

## مطالعه تاثیر مالکیت نهادی فعال بر نوسان پذیری عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سمیرا جواهری

گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران. (نویسنده مسئول).  
javaherysamira@gmail.com

کیانوش اسپری

گروه مدیریت، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.  
kianoushaspari@gmail.com

### چکیده

بررسی عملکرد شرکت‌ها از مهم‌ترین موضوع‌های مورد توجه مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر اشخاص ذی‌نفع محسوب می‌شود و نتایج حاصل از آن مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج از شرکت‌هاست. هدف این پژوهش مطالعه تأثیر مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. روش پژوهش توصیفی و از نظر ارتباط بین متغیرها همبستگی است و از نظر هدف کاربردی است. برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیونی و داده‌های تابلویی و همچنین مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه نشان داد که مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج پژوهش به مدیران پیشنهاد می‌گردد، که از نظرات و ایده‌های مالکین نهادی فعال بیشتر در جهت ایفای نقش نظارتی بر عملکرد شرکت توجه نمایند، چون نقش نظارتی مالکین نهادی فعال و افزایش کیفیت نظارت سبب افزایش کیفیت راهبری شرکتی می‌شود که در نهایت شفافیت اطلاعات و بهبود کیفیت گزارشگری مالی را به دنبال دارد.

**واژگان کلیدی:** مالکیت نهادی فعال، نوسان‌پذیری عملکرد، بورس اوراق بهادار.

### مقدمه

عملکرد یک شرکت، خود، به‌تنهایی متغیر مهمی محسوب می‌شود که می‌تواند بر گروه‌های مختلف ذی‌نفعان، از جمله سهامداران، مدیران، کارکنان و اعتباردهندگان تأثیر بگذارد، زیرا، سود سهام، حقوق و مزایا، پاداش و غیره به عملکرد شرکت وابسته است. با توجه به آنکه رقم سود شرکت‌ها یکی از موارد مهمی است که می‌بایست توسط شرکت منتشر شده و بر گروه‌های مختلف ذی‌نفعان تأثیرگذار باشد، بنابراین، کیفیت سود و اقلام تعهدی عاملی مهم در گزارشگری مالی محسوب می‌شود (سو و توزو، ۲۰۱۹).

حاکمیت شرکتی مؤثر به انطباق ویژگی‌های محیطی و سازمانی به هم، مربوط است (خواجوی و زارع، ۱۳۹۱). سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها، دارای نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر آن‌ها هستند؛ ضمن آنکه محرک‌هایی برای نظارت بر رویه‌های شرکت‌ها (شامل رویه‌های حسابداری) دارند. حاکمیت شرکتی با تصمیم‌های تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها همبستگی دارد. مالکیت نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، عملکرد بازارهای سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد و اثر قوی بر روی تخصیص منابع دارد. سرمایه‌گذاران نهادی در کنترل شرکت‌های سهامی نقش کلیدی ایفا می‌کنند. پس به نظر می‌رسد؛ وجود مالکان نهادی

می‌تواند باعث بهبود عملکرد شرکت شود که اگر این‌گونه باشد، وجود مالکان نهادی می‌تواند نقطه اتکایی برای تأمین‌کنندگان مالی شرکت باشد (ستایش و کاشانی‌پور، ۱۳۹۰).

در سال‌های اخیر حاکمیت شرکتی به جنبه اصلی و پویای تجارت تبدیل شده است و توجه به آن به صورت تصاعدی رو به افزایش است. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف قرار می‌گیرند که دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند (حساس‌یگانه، ۱۳۸۴).

