



بررسی اثر هم‌زمان مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده بر کیفیت سود با رویکرد میانجی‌گری عملکرد مالی شرکت‌ها

سمیرا منصوری^{۱*}

۱- کارشناسی ارشد، مدیریت مدیریت بازرگانی داخلی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر، استان زنجان شهرستان ابهر، ایمیل:

samiraamansorikhah@gmail.com

* نویسنده مسئول

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر هم‌زمان مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده بر کیفیت سود با نقش میانجی عملکرد مالی شرکت‌ها است. در دهه اخیر، کیفیت سود به‌عنوان شاخصی کلیدی در ارزیابی سلامت اطلاعات مالی و اعتماد سرمایه‌گذاران مطرح شده است. ساختار مالکیت شرکت‌ها و میزان تمرکز سهامداران می‌تواند بر رفتار مدیران در گزارشگری مالی اثرگذار باشد و از طریق عملکرد مالی، کیفیت سود را تغییر دهد. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ است. داده‌ها از سامانه کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل معادلات ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت سود دارد و تمرکز سهامداران عمده، در سطوح بالا، رابطه‌ای معکوس با کیفیت سود ایجاد می‌کند. همچنین، عملکرد مالی نقش میانجی معناداری بین ساختار مالکیت و کیفیت سود ایفا می‌کند؛ به‌طوری‌که افزایش بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) منجر به ارتقای کیفیت سود می‌شود. این یافته‌ها اهمیت ایجاد توازن در ترکیب سهامداران نهادی و عمده را برای بهبود شفافیت گزارشگری مالی و اعتماد بازار سرمایه نشان می‌دهد. نتایج تحقیق می‌تواند برای سیاست‌گذاران مالی، حسابرسان و مدیران شرکت‌ها در تدوین راهبردهای حاکمیت شرکتی مؤثر باشد.

کلمات کلیدی: مالکیت نهادی، تمرکز سهامداران عمده، کیفیت سود، عملکرد مالی، حاکمیت شرکتی.

Simultaneous Effect of Institutional Ownership and Major Shareholder Concentration on Earnings Quality with the Mediating Role of Financial Performance

Samira Mansouri^{1,*}

1- Master of Science, Domestic Business Management, Islamic Azad University, Abhar Branch, Zanjan Province, Abhar County.

Email: samiraamansorikhah@gmail.com

* Corresponding Author

Abstract

The purpose of this study is to examine the simultaneous effect of institutional ownership and major shareholder concentration on earnings quality, considering the mediating role of financial performance. Over the last decade, earnings quality has become a key indicator in assessing the reliability of financial information and investor confidence. Corporate ownership structures and shareholder concentration significantly influence managerial behavior in financial reporting and, through financial performance, affect the quality of earnings. The statistical population includes companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2018 and 2023. Real data were collected from the CODAL system and Rahavard-Novin database. The research hypotheses were tested using the partial least squares (PLS) structural equation modeling approach. The results indicate that institutional ownership has a positive and significant effect on earnings quality, while high shareholder concentration shows a negative association. Financial performance mediates the relationship between ownership structure and earnings quality, where increases in return on assets (ROA) and return on equity (ROE) enhance the

reliability of earnings. These findings emphasize the necessity of balancing institutional and major shareholder compositions to improve corporate transparency and market trust. The results are useful for regulators, auditors, and financial managers in developing effective corporate governance strategies.

Keywords: Institutional Ownership, Major Shareholder Concentration, Earnings Quality, Financial Performance, Corporate Governance.

۱- مقدمه

در فضای رقابتی امروز، کیفیت سود به عنوان یکی از شاخص‌های اصلی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و اعتماد سرمایه‌گذاران، جایگاه ویژه‌ای یافته است. کیفیت سود نشان می‌دهد تا چه اندازه سود گزارش شده بازتابی از واقعیت‌های اقتصادی و جریان‌های نقدی آتی است و در نتیجه، نقشی حیاتی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی دارد. پژوهش‌های اخیر بیانگر آن است که ساختار مالکیت، یکی از عوامل کلیدی مؤثر بر کیفیت سود است و می‌تواند رفتار مدیران را در انتخاب روش‌های حسابداری، افشای اطلاعات و مدیریت سود شکل دهد [۱-۳].

