

عنوان مقاله: بررسی رابطه بین حاکمیت و حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره با ارزش شرکت‌ها

مجید عباسی^۱ - موسی احمدی^۲

دریافت: ۹۰/۱۱/۸

پذیرش: ۹۱/۱/۱۹

مقاله برای اصلاح به مدت ۱۳ روز نزد پدیدآوران بوده است.

چکیده:

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و نقش راهبردی خود، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و محرک‌هایی برای نظارت بر فعالیت‌های آنها دارند. ضمن آنکه از انگیزه و توان کافی نیز برای اعمال کنترل دقیق بر مدیران و ایجاد تغییر در ساختارهای مدیریتی برخوردارند. در این پژوهش، حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی و کیوتوبین به‌عنوان معیار اندازه‌گیری ارزش واحد تجاری مورد بررسی قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۰ لغایت پایان سال ۱۳۸۸ استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد. نتایج پژوهش حاضر بیانگر وجود رابطه معنی‌دار و مثبت بین مالکیت نهادی و میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره با ارزش شرکت‌ها بود.

۱. کارشناس ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ابهر
abbasi.majid2010@gmail.com

۲. استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ابهر

کلیدواژه‌ها: تضاد منافع، راهبری شرکتی، شرکت‌های سهامی عام، سرمایه‌گذاران نهادی، کیوتوبین.

طبقه‌بندی JEL: G32, G34

بررسی رابطه بین حاکمیت و حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره با ارزش شرکتها

مقدمه

بشر بر اساس ملاحظات عقلی به جای زندگی غارنشینی و فردی، به زندگی جمعی روی آورده و جوامع بشری و اجتماعات را شکل داده است. شرکتها به خاطر کاهش هزینه‌ها و دفعات معاملات، قالبی مناسب برای انجام فعالیت‌های اقتصادی یافته و برای انجام فعالیت‌های بزرگ، شرکت‌های سهامی تأسیس شده است. در این شرکتها سرمایه‌های خرد برای انجام کارهای بزرگ تجهیز شده و اداره آنها به مدیران حرفه‌ای واگذار شده که لزوماً هم سهام زیادی را در تملک نداشته و همه سهامداران آن نیز به نسبت یکسان دارای سهام نمی‌باشند (رحمانی، ۱۳۸۷). تشکیل شرکت سهامی و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، بر روش اداره شرکتها تأثیر قابل ملاحظه‌ای گذاشته است و سیستم بازار به گونه‌ای سازمان‌دهی گردیده که مالکان شرکتها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کرده و جدایی «مالکیت» از «مدیریت»، منجر به عمومیت «مسئله نمایندگی»^۱ گردیده است (قالیباف‌اصل و رضایی، ۱۳۸۶). با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به‌عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند (Fama & Jensen, 1983).

با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و سایر ذی‌نفعان ایجاد می‌گردد و به طور بالقوه این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان بوده و در صورت لزوم حتی در جهت منافع سهامداران و سایر ذی‌نفعان نباشد (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹). در این مسئله، تضاد بین به حداکثر رساندن منافع کارگزاران و کارگزاران، مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند و اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای «راهبری شرکتی»^۲ مناسب در شرکتها و بنگاه‌های اقتصادی است. راهبری شرکتی مجموعه مکانیزم‌های کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره

1. Agency Problem

2. Corporate Governance

می‌شود. نظام راهبری شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع و در نهایت رشد توسعه اقتصادی می‌گردد (قالیباف اصل و رضایی، ۱۳۸۶). یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی مؤثر بر راهبری شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای است، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها است.

