

## تاثیر شهرت شرکت و مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیري بازده سهام

دکتر علی جعفری

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول).

Jafari.ali.iau@gmail.com

ناصر صحراری

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

sahrarinaser1356@gmail.com

ملیحه صلیحی فام اصل

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

M.Solhifamasl@gmail.com

### چکیده

از دیدگاه نمایندگی، افشای اطلاعات ارتباط ارزشی، عدم اطمینان درباره یک شرکت را کاهش و بر نوسانات بازده سهام تاثیر می‌گذارد، استفاده از تئوری نمایندگی نیز موید رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر مالی و نوسانات بازده سهام است. هدف این پژوهش با بررسی تاثیر شهرت شرکت و مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با استفاده از اطلاعات نمونه آماری شامل ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ و آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و داده‌های ترکیبی با استفاده از نسخه نهم نرم‌افزار ایویوز می‌پردازد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام تاثیر دارد. همچنین شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد.

**واژگان کلیدی:** شهرت شرکت، مالکیت نهادی، افشای اطلاعات آینده نگر، نوسان‌پذیری بازده سهام.

### مقدمه

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. تئوری نمایندگی، افشای داوطلبانه را به عنوان مکانیزمی برای کاهش عدم تقارن اطلاعات ایجاد می‌کند. از نظر تئوری افزایش سطح افشا، احتمال عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد، همان‌طور که از طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نقدشوندگی سهام و نوسان‌پذیری بازده سهام اندازه‌گیری می‌شود. با این وجود، ادبیات موجود هیچ تعریف روشنی از مفهوم "افزایش سطح افشا" ارائه نمی‌دهد. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات بر عدم اطمینان در مورد آینده شرکت و نوسانات سهام تأثیر می‌گذارد. افشا ممکن است اشکال مختلفی داشته باشد و

همه انواع افشای اطلاعات تاثیر یکسانی بر بازارهای سرمایه ندارند. هم مدیران و هم سیاست گذاران علاقه مندند بدانند کدام اطلاعات برای سرمایه گذاران مفید است و کدام یک می تواند در بازارهای سرمایه تأثیرگذار باشد. به ویژه، اطلاعات آینده‌نگر بسیار مهم است، زیرا اطلاعات تاریخی برای سرمایه گذاران کافی نیست. سازمان‌ها و پژوهشگران اهمیت اطلاعات آینده‌نگر را برای بهبود پیش‌بینی‌های مربوط به یک شرکت و سهولت فرایندهای تصمیم‌گیری در بازارهای سرمایه بیان کرده‌اند. علی‌رغم نوسان‌پذیری بازده سهام که برای قانون‌گذاران و مدیران نگران کننده است، ارتباط بین اطلاعات آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام هنوز کشف نشده است. از طرف دیگر، بحثی در مورد چگونگی ارزیابی و تفسیر سرمایه‌گذاران از اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها وجود دارد (براوو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). سرمایه‌گذاران نوسان-پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند سیاست‌گذاران بازار سرمایه از این معیار به عنوان ابزاری جهت اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام از وجود رابطه نامتقارن بین بازده سهام و نوسانات بازده سهام استفاده می‌کنند (ظفر، اوروج و دورمانی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). محققین در حوزه افشاء گزارشگری مالی به منظور سنجش میزان افشاء و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از انواع مختلفی از عوامل تأثیرگذار بر افشای اطلاعات مالی بهره برده‌اند. گزارشگری مالی اثربخش موجب مطرح شدن و تحلیل بیشتر شرکت در بازار داخلی می‌شود و امکان ورود به بازار خارجی و جذب سرمایه‌گذاران بین‌المللی را فراهم می‌کند. شرکت‌هایی با نقدشوندگی پایین به منظور جذب سرمایه‌گذاران و افزایش نقدشوندگی سهام، افشای باکیفیتی ارائه می‌کنند. کیفیت افشا میزان اطلاعاتی است که از سوی شرکت‌ها در متن صورت‌های مالی اساسی یا در یادداشت‌های پیوست برای کمک به تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان ارائه می‌شود. با توجه به اهمیت کیفیت افشا و مسئولیت مدیران شرکت‌ها در قبال اطلاع‌رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تصمیم گرفت امتیاز و رتبه کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب به بازار منعکس کند تا شرکت‌ها نسبت به جایگاه خود واقف شده و در جهت ارتقای آن بکوشند (موسوی‌شیری و همکاران، ۱۳۹۴).

ازلی و اوهارا<sup>۳</sup> (۲۰۰۴)، معتقد است که کاهش کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر داشته باشد. به هر حال مطابق با تئوری نمایندگی، شرکت‌ها از طریق افشاء اطلاعات و همچنین افزایش کیفیت اطلاعات در تلاش‌اند تا هزینه تضاد منافع ناشی از عدم تقارن اطلاعات را کم کنند (براوو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). همچنین مطابق با تئوری ذینفعان استراتژی افشاء اخذ شده توسط شرکت در واقع یک نوع مکانیزم ضروری است که شرکت برای مقابله با نحوه ادراک و انتظارات ذینفعان نسبت به شرکت اخذ می‌کند (آرچیل و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹ و میچیلن<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳). افشای اطلاعات آینده‌نگر نوعی از اطلاعات را افشا می‌کند که می‌تواند در صورت عدم آگاهی از آن‌ها تصمیمات استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را متغیر سازد. افشای اطلاعات آینده‌نگر از اهمیت زیادی برخوردار است، زیرا اطلاعات تاریخی برای سرمایه گذاران کافی نیست. سازمان‌ها و پژوهشگران بیان می‌کنند که افشای اطلاعات آینده‌نگر برای بهبود پیش‌بینی‌های مربوط به یک واحد اقتصادی و سهولت فرایندهای تصمیم‌گیری در بازارهای سرمایه مهم می‌باشد. از دیدگاه نمایندگی، افشای اطلاعات ارتباط ارزشی، عدم اطمینان درباره یک شرکت را کاهش و در نتیجه عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد. از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر بگذارد، استفاده از تئوری نمایندگی حاکی از رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام است (براوو، ۲۰۱۶).