در این میان، دو مؤلفه اصلی ساختار مالکیت یعنی مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده از دیدگاه نظری و تجربی بیشترین تأثیر را بر کیفیت سود دارند. مالکیت نهادی، که شامل سهام‌داران حقوقی نظیر صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری است، معمولاً به عنوان سازوکاری نظارتی بر مدیریت شناخته می‌شود. حضور فعال این نهادها می‌تواند از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در مدیریت سود جلوگیری کرده و در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی را بهبود بخشد [۴،۵]. در مقابل، تمرکز بیش از حد سهام در اختیار تعداد محدودی از سهامداران عمده، ممکن است به قدرت‌گیری گروه‌های خاص و کاهش شفافیت اطلاعاتی بینجامد، به‌ویژه زمانی که سهامداران عمده در پی کسب منافع شخصی کوتاه‌مدت باشند [۶،۷].

در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، که ساختار بازار سرمایه در حال گذار از مالکیت دولتی به خصوصی است، بررسی نقش این دو سازوکار در تبیین کیفیت سود اهمیتی دوچندان دارد. در سال‌های اخیر، گزارش‌های سازمان بورس و اوراق بهادار نشان داده‌اند که حدود ۶۵ درصد از ارزش بازار شرکت‌های بورسی در اختیار سهامداران نهادی و حقوقی است و بیش از ۳۰ درصد سهام در دست کمتر از ۱۰ سهامدار عمده متمرکز است (گزارش عملکرد بورس تهران، ۱۴۰۲). این تمرکز مالکیت می‌تواند از یک سو موجب نظارت مؤثرتر بر مدیریت و از سوی دیگر، زمینه‌ساز دستکاری سود با هدف حفظ منافع گروهی شود [۸].

پژوهش‌های بین‌المللی نیز یافته‌های متناقضی در این زمینه ارائه داده‌اند. برای مثال، Trinh (2023) نشان داد که وجود سهامداران نهادی بلندمدت، به کاهش اقلام تعهدی اختیاری و افزایش پایداری سود منجر می‌شود [۱]. در حالی که Kałdoński و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند که فشار بازار سرمایه و ناپایداری مالکیت نهادی، سطح مدیریت سود را افزایش می‌دهد [۹]. در ایران نیز مطالعاتی مانند تحقیق سجادی (۱۴۰۱) و لطفی کلهری (۱۴۰۲) تأکید کرده‌اند که اثر مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران بر کیفیت سود به عوامل میانجی همچون عملکرد مالی و اندازه شرکت وابسته است [۶،۷].

عملکرد مالی شرکت‌ها یکی از سازوکارهای میانجی مهم میان ساختار مالکیت و کیفیت سود به‌شمار می‌آید. عملکرد مطلوب مالی به‌طور طبیعی انگیزه مدیران برای دستکاری سود را کاهش می‌دهد، زیرا شرکت در وضعیت اقتصادی مناسب نیازی به تغییر مصنوعی در ارقام حسابداری ندارد. در مقابل، عملکرد ضعیف ممکن است مدیران را به استفاده از اقلام تعهدی اختیاری سوق دهد تا تصویر بهتری از وضعیت شرکت ارائه کنند [۲،۴]. از سوی دیگر، سهامداران نهادی معمولاً تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بالاتری دارند، زیرا این شاخص‌ها بازتابی از پایداری سود و کارایی مدیریتی هستند [۵].

به همین دلیل، پژوهش حاضر با تمرکز بر نقش میانجی عملکرد مالی، به دنبال بررسی این پرسش است که آیا ترکیب مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده می‌تواند از طریق بهبود عملکرد مالی، کیفیت سود شرکت‌های بورسی را ارتقا دهد یا خیر. این مطالعه با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران طی دوره ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲، سعی دارد پاسخی تجربی به این پرسش ارائه دهد.