به تازگی موضوع راهبری شرکتی در سطح بین‌المللی نیز توجه زیادی را به خود جلب کرده است (Gaa, 2007). درستی گزارشگری مالی دغدغه مشترک تدوین‌کنندگان استاندارد و افراد شاغل در این حرفه بود (به ویژه پس از رسوایی‌های مالی شرکت‌های معتبر و شناخته شده‌ای مثل انرون^۱ و ورلدکام^۲). در خصوص کشورهای آسیایی راهبری شرکتی ضعیف به‌عنوان یکی از دلایل بحران مالی ۱۹۹۷ آسیا عنوان شد (Chen, 2008). راهبری شرکتی درصدد ارتقای انصاف، شفافیت و پاسخگویی در بنگاه اقتصادی hsj. ارزش بازار شرکت‌ها با اعمال حق راهبری شرکتی آنها رابطه مستقیمی دارد و مدیران بهتر، موجب راهبری شرکتی موثرتر شده و به ذی‌نفعان خود توجه نموده و در نهایت بازده مالی بیشتری را تولید می‌کنند. در این بین انتظارات از مدیران عبارت است از: توان ایجاد رشد، بازپرداخت به موقع تعهدات، ایجاد ارزش برای سهام‌داران، کارگروهی^۳ مدیریت و کنترل ریسک که ارتباط با محیط پیرامون و پیشبرد اهداف دارد. مبانی اولیه راهبری شرکتی با تهیه گزارش کادبری در انگلیس و کانادا و مقررات هیات مدیره در جنرال موتورز آمریکا شکل گرفت که بیشتر به موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران متمرکز بود و بعدها با طرح دیدگاه‌های نوین با توجه جدی به حقوق تمام ذی‌نفعان و اجتماع تکامل یافت. سازمان‌های بین‌المللی مانند شبکه جهانی راهبری شرکتی^۴، بانک جهانی، انجمن مشترک‌المنافع راهبری شرکتی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۵ استانداردهای قابل قبول بین‌المللی را در این مورد فراهم می‌کنند (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۷).

ارزش شرکت‌ها می‌تواند متأثر از عوامل گوناگونی باشد که تاکنون تعداد زیادی از این عوامل در پژوهش‌ها و متون مختلف مورد بحث و بررسی قرار گرفت. مطالعات پیشین پیرامون رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت به نتایج متفاوتی دست یافته است. پژوهش

1. Enron
2. Worldcom
3. Team Work
4. ICGN
5. OECD

Navissi & Naiker (2006) نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی مشابه با یکدیگر نیستند و انگیزه‌های یکسانی برای نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی شرکت‌ها ندارند. در پژوهش حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۶) مشخص شد بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند. در این پژوهش، میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها مورد آزمون قرار گرفت. علی‌رغم آن‌که شواهد محکمی برای ارتباط بین ارزش شرکت و میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی و میزان مالکیت نهادی آنها وجود دارد، اما تاثیر بین این دو به طور نسبی مبهم و ناشناخته است. شایان ذکر است که وضعیت ایران، به‌عنوان یک کشور در حال توسعه با کشورهای توسعه یافته و حتی سایر کشورهای در حال توسعه متفاوت است. وجود همین تفاوت‌ها باعث شده است که در طبقه‌بندی (LaPorta et al. (1998 ایران در زمره کشورهایی قرار گیرد که قوانین و رویه‌های جاری آنها حفاظت و حمایت کمی از سهامداران و اعتباردهندگان را به عمل می‌آورد و گستره مالکان واحدهای تجاری در آنها چندان وسیع نیست. همچنین شفافیت گزارشگری مالی شرکت‌ها کم، و میزان فساد مالی در آنها بالا است.

در این پژوهش این سؤال مطرح است که «آیا حضور راهبردی سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره شرکت‌ها و میزان مالکیت نهادی آن‌ها بر ارزش واحد تجاری تاثیر دارد؟» در واقع «ساختار راهبری شرکت‌ها و مکانیزم‌های راهبری به‌کار گرفته شده توسط این شرکت‌ها چه تأثیری بر ارزش شرکت‌ها داشته است؟» بحث راهبری شرکتی در سال‌های اخیر بیشتر مورد توجه قرار گرفته و در پژوهش‌ها و همایش‌های مختلف مطرح شده است. علاوه بر آن در کشور در چند سال اخیر کوشش‌هایی برای شناساندن ماهیت نظام راهبری شرکتی و اهمیت آن در بعد نظارت بر بنگاه‌های اقتصادی صورت پذیرفته است. نمونه تلاش‌های مذکور ارایه پیش‌نویس آیین‌نامه اصول راهبری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز تصویب آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی توسط هیات مدیره شرکت بورس اوراق بهادار تهران در تاریخ ۱۳۸۶/۸/۱۱ است.