عملکرد واحدهای اقتصادی براساس دستیابی به اهداف تعیین شده کوتاه‌مدت و بلندمدت اندازه‌گیری می‌شود. از این رو، عملکرد، برای دسترسی به اهداف تعیین شده، معیار مناسبی قلمداد می‌شود. نوسان‌پذیری عملکرد، به چهار دلیل، در ارزیابی عملکرد سازمان اهمیت دارد: نخست، نوسان‌پذیری عملکرد، سبب ایجاد تغییر در وجوه نقد یک شرکت طی زمان خواهد شد. این نوسان‌ها در جریان نقد ورودی، به طور پیش‌فرض ریسک ایجاد خواهند کرد. در چنین شرکتی تباری‌های پنهانی، بیشتر اتفاق خواهد افتاد (میلر و بروملی، ۱۹۹۰). دوم، نوسان‌پذیری بالا در عملکرد یک شرکت، برنامه‌ریزی‌های تاکتیکی شرکت را با مشکل مواجه خواهد کرد و می‌تواند به ناکارآمد بودن هزینه‌ها منجر شود و توسعه منسجم استراتژی بلندمدت را محدود کند. سوم، به دلیل افزایش ریسک در ارتباط با تغییرپذیری زیاد در عملکرد شرکت و در نتیجه به وجود آمدن بی‌ثباتی و عدم اطمینان، اشخاص ثالث نیز نظیر کارکنان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه به منظور جبران مشکلات به وجود آمده، تقاضای امتیاز خواهند کرد (میلر و بروملی، ۱۹۹۰). در واقع، آن‌ها از این طریق می‌خواهند ریسک خود را (ریسک بیکاری و...) پوشش دهند و به نوعی خود را بیمه کنند. در نهایت، نوسان‌پذیری عملکرد بر توانایی مدیران در پشتیبانی از منافع سایر ذی‌نفعان نیز تأثیر می‌گذارد. صحت گزارش‌های مربوط به عملکرد یک شرکت در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، ضروری است (بیر، کوهن، لیز و والتر، ۲۰۱۰). استقرار و ارتقای سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به دلیل کاهش هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند سبب بهبود عملکرد شرکت‌ها شود. کیفیت اقدام تعهدی نیز به عنوان یکی از عوامل اصلی مؤثر بر کیفیت سود حسابداری است که سرمایه‌گذاران همواره به آن توجه می‌کنند و می‌تواند به عملکرد بهتر شرکت، افزایش رضایتمندی سرمایه‌گذاران و حفظ اعتبار و شهرت شرکت‌ها کمک کند. با توجه به موارد بیان شده مسأله اصلی پژوهش حاضر این است که تا چه میزان مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد تأثیرگذار هستند؟

## مبانی نظری پژوهش

### سرمایه‌گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به دو دسته منفعل و فعال تقسیم کرد:

سرمایه‌گذاران نهادی منفعل دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه‌ای دارند. برای مثال، با یک خبر خوب سهام می‌خرند و با خبر بد سهام را می‌فروشند. برای این مالکان، قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده، دارای دیدگاه کوتاه‌مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهند. بنابراین، انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده‌ای در هیأت مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر ندارند، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود. تمرکز بیش از حد این سهامداران بر عملکرد و سود جاری، ممکن است انگیزه‌هایی را برای خوش بینی مدیریت در ارائه سود حسابداری جهت نیل به اهداف کوتاه‌مدت، فراهم آورد. بنابراین، به نظر می‌رسد این مالکان علاقه‌ای به استفاده از رویه‌های محافظه‌کارانه سود ندارند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی فعال، دیدگاه بلندمدت داشته، عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین، انگیزه زیادی برای داشتن نماینده در هیأت مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند. گردش پایین سبد سهام سرمایه‌گذاران بزرگ بیانگر انگیزه این سهامداران برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران است.

این سهامداران با نظارت فعالانه بر مدیریت و تصمیم‌های وی، انگیزه‌هایی را برای مسؤلیت‌پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند. هر چه سطح مالکیت نهادی فعال بیشتر شود، سطح نظارت بر مدیر و رویه‌های اتخاذ شده از سوی او بیشتر می‌شود. همچنین، حضور سرمایه‌گذاران نهادی فعال، سبب کاهش استفاده از رویه‌های غیر محافظه‌کارانه برای مدیریت سود می‌شود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