<sup>1</sup> Bravo

<sup>2</sup> Zafar, Urooj, and Durrani

<sup>3</sup> Easley and O'Hara

<sup>4</sup> Bravo

<sup>5</sup> Archel et al

<sup>6</sup> Michelon

هر شرکت میزان اطمینان متفاوتی را به بازارها منتقل می‌کند. اکثریت قریب به اتفاق مطالعات بر روی سطح اطلاعات افشا شده متمرکز شده است، اما اثرات شیوه‌های افشا بسته به شهرت شرکت می‌تواند متفاوت باشد. تئوری مبتنی بر منابع<sup>۱</sup> بر اهمیت شهرت شرکت تأکید می‌کند. این منبع نامشهود می‌تواند بر روی افشا و تغییرات قیمت سهام نیز تأثیر بگذارد. از آنجایی که اعتبار پیام‌رسان باید نقش مهمی در اثربخشی پیام داشته باشد، ممکن است سرمایه‌گذاران هنگام تفسیر اطلاعات افشای شده توسط شرکت‌ها با شهرت بالا، احساس عاطفی مثبت داشته باشند (مرسل<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). در ادبیات مالی، شهرت به معنای تصویر و ادراک ذینفعان نسبت به واحد تجاری و نحوه مدیریت آن اطلاق می‌شود. این تصور می‌تواند سبب اعتماد به واحد تجاری شده و بر تعاملات بین ذی‌نفعان و واحد تجاری اثر بگذارد (هاموند و اسلوکام<sup>۳</sup>، ۱۹۹۶). مطابق با نظریات روان‌شناختی انتظار داریم که این ادراک و تصور ذهنی در شرکت‌هایی که شهرت بیشتر دارند، مثبت‌تر بوده و سبب شود تا شاهد نوسان‌پذیری کمتری در بازده سهام باشیم. در واقع، شهرت بالا سبب کاهش عدم تقارن شده و کاهش عدم تقارن موجب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام می‌شود. با آگاهی از این امر که رفتار سرمایه‌گذاران تحت تأثیر مسائل روان‌شناختی قرار دارد، لذا شهرت شرکت می‌تواند اثر مثبتی بر احساسات عاطفی سرمایه‌گذاران بگذارد (هلم<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). هلم (۲۰۰۷) بیان می‌کند که کارگزاران بازار سرمایه بر این باورند که شرکت‌های با شهرت بالا برای سرمایه‌گذاری مطمئن‌تر هستند. به هر حال، میزان وفاداری و اعتماد به شرکت می‌تواند به عنوان یک نوع دارایی نامشهود برای شرکت تلقی شود. بر همین اساس، می‌توانیم احساسات غیرمنطقی سرمایه‌گذاران را نیز توجیه کنیم. یعنی، شهرت خودش به تنهایی می‌تواند باعث نوسان‌پذیری بازده سهم شود. جدا از اثرات خاص شهرت بر نوسان‌پذیری بازده یک سهم، شهرت می‌تواند بر روش ادراک سرمایه‌گذاران راجع به افشای اطلاعات شرکت تأثیر بگذارد. یعنی، آن‌ها معتقدند که اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌های معتبرتر از درجه اطمینان بیشتری در مقایسه با شرکت‌هایی که معتبر نیستند، برخوردارند. به عبارت دیگر، شهرت باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود (اسچوارزکویف<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷).

نظریه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۶</sup> دو نظریه هستند که در ارتباط با لزوم استقرار حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. مالکان نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی، نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. موضوع مالکیت نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام از دو دیدگاه فرضیه نظارت کارا و فرضیه هم‌راستایی استراتژیک قابل بحث می‌باشد. بر اساس فرضیه نظارت کارا، وجود سهامداران نهادی به استقرار نظام حاکمیت شرکتی منجر شده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. همچنین، کاهش نوسان-پذیری بازده سهام و فرض وجود رابطه معکوس بین مالکیت نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام قابل درک است. پژوهش‌های روبین و اسمیت<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) و بوهل و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۹) وجود رابطه منفی بین مالکیت نهادی و نوسانات بازده سهام را نشان می‌دهند. عباس و بادشاه<sup>۹</sup> (۲۰۱۷) معتقدند مالکان نهادی نسبت به سایر سهامداران از اطلاعات بیشتری برخوردارند. این کارایی اطلاعات باعث تعدیل سریع قیمت سهام و کارایی بازار سهام می‌شود. سطح بالاتر سهامداران نهادی منجر به قیمت‌های آگاهانه و کاهش نوسانات بازده سهام می‌گردد. بوهل و همکاران (۲۰۰۹) اظهار

<sup>1</sup> Resource-based theory

<sup>2</sup> Mercel

<sup>3</sup> Hammond and Slocum

<sup>4</sup> Helm

<sup>5</sup> Schwarzkopf

<sup>6</sup> Information Asymmetry Theory

<sup>7</sup> Rubin & Smith

<sup>8</sup> Bohl, M. T., Brzeszczyński, J., & Wilfling, B

<sup>9</sup> Abbas and Badshah

می‌کنند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه موجب افزایش کارایی آن می‌شوند، به این صورت که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق توسط شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده و باعث افزایش کیفیت، دقت و صحت اطلاعات ارائه شده شوند. همچنین، آن‌ها بیان می‌کنند که مالکیت سهامداران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان‌پذیری بازده سهام دارد، زیرا آن‌ها به سرعت قیمت سهام را با اطلاعات جدید تنظیم کرده و باعث کارتر شدن بازار سهام می‌شوند. مایکل فلدر<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) معتقد است نوسان‌پذیری بازده سهام در بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای کامل بیشتر است. این موضوع ممکن است به دلیل این واقعیت باشد که در بازارهای تکامل یافته، شبکه‌های اطلاعاتی کارآمدی وجود دارد. از طرف دیگر، فرضیه هم‌راستایی استراتژیک نیز طیف دیگری از تحقیقات را در مورد پیامدهای حضور مالکان نهادی در پی داشته است. ساس<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) و مالکیل<sup>۳</sup> (۲۰۰۳)، استدلال می‌کنند که افزایش نوسانات بازده سهام با افزایش مالکیت نهادی ارتباط دارد. یکی از توضیحات احتمالی این رابطه مثبت، کارایی اطلاعات مالکان نهادی نسبت به سایر سرمایه‌گذاران منفرد است. سرمایه‌گذاران نهادی از کارایی اطلاعات استفاده می‌کنند و مایل به انجام معامله در قیمت‌های بالاتر هستند که منجر به افزایش نوسانات می‌شود. شرکت‌هایی که از مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی بیشتر و کیفیت افشای بالا برخوردارند، نوسان‌پذیری بازده سهام بیشتر و مستمری را تجربه می‌کنند. هونگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) به رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی و تاثیر آن بر قیمت سهام اشاره می‌کنند. به اعتقاد آن‌ها چون مالکان نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه هستند، انجام رفتار توده‌وار از طرف آن‌ها ممکن است باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده سهام شود.