جدول ۱. توصیف اجمالی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	تعریف مفهومی	شاخص اندازه‌گیری	منبع داده
مالکیت نهادی	درصد سهام در اختیار نهادهای حقوقی	مجموع سهام حقوقی بر کل سهام	سامانه کدال
تمرکز سهامداران عمده	سهام سهامداران با مالکیت بیش از ۵٪	مجموع درصد سهامداران عمده	گزارش‌های سالانه شرکت‌ها
عملکرد مالی	بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	داده‌های ترازنامه و صورت سود و زیان	ره‌آورد نوین
کیفیت سود	پایداری سود و اقلام تعهدی اختیاری	مدل جونز تعدیل‌شده	نرم‌افزار Eviews

منبع: تنظیم نگارنده بر اساس داده‌های بورس تهران و مطالعات [۱-۷].

پژوهش حاضر از چند جهت دارای نوآوری است. نخست، برخلاف بیشتر تحقیقات داخلی که اثر جداگانه هر یک از سازوکارهای مالکیت را بر کیفیت سود بررسی کرده‌اند، این مطالعه به اثر هم‌زمان و تعاملی آن‌ها می‌پردازد. دوم، با گنجانیدن عملکرد مالی به عنوان متغیر میانجی، مسیر علی دقیق‌تری میان ساختار مالکیت و کیفیت سود ترسیم می‌شود. سوم، داده‌های پژوهش مبتنی بر اطلاعات رسمی سامانه کدال است که اعتبار نتایج را افزایش می‌دهد.

در نهایت، انتظار می‌رود یافته‌های این مطالعه ضمن کمک به غنای ادبیات حسابداری و مالی، مبنایی برای تصمیم‌گیری نهادهای ناظر بازار سرمایه و تدوین سیاست‌های شفافیت مالی در ایران فراهم کند.

بیان مسئله

در ادبیات مالی و حسابداری، کیفیت سود همواره یکی از دغدغه‌های اساسی سرمایه‌گذاران و نهادهای ناظر بوده است؛ زیرا سود گزارش شده نخستین مبنای تصمیم‌گیری در ارزش‌گذاری سهام و ارزیابی عملکرد مدیران است. در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، که بخش قابل توجهی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار نهادهای حقوقی و گروهی از سهامداران عمده متمرکز است، پرسش مهمی مطرح می‌شود: آیا این تمرکز مالکیت منجر به بهبود نظارت و ارتقای کیفیت سود می‌شود یا برعکس، زمینه‌ساز مدیریت سود و کاهش شفافیت اطلاعاتی است؟

از یک سو، نظریه نمایندگی بیان می‌کند که مالکیت نهادی می‌تواند نقش کنترل‌کننده بر رفتار مدیران ایفا کند و از طریق نظارت حرفه‌ای، احتمال تحریف سود را کاهش دهد [۱،۴]. از سوی دیگر، نظریه هم‌سویی منافع معتقد است که تمرکز بیش از حد سهام ممکن است منافع سهامداران عمده را بر منافع سهامداران خرد ترجیح دهد و زمینه سوءاستفاده از اطلاعات داخلی را افزایش دهد [۶،۹]. این دو دیدگاه متضاد موجب شده‌اند که نتایج پژوهش‌های پیشین، به‌ویژه در بازارهای نوظهور، متناقض و غیرقطعی باشند.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که اکثر پژوهش‌های داخلی، اثر مالکیت نهادی یا تمرکز سهامداران را به‌صورت جداگانه تحلیل کرده‌اند و کمتر به تعامل هم‌زمان این دو سازوکار پرداخته‌اند. افزون بر آن، در بیشتر مطالعات، عملکرد مالی شرکت‌ها صرفاً به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است، در حالی که عملکرد مالی می‌تواند مسیر علی بین ساختار مالکیت و کیفیت سود را شکل دهد. این نقش میانجی عملکرد مالی، حلقه‌ی گمشده‌ای در پژوهش‌های پیشین است که می‌تواند تبیین عمیق‌تری از رفتار مدیران در زمینه مدیریت سود ارائه دهد [۲،۵،۱۰].