پیشینه پژوهش

نتایج پژوهش Schmid et al. (2011) میان پاسخگویی هیات مدیره، افشاء مالی و کنترل داخلی، حقوق سهام‌داران، حق‌الزحمه مدیر عامل و هیات مدیره، کنترل بیرونی و ارزش شرکت‌ها، رابطه مثبت معنی‌دار بین تمامی ویژگی را نشان داد، اما Garcia & Sanchez (2011) در پژوهشی در اسپانیا به این نتیجه رسیدند که تنها تمرکز مالکیت تاثیر مثبت و معنی‌داری با

کیوتوبین^۱ محاسبه شده شرکت‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری ارزش شرکت دارد. نتایج پژوهش Mat-Nor & Sulong (2010) بر روی ۴۰۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار مالزی نشان داد رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت وجود دارد. (Li-Lin (2010 در پژوهشی که در زمینه تاثیر مالکیت نهادی و ارزش شرکت در کشور تایوان انجام داد، به دنبال یافتن آستانه مطلوب درصد مالکیت نهادی بود. پژوهش وی بر روی ۲۲۱ شرکت تایوانی در بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۶ انجام گردید. وی که از الگوی ساده شده کیوتوبین جهت تعیین ارزش شرکت استفاده نموده بود، به آستانه اثر ۸۱/۲ درصد رسید. بدین معنی که اگر مالکیت نهادی کمتر از ۸۱/۲ درصد باشد، هیچ رابطه‌ای میان مالکیت نهادی و کیوتوبین به‌عنوان معیار سنجش ارزش شرکت وجود نخواهد داشت، ولی زمانی که مالکیت نهادی بیشتر از ۸۱/۲ درصد باشد، ارزش شرکت به‌ازای یک درصد افزایش در مالکیت نهادی مقدار ۱/۲۵ درصد افزایش می‌یابد. همچنین وی معتقد است که این افزایش در ارزش شرکت، حاصل افزایش کنترل سهامداران نهادی بر روی شرکت است.

Banerjee *et al.* (2009) در پژوهش خود در کشور هند به دنبال یافتن این پرسش بود که «آیا شرکت‌های با سطح راهبری شرکتی بالا، از ارزش و در نتیجه قیمت سهام بالاتری نیز برخوردار هستند؟» نتایج پژوهش وی نشان داد که پس از کنترل فاکتورهای عمر شرکت و اهرم مالی، رابطه مثبت و معنی‌داری میان سطح راهبری شرکتی با ارزش وجود دارد. (Chang (2008 & Sun شواهدی در ارتباط با رابطه بین راهبری شرکتی و مالکیت نهادی سهام ارایه نمودند. شواهد این پژوهش نشان داد، نسبت سهام شرکت که توسط سرمایه‌گذاران نهادی نگهداری می‌شود، کیفیت ساختار حاکمیت را افزایش می‌دهد. نتایج این پژوهش با این نظر موافق بود که سرمایه‌گذاران نهادی به سمت سهام شرکت‌هایی گرایش دارند که دارای ساختار حاکمیتی خوب در جهت برآورده ساختن مسئولیت‌های مدیریتی هستند.

Tsaia & Gu (2007) در پژوهشی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه می‌باشد و این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت هستند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی در صنعت کازینوها ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنعت کمک کند تا مسایل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. همچنین آنان

1. Q. Tobin

خاطر نشان کردند که درصد مالکیت مدیران بر میزان تضاد و یا توافق بین مدیران و سهامداران تاثیر می‌گذارد. زمانی که مالکیت مدیریتی افزایش می‌یابد، در این صورت مدیران دارای نفوذ بیشتری در تصمیمات شرکت و نیز تصمیمات مرتبط با منافع سایر سهامداران دارند.

Navissi & Naiker (2006) در پژوهشی با استفاده از نظریه‌های پوند به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت در نیوزلند پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این بود که تملک سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی در سطوح پایین‌تر مالکیت، رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد. با این وجود با افزایش مالکیت سهام، تاثیر آن بر ارزش شرکت منفی می‌شود. در نتیجه ارتباط بین ارزش شرکت و نهادها تا یک سطح مشخص تملک سهام رابطه مثبت بر ارزش شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر از آن سطح تاثیر منفی بر ارزش شرکت خواهد داشت.