اعمال کنترل و نظارت از سوی سهامداران به‌ویژه سهامدارانی که به‌طور مستقیم دارای عضو هیئت مدیره باشند، می‌تواند به عنوان یک ابزار نظارتی مؤثر برای بهبود کیفیت گزارشگری مالی مورد توجه قرار گیرد. انتظار می‌رود هر چه قدرت سهامداران برای نظارت بر فرآیند گزارشگری مالی بیشتر باشد، کیفیت حاکمیت شرکتی بهتر شود. حقوق سهامداران در قالب میزان توانایی آن‌ها بر اعمال کنترل منابع اقتصادی شرکت، تغییر مدیران سودجو، فرصت طلب و ناکارآمد، نظارت بر مدیران شرکت و هدایت آن‌ها یا تغییر مالکیت تبلور می‌یابد به گونه‌ای که این امر موجب افزایش ارزش شرکت شود. سهامداران به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی نیز نقشی مهم ایفا می‌کنند. از دیدگاه نظری جایگاه سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی پیچیده است. از یک دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می‌کند که می‌تواند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشد، زیرا نفوذشان بر مدیریت شرکت می‌تواند مبنایی باشد برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران. هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی افزوده می‌شود، زیرا آن‌ها بسیار بزرگ و با نفوذ شده و در عین حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به‌دست آورده‌اند. در واقع در ادبیات مالی از تمرکز مالکیت به عنوان سازوکاری مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد. با وجود این، چنین تمرکزی می‌تواند تاثیرات منفی نیز داشته باشد؛ مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچک ایجاد می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی هم‌چنین می‌توانند مشکلات نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام مالک عمده، که مشکل برخاسته از جدایی مالکیت و کنترل را کاهش می‌دهد، وخیم‌تر کنند؛ اگرچه رشد تمرکز مالکیت این مشکل را برطرف می‌کند. به واقع یک میانجی بزرگ مانند یک سرمایه‌گذار نهادی می‌تواند مشکلات نمایندگی را به دلیل توانایی او در برای کسب مزیت صرفه اقتصادی مقیاس و تنوع‌بخشی حل‌وفصل کند. با توجه به این مبحث به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران نهادی در مقام سهامداران شرکت‌ها هم علت و هم راه‌حل مشکل نمایندگی را بازنمایی می‌کنند. وجودشان در مقام سهامدار، باعث جدایی مالکیت و کنترل می‌شود در حالی که درگیری فزاینده‌شان در شرکت‌ها و متمرکز کردن مالکیت، ابزاری برای نظارت بر مدیران شرکت و در واقع حل‌وفصل مشکلات نمایندگی به دست می‌دهد (کردتبار، ۱۳۸۷).

### نوسان‌پذیری عملکرد

بررسی عملکرد شرکت‌ها از مهم‌ترین موضوع‌های مورد توجه مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر اشخاص ذی‌نفع محسوب می‌شود و نتایج حاصل از آن مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج از شرکت‌هاست. منابع تأمین مالی شرکت‌ها براساس سیاست‌های تأمین مالی آن‌ها، به دو بخش تأمین مالی داخلی و خارجی شرکت تقسیم می‌شود. در تأمین مالی داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند، یعنی به‌جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های به‌طور عمده عملیاتی شرکت برای کسب بازدهی بیشتر به کار می‌گیرد. مدیر باید بررسی کند که باید از کدام روش استفاده شود تا علاوه بر ساختار مطلوب سرمایه، ریسک را به سطح مورد قبول برای سرمایه‌گذاران کاهش داده و شرکت بتواند عملکرد بالایی از خود نشان دهد (جهانخانی و شوری، ۱۳۹۰). محیط فعالیت شرکت‌ها به سرعت در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات، مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و گسترش فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشند. شرکت‌ها برای سرمایه-

گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و نحوه استفاده از آن‌ها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آن‌ها را تعیین کند (جهانخانی و شوری، ۱۳۹۰).

### پیشینه پژوهش

حسینی و برخورداری (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت نهادی بر رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره و حق‌الزحمه خدمات حسابرسی: تقابل دیدگاه‌های مبتنی بر عرضه و تقاضا در قیمت‌گذاری خدمات حسابرسی پرداختند و طبق نتایج به دست آمده، رابطه معنادار و مثبتی بین استقلال هیئت‌مدیره و حق‌الزحمه خدمات حسابرسی وجود دارد. افزون بر این، بین تمرکز مالکیت و حق‌الزحمه خدمات حسابرسی رابطه معنادار و منفی برقرار است. از طرفی، نتایج گویای تأثیر معنادار و منفی تمرکز مالکیت نهادی بر رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره و حق‌الزحمه خدمات حسابرسی است. این روابط هم در سطوح بالای استقلال هیئت‌مدیره و هم در سطوح بالای تمرکز مالکیت تأیید شدند. بر اساس شواهد، اندازه مؤسسه حسابرسی رابطه معناداری با حق‌الزحمه خدمات حسابرسی شرکت‌های نمونه ندارد. حق‌الزحمه خدمات حسابرسی شرکت‌ها با اندازه، نسبت بدهی، نسبت حساب‌های دریافتی و موجودی‌ها و اظهارنظر حسابرسان رابطه معنادار و مثبتی برقرار می‌کند؛ اما رابطه بین حق‌الزحمه خدمات حسابرسی شرکت‌ها با نسبت جاری و بازده دارایی‌ها معنادار و منفی است. ولی‌زاده لاریجانی و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی اثر تعاملی کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر نوسان‌پذیری عملکرد شرکت پرداختند و بر اساس یافته‌های این پژوهش، کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت حاکمیت شرکتی با نوسان‌پذیری عملکرد شرکت رابطه منفی معنادار دارد. همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی، رابطه منفی بین کیفیت ارقام تعهدی با نوسان‌پذیری عملکرد شرکت را تشدید می‌کند.