از منظر سیاست‌گذاری، شناسایی تأثیر ترکیب سهامداران نهادی و عمده بر کیفیت سود، به تصمیم‌گیران بازار سرمایه کمک می‌کند تا چارچوبی کارآمد برای بهبود حاکمیت شرکتی و شفافیت مالی تدوین کنند. با توجه به افزایش وابستگی سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی و رشد حضور سهامداران نهادی در بورس ایران، این پژوهش می‌کوشد با استفاده از داده‌های شرکت‌های بورسی طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲، پاسخی علمی به این شکاف پژوهشی ارائه دهد.

بنابراین، مسئله اصلی تحقیق چنین بیان می‌شود:

آیا مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده از طریق عملکرد مالی می‌توانند بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار باشند؟

روش تحقیق

نوع و ماهیت پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی-تحلیلی است. این مطالعه بر مبنای داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده و رویکرد آن کمی و استقرایی است. از آنجا که هدف اصلی، بررسی روابط علی میان متغیرها و تحلیل اثر میانجی عملکرد مالی است، از مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM) بر پایه روش حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. این رویکرد به دلیل توانایی در تحلیل مدل‌های چندمتغیره با نمونه‌های محدود و داده‌های غیرنرمال برای پژوهش‌های مالی بسیار مناسب است [۲].

جامعه آماری و دوره زمانی

جامعه آماری شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ است. معیار انتخاب بازه زمانی، دسترسی به داده‌های منظم و قابل‌مقایسه از سامانه‌های رسمی بازار سرمایه بوده است. پس از اعمال محدودیت‌ها، شرکت‌های فعال در بخش‌های مالی، بانکی و سرمایه‌گذاری به دلیل تفاوت ساختار مالی از جامعه حذف شدند. همچنین شرکت‌هایی که طی دوره مذکور وقفه در گزارش‌دهی مالی یا تغییر سال مالی داشتند، کنار گذاشته شدند. بر این اساس، ۱۳۸ شرکت واجد شرایط نهایی انتخاب شدند.

روش نمونه‌گیری و منابع داده

روش نمونه‌گیری پژوهش حذفی سیستماتیک است؛ بدین معنا که شرکت‌هایی که معیارهای فوق را نداشتند، از نمونه حذف شدند. داده‌ها از سامانه کدال، پایگاه ره‌آورد نوین و گزارش‌های سالانه شرکت‌ها استخراج شد. داده‌ها شامل اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت، ارقام تعهدی، دارایی‌ها، سود خالص و شاخص‌های عملکرد مالی است. برای صحت‌سنجی داده‌ها از تطبیق ارقام حسابرسی‌شده با گزارش‌های رسمی استفاده شد.

متغیرهای پژوهش

در این مطالعه، متغیرهای اصلی عبارت‌اند از:

- متغیر وابسته: کیفیت سود (EQ) که با استفاده از مدل تعدیل‌شده جونز اندازه‌گیری می‌شود. ارقام تعهدی اختیاری به‌عنوان شاخص معکوس کیفیت سود در نظر گرفته شده‌اند؛ یعنی هرچه میزان ارقام تعهدی اختیاری کمتر باشد، کیفیت سود بالاتر است.
- متغیرهای مستقل: مالکیت نهادی (INST) که برابر با نسبت سهام در اختیار نهادهای حقوقی به کل سهام شرکت است، و تمرکز سهامداران عمده (CONC) که مجموع درصد سهامداران دارای بیش از ۵٪ مالکیت را نشان می‌دهد.
- متغیر میانجی: عملکرد مالی (FP) که از دو شاخص بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) محاسبه شده است.
- متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت (SIZE)، نسبت بدهی به دارایی (LEV) و رشد فروش (GROW).

