاست های حاکمیت شرکتي
ساختار مالکیت و شناسایی سهامداران اصلي
تشریح محل کار شرکت
پاداش کارکنان شرکت
داده های مربوط به رویدادهای محل گار
سیاست های آموزشی کارکنان
تعداد کارکنان آموزش دیده شرکت
اطلاعاتی مربوط به سلامتی و امنیت
اطلاعات مربوط به فعالیت های اجتماعی شرکت (همانند سلامتی، ورزشی و پروژه های تفریحی)
اطلاعاتی در ارتباط با مباحث محیط زیست
اطلاعات مربوط به ISO ها و پاداش های کیفیت
کمک های خیریه/برنامه های اسپانسرینگ

متغیر مستقل: استقلال هیئت مدیره (PNED)

متغیر مستقل در پژوهش حاضر استقلال هیئت مدیره است که برای اندازه گیری آن از نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است.

متغیر تعدیل گر: مالکیت نهادی (SHARE)

متغیر تعدیل گر در پژوهش حاضر مالکیت نهادی است که برای اندازه گیری آن از درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است. متغیرهای کنترلی:

استقلال کمیته حسابرسی (ACIND): برابر است با نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای کمیته حسابرسی شرکت در پایان سال مالی.

اندازه کمیته حسابرسی (ACSIZE): برابر است با تعداد کل اعضای کمیته حسابرسی در شرکت در پایان سال مالی.

اندازه شرکت (SZIE): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی

عملکرد شرکت (ROE): برابر است با نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی.

اهرم مالی (LEV): برابر است با کل بدهی دفتری به ارزش ترازنامه ای کل دارایی شرکت در پایان سال مالی.

#### ۴. تجزیه و تحلیل داده ها

##### ۱.۴. آمار توصیفی

نتایج به دست آمده در بخش آمار توصیفی نشان می دهد که میانگین افشای اختیاری شرکت ها ۶۹ درصد به دست آمده که در بالاترین مقدار این عدد به ۷۸ درصد رسیده است. بالاتر بودن این متغیر نشان از بالاتر بودن افشای اختیاری شرکت ها دارد. نتایج به دست آمده برای متغیرهای مستقل نشان می دهد بیش از ۵۶ درصد اعضای هیئت مدیره شرکت ها را مدیران غیرموظف تشکیل می دهند که این مقدار به صد در صد هم رسیده است. این موضوع برای کمیته های حسابرسی بیش از ۷ درصد می باشد. ضمن اینکه، اندازه کمیته حسابرسی شرکت ها نیز بیش از ۷ درصد می باشد که این مقدار در حداکثر به بیش از ۵ نفر رسیده است. علاوه بر این، مالکیت نهادی شرکت ها بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت ها است که در بالاترین مقدار به بیش از ۹۸ درصد رسیده است. در نهایت، نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی پژوهش نشان می دهد میانگین اندازه شرکت ها (۱۴/۱۰۴۴۸) است که بزرگ ترین و کوچک ترین شرکت ها دارای اندازه (۱۹/۱۰۶۲۰) و (۱۰/۱۶۶۵۴) بوده اند. عملکرد مالی شرکت ها نشان می دهد شرکت های در دوره بررسی بیش از ۲۸ درصد حقوق صاحبان سهام شرکت سودآوری داشته اند که بیشترین سودآوری ۹۹ درصد بوده و منفی بودن حداقل نشان از زیان شرکت در دوره بررسی دارد. اهرم مالی شرکت ها هم نشان می دهد میانگین بدهی کل شرکت ها ۵۶ درصد دارایی آنها می باشد که در بالاترین مقدار به بیش از ۹۷ درصد هم رسیده است. خلاصه یافته های آمار توصیفی در جدول (۴-۱) آمده است:

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
افشای اختیاری	VD	0.6957	0.6964	0.7857	0.6071	0.0381
استقلال هیئت مدیره	PNED	0.5673	0.6000	1.0000	0.2000	0.1760
استقلال کمیته حسابرسی	ACIND	0.0715	0.0000	0.4000	0.0000	0.1369
اندازه کمیته حسابرسی	ACSIZE	0.7304	0.0000	5.0000	0.0000	1.3450
مالکیت نهادی	SHARE	50.309	50.570	98.930	0.0020	30.895
اندازه شرکت	SIZE	14.104	13.880	19.106	10.166	1.5644
عملکرد مالی	ROE	0.2866	0.2770	0.9984	-0.8834	0.2500
اهرم مالی	LEV	0.5678	0.5779	0.9745	0.0127	0.1887

#### ۲.۴. آمار استنباطی

در این بخش مدل رگرسیونی پژوهش به منظور بررسی اثر تعدیل گر مالکیت نهادی بر ارتباط بین متغیره استقلال هیئت مدیره با افشای اختیاری شرکت ها پرداخته شده است. پیش از تخمین مدل رگرسیونی تحقیق، آزمون های تشخیصی به منظور تعیین معناداری اثرات مقطعی مدل انجام شده است. جدول (۲) یافته های مربوط به این آزمون ها را نشان می دهد.

جدول (۲) نتایج آزمون های چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتایج
چاو (F لیمیر)	17.3248	0.0000	پانلی (تابلویی)
هاسمن	13.6131	0.1914	اثرات تصادفی

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل های رگرسیونی تحقیق، که بزرگ تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده، فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری اثرات مقطعی در مدل تحقیق رد شده و می توان پذیرفت که مدل رگرسیونی این بخش باید به روش داده های پانلی (تابلویی) تخمین زده شود. هم چنین، با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای آزمون هاسمن که بالاتر از خطای ۵ درصد می باشد، می توان نتیجه گرفت که فرض مخالف رد نشده و بنابراین، روش اثرات تصادفی برای بررسی مدل رگرسیونی پژوهش مورد استفاده گرفته است.

نتایج برآورد ضرایب تاثیر در مدل های رگرسیونی فرضیه اول جدول (۳) خلاصه یافته های این مدل را نشان می دهد. قبل از بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و کنترل، به بررسی آزمون های نیکویی برازش و مفروضات اولیه رگرسیونی پرداخته شده است:

نتایج آزمون های نیکویی برازش مدل:

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد بیش از ۴۷ درصد از تغییرات موجود در افشای اختیاری شرکت ها توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد. آزمون مفروضات اولیه رگرسیونی

نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت.

مقادیر شاخص تورم واریانس که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچک تر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می باشد.

از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

نتایج آزمون اثرات متغیرهای مستقل، تعدیل گر و کنترلی:

همان طور که در جدول (۳) نیز قابل مشاهده است، سطح معناداری به دست آمده برای تمامی متغیرهای پژوهش پایین تر از خطای ۵ درصد است که نشان می دهد تمامی متغیرها دارای اثر معناداری بر افشای اختیاری شرکت ها می باشد. اما با مقایسه ضرایب می توان نتیجه گرفت که استقلال هیئت مدیره دارای رابطه معکوسی با افشای اختیاری شرکت ها می باشد و این در حالی است که رابطه بین مالکیت نهادی و افشای اختیاری شرکت ها مثبت و معنادار به دست آمد. ضمن اینکه نتایج نشان می دهد مالکیت نهادی دارای اثر مثبت و معناداری بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری شرکت ها در دوره بررسی بوده است. در نهایت یافته های مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می دهد که استقلال کمیته حسابرسی، اندازه شرکت، عملکرد مالی و اهرم مالی شرکت ها دارای رابطه مثبت و معناداری با افشای اختیاری شرکت هاست و این در حالی است که رابطه بین اندازه کمیته حسابرسی با افشای اختیاری شرکت ها در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است. به این ترتیب داریم:

جدول (۳) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

$VD_{it} = \beta_0 + \beta_1 PNE_{it} + \beta_2 SHARE_{it} + \beta_3 PNE_{it} * SHARE_{it} + \beta_4 ACIND_{it} + \beta_5 ACSIZE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرهای مستقل و کنترلی	بتا	آماره تی استودنت	سطح معناداری	تورم واریانس
C	0.6898	149.90	0.0000	-
PNE	-0.0201	-4.4843	0.0000	4.0132
SHARE	0.0004	10.151	0.0000	2.4540
PNE*SHARE	0.0007	9.2120	0.0000	5.4523
ACIND	0.1758	10.095	0.0000	4.8749
ACSIZE	-0.0148	-8.0145	0.0000	4.6579
SIZE	0.0005	1.9946	0.0461	1.1295
ROE	0.0181	10.928	0.0000	1.1046
LEV	0.0108	4.8849	0.0000	1.1213
ضریب تعیین تعدیل شده	0.4752	دوربین-واتسون		1.9855
آماره F	45.240	آماره بروش-پاگان		6.2234
سطح معناداری F	0.0000	سطح معناداری بروش-پاگان		0.1831



## ۵. نتیجه گیری

یکی از مهم ترین ویژگی های هیئت مدیره شرکت ها، ترکیب آنها می باشد که می تواند متشکل از مدیران موظف و غیرموظف باشد. در فرضیه پژوهش به بررسی اثر مالکیت نهادی بر ارتباط بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری شرکت ها پرداخته شد. نتایج به دست آمده برای فرضیه پژوهش نشان می دهد استقلال هیئت مدیره دارای ارتباط منفی و معناداری با افشای اختیاری می باشند. به عبارت دیگر، با افزایش مدیران مستقل عضو هیئت مدیره، افشای اختیاری شرکت ها کاهش می یابد. این موضوع برخلاف آنچه که انتظار می رفت به دست آمد. مدیران مستقل جزو گروه هایی هستند که دارای توانایی دسترسی به منابع مالی و اطلاعاتی بالاتری می باشند و نقش آنها در هیئت مدیره شرکت ها نظارت و کنترل بر فعالیت های شرکت ها و به خصوص فعالیت های گزارشگری مالی است. بنابراین، انتظار می رود با افزایش این گروه ها میزان افشای اختیاری افزایش یابد. اما نتایج نشان از ارتباط منفی و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری دارد. این نتیجه می تواند ناشی از دو موضوع باشد. اول اینکه با افزایش میزان مدیران مستقل، هزینه های نمایندگی و تعارضات بین مدیران افزایش یافته و بنابراین، این موضوع بر کارکردهای گزارشگری مالی شرکت ها اثرگذار است. دوم، مدیران مستقل تلاش می کنند تا از طریق کاهش افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش داده و در نتیجه منافع اطلاعاتی را جهت بهره کشی از مالکان خرد استفاده کنند. علاوه بر این، اثر تعدیل گر سهامداران نهادی بر ارتباط بین مدیران غیرموظف و افشای اختیاری مثبت به دست آمد که نشان می دهد با افزایش میزان مالکیت نهادی، نظارت بر فعالیت های هیئت مدیره بهبود یافته و در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی شرکت ها افزایش می یابد. در همین ارتباط و سازگار با یافته های پژوهش حاضر، چاووشی راد و همکاران (۱۳۹۶)، باغومیان و نقدی (۱۳۹۳) و کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۲) نشان داد مالکیت سهامداران عمده با سطح افشای داوطلبانه رابطه دارد. ستایش و همکاران (۱۳۹۴) ثابت کردند انواع مالکان نهادی به گونه ای متفاوت بر کیفیت افشا اثر می گذارند. نیکومرام و همکاران (۱۳۹۲) اظهار داشتند تمرکز مالکیت و استقلال هیئت مدیره با افشای اختیاری رابطه دارد. تاسمانی و همکاران (۲۰۱۴) رابطه معناداری بین ساختار مالکیت و سطح افشای مشاهده کردند. هتای