Karathanassis & Drakos (2004) دریافتند بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت با استفاده از شاخص تاینزکیو رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت موثر است. Bartov & Krinsky (2000) معتقدند که مالکان نهادی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری و کار بلد بودن مالکین نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت سودآوری، موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلندمدت شرکت شود. (Maug 1998) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌های‌شان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است. هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این یک ارتباط مستقیم است. (Pound 1988) در پژوهش خود نقشی چندگانه برای سرمایه‌گذاران نهادی متصور بوده و دو فرضیه متضاد در مورد ارتباط بین سطح سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت مطرح کرد. فرضیه نظارت کارآمد بیان می‌کند که با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کاراتری توسط آنها اعمال می‌شود و اختلافات عقیده و مشاجرات نمایندگی به احتمال قوی برطرف می‌گردد. این فرضیه رابطه مثبتی بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری نهادی پیش‌بینی می‌کند. در مقابل، فرضیه همگرایی منافع بیان می‌دارد که سهام‌داران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی راهبردی با مدیریت دارند. این فرضیه بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری نهادی رابطه منفی پیش‌بینی می‌کند.

نیک‌بخت و رحمانی‌نیا (۱۳۸۹)، در پژوهش خود به بررسی تاثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. داده‌های مورد نیاز در این پژوهش از صورت‌های مالی ۷۸ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶

استخراج گردید. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها بود.

نتایج پژوهش پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد زندعباس‌آبادی (۱۳۸۹) نشان داد که رابطه معنی‌دار مثبتی بین درصد مالکیت سهامداران نهادی با کیفیت سود وجود دارد. محمدی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهش خود به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود هرگونه رابطه معنی‌دار بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت‌ها بود. از سوی دیگر نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان داد که بر خلاف رابطه معکوس بین ارزش شرکت و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با ارزش شرکت، مستقیم و معنی‌دار است. نوروش و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری (مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و نسبت بدهی) با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا، ۸۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های این پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره با هزینه‌های نمایندگی و به‌طور کلی مؤثر بودن افزایش سازوکارهای نظام راهبری بر کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ارزش شرکت بود. مولودی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران پرداخت. نتایج آزمون وی نشان داد که در شرکت‌هایی که خلق ارزش داشته‌اند، بین درصد مالکیت سهام‌داران نهادی با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معنی‌داری وجود ندارد. یافته‌های پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نشان داد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مشایخی و همکاران (۱۳۸۷) به بررسی اثر برخی جنبه‌های راهبری شرکتی بر عملکرد واحدهای تجاری فعال در اقتصادهای نوظهور همچون ایران، می‌پردازد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره نتوانسته است باعث بهبود عملکرد واحد تجاری گردد. حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت با استفاده از دو فرضیه نظارت کارآمد و همگرایی منافع پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبت بین ارزش شرکت با سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد. با این وجود نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت نمی‌باشد.

حسینی (۱۳۸۶) در رساله کارشناسی‌ارشد خود، رابطه بین راهبری شرکتی و بازده سهام‌داران را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش با مطالعه سهام‌داران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده

سهامداران، سعی بر آن شد تا میزان بازده اضافی سهامداران در شرکت‌های با راهبری خوب محاسبه شود. نتایج حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه‌ای وجود ندارد.

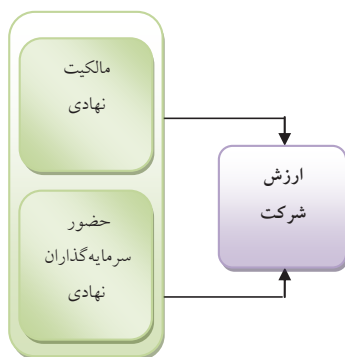
مرادی (۱۳۸۶) در پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد خود به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود گزارش شده تأثیر دارد، پرداخت. به طور کلی نتایج این پژوهش بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود است. حال آنکه این نتایج نشان‌دهنده آن است که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد، بلکه بر اساس نتایج حاصل از برخی الگوها سبب تنزل کیفیت سود نیز می‌گردد. یزدانیان (۱۳۸۵) در پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد خود با عنوان «نقش راهبری شرکتی در کاهش مدیریت سود»، به بررسی تأثیر چند معیار از راهبری شرکتی بر کاهش مدیریت سود پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تأثیر دارد، درحالی‌که وجود اعضای غیرموظف هیات مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و همچنین وجود حسابرس داخلی تأثیری بر مدیریت سود نداشته است.