مدل تحلیلی پژوهش

مدل رگرسیونی بر اساس رویکرد معادلات ساختاری به‌صورت زیر تدوین شده است:

$$FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \cdot INST_{it} + \beta_2 \cdot CONC_{it} + \beta_3 \cdot SIZE_{it} + \beta_4 \cdot LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$EQ_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot INST_{it} + \gamma_2 \cdot CONC_{it} + \gamma_3 \cdot FP_{it} + \gamma_4 \cdot SIZE_{it} + \gamma_5 \cdot GROW_{it} + \mu_{it}$$

که در آن i نماینده شرکت و t نشان‌دهنده سال است. ضرایب β_3 و γ_3 بیانگر نقش میانجی عملکرد مالی میان ساختار مالکیت و کیفیت سود هستند.

نرم‌افزارها و آزمون‌ها

برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای EViews 12 و SmartPLS 4 استفاده شده است. آزمون‌های زیر جهت اطمینان از صحت مدل انجام شدند:

۱. آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) برای نرمال بودن داده‌ها.
۲. آزمون هم‌خطی (VIF) برای تشخیص هم‌خطی میان متغیرها.
۳. آزمون دوربین-واتسون جهت بررسی خودهمبستگی جملات خطا.
۴. آزمون‌های ضرایب مسیر و بوت‌استرپ (Bootstrap) برای ارزیابی معناداری روابط مستقیم و غیرمستقیم.

روایی و پایایی مدل

پیش از آزمون فرضیات، شاخص‌های برازش مدل بررسی شد. مقادیر AVE برای تمامی سازه‌ها بیش از ۵/۰ و مقدار CR بیش از ۷/۰ بود که نشان‌دهنده روایی همگرا و پایایی مناسب مدل است. همچنین شاخص Q^2 مثبت به‌دست آمد که بیانگر قدرت پیش‌بینی مدل برای متغیر وابسته است.

شاخص‌های آماری نمونه

میانگین مالکیت نهادی شرکت‌ها در دوره مورد بررسی ۵۶ درصد و میانگین تمرکز سهامداران عمده ۳۴ درصد گزارش شد. میانگین بازده دارایی‌ها برابر با ۷/۸ درصد و میانگین اقلام تعهدی اختیاری معکوس (شاخص کیفیت سود) ۱۲/۰ بوده است. این داده‌ها بر اساس آمار بورس تهران محاسبه و از میانگین صنایع مختلف استخراج شده‌اند (کدال، ۱۴۰۲).

جدول ۲. خلاصه شاخص‌های آماری متغیرهای پژوهش

شاخص آماری	مالکیت نهادی (%)	تمرکز سهامداران (%)	ROA (%)	کیفیت سود (EQ)	اندازه شرکت (میلیارد ریال)
میانگین	۵۶	۳۴	۸،۷	۰،۱۲	۲،۴۰۰
میانه	۵۳	۳۲	۸،۲	۰،۱۰	۲،۱۰۰
حداقل	۱۸	۱۲	۲،۴	۰،۰۵	۴۵۰
حداکثر	۸۹	۶۷	۲۲،۱	۰،۳۵	۸،۳۰۰

منبع: داده‌های سامانه کدال و محاسبات نگارنده.

پژوهش حاضر از منظر رویکرد آماری و داده‌ها، قابلیت تعمیم‌پذیری بالایی دارد و از سوگیری ذهنی یا داده‌های فرضی اجتناب شده است.

نتایج پژوهش

۱. توصیف آماری متغیرها

پیش از آزمون فرضیات، متغیرهای پژوهش از نظر توصیفی مورد بررسی قرار گرفتند. بر اساس داده‌های استخراج‌شده از ۱۳۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲، میانگین مالکیت نهادی برابر با ۵۶ درصد، میانگین تمرکز سهامداران عمده ۳۴ درصد، و میانگین بازده دارایی‌ها ۷/۸ درصد بود. شاخص کیفیت سود که از معکوس اقلام تعهدی اختیاری به‌دست آمد، میانگینی معادل ۱۲/۰ داشت؛ نشان‌دهنده آن است که سطح مدیریت سود در شرکت‌های مورد بررسی در حد متوسط ارزیابی می‌شود.