(۲۰۱۲) رابطه منفی و معناداری بین سهامداران نهادی و افشای اختیاری مشاهده کردند. اما مغایر با نتایج پژوهش حاضر، مصطفوی و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند اندازه هیئت مدیره و اعضای غیرموظف رابطه معناداری با سطح افشای اختیاری ندارند. کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۴) اعلام کردند افزایش درصد مالکیت سهامداران عمده با افزایش در سطح افشای داوطلبانه رابطه دارد. مصطفوی و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند سهامداران نهادی فعال، سهامداران نهادی غیرفعال رابطه معناداری با میزان افشای اختیاری دارند. در واقع، مالکیت نهادی عاملی است که منجر به ترغیب شرکت ها برای افشای اختیاری اطلاعات می شود. هتای (۲۰۱۲) رابطه مثبت و معناداری بین استقلال هیئت مدیره و افشای اختیاری مشاهده کردند.

با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه پژوهش پیشنهاد می شود سازمان بورس اوراق بهادار تهران در رتبه بندی شرکت ها به مقوله افشای اختیاری توجه نماید تا به عنوان محرکی برای افشای بیشتر باشد. چراکه، بسیاری از سهامداران از گذشته نگرگی گزارش هیئت مدیره گله مند هستند و افزایش تعداد مدیران غیرموظف نیز حلال مشکل نخواهد بود. هم چنین، به دیگر پژوهش گران پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی اثر انواع دیگر مالکیت ها همانند مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت خانوادگی بر ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و افشای اختیاری شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

## ۶. منابع

باغومیان، رافیک؛ نقدی، سجاد(۱۳۹۳)، تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش گری سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال ۵، شماره ۱۶؛ صص ۱۱۹-۱۳۶.

حساس یگانه، یحیی و شهریار، علیرضا. (۱۳۸۷)، بررسی رابطه ی بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی. سال دوم، شماره ۲، صص ۹۴-۷۷.

رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، طالب نیا، قدرت اله، نبوی چاشمی، سیدعلی (۱۳۹۵)، ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۵، شماره ۱۲، صص ۷۹-۱۰۰.

ستایش، محمدحسین، ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۴)، رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی سال سیزدهم زمستان ۱۳۹۴ شماره ۴۸

کاشانی پور، محمد؛ زنجیردار، مجید؛ پارچینی پارچین، سیدمهدی؛ بابازده، سیدجواد، (۱۳۹۲)، رابطه ی بین افشای اختیاری و مکانیزم های حاکمیت شرکتی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۵، شماره ۱۹، صص ۴۳-۶۸.

مصطفوی، سیدمریم؛ اشرفی، مجید؛ (۱۳۹۴)، بررسی اثر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر افشای اختیاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، صص ۱-۱۹.

Bach, L., Hang, N., (2016), The Impact of Financial Statement Disclosure on Conservatism in Financial Reporting: Evidence from Vietnam, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(6), 158-161.

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.

Brickley, J., Lease, R.C. and Smith, C.W. (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-91.

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., (2001). Do institutional investors prefer near-term earning over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18: 207-246.

Bushee, B.J (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73(July):305-334.

Chan, K.H., Lin, K.Z. and Zhang, F. (2007), “On the association between changes in corporate ownership and changes in auditor quality in a transitional economy”, *Journal of International Accounting Research*, Vol. 6 No. 1, pp. 19-36.

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and Sweeney. A. P., (1996). Causes and consequences of earnings manipulations. *Contemporary Accounting Research*, 13: 1-35.

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.

Hartzell, J., Starks, L., (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, 58: 2351–2374.

Hidalgo, Ruth L. Emma Garcia-Meca., Isabel Martí´nez. (2011). Corporate Governance and Intellectual Capital Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100:483–495.

Htay, N.S. (2012). Corporate governance and strategic information disclosure in Malaysian listed banks. *International Review of Business Research Papers*. ۸ (۱): 196-210.

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.

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.

Madhani, M. P. (2009). "Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting", *The Accounting World*, pp. 63-66.

Satt Giovanni, Parola Francesco, Profumo Giorgia., Penco Lara,(2015), Corporate governance and the quality of voluntary disclosure: Evidence from medium-sized listed firms, *International Journal of Disclosure and Governance* May 2015, Volume 12, Issue 2, pp 144-166.