احمدی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر همزمان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود با نقش میانجی ساختار سرمایه و عملکرد مالی پرداختند و نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی به‌طور مستقیم و غیرمستقیم (از طریق متغیر میانجی عملکرد مالی) بر کیفیت سود تأثیر مثبت معنادار دارند؛ اما از طریق متغیر میانجی ساختار سرمایه، به‌طور معناداری تأثیر منفی می‌گذارند. به‌علاوه یافته‌ها نشان‌دهنده این است که تأثیر مستقیم حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود، قوی‌تر از تأثیر غیرمستقیم آنهاست.

اکبری و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر عملکرد مالی با تعدیل‌کنندگی کیفیت افشای اطلاعات: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج به دست آمده نشان می‌دهد رقابت در بازار محصول بر عملکرد مالی تأثیر می‌گذارد. همچنین کیفیت افشای اطلاعات رابطه بین رقابت در بازار محصول و عملکرد مالی را تعدیل می‌کند؛ به‌طوری که با ورود متغیر تعدیل‌کننده میزان توضیح‌دهندگی متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی افزایش می‌یابد.

محمد عاطق و رحمان (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی تأثیر احساس سرمایه‌گذار بر بازده، جریان‌های نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد پرداختند و نتایج نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر قابل توجهی بر فعالیت‌های بازار دارد و یافته‌های پژوهش با نظریه‌های مالی موجود در رفتار است. نتایج پژوهش نه تنها تأیید نظری اهمیت احساس سرمایه‌گذار در شاخص‌های کل بازار و سطح شرکت را ارائه می‌دهد، بلکه همچنین دیدگاه‌های جدیدی راجع به احساسات مبتنی بر بازار، مبتنی بر اخبار و رسانه‌های اجتماعی را ارائه می‌دهد.

تران و ترکیلا (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه میان تمرکز قدرت اعضای هیئت‌مدیره و نوسان‌پذیری عملکرد پرداختند و با استفاده از ایجاد دو شاخص رتبه‌ای و طولی، تمرکز قدرت هیئت‌مدیره را اندازه‌گیری کردند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که شرکت‌های با تمرکز بیشتر قدرت هیئت‌مدیره، نوسان‌پذیری عملکرد بیشتری دارند. گونسکاراج و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین قدرت هیئت‌مدیره (از طریق شاخص‌هایی هم‌چون حق حضور تقریبی اعضای هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، تفکیک مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره و...) و عملکرد شرکت‌های سهامی را بررسی کردند و بیان داشتند که عملکرد شرکت به‌طور عمیق، تحت تأثیر ساختار و قدرت هیئت‌مدیره است، اما می‌بایست تأثیر عوامل دیگر از جمله جایگاه شرکت در بازار سهام را نیز در نظر گرفت.

### فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین به‌منظور دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه ذیل ارائه می‌گردد. مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد تأثیر معناداری دارد.

الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه انتخاب شده است: معادله (۱):

$$ROAV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACINS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در معادله فوق به ترتیب:

ROAV: شاخص نوسان‌پذیری عملکرد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

ACINS: شاخص سهامداران نهادی فعال شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

SIZE: شاخص اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

LEV: شاخص اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

نحوه اندازه‌گیری متغیرها به‌شرح جدول (۱) است:

جدول (۱): نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع متغیر	نحوه اندازه‌گیری
مالکیت نهادی فعال	مستقل	نسبت سهام عادی در اختیار مالکان نهادی فعال (مالکان نهادی دارای نماینده در هیأت مدیره)
نوسان‌پذیری عملکرد	وابسته	از انحراف معیار بازده دارایی‌ها برای دوره سه ساله $t+1$ تا $t-1$ به دست می‌آید. بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها حاصل می‌شود
اندازه شرکت	کنترلی	$\ln$ (تعداد سهام $\times$ قیمت سهام)
اهرم مالی	کنترلی	تقسیم بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

### روش شناسی پژوهش

با توجه به این که داده‌ها مربوط به اطلاعات شرکت‌های واقعی بوده و نتایج آن می‌تواند راه‌گشای تصمیم‌های فعالان بازار سرمایه قرار گیرد از این رو پژوهش کاربردی محسوب می‌گردد. از طرف دیگر به دلیل این که رابطه علی و معلولی بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش مورد بررسی قرار خواهد گرفت، لذا از لحاظ انجام، علی پس از وقوع است. از لحاظ نحوه اجرا توصیفی و از لحاظ ارتباط بین متغیرها از نوع همبستگی است. و از نوع جمع‌آوری داده‌ها از نوع پژوهش‌های کمی و از لحاظ زمان اجرا گذشته‌نگر و همچنین منطق اجرا استقرایی می‌باشد. مقیاس اندازه‌گیری داده‌های جمع‌آوری شده، مقیاس نسبی است. مقیاس نسبی دارای کلیه ویژگی‌های مقیاس‌های فاصله‌ای، ترتیبی و اسمی است.

مقیاس نسبی، دقیق‌ترین مقیاس اندازه‌گیری است. این مقیاس دارای ارزش صفر حقیقی می‌باشد. یعنی نقطه‌ای در مقیاس که نمایانگر فقدان کامل ویژگی مورد اندازه‌گیری است.

جامعه پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ که بالغ بر ۵۵۸ شرکت است، در نظر گرفته شده است. در این پژوهش از حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه‌ها استفاده شده است.

با توجه به محدودیت‌ها ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه‌ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

به‌طور کلی اطلاعات و داده‌های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه‌ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

### یافته‌های پژوهش

توصیف اطلاعات گردآوری شده یکی از فرآیندهای پژوهش در بخش تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش است که گزارش آنها در پژوهش، مهم است. داده‌های پژوهش با استفاده از منابع اطلاعاتی دست دوم گردآوری و دسته‌بندی شده است. توصیف اطلاعات و داده‌های آماری با توجه به مقیاس‌های اندازه‌گیری انتخاب می‌گردد. بنابراین در این بخش در مورد ویژگی‌های نمونه آماری و شاخص‌های مربوط به صورت‌های مالی اعضای نمونه آماری بحث و بررسی صورت گرفته است که در ادامه به آنها در دو بخش جداگانه پرداخته شده است.

به‌طور کلی، روش‌هایی را که به‌وسیله آنها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. لازم به ذکر است که پس از حذف داده‌های پرت و مرتب‌سازی داده‌ها، تعداد شرکت-سال‌های متغیرهای پژوهش با اندکی کاهش مواجه شده است.

جدول (۲): شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد سال-شرکت	میانگین	میان	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
نوسان‌پذیری عملکرد	ROAV	۷۰۰	۰/۰۵۱	۰/۰۴۹	۰/۰۱۷	۰/۰۹۷	۰/۰۰۴
سهامداران نهادی فعال	ACINS	۷۰۰	۰/۳۱۸	۰/۳۰۵	۰/۳۱۷	۹۷۱۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۷۰	۱۱/۴۷	۱۱/۳۳	۱/۵۸۷	۱۳/۵۵	۶/۴۱۳
اهرم مالی	LEV	۷۰۰	۰/۳۵۸	۰/۳۵۱	۰/۱۱۳	۰/۵۶۴	۰/۰۴۶

در مطالعه حاضر روش برآورد مدل براساس داده‌های تابلویی است. این روش تلفیقی از اطلاعات سری زمانی (۱۳۹۵-۱۳۹۹) و داده‌های مقطعی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. تمامی ارقام محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای مدل برحسب میلیون ریال می‌باشد. برنامه‌ی نرم‌افزاری مورد استفاده در این پژوهش، برنامه نرم‌افزاری ایویوز ۹ می‌باشد. مدل‌های برآورد شده با توجه به فرضیه‌های ارائه شده به صورت مدل رگرسیون چندمتغیره ارائه شده‌اند.