با توجه به مطالبی که در بالا ذکر گردید، این پژوهش در پی یافتن پاسخ به این سؤالات است آیا شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام اثر تعدیل‌گری دارد؟ آیا مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام اثر تعدیل‌گری دارد؟

### تعریف مفهومی متغیرهای تحقیق

افشای اطلاعات آینده‌نگر: افشای آتی طبقه‌ای از اطلاعات است که شامل برنامه‌های فعلی و پیش‌بینی آینده است که سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان را قادر به ارزیابی عملکرد مالی آینده شرکت می‌کند. چنین افشایی شامل پیش‌بینی مالی از قبیل درآمد سال آینده، بازده مورد انتظار و گردش وجوه نقد پیش‌بینی شده می‌باشد. افشای آتی شامل اطلاعات غیر مالی نیز می‌باشد. به عبارتی دیگر، اطلاعات آتی شکلی از افشای اختیاری است که به معنای توضیح اطلاعاتی فراتر از محدوده‌ای است که بیش از این در سیستم گزارشگری مالی موجود بوده است. تعریف ساده‌ی افشا، انتقال و ارائه اطلاعات اقتصادی اعم از مالی و غیرمالی، کمی یا سایر اشکال اطلاعات مرتب با وضعیت و عملکرد مالی شرکت است. این افشا در صورتی که به واسطه یک منبع مقرراتی و وضع‌کننده قوانین الزامی شده باشد، افشای اجباری گفته می‌شود و در صورتی که افشای اطلاعات تحت تأثیر قوانین خاصی نباشد، افشای اختیاری تلقی می‌شود. همچنین، افشا بطور ضمنی بیانگر آرایه‌ی حداقلی از اطلاعات در گزارش‌های شرکت است به نحوی که بتوان به وسیله آن ارزیابی قابل قبولی از ریسک‌ها و ارزش نسبی شرکت به عمل آورد و کاربران اطلاعات را در این زمینه یاری نماید (سدیدی و همکاران، ۱۳۹۴).

<sup>1</sup> Michelfelder

<sup>2</sup> Sias

<sup>3</sup> Malkiel

<sup>4</sup> Hung et al

نوسان پذیری بازده سهام: نوسان پذیری بازده سهام به تغییرات در قیمت سهام اطلاق می‌شود. قیمت سهم یک شرکت سهامی عام معمولاً از طریق عرضه و تقاضا در بازار تعیین می‌شود. قیمت سهم به دلیل وابستگی آن به انتظارات خریداران و فروشندگان می‌تواند نوسان یابد (اونیامیکوگبو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). در پژوهش حاضر، از نوسان‌پذیری بازده سهام به عنوان معیاری از ریسک استفاده شده است. سودمندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آن‌ها نوسان‌پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خط مشی-گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (حیدرپور و زارع رفیع، ۱۳۹۳).

مالکیت نهادی: در مصوبه تاریخ ۱۳۸۶/۰۶/۲۸ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران نهادی چنین تعریف شده است: "سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عبارتند از: ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها، ۲- هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، ۴- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، ۵- شرکت‌های دولتی، ۶- اعضای هیئت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند."

سرمایه‌گذاران نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶)، و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، نیز با همین تعریف به کار رفته است (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴).

شهرت شرکت: در ادبیات مالی شهرت به معنای تصویر و ادراک ذینفعان نسبت به واحد تجاری و نحوه مدیریت آن اطلاق می‌شود. این تصور می‌تواند سبب اعتماد به واحد تجاری شده و بر تعاملات بین ذینفعان و واحد تجاری اثر بگذارد (هاموند و همکاران، ۱۹۹۶).

### پیشینه تحقیق

فخاری و اردشیری (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت افشا و شهرت (اعتبار) شرکت بر نوسان‌پذیری بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور با استفاده از امتیاز کیفیت افشای اعلامی توسط بورس اوراق بهادار تهران و اطلاعات مربوط به شرکتهای برتر طبق لیست اعلامی سازمان مدیریت صنعتی به بررسی تاثیر مقطعی این عوامل بر میزان نوسان‌پذیری بازده سهام در سال‌های ۱۳۹۲ و ۱۳۹۳ پرداختند. یافته‌های پژوهش آنان نشان داد که کیفیت افشا از سوی شرکتهای با شهرت بالاتر، دارای اثر بیشتری بر کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام است. یافته‌های مذکور می‌تواند برای سرمایه‌گذاران از جهت انتخاب پرتفوی مناسب سرمایه‌گذاری مفید بوده و همچنین می‌تواند به سیاست‌گذاران بورس در الزام رعایت کیفیت افشا و ثبات بیشتر بازار سرمایه کمک کند.

خانی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام پرداختند. دوره زمانی پژوهش شامل سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ و نمونه برگزیده متشکل از ۸۹ شرکت است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از روش رگرسیون چندمتغیره در نرم‌افزار Eviews استفاده کردند. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین مالکیت مدیریتی

<sup>1</sup> Uniamikogbo et al

و همزمانی قیمت سهام به صورت: مالکیت مدیریتی بالا (منفی و معنادار)، مالکیت مدیریتی متوسط (منفی و معنادار)، سهام شناور آزاد (منفی و معنادار)، سن شرکت (مثبت و معنادار)، نوسان پذیری بازده سهام (مثبت و معنادار) و اهرم مالی (مثبت و معنادار) است.

کاراباجاک<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) با هدف یافتن و تجزیه و تحلیل تعادل افشاگری‌های آینده‌نگرانه با استفاده از تئوری بازی و بررسی مکانیزم علامت‌دهی اطلاعات این افشاها با تمرکز بر اعتبار و معنای آن‌ها، پژوهشی انجام داد. یافته‌های پژوهش او نشان داد که تعادل اطلاعاتی فقط در صورت مطابقت بیشتر تنظیمات بازیگران وجود دارد. استراتژی شرکت‌کننده برای تعیین تعادل قابل قبول، مهم است. تحت استراتژی ورود، تعادل اطلاعاتی قابل قبول است و تعادل‌های غیر ارتباطی را منتفی می‌داند. با این حال، تحت استراتژی عدم ورود، تعادل اطلاعاتی قابل قبول نیست.