روش پژوهش

پژوهش حاضر درصدد بررسی این سؤال است که «نقش حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چیست؟». بنابراین، این پژوهش از نظر نوع، توصیفی؛ از نظر هدف، کاربردی؛ و روش پژوهش آن از نوع پس‌رویدادی است.

الگوی مفهومی پژوهش

بر اساس مطالعه‌های نظری این پژوهش که بر اساس نظریه‌های پژوهش‌های (Li-Lin (2010), Mat-Nor & Sulong (2010)، حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۶) و مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) درباره سرمایه‌گذاران نهادی بوده است، الگوی مفهومی پژوهش (نمودار ۱) که نشان‌دهنده رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حضور آنها با ارزش شرکت است، طراحی شد. بر اساس این الگو فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شدند.



نمودار ۱: الگوی مفهومی پژوهش

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطروحه در ارتباط با تاثیر حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر طراحی گردید:

(۱) بین میزان مالکیت نهادی و ارزش واحد تجاری رابطه معنی‌داری وجود دارد.

(۲) بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و ارزش واحد تجاری رابطه معنی‌داری وجود دارد.

جامعه آماری و انتخاب شرکت‌ها

قلمرو زمانی این پژوهش، دوره‌ای نه ساله از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۸ بود. لازم به ذکر است آخرین اطلاعات انتشار یافته در زمان انجام پژوهش تا پایان همین دوره بوده است. قلمرو مکانی این پژوهش نیز شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و نمونه پژوهش شامل شرکت‌هایی بود که بر اساس شرایط و ویژگی‌های زیر از جامعه آماری مزبور استخراج شدند:

- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- سابقه عضویت آن‌ها در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۸۰ باشد.
- طی دوره مالی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار فعال باشند.
- طی سال‌های مذکور نیز تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند.
- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا پایان سال

۱۳۸۸ به طور کامل ارایه کرده باشند.

از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که حداقل یکی از موارد فوق در مورد آن‌ها صدق نمی‌کرد، از نمونه حذف شدند. با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق و معیارهای گفته شده، نمونه‌ای شامل ۸۳۷ مشاهده (شرکت - سال) انتخاب شد که در برگزیده ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در پژوهش‌های مربوط به راهبری شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شرکت‌ها به صورت تصادفی غیرممکن بود که دلیل آن محدود بودن تعداد شرکت‌هایی است که اطلاعات استاندارد تجاری را در سطح عمومی منتشر می‌نمایند (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸).

روش گردآوری داده‌ها

داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد. برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش از روش کتابخانه‌ای نظیر کتب، مجلات و برای داده‌های مالی و داده‌های مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی از صورت‌های مالی حسابرسی شده و یادداشت‌های توضیحی همراه آنها مندرج در سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران^۱ و نرم‌افزار تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین استفاده شد.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش عبارتند از:

مالکیت نهادی^۲ (INOWN): مطابق تعریف (Bushee (1998)، درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، صندوق‌های مشترک، شرکت‌های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت‌های دولتی باشد. این متغیر در پژوهش‌های (Li-Lin (2010), Mat-Nor & Sulong (2010) حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۶) و مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) نیز با همین تعریف به کار رفته است. مصوبه مورخ ۱۳۸۶/۰۶/۲۸ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در خصوص تعریف سهامدار نهادی به شرح زیر است. سرمایه‌گذاران نهادی عبارت است از: ۱. بانک‌ها و بیمه‌ها؛ ۲. هلدینگ‌ها، شرکت‌های

1. www.rdis.ir

2. Institutional Ownership

سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار؛ ۳. سازمان و نهادهای دولتی و عمومی؛ ۴. شرکت‌های دولتی؛ و ۵. اعضای هیات مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند (شرکت اطلاع‌رسانی بورس، ۱۳۸۷).

حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره (BINS): اگر سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره عضویت داشته باشند، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر برای این متغیر منظور خواهد شد. این متغیر در پژوهش‌های مشابهی و همکاران (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