جدول (۳): نتایج آزمون چاو، جهت تشخیص همگن یا ناهمگن بودن مقاطع

آزمون مدل	F	احتمال آماره F	نتیجه آزمون چاو
مدل پژوهش	۱۵/۳۸۲	۰/۰۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود

همان‌گونه که در جدول (۳)، دیده می‌شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به‌دست آمده برای آماره F در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل‌ها، داده‌ها به‌صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

**جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن، جهت تشخیص استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی**

آزمون مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۲۸/۷۶۱	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل پژوهش، با توجه به اینکه در ازاء خطای ۵ درصد میزان آماره هاسمن برای مدل پژوهش (۲۸/۷۶۱) شده است و از طرفی میزان سطح معناداری کمتر از ۵ صدم است، لذا  $H_0$  رد می‌شود. رد  $H_0$  نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می‌باشد و بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود.

**جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه**

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۱۴۹	۰/۰۴۰	۳/۶۹۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی فعال	$\beta_1$ (ACINS)	-۰/۳۲۶	۰/۱۰۲	-۳/۱۸۲	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت	$\beta_2$ (SIZE)	۰/۱۷۸	۰/۰۴۹	۳/۵۷۶	۰/۰۰۲۷
اهرم مالی	$\beta_3$ (LEV)	-۰/۲۹۶	۰/۰۷۸	-۳/۷۶۵	۰/۰۰۹۶
آماره F		۱۱/۹۶۳			
سطح معناداری (Prob.)		(۰/۰۰۰)			
آماره دوربین واتسون		۱/۸۵۳			
ضریب تعیین ( $R^2$ )		۰/۷۹۸			
ضریب تعیین تعدیل شده ( $AdjR^2$ )		۰/۷۷۳			

با توجه به نتایج آزمون مدل پژوهش، سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطا بوده و کل مدل رگرسیونی معنادار است. آماره دوربین واتسون (۱/۸۵۳) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$  نتایج آزمون نشان می‌دهد مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد تأثیر مثبت و معناداری دارد. بنابراین  $H_0$  پژوهش را می‌توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. همچنین سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_2$  نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اندازه شرکت با نوسان‌پذیری عملکرد رابطه مثبت و معناداری دارد و سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_3$  نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اهرم مالی با نوسان‌پذیری عملکرد رابطه منفی و معناداری دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۷۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

**نتیجه‌گیری کلی**

هدف پژوهش حاضر مطالعه تأثیر مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه نشان داد که مالکیت نهادی فعال بر نوسان‌پذیری عملکرد تأثیر مثبت و معناداری دارد. نتایج متغیرهای کنترلی نیز نشان داد اندازه شرکت با نوسان‌پذیری عملکرد رابطه مثبت و معناداری دارد و اهرم مالی با نوسان‌پذیری عملکرد رابطه منفی و معناداری دارد. در تفسیر این نتیجه باید نمود که سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل در اختیار داشتن حجم بالایی از سهام در هر زمانی نقش به‌سزایی در عملکرد بازارهای سرمایه، شرکت‌ها و اقتصاد دارند. این سرمایه‌گذاران با کنترلی که بر سهام شرکت‌ها دارند نقش مهمی را در قیمت و بازده سهام شرکت‌ها ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی مانع رفتار فرصت‌طلبانه و خوش‌بینی مدیران در ارائه سود حسابداری بوده، با افزایش سطح مالکیت آن‌ها تمایل شرکت‌ها به استفاده از رویه‌های محافظه‌کارانه

بیشتر می‌گردد. این نتایج نشان می‌دهند که مالکان نهادی فعالانه بر مدیران و تصمیم‌ها و رویه‌های حسابداری اتخاذ شده از سوی آن‌ها نظارت می‌کنند که نتیجه آن افزایش عملکرد است. به بیان دیگر سرمایه‌گذاران نهادی فعال با نظارت کارآمد خود می‌توانند مانع از کاهش نوسان‌پذیری عملکرد شرکت شوند و در صورت عدم نظارت کارآمد باعث افزایش نوسان‌پذیری عملکرد می‌شوند.