براو (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی افشا اطلاعات مالی پیش‌بینی شده و شهرت شرکت به عنوان مکانیسم کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام پرداخت. نتایج مطالعه آنها نشان داد که افشای اطلاعات مالی پیش‌بینی شده در شرکتهای با شهرت بالاتر اثر بیشتری بر کاهش نوسان پذیری بازده سهام دارد. به نظر می‌رسد این اولین مطالعه است که تعدیل اثرات اطلاعات مالی پیش‌بینی شده بر بازارهای سرمایه را در چارچوب شهرت شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده است. کیو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی ارتباط بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و کیفیت اطلاعات آینده‌نگر در بازار سهام چین را که یک فضای افشای اجباری برای اطلاعات آینده‌نگر را ارائه می‌دهد، بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که حاکمیت شرکتی خوب تأثیر مثبت و قابل توجهی در انتخاب دقیق افشای پیش‌بینی‌های فروش دارد. شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی خوب احتمالاً پیش‌بینی‌های فروش دقیق‌تری را ارائه می‌دهند تا بحث‌های کیفی در مورد روند فروش شرکت‌ها. به علاوه، شرکت‌ها با حاکمیت شرکتی خوب احتمالاً اطلاعات دقیق غیرمالی را ارائه می‌دهند. همچنین، آن‌ها دریافتند که حاکمیت شرکتی خوب با افشای محافظه‌کارانه پیش‌بینی‌های فروش ارتباط مثبت دارد. با این حال، آن‌ها هیچ رابطه معناداری بین حاکمیت شرکتی خوب و خطای کمتری در پیش‌بینی پیدا نکردند.

آینفوس<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) در یک مطالعه، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های بورسی نیجریه را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های پژوهش او نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری بر نوسان‌پذیری بازده سهام دارد.

## روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

روش بررسی داده‌ها به صورت مقطعی و سال به سال است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. به منظور تحلیل داده‌های بدست آمده از روش‌های آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. بدین ترتیب که برای توصیف داده‌ها از جدول توزیع فراوانی و در سطح استنباطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون اف لیمر، آزمون هاسمن، آزمون ناهمسانی واریانس، آزمون خود همبستگی سریالی، آزمون نرمال بودن و آزمون رگرسیون خطی چندگانه استفاده می‌شود پس از انتقال به صفحه گسترده EXCEL مورد پردازش قرار گرفته است. در ضمن برای آزمون فرضیه پژوهش از نرم‌افزار Eviews9 استفاده می‌گردد.

<sup>1</sup> Karabacak

<sup>2</sup> Qu et al

<sup>3</sup> Anifowose

## جامعه و نمونه آماری

برای اجرای هر پژوهش لازم است جامعه آماری مشخص و معین شود. برای انتخاب جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع خواهد شد. چرا که: اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابداران رسمی، حسابرسی می‌شود، لذا نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکاء بالاتری برخوردار است. و دسترسی به این اطلاعات نسبت به سایر شرکت‌ها راحت‌تر است. به منظور انجام تحقیق، در هر سال از سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷، اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند، جمع‌آوری می‌گردد:

جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت‌ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت‌ها و شرایط
۳۵۴۹	۵۰۷	کل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۷
(۴۷۶)	(۶۸)	حذف شرکتهای پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از سال مالی ۱۳۹۱
(۲۷۳)	(۳۹)	حذف شرکتهای که طی سال های مالی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی داشته باشند
(۹۲۴)	(۱۳۲)	حذف شرکتهای غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه ( برای وجود یکنواختی میان شرکت های مورد آزمون، فقط شرکت هایی بررسی شده‌اند که پایان سال مالی آنها، ۲۹ اسفند ماه بوده است.)
(۷۷۷)	(۱۱۱)	شرکت های در دست بررسی، جزء شرکت های واسطه گری مالی نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت آنها متفاوت است؛
(۳۰۱)	(۴۳)	حداقل ۶ ماه از سال بازده ماهانه داشته باشند و داده های لازم آنها در دسترس باشد.
۷۹۸	۱۱۴	تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت ها و شرایط

## فرضیه های پژوهش

در ادبیات مالی شهرت به معنای تصویر و ادراک ذینفعان نسبت به واحد تجاری و نحوه مدیریت آن اطلاق می‌شود. این تصور می‌تواند سبب اعتماد به واحد تجاری شده و بر تعاملات بین ذی‌نفعان و واحد تجاری اثر بگذارد (هاموند و اسلکم، ۱۹۹۶). مطابق با نظریات روان شناختی انتظار داریم که این ادراک و تصور ذهنی در شرکت‌هایی که شهرت بیشتر دارند مثبت‌تر بوده و سبب شود تا شاهد نوسان‌پذیری کمتری در بازده این اوراق باشیم. در واقع شهرت بالا سبب کاهش عدم تقارن شده و کاهش عدم تقارن موجب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام می‌شود. با آگاهی از این امر که رفتار سرمایه‌گذاران تحت تاثیر مسائل روان شناختی قرار دارد لذا شهرت شرکت می‌تواند اثر مثبتی بر احساسات عاطفی سرمایه‌گذاران بگذارد. (هلم، ۲۰۰۷). هلم (۲۰۰۷)، می‌گوید کارگزاران بازار سرمایه بر این باورند که شرکت‌های با شهرت بالا برای سرمایه‌گذاری مطمئن‌تر هستند. به هر حال میزان وفاداری و اعتماد به شرکت می‌تواند به عنوان یک نوع دارایی نامشهود برای شرکت تلقی شود. بر همین اساس می‌توانیم احساسات غیر منطقی سرمایه‌گذاران را نیز توجیه کنیم. یعنی شهرت خودش به تنهایی می‌تواند باعث نوسان‌پذیری بازده سهم شود. جدا از اثرات خاص شهرت بر نوسان‌پذیری بازده یک سهم، شهرت می‌تواند بر روش ادراک سرمایه‌گذاران راجع به افشاء اطلاعات شرکت تاثیر بگذارد. یعنی، آنها معتقدند که اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌های معتبرتر از درجه اطمینان بیشتری در مقایسه با شرکت‌هایی که معتبر نیستند، برخوردارند. به عبارتی دیگر، شهرت باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود. بنابراین، انتظار داریم که این درجه اعتماد بر دامنه نوسان‌پذیری بازده سهام اثر داشته باشد (فخاری و اردشیری، ۱۳۹۸). لذا با توجه به مطالب فوق فرضیه دوم به شرح زیر تدوین می‌شود.