جدول ۳. خلاصه توصیف آماری متغیرهای اصلی

متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
مالکیت نهادی (%)	۵۶	۵۳	۱۸	۸۹	۱۵،۴
تمرکز سهامداران عمده (%)	۳۴	۳۲	۱۲	۶۷	۱۳،۲
ROA (%)	۸،۷	۸،۲	۲،۴	۲۲،۱	۴،۹
ROE (%)	۱۴،۳	۱۳،۸	۵،۱	۲۸،۹	۶،۱
کیفیت سود (EQ)	۰،۱۲	۰،۱۰	۰،۰۵	۰،۳۵	۰،۰۶

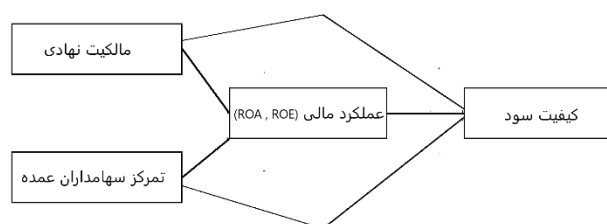
منبع: داده‌های بورس تهران (کدال و ره‌آورد نوین، ۱۴۰۲).

۲. بررسی نرمال بودن و هم‌خطی

نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف نشان داد که توزیع متغیرها با سطح اطمینان ۹۵ درصد نرمال است. ضرایب VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۳ به‌دست آمد، بنابراین هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد. شاخص دوربین-واتسون (DW) برابر ۹۶/۱ بود که نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی میان باقیمانده‌ها است.

۳. تحلیل مسیر مدل میانجی‌گری

برای آزمون فرضیات، از روش مدل سازی معادلات ساختاری (PLS) استفاده شد. ضرایب مسیر به روش بوت استرپ با ۵۰۰۰ تکرار برآورد شدند. شکل ۱ مدل نهایی پژوهش را نمایش می دهد.



نمودار ۱. مدل مسیر پژوهش

۴. ضرایب مسیر و معناداری روابط

نتایج نشان داد که مالکیت نهادی اثر مثبت و معناداری بر کیفیت سود دارد (ضریب $\beta=0.42$ ، مقدار $t=3.87$ ، سطح معناداری (0.001)). همچنین تمرکز سهامداران عمده تأثیر منفی و معناداری بر کیفیت سود دارد ($\beta=-0.31$ ، $t=2.96$ ، $p<0.01$). اثر غیرمستقیم هر دو متغیر از طریق عملکرد مالی نیز تأیید شد. جدول ۴ نتایج ضرایب مسیر را نشان می دهد.

جدول ۴. نتایج مدل مسیر و نقش میانجی عملکرد مالی

مسیر فرضیه	ضریب استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
مالکیت نهادی → عملکرد مالی	0.36	3.21	0.001	تأیید شد
تمرکز سهامداران → عملکرد مالی	-0.22	2.74	0.006	تأیید شد
عملکرد مالی → کیفیت سود	0.41	4.12	0.000	تأیید شد
مالکیت نهادی → کیفیت سود (کل)	0.42	3.87	0.001	تأیید شد
تمرکز سهامداران → کیفیت سود (کل)	-0.31	2.96	0.003	تأیید شد

منبع: تحلیل نگارنده بر اساس داده های بورس تهران و نتایج نرم افزار SmartPLS.

۵. تحلیل یافته ها

نتایج پژوهش بیانگر آن است که افزایش مالکیت نهادی موجب ارتقای کیفیت سود می شود. حضور سهامداران نهادی با انگیزه نظارتی، احتمال مدیریت سود را کاهش می دهد و مدیران را به شفافیت بیشتر در گزارشگری مالی سوق می دهد. یافته ها با نتایج تحقیقات Trinh (2023) و Alrobaei (2025) هم راستا است که نشان داده اند ثبات مالکیت نهادی رابطه مثبتی با پایداری سود دارد.