متغیر وابسته نیز ارزش شرکت می‌باشد که برای محاسبه آن از شاخص توزیع کیوتوبین (که از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری و ارزش‌گذاری شرکت‌هاست) استفاده شد (حیدرپور و مستوفی، ۱۳۸۸). شاخص توپین از تقسیم ارزش بازار دارایی‌های شرکت و کل بدهی‌ها بر ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (صالحی، ۱۳۸۰). از جمله مزایای کیوتوبین می‌توان سادگی در فهم برای استفاده‌کنندگان و تحلیل‌گران مالی، سهولت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه (به شرط اینکه الگوی Q ساده باشد)، و محاسبه ساده‌تر (به خاطر عدم وجود اوراق قرضه و سهام ممتاز منتشره توسط شرکت‌های ایرانی) را نام برد. کیوتوبین معیاری است که بیشتر مبتنی بر اطلاعات بازار است، بنابراین نقاطضعف معیارهای مبتنی بر سود حسابداری را ندارد (کاشانی‌پور و رسائیان، ۱۳۸۸). برای محاسبه کیوتوبین با اطلاعات موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها از رابطه زیر استفاده گردید:

$$Q.Tobin_{it} = \frac{MVE_{it} + BVE_{it}}{TA_{it}} \quad \text{معادله (۱) نحوه محاسبه کیوتوبین}$$

که در الگوی فوق، MVE نشان‌دهنده ارزش بازار سهام شرکت i در زمان t ؛ BVE مبین ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در زمان t و TA ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در زمان t است. علت انتخاب کیوتوبین به عنوان معیار ارزش، قابلیت مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش‌های مشابه انجام شده توسط تیم‌های پژوهشی قبلی (García & Sánchez (2011), Schmid *et al.* (2009), Banerjee *et al.* (2009), Mat-Nor & Sulong (2010), *al.* (2011) و محمدی و همکاران (۱۳۸۸) بوده است.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش دو متغیر اندازه شرکت و میزان اهرم مالی، تحت کنترل قرار گرفتند. (2011) Schmid *et al.* و (2010) Mat-Nor & Sulong بر این عقیده‌اند که اندازه واحد تجاری می‌تواند ارزش شرکت را متاثر سازد، زیرا پژوهش‌های انجام شده حاکی از آن است که به طور متوسط شرکت‌های کوچک، بازده حقوق صاحبان سهام کمتری از شرکت‌های بزرگ دارند. به همین دلیل اندازه واحد تجاری در سطحی وسیع در بررسی ارزش واحد تجاری مورد استفاده قرار گرفته است. میزان نسبت بدهی، یکی دیگر از عواملی است که می‌تواند ارزش واحد تجاری را از طریق میزان نظارت اعمال شده از جانب اعتباردهندگان و نیز از طریق نقشی که در تعیین ساختار سرمایه دارد، متاثر سازد. طبق مطالعه‌های انجام شده در پیشینه پژوهش (2011) Schmid *et al.* و (2010) Mat-Nor & Sulong، متغیرهای «اندازه شرکت» و «نسبت بدهی» برای کنترل سایر عوامل موثر بر ارزش شرکت در نظر گرفته شدند.

منظور از اندازه شرکت، مجموع دارایی شرکت به عنوان نماینده اندازه شرکت در نظر گرفته شد. جهت عملیاتی کردن تعریف این متغیر و به منظور سنجش اندازه شرکت و نیز همگن بودن داده‌ها، از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی شرکت استفاده گردید. اهرم مالی نیز نشان‌دهنده میزان استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت است که در این پژوهش اهرم مالی با تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شد.

برآورد الگو و تجزیه و تحلیل آن

در پژوهش حاضر متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار گرفتند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر در دوره مالی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ آزمون شدند. در این پژوهش از رگرسیون چندمتغیره برای محاسبه ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. این نوع رگرسیون در گستره‌ای وسیع برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته، در مطالعات پیشین به کار رفته است. علاوه بر این، از ماتریس همبستگی نیز در راستای تحلیل داده‌ها استفاده شد. برای آزمون وجود رابطه میان متغیرها و همچنین معنی‌دار بودن الگوی ارائه شده برای توضیح متغیر وابسته، الگوی رگرسیونی چندگانه زیر برآزش شد:

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 INOWN_{it} + \beta_2 BINS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + e_{it}$$

در الگوی رگرسیون فوق VALUE ارزش شرکت i در زمان INOWN، t مالکیت نهادی شرکت i در زمان BINS، t حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره شرکت i در زمان t ، SIZE اندازه شرکت i در زمان t ، و DEBT اهرم مالی شرکت i در زمان t می‌باشد. موارد زیر نیز در معادله رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت: خود همبستگی؛ مقدار ضریب تعیین؛ و معنی‌دار بودن الگو و ضرایب آن.