**فرضیه اول:** شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام تاثیر دارد.

نظریه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دو نظریه هستند که در ارتباط با لزوم استقرار حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. مالکان نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی، نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. موضوع مالکیت نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام از دو دیدگاه فرضیه نظارت کارا و فرضیه هم‌راستایی استراتژیک قابل بحث می‌باشد. بر اساس فرضیه نظارت کارا، وجود سهامداران نهادی به استقرار نظام حاکمیت شرکتی منجر شده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. همچنین، کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام و فرض وجود رابطه معکوس بین مالکیت نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام قابل درک است. پژوهش‌های رویین و اسمیت (۲۰۰۹) و بوهل و همکاران (۲۰۰۹) وجود رابطه منفی بین مالکیت نهادی و نوسانات بازده سهام را نشان می‌دهند. عباس و بادشاه (۲۰۱۷) معتقدند مالکان نهادی نسبت به سایر سهامداران از اطلاعات بیشتری برخوردارند. این کارایی اطلاعات باعث تعدیل سریع قیمت سهام و کارایی بازار سهام می‌شود. سطح بالاتر سهامداران نهادی منجر به قیمت‌های آگاهانه و کاهش نوسانات بازده سهام می‌گردد. بوهل و همکاران (۲۰۰۹) اظهار می‌کنند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه موجب افزایش کارایی آن می‌شوند، به این صورت که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق توسط شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده و باعث افزایش کیفیت، دقت و صحت اطلاعات ارائه شده شوند. همچنین، آن‌ها بیان می‌کنند که مالکیت سهامداران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان‌پذیری بازده سهام دارد، زیرا آن‌ها به سرعت قیمت سهام را با اطلاعات جدید تنظیم کرده و باعث کارتر شدن بازار سهام می‌شوند. مایکل فلدر (۲۰۰۵) معتقد است نوسان‌پذیری بازده سهام در بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای کامل بیشتر است. این موضوع ممکن است به دلیل این واقعیت باشد که در بازارهای تکامل یافته، شبکه‌های اطلاعاتی کارآمدی وجود دارد. از طرف دیگر، فرضیه هم‌راستایی استراتژیک نیز طیف دیگری از تحقیقات را در مورد پیامدهای حضور مالکان نهادی در پی داشته است. سیاس (۱۹۹۶) و مالکیل (۲۰۰۳) استدلال می‌کنند که افزایش نوسانات بازده سهام با افزایش مالکیت نهادی ارتباط دارد. یکی از توضیحات احتمالی این رابطه مثبت، کارایی اطلاعات مالکان نهادی نسبت به سایر سرمایه‌گذاران منفرد است. سرمایه‌گذاران نهادی از کارایی اطلاعات استفاده می‌کنند و مایل به انجام معامله در قیمت‌های بالاتر هستند که منجر به افزایش نوسانات می‌شود. شرکت‌هایی که از مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی بیشتر و کیفیت افشاگری بالا برخوردارند، نوسان‌پذیری بازده سهام بیشتر و مستمری را تجربه می‌کنند. هونگ و همکاران (۲۰۱۰) به رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی و تاثیر آن بر قیمت سهام اشاره می‌کنند. به اعتقاد آن‌ها چون مالکان نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه هستند، انجام رفتار توده‌وار از طرف آن‌ها ممکن است باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان‌پذیری بازده سهام شود. بنابراین، با توجه به مطالب فوق فرضیه سوم به شرح زیر تدوین می‌شود.

**فرضیه دوم:** مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام تاثیر دارد.

### نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

**الف - متغیر وابسته: نوسان‌پذیری بازده سهام (STDRET):** نوسان‌پذیری بازده سهام ابزاری برای نشان دادن درجه عدم اطمینان نسبت به تغییرات آتی بازده سهام می‌باشد، به طوری که هر گاه درجه نوسان‌پذیری افزایش یابد، احتمال کاهش یا افزایش قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. در این پژوهش، نوسان‌پذیری بازده سهام با استفاده از انحراف معیار بازده روزانه سهام و به صورت رابطه ۱ محاسبه می‌شود (حیدرپور و زارع رفیع، ۱۳۹۳):

$$\text{STDRET}_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{D_{i,t-1}} \sum_1^{D_{i,t}} (R_i - \bar{R})^2} \quad \text{رابطه ۱}$$



$R_i$ : بازده روزانه سهام شرکت  $i$  می‌باشد که با استفاده از رابطه ۱۷ محاسبه می‌گردد، به طوری که اگر  $P_t$  قیمت پایانی روز  $t$  ام باشد، داریم:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه ۲}$$

$D_{i,t}$ : تعداد روزهایی از سال  $t$  که برای آن‌ها بازده روزانه سهام شرکت  $i$  محاسبه شده است.

$\bar{R}$ : میانگین بازده روزانه سهام شرکت  $i$  طی سال است.

**ب- متغیر مستقل: افشای اطلاعات آینده نگر (FFLDISC):** به برنامه‌های جاری و پیش‌بینی‌های آینده اشاره دارد که سرمایه‌گذاران و سایر کاربران را قادر می‌سازد عملکرد مالی آینده شرکت را ارزیابی کنند. افشای اطلاعات آینده‌نگر شامل اطلاعات مالی و غیر مالی است. در این پژوهش به پیروی از پژوهش براوو (۲۰۱۶) با استفاده از پک لیستی شامل اطلاعات مالی خاص به شرح جدول ۲ مورد استفاده قرار می‌گیرد. که در صورت وجود آن اطلاعات در گزارش هیئت مدیره به مجمع، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. سپس مجموع امتیازات به دست آمده را بر تعداد اطلاعات مالی تقسیم نموده و عدد به دست آمده بیانگر افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌باشد. تعدادی از مطالعات نشان داده‌اند که افشای اطلاعات آینده‌نگرانه از ماهیت مالی و به ویژه در مورد سود، مورد توجه سرمایه‌گذاران است (براوو، ۲۰۱۶).

#### جدول (۲): اطلاعات مالی خاص افشای اطلاعات آینده نگر

ردیف	شرح	امتیاز شرکت	محاسبات
۱	تأثیر احتمالی استراتژی کسب و کار روی عملکرد آینده		افشای اطلاعات آینده نگر 8/امتیاز کسب شده شرکت =
۲	محصولات جدید / توسعه خدمات		
۳	هزینه‌های سرمایه برنامه‌ریزی شده		
۴	تحقیقات برنامه‌ریزی شده و هزینه‌های توسعه		
۵	تبلیغات برنامه‌ریزی شده و هزینه تبلیغات		
۶	پیش‌بینی سود هر سهم		
۷	پیش‌بینی درآمد فروش		
۸	پیش‌بینی سود		

#### متغیرهای تعدیل‌گر

**۱- شهرت شرکت (REP):** با توجه به محدودیت‌هایی که در اندازه‌گیری و رتبه‌بندی شهرت شرکت وجود دارد برای اندازه‌گیری و کمی کردن معیار شهرت از فهرست رتبه‌بندی صد شرکت برتر استفاده شده که هر ساله توسط سازمان مدیریت صنعتی ارائه می‌گردد. این سازمان پس از گزینش و رتبه‌بندی شرکتها بر اساس شاخص حجم فروش از شاخص‌های اندازه و رشد شرکت، سودآوری و عملکرد، صادرات، نقدینگی، بدهی و بازار استفاده کرده و مقایسه و رتبه‌بندی می‌کنند. بنابراین برای اندازه‌گیری شهرت به شرکت‌های بورسی مورد مطالعه که در این فهرست وجود دارد ارزش عددی یک و در مقابل با انتخاب شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار که در همان صنعت فعالیت کرده‌اند و از شهرت لازم برخوردار نبوده‌اند نمره صفر داده شده است (فخاری و اردشیری؛ ۱۳۹۸).