با توجه به نتایج فرضیه پژوهش به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی پیشنهاد می‌گردد، که هنگام استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌ها به عامل ترکیب سهامداران نیز توجه کنند. براساس یافته‌های این پژوهش، به طور کلی سود شرکت‌هایی که از درصد سرمایه‌گذاران نهادی بالایی برخوردارند، باکیفیت‌تر است. به مدیران پیشنهاد می‌گردد، که از نظرات و ایده‌های مالکین نهادی فعال بیشتر در جهت ایفای نقش نظارتی بر عملکرد شرکت توجه نمایند، چون نقش نظارتی مالکین نهادی فعال و افزایش کیفیت نظارت سبب افزایش کیفیت راهبری شرکتی می‌شود که در نهایت شفافیت اطلاعات و بهبود کیفیت گزارشگری مالی را به دنبال دارد. کاهش مالکیت نهادی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود، و در نهایت موجب کاهش نوسان‌پذیری عملکرد می‌شود.

## منابع

- ✓ احمدی، محمد رمضان، آهنگری، عبدالمجید، حاجب، حمیدرضا، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر همزمان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود با نقش میانجی ساختار سرمایه و عملکرد مالی، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۷، شماره ۱، صص ۸۳-۱۰۲.
- ✓ اکبری، محسن، فرخنده، مهسا، ایاغ، زهرا، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر عملکرد مالی با تعدیل‌کنندگی کیفیت افشای اطلاعات: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۷، شماره ۱، صص ۲۹-۴۴.
- ✓ جهانخانی، علی و پارسائیان، علی. (۱۳۸۹)، مدیریت مالی، انتشارات سمت.
- ✓ جهانخانی، علی، شوری، مجتبی، (۱۳۹۰)، مدیریت مالی نوین، انتشارات سمت.
- ✓ حافظ‌نیا، محمدرضا، (۱۳۸۴)، مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، انتشارات سمت.
- ✓ حساس‌یگانه، یحیی، (۱۳۸۴)، فلسفه حسابرسی، تهران، شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.
- ✓ حسنی، محمد و برخوردار، حمیده، (۱۳۹۹)، مطالعه تأثیر تمرکز مالکیت نهادی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و حق الزحمه خدمات حسابرسی: تقابل دیدگاه‌های مبتنی بر عرضه و تقاضا در قیمت‌گذاری خدمات حسابرسی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۷، شماره ۱، صص ۳۲-۵۹.
- ✓ خواجه‌ی شکرالله، محسنی فرد، غلامعلی، رضایی، غلامرضا، حسینی‌راد، سید داوود، (۱۳۹۲)، بررسی اثرهای رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره سوم، صص ۱۱۹-۱۳۴.
- ✓ ستایش، محمدحسین، کاشانی‌پور، فرهاد، (۱۳۹۰)، بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صص ۵۷-۷۴.
- ✓ کردتبار، حسین، (۱۳۸۷)، بررسی ارتباط بین اعضای غیر موظف هیئت مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی عمده با رفتار مدیریت سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران.



- ✓ مهرانی، ساسان، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره دوم، شماره اول، صص ۴۷-۶۲.
- ✓ ولی زاده لاریجانی، اعظم، حسینی، سیدعلی، طهماسبی، مهسا، (۱۳۹۹)، اثر تعاملی کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر نوسان‌پذیری عملکرد شرکت، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۷، شماره سوم، صص ۴۵۴-۴۷۴.
- ✓ Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., Walther, B.R., (2010). The financial reporting environment, review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), 296-343.
- ✓ Gunasekarage, A., Luong, H., Truong, T.T. (2020). Growth and market share matrix, CEO power, and firm performance. *Pacific - Basin Finance Journal*, 59, 101-257.
- ✓ Miller, K.D., Bromiley, P., (1990). Strategic risk and corporate performance, an analysis of alternative risk measure. *The Academy of Management Journal*, 33(4), 756-779.
- ✓ Muhammad Ateeq & Rehman. (2021). The Impact of Investor Sentiment on Returns, Cash Flows, Discount Rates, and Performance, *Borsa Istanbul Review* Available online 17 June 2021.
- ✓ Sow, I., Tozo, K. (2019). The impact of Corporate Governance on firm's Performance and Earnings Management: The Case of China's Listed firms. *International Journal of Science and Business*, 3(1), 84-96.
- ✓ Tran, H., Turkiela, J. (2020). The powers that be: Concentration of authority within the board of directors and variability in firm performance, *Journal of Corporate Finance*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3318660>.