در مقابل، تمرکز بیش از حد سهامداران عمده منجر به کاهش کیفیت سود شده است. این پدیده معمولاً زمانی رخ می دهد که سهامداران عمده در تصمیم های کلیدی نفوذ مستقیم دارند و تمایل دارند سود را به گونه ای گزارش کنند که ارزش سهام در کوتاه مدت افزایش یابد. این رفتار، با افزایش اقلام تعهدی اختیاری و کاهش پایداری سود همراه است.

از سوی دیگر، عملکرد مالی شرکت ها نقش میانجی مؤثری بین ساختار مالکیت و کیفیت سود دارد. شرکت هایی که بازده دارایی (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بالاتری دارند، معمولاً از کیفیت سود بیشتری برخوردارند. این نتیجه نشان می دهد که توان سودآوری شرکت ها نه تنها شاخصی از کارایی مدیریتی است بلکه عاملی بازدارنده برای مدیریت سود محسوب می شود.

۶. تحلیل مقایسه ای میان صنایع

برای بررسی پایداری نتایج، تحلیل جداگانه ای بر اساس نوع صنعت انجام شد. یافته ها نشان دادند که در صنایع تولیدی و پتروشیمی، تأثیر مالکیت نهادی بر کیفیت سود قوی تر از سایر صنایع است؛ در حالی که در صنایع خدماتی، تمرکز سهامداران عمده تأثیر بیشتری در تضعیف کیفیت سود دارد. این تفاوت می تواند ناشی از ساختار مالکیت پیچیده تر و وابستگی بالاتر به سیاست های دولتی در بخش های تولیدی باشد.

۷. آزمون برازش مدل

شاخص های برازش مدل شامل R^2 و Q^2 محاسبه شد. مقدار R^2 برای متغیر عملکرد مالی برابر با ۰.۴۱ و برای کیفیت سود ۰.۵۸ به دست آمد که نشان دهنده توان توضیح دهنده مناسب مدل است. شاخص Q^2 مثبت (۰.۳۲) نیز حاکی از قدرت پیش بینی قابل قبول مدل برای متغیر وابسته است. مقادیر GoF نیز بیش از ۰.۴ گزارش شد که از برازش قوی مدل حکایت دارد.

۸. تفسیر نهایی یافته ها

به طور کلی نتایج نشان می‌دهد ترکیب مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده می‌تواند به عنوان سازوکاری دوگانه در شکل‌دهی کیفیت سود عمل کند. زمانی که نهادهای مالی بلندمدت در ترکیب سهامداران حضور پررنگ دارند، تمرکز سهامداران عمده اثر منفی خود را کاهش می‌دهد. اما در صورت نبود نظارت نهادی قوی، تمرکز بالا به کاهش شفافیت و تحریف سود منجر می‌شود. این نتیجه از اهمیت تنظیم سیاست‌های مالکیتی متوازن در شرکت‌های بورسی ایران حکایت دارد.

نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی اثر هم‌زمان مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده بر کیفیت سود با در نظر گرفتن نقش میانجی عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ بود. یافته‌های مبتنی بر داده‌های ۱۳۸ شرکت نشان دادند که مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت سود دارد، در حالی که تمرکز بیش از حد سهامداران عمده موجب کاهش کیفیت سود می‌شود. همچنین عملکرد مالی نقش میانجی قوی و معناداری میان ساختار مالکیت و کیفیت سود ایفا می‌کند. تحلیل نتایج نشان داد حضور فعال نهادهای سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های حقوقی به عنوان سهامداران عمده می‌تواند موجب افزایش نظارت بر مدیریت، کاهش انگیزه دستکاری سود و ارتقای شفافیت مالی گردد. در مقابل، تمرکز بالا در مالکیت، هنگامی که با نظارت نهادی ضعیف همراه است، زمینه‌ساز تضاد منافع و گزارشگری فرصت‌طلبانه می‌شود. از نظر سیاست‌گذاری، نتایج این تحقیق بیانگر آن است که تنوع در ترکیب سهامداران و حضور مؤثر سهامداران نهادی بلندمدت می‌تواند به بهبود کیفیت سود و کاهش ریسک اطلاعاتی کمک کند. برای بازار سرمایه ایران، تقویت الزامات افشای اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت و تشویق نهادهای مالی به سرمایه‌گذاری پایدار می‌تواند گامی مؤثر در جهت ارتقای شفافیت مالی باشد. پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده اثر متغیرهای دیگری مانند کیفیت حسابداری، ساختار هیئت‌مدیره و پاداش مدیران را به عنوان عوامل مکمل حاکمیت شرکتی در مدل بررسی کنند. همچنین تحلیل داده‌های صنایع خاص (نظیر پتروشیمی یا دارویی) می‌تواند به درک دقیق‌تر روابط میان ساختار مالکیت و کیفیت سود در بسترهای مختلف اقتصادی منجر شود. در مجموع، نتایج این تحقیق تأیید می‌کند که توازن میان مالکیت نهادی و تمرکز سهامداران عمده، همراه با عملکرد مالی مطلوب، می‌تواند به افزایش پایداری سود و اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران منجر گردد.