**۲- مالکیت نهادی (INS):** در سال‌های اخیر حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای سرمایه اروپا و آمریکا رشد قابل‌توجهی داشته است. در ایران نیز شاهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه هستیم که در حال افزایش می‌باشد. در مصوبه تاریخ ۱۳۸۶/۰۶/۲۸ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران نهادی چنین تعریف شده است: "سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عبارتند از: ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها، ۲- هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش

اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، ۴- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، ۵- شرکت‌های دولتی، ۶- اعضای هیئت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند." بوش (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی را سرمایه‌گذاران بزرگ مانند شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی و... تعریف می‌کند که به خرید و فروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می‌پردازند. الیاسیانی و جیا (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران نهادی با مالکیت سهام بیشتر، از انگیزه، منابع، فرصت و توانایی لازم برای نظارت بر مدیران برخوردار می‌شوند. در این پژوهش، مطابق با پژوهش نمازی و شکرالهی (۱۳۹۳) و هسیو و همکاران (۲۰۱۳)، مالکیت نهادی از طریق نسبت سهام در اختیار مالکان نهادی به کل سهام منتشر شده شرکت محاسبه می‌گردد.

**متغیرهای کنترلی:** در این پژوهش، متغیرهای کنترلی مطابق با پژوهش براوو (۲۰۱۶) به شرح جدول ۳ می‌باشند.

**جدول (۳): متغیرهای کنترلی پژوهش**

منبع	نحوه محاسبه	متغیر
براوو (۲۰۱۶)	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی	اندازه شرکت (SIZE)
براوو (۲۰۱۶)	نسبت سود خالص به جمع دارایی‌های شرکت	نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)
براوو (۲۰۱۶)	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی	اهرم مالی (LEV)
براوو (۲۰۱۶)	ارزش بازار دارایی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها (ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه‌ی ارزش دفتری بدهی‌ها)	فرصت‌های رشد (MTB)
براوو (۲۰۱۶)	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل، تقسیم بر فروش سال قبل	نرخ رشد شرکت (GRO)
براوو (۲۰۱۶)	سال تاسیس شرکت تا سال شروه بازه‌ی زمانی پژوهش	سن شرکت (AGE)
براوو (۲۰۱۶)	سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام	سودآوری (ROE)

### مدلهای رگرسیون آزمون فرضیه‌های پژوهش

براساس مبانی نظری و پژوهش‌های بیان شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:  
مدل آزمون فرضیه اول:

$$STDRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FFLDISC_{i,t} + \beta_2 REP_{i,t} + \beta_3 FFLDISC_{i,t} \times REP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GRO_{i,t} + \beta_9 ROE_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$STDRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FFLDISC_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 FFLDISC_{i,t} \times INS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GRO_{i,t} + \beta_9 ROE_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

جدول (۴): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نوسان پذیری بازده سهام	افشای اطلاعات آینده نگر	مالکیت نهادی	اندازه شرکت	نرخ بازده دارایی‌ها	اهرم مالی	سودآوری	سن شرکت	فرصت‌های رشد	نرخ رشد شرکت
تعداد شرکت	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴
سال - شرکت	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸
میانگین	۰.۰۳۲	۰.۲۶۰	۰.۵۸۷	۶.۲۳۵	۰.۰۹۰	۰.۶۴۰	۰.۲۳۷	۱.۵۶۲	۲.۷۷۴	۰.۱۸۵
میانه	۰.۰۲۵۵	۰.۲۵۰	۰.۷۰۴	۶.۱۵۶	۰.۰۷۴	۰.۶۲۶	۰.۲۳۲	۱.۶۰۲	۱.۷۳۴	۰.۱۳۲
ماکزیمم	۲.۷۳۳	۰.۳۷۵	۰.۹۸۷	۸.۵۸۹	۰.۶۲۶	۳.۹۷۵	۰.۸۲۳	۱.۸۲۶	۴۵.۷۶۹	۲.۳۲۰
مینیمم	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۴.۵۵۶	-۱.۰۶۳	۰.۰۹۰	-۰.۸۸۴	۱.۰۷۹	۰.۷۴۴	-۰.۹۹۸
انحراف معیار	۰.۰۹۸	۰.۱۱۳	۰.۳۲۲	۰.۶۵۶	۰.۱۶۱	۰.۳۰۳	۰.۲۹۱	۰.۱۵۶	۳.۳۴۷	۰.۴۷۸
چولگی	۲۶.۹۹	-۰.۷۳۵	-۰.۷۴۹	۰.۹۱۲	-۰.۷۱۲	۳.۴۳۹	-۰.۵۳۳	-۰.۶۴۷	۶.۲۶۶	۰.۷۵۴
کشیدگی	۷۱۹.۸۱۳	۲.۶۹۸	۲.۱۲۳	۴.۵۸۶	۹.۲۸۱	۲۸.۷۶۸	۳.۸۶۴	۲.۴۷۱	۶۱.۴۲۸	۵.۳۸۴

جدول (۵): شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیر کیفی شهرت شرکت

شرح	فرآوانی	درصد	درصد تجمعی
شهرت شرکت			
عدم عضویت در ۵۰ شرکت برتر بورس	۷۱۹	۹۰.۱۰	۹۰.۱۰
عضویت در ۵۰ شرکت برتر بورس	۷۹	۹.۹	۱۰۰.۰۰
جمع	۷۹۸	۱۰۰.۰۰	

با توجه به جدول ۵، ۷۹ سال - شرکت، یا ۹.۹ درصد شرکتها عضو ۵۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند.