برای بررسی آنکه در یک الگوی رگرسیون جملات خطا خودهمبسته می‌باشند یا خیر، از آزمون دوربین- واتسون استفاده شد. ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و وابسته را تشریح می‌کند. مقدار این ضرایب در واقع مشخص‌کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود (مومنی، ۱۳۸۶). معنی‌دار بودن معادله رگرسیون با استفاده از آماره F صورت پذیرفت و بعد از آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون، معنی‌دار بودن هر کدام از ضرایب، آزمون گردید و برای آزمون این فرضیه‌ها از آماره t استفاده شد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل در جدول ۱ ارایه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل

متغیرها	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حدافل	حداکثر
$VALUE_{it}$	۸۳۷	۱/۴۲۱	۱/۳۱۲	۰/۴۶۱	۰/۶۰۴	۰/۱۸۷	۰/۴۸۵	۳/۶۸
$INOWN_{it}$	۸۳۷	۵۲/۷۴۱	۴۶/۸۵۴	۲۴/۶۲۵	۰/۰۴۷	-۱/۲۴۷	۵/۲۵	۹۸/۵۲
$BINS_{it}$	۸۳۷	۰/۴۱۳	۰/۴۲۵	۰/۴۱۸	۰/۶۷۴	-۱/۳۲۵	۰۰۰۰	۱/۰۰۰
$SIZE_{it}$	۸۳۷	۲/۹۶۵	۲/۴۸۷	۰/۶۱۴	۰/۰۱۹	-۰/۶۹۶	۰/۹۶	۴/۰۸
$DEBT_{it}$	۸۳۷	۰/۷۹۴۲	۰/۷۶۳	۰/۲۳۵	۱/۸۴۲	۳/۷۰۱	۰/۱۹	۰/۹۸

کیوتوبین محاسبه شده این پژوهش دارای میانگین ۱/۴۲۱ است. این میانگین در پژوهش Schmid *et al.* (2011)، مقدار ۱/۵۹، در پژوهش Mat-Nor & Sulong (2010) در بورس اوراق بهادار مالزی، مقدار ۱/۸۳۰ و در پژوهش Garcí'a & Sa'nchez (2011)، مقدار ۱/۸۵ بود.

همچنین، کیوتوبین محاسبه شده در پژوهش محمدی و همکاران (۱۳۸۸) دارای مقدار میانگین ۱/۹۴ بود. میانگین درصد مالکیت نهادی که ۵۲/۷۴ است، بیانگر این نکته است که به طور متوسط اکثر سهام شرکت‌های مورد نظر سهام‌داران نهادی است. بررسی انجام شده حاکی از آن است که شرکت‌های تحت بررسی به مقدار زیادی بر اعتبارات اتکا می‌کنند و متوسط نسبت بدهی آنها ۷۹ درصد است. در جدول ۲، ضریب همبستگی پیرسون برای تمامی متغیرهای مورد بررسی در این مطالعه محاسبه و ارایه گردیده است.

جدول ۲: ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

DEBT	SIZE	BINS	INOWN	VALUE	
۰/۲۲۸**	-۰/۱۴۷*	۰/۴۷۷**	۰/۶۸۲**	۱	VALUE
۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱		
۰/۲۸۲**	-۰/۰۴۷	۰/۱۹۵**	۱	۰/۶۸۲**	INOWN
۰/۴۷۸	۰/۰۱۰	۰/۰۴۵		۰/۰۰۱	
۰/۲۴۱	۰/۴۵۷	۱	۰/۱۹۵**	۰/۴۷۷**	BINS
۰/۶۳۵	۰/۰۹۵		۰/۰۴۵	۰/۰۰۴	
۰/۳۵۳	۱	۰/۴۵۷	-۰/۰۴۷	-۰/۱۴۷*	SIZE
۰/۱۲۲		۰/۰۹۵	۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	
۱	۰/۳۵۳	۰/۲۴۱	۰/۲۸۲**	۰/۲۲۸**	DEBT
	۰/۱۲۲	۰/۶۳۵	۰/۴۷۸	۰/۰۰۱	

* همبستگی در سطح ۵ درصد معنی‌دار است. ** همبستگی در سطح ۱ درصد معنی‌دار است.