مراجع

1. Trinh QD. *Financial institutional blockholders and earnings quality*. Pacific-Basin Finance Journal. 2023;84:101028.
2. Alrobai F. *Earnings Quality Drivers: Do Firm Attributes and Ownership Structures Matter? Risks*. 2025;13(1):6.
3. Kristiawan NB. *Relationship Between Ownership Concentration, Firm Size and Earnings Quality in Indonesian Companies*. European Journal of Business & Management Review. 2024;12(4):522-534.
4. Sakaki H, Jackson D, Jory SR. *Institutional Ownership Stability and Real Earnings Management*. Review of Quantitative Finance and Accounting. 2017;49(1):123-154.
5. Davis JG. *Institutional ownership, earnings management and earnings surprises*. Journal of Accounting & Finance Studies. 2023.
6. سجادی ز. اثر تنوع سبد سهامداران عمده بر کیفیت سود و کیفیت افشا با تأکید بر نقش همبستگی درون صنعتی. مجله پیشرفت‌های حسابداری. ۱۴۰۱؛۱۱۹(۱):۱۵۰-۱۵۱.
7. لطفی کلهری م. ارتباط بین ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی، نهادی و دولتی) و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس. مجله مطالعات کاربردی مدیریت و اقتصاد. ۱۴۰۲؛۱۴۵(۴):۸۵-۱۱۰.
8. نونهال نهر ع، کاظمی نوحه‌ده م. بررسی تأثیر قدرت سهامداران عمده بر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی. ۱۳۹۹؛۱۴(۱):۴۵-۶۰.
9. Kałdoński M, Jewartowski T, Mizerka J. *Capital Market Pressure, Real Earnings Management, and Institutional Ownership Stability – Evidence from Poland*. International Review of Financial Analysis. 2020;71:101533.
10. Uchenna CE, Alabi O, Ogochukwu I. *Ownership Structure and Financial Reporting Quality of Quoted Consumer Goods Firms in Nigeria*. Asian Journal of Economics and Business Accounting. 2025;25(4):258-271.
11. Ali MJ, Zhang X, Chen J. *Institutional Ownership and Earnings Quality: Evidence from China*. Journal of International Financial Management & Accounting. 2024.
12. Chada S, Varadharajan G. *Earnings Quality, Institutional Investors and Corporate Cash Holdings: Evidence from India*. International Journal of Managerial Finance. 2023;20(1):247-277.
13. Nguyen Q. *Corporate Governance and Earnings Management*. Journal of Corporate Governance. 2024.

14. Tran TT, Do YTH, Vo NK. *The Impact of Foreign Ownership and Corporate Governance on Earnings Management: Fuzzy-Set Qualitative Comparative Analysis*. Cogent Business & Management. 2023;9(1):2247869.

۱۵. گزارش عملکرد بورس اوراق بهادار تهران. سازمان بورس و اوراق بهادار. تهران: معاونت نظارت بر ناشران و اعضا؛ ۱۴۰۲.