### آزمون فرضیه های پژوهش

**فرضیه اول:** شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر دارد.

متغیر حاصل ضرب افشای اطلاعات آینده نگر در شهرت شرکت دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۱۷۹) است، از اینرو شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر معنی داری به لحاظ آماری ندارد. همچنین بین متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، نرخ بازده دارایی‌ها و سودآوری با نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد. آماره دوربین - واتسون با مقدار ۲.۲۲۹ ناشی از عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشتر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۰۷۱ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۷.۱ درصد به متغیرهای مستقل موجود در مدل وابسته است با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۲۳۴۸۵.۲۶ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

جدول (۶): آزمون رگرسیون تاثیر شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
افشای اطلاعات آینده نگر	۰.۰۱۲	۰.۰۰۴	۲.۹۵۱	۰.۰۰۳	۱.۲۰۸
شهرت شرکت	۰.۰۰۷	۰.۰۰۳	۲.۱۰۸	۰.۰۳۵	۵.۱۳۱
شهرت* اطلاعات آینده نگر	-۰.۰۱۳	۰.۰۱۰	-۱.۳۴۴	۰.۱۷۹	۴.۹۸۲
اندازه شرکت	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۱	-۳.۱۵۴	۰.۰۰۱	۱.۳۵۹
اهرم مالی	۰.۰۰۴	۰.۰۰۲	۱.۵۲۰	۰.۱۲۸	۲.۹۳۵
فرصت های رشد	-۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	-۲.۷۶۹	۰.۰۰۵	۱.۰۶۱
نرخ بازده دارایی ها	۰.۰۱۲	۰.۰۰۶	۱.۹۹۵	۰.۰۴۶	۳.۲۲۵
نرخ رشد شرکت	۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۰.۶۱۴	۰.۵۳۹	۱.۱۷۱
سودآوری	۰.۰۰۳	۰.۰۰۱	۲.۰۷۲	۰.۰۳۸	۱.۳۳۸
سن شرکت	-۰.۰۰۶	۰.۰۰۳	-۱.۷۵۵	۰.۰۷۹	۱.۰۷۴
C (عرض از مبدا)	۰.۰۵۷	۰.۰۰۸	۶.۷۲۶	۰.۰۰۰	-----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۲۳۴۸۵.۲۶ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون		۲.۲۲۹	
ضریب تعیین	۰.۱۸۵	آماره فیشر		(سطح معنی داری)	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۰۷۱	۱.۶۲۷		۰.۰۰۰	

**فرضیه سوم:** مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر دارد. متغیر حاصل ضرب افشای اطلاعات آینده نگر در مالکیت نهادی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۵) است، از اینرو مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر معنی دار و معکوسی دارد. همچنین بین متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، فرصت های رشد، نرخ بازده دارایی ها و سودآوری با نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲.۱۹۷ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۰۷۵ درصد است که نشان می دهد متغیر وابسته ۷.۵ درصد به متغیرهای مستقل موجود در مدل وابسته است با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۲۳۴۸۵.۲۶ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

جدول (۷): آزمون رگرسیون تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
افشای اطلاعات آینده نگر	۰.۰۳۷	۰.۰۱۰	۳.۵۶۸	۰.۰۰۰	۷.۶۱۰
مالکیت نهادی	۰.۰۰۶	۰.۰۰۴	۱.۵۱۹	۰.۱۲۹	۴.۶۵۹
مالکیت نهادی* اطلاعات آینده نگر	-۰.۰۴۵	۰.۰۱۴	-۳.۲۱۶	۰.۰۰۱	۹.۸۲۱
اندازه شرکت	-۰.۰۰۲	۰.۰۰۱	-۲.۳۳۹	۰.۰۱۹	۱.۱۲۵
اهرم مالی	۰.۰۰۴	۰.۰۰۳	۱.۳۹۰	۰.۱۶۴	۲.۸۸۲
فرصت های رشد	-۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	-۲.۶۲۹	۰.۰۰۸	۱.۰۶۵
نرخ بازده دارایی ها	۰.۰۱۵	۰.۰۰۶	۲.۲۵۴	۰.۰۲۴	۳.۴۵۱
نرخ رشد شرکت	۰.۰۰۱	۰.۰۰۱	۱.۰۳۴	۰.۳۰۱	۱.۰۹۵

۱.۵۴۵	۰.۳۰۸	۱.۰۱۹	۰.۰۰۲	۰.۰۰۲	سودآوری
۱.۰۶۴	۰.۰۸۵	-۱.۷۳۴	۰.۰۰۴	-۰.۰۰۷	سن شرکت
---	۰.۰۰۰	۵.۳۵۷	۰.۰۰۹	۰.۰۵۰	C (عرض از مبدا)
۲.۱۹۷	دوربین واتسون		۲۳۹۹۹.۵۸ (۰.۰۰۰)		ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)
(سطح معنی داری)	آماره فیشر		۰.۱۸۹		ضریب تعیین
۰.۰۰۰	۱۶۶۵		۰.۰۷۵		ضریب تعیین تعدیل شده

## نتیجه گیری و پیشنهادات

**فرضیه اول:** شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر دارد. با توجه به نتایج بدست آمده در فصل چهارم، متغیر حاصل ضرب افشای اطلاعات آینده نگر در شهرت شرکت دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۱۷۹) است، از اینرو شهرت شرکت بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر معنی-داری به لحاظ آماری ندارد. مطابق با نظریات روان شناختی انتظار داریم که این ادراک و تصور ذهنی در شرکت‌هایی که شهرت بیشتر دارند مثبت‌تر بوده و سبب شود تا شاهد نوسان‌پذیری کمتری در بازده این اوراق باشیم. در واقع شهرت بالا سبب کاهش عدم تقارن شده و کاهش عدم تقارن موجب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام می‌شود. با آگاهی از این امر که رفتار سرمایه گذاران تحت تاثیر مسائل روان شناختی قرار دارد لذا شهرت شرکت می‌تواند اثر مثبتی بر احساسات عاطفی سرمایه-گذاران بگذارد. نتایج این فرضیه بر خلاف مبانی نظری پژوهش و تحقیقات فخاری و اردشیری، ۱۳۹۸؛ هلم<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷؛ هاموند و اسلکم<sup>۲</sup>، می‌باشد.

**فرضیه دوم:** مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر دارد. با توجه به نتایج بدست آمده در فصل چهارم، متغیر حاصل ضرب افشای اطلاعات آینده نگر در مالکیت نهادی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۱) است، از اینرو مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد. مالکان نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی، نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. موضوع مالکیت نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام از دو دیدگاه فرضیه نظارت کارا و فرضیه هم‌راستایی استراتژیک قابل بحث می‌باشد. بر اساس فرضیه نظارت کارا، وجود سهامداران نهادی به استقرار نظام حاکمیت شرکتی منجر شده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. همچنین، کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام و فرض وجود رابطه معکوس بین مالکیت نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام قابل درک است. نتایج این فرضیه هم‌راستا با مبانی نظری پژوهش و تحقیقات روبین و اسمیت<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹؛ بوهل<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۹؛ عباس و بادشاه، ۲۰۱۷<sup>۵</sup> و هونگ و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰ می‌باشد. به اعتقاد آن‌ها چون مالکان نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه هستند، انجام رفتار توده‌وار از طرف آن‌ها ممکن است باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده سهام شود.