با توجه به جدول فوق، همبستگی مالکیت نهادی و حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره با شاخصه سنجش ارزش واحد تجاری بالا و از لحاظ آماری معنی‌دار است. این بیان در مورد رابطه بین اندازه و ارزش شرکت، منفی و معنی‌دار است.

آزمون ایستایی

آزمون‌های ایستایی از جمله مهم‌ترین آزمون‌ها برای برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد است. برای جلوگیری از به‌وجود آمدن رگرسیون ساختگی، از آزمون‌های ایستایی استفاده

شد. در این پژوهش برای بررسی ایستایی متغیرها از آزمون دیکی فولر استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون دیکی فولر که در جدول ۳ نمایش داده شده است، چون مقدار ADF همه متغیرها در سطح بحرانی ۰/۰۱ و ۰/۰۵ از مقدار بحرانی مک کینون بزرگتر است، بنابراین نتایج آزمون نشان می‌دهد که متغیرهای مورد بررسی مانا و ایستا هستند.

جدول ۳: نتایج مربوط به آزمون دیکی فولر

متغیرها	مقدار ADF	مقدار بحرانی	مقدار مک کینون MCV	ریشه واحد UR	مانایی (ایستایی)
VALUE	-۵/۷۶	۰/۰۱	-۴/۸۵	(-)	دارد
INOWN	-۳/۸۷	۰/۰۵	-۳/۲۱	(-)	دارد
BINS	-۳/۱۹	۰/۰۱	-۲/۸۸	(-)	دارد
SIZE	-۵/۶۴	۰/۰۵	-۳/۹۷	(-)	دارد
DEBT	-۴/۵۳	۰/۰۱	-۳/۷۴	(-)	دارد

جدول ۴: آزمون دیکی فولر گسترش یافته بر روی پسماندهای متغیرها

متغیرها	مقدار ADF	مقدار بحرانی	مقدار مک کینون MCV	مانایی (ایستایی)
VALUE	-۳/۹۸	۰/۲۹۸	-۴/۸۵	ندارد
INOWN	-۲/۴۳	۰/۲۴۱	-۳/۲۱	ندارد
BINS	-۲/۲۵	۰/۲۶۶	-۲/۸۸	ندارد
SIZE	-۱/۷۹	۰/۲۸۵	-۳/۹۷	ندارد
DEBT	-۳/۱۱	۰/۱۵۵	-۳/۷۴	ندارد

بر اساس جدول ۴، چون مقدار آماره ADF حتی در سطح ۰/۱۰ از مقدار مک کینون کوچکتر است، می‌توان گفت که متغیرهای مورد بررسی هم‌انباشته نیستند، به عبارت دیگر نتایج آزمون دیکی فولر گسترش یافته بر روی پسماندها (آزمون هم‌انباشتگی) نشان می‌دهد که متغیرهای مورد بررسی هم‌انباشته نیستند.

آزمون خودهمبستگی

به منظور بررسی خودهمبستگی از آزمون بربوش- گادفری در کنار آزمون دوربین واتسون استفاده شد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۵ نمایش داده شده است. عدم وجود خودهمبستگی یکی از فروض کلاسیک است که برای بررسی وجود یا عدم وجود خودهمبستگی از آزمون

بریوش - گادفری استفاده می‌شود. فرضیه H_0 مدعی است که مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. با توجه به نتیجه به دست آمده چون مقدار Pvalue آماره F از ۰/۰۵ بیشتر است، بنابراین فرضیه H_0 پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که در رگرسیون، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

جدول ۵: آزمون بریوش - گادفری

آماره F	۰/۹۷۴۸۳	احتمال	۰/۵۷۴۵۶۸۲
R مربع	۰/۶۴۵۰۸	احتمال	۰/۴۲۴۵۸۷۸

آزمون چاو

برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن از آزمون چاو^۱ و آماره F لیمر استفاده شد. ساختار این آزمون فرضیه عبارت است از:

H_0 : پارامترهای عرض از مبدا در تمام مکان‌ها (مقاطع) برابر هستند.

H_1 : پارامترهای عرض از مبدا در تمام مکان‌ها (مقاطع) برابر نیستند.

در آزمون F فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبداها (روش Pooling یا ترکیبی) در برابر فرضیه مخالف H_1 ، ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های پانلی) قرار می‌گیرد. بنابراین، در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های پانلی پذیرفته می‌شود (گجراتی، ۱۳۸۵). نتایج این آزمون در جدول ۶ آمده است. همان‌