<sup>1</sup> Helm

<sup>2</sup> Hammond, and Slocum

<sup>3</sup> Rubin & Smith

<sup>4</sup> Bohl

<sup>5</sup> Abbas and Badshah

<sup>6</sup> Hung et al

### محدودیت‌های انجام پژوهش

در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می‌باشد، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت های زمانی پژوهش می‌باشد.

✓ عدم امکان دسترسی مناسب و کامل به اطلاعات دقیق در مورد مدیر عامل شرکت از محدودیت های اساسی این پژوهش بوده است. بخصوص اینکه برای دستیابی به اطلاعات در این زمینه می‌بایست به یادداشت های همراه صورتهای رجوع کرد و اطلاعات به دست آمده از این رهگذر معمولاً سلیقه‌ای و به شکلی ناهماهنگ و گه‌گاه غیردقیق ارائه می‌شود.

✓ نمونه‌گیری در این تحقیق (با توجه در دسترس بودن اطلاعات)، محدود به ۱۱۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است، لذا برای تعمیم نتایج آن به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط رعایت شود

✓ یکی از محدودیت های تحقیق حاضر دسترسی دشوار و پرهزینه به مقالات لاتین و برگردان صحیح آنها به زبان فارسی بود که مبانی نظری تحقیق را در پاره‌ای از مواقع با مشکل جدی روبرو می‌کرد.

### پیشنهاد‌های کاربردی حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به یافته‌های پژوهش و مبانی نظری مورد مطالعه و با عنایت به اهداف و ضمن تایید فرضیه پژوهش پیشنهاد زیر در راستای فرضیه تایید شده قابل ارائه است:

✓ براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد. که امر شاید ناشی از این باشد که مالکیت نهادی از افشای اطلاعات آینده نگر جلوگیری نموده که باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه آن افزایش نوسان پذیری بازده سهام می‌شود. بنابراین، پیشنهاد می‌شود به هنگام اخذ تصمیمات مالی شرکت به میزان مالکیت‌نهادی در تعیین میزان افشای اطلاعات آینده نگر توجه شود.

### منابع

✓ حیدرپور، فرزانه، زارع رفیع، سمیه، (۱۳۹۳)، تاثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان پذیری بازده سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۲۱۳-۲۴۷.

✓ خانی، ذبیح الله، رجب‌دوری، حسین، معتمد، سارا، (۱۳۹۷)، رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۹ شماره ۳۷، صص ۲۹۹-۳۲۰.

✓ سیدی، مهدی، بدیعی، حسین، نبوی، حمید، (۱۳۹۴)، بررسی عوامل موثر بر سطح افشا اطلاعات آتی در گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۴، شماره ۱۶، صص ۵۷-۶۸.

✓ فخاری، حسین، اردشیری، محمدجواد، (۱۳۹۸)، تاثیر کیفیت افشا و شهرت (اعتبار) شرکت بر نوسان پذیری بازده سهام (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، ششمین همایش ملی مدیریت و حسابداری ایران، همدان.

- ✓ موسوی شیرینی، محمود، سلیمانی، حمید، مومنی، یوسف، سلیمانی، حجت، (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۳۱-۱۴۴.
- ✓ نمازی، محمد، شکرالهی، احمد، (۱۳۹۳)، بررسی تعامل بین سیاست بدهی و مالکیت نهادی در شرکت های دارویی و غیر دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات همزمان، فصلنامه حسابداری سلامت، دوره ۳، شماره ۴، صص ۸۰-۱۰۳.
- ✓ Archel, P., Husillos, J., Larrinaga, C., & Spence, C. (2009). Social disclosure, legitimacy theory and the role of the state. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(8), 1284-1307.
- ✓ Abbas, M., & Badshah, I. (2017). Institutional investment and stock returns volatility at Pakistan Stock Exchange (PSX). *FWU Journal of Social Sciences*, 11(1), 219-229
- ✓ Anifowose, M. (2012). Information asymmetric effect on the stock return volatility in Nigerian Capital Market. *Accounting Frontier*, 14(2), 47-64
- ✓ Bravo, F. (2016). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 122-131
- ✓ Bohl, M. T., Brzeszczyński, J., & Wilfling, B. (2009). Institutional investors and stock returns volatility: Empirical evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Stability*, 5(2), 170-182
- ✓ Elyasiani, Elyas. Jia. J (2010), "Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance". *Journal of Banking & Finance*, 34, 606-620
- ✓ Hammond, S. A., & Slocum, J. W. (1996). The impact of prior firm financial performance on subsequent corporate reputation. *Journal of Business Ethics*, 15(2), 159-165
- ✓ Helm, S. (2007). The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10, 22-37
- ✓ Hsu, L., & Fournier, S., & Srinivasan, S. (2013). Brand architecture strategy and firm value: how leveraging, separating, and distancing the corporate brand affects risk and returns. *Journal of Academy of Marketing Science*. DOI 10.1007/s11747-014-0422-5.
- ✓ Hung, W., Lu, C. C., & Lee, C. F. (2010). Mutual fund herding its impact on stock returns: Evidence from the Taiwan stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(5), 477-493
- ✓ Karabacak, H. (2020). Meaning and credibility of forward-looking disclosures: evidence from an entry game. *Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA)*, V.7(4), p.363-373.
- ✓ Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 17(1), 59-82.
- ✓ Mercel, M. (2004). How do investors assess the credibility of management disclosures? *Accounting Horizons*, 18(3), 185-196.
- ✓ Michelfelder, R. A. (2005). Volatility of stock returns: Emerging & Mature Markets. *Managerial Finance*, Vol 31.No.2.pp.66-68.
- ✓ Michelon, G. (2013). Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. *Corporate Reputation Review*, 14(2), 79-96.
- ✓ Qu, W., Ee, M. S., Liu, L., Wise, V., & Carey, P. (2015). Corporate governance and quality of forward-looking information. *Asian Review of Accounting*. 23(1), 39-67.
- ✓ Rubin, A., & Smith, D. R. (2009). Institutional ownership, volatility and dividends. *Journal of Banking & Finance*, 33(4), 627-639
- ✓ Schwarzkopf, D. L. (2007). Investors' attitudes toward source credibility. *Managerial Auditing Journal*, 22(1), 18-33.
- ✓ Sias, R., & Whidbee, D. A. (2006). Are institutional or individual investors more likely to drive prices from fundamentals. Working Paper, Washington State University

- ✓ Zafar, N., Urooj, S. F., & Durrani, T. K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economics, finance and administrative sciences*, 14(1), 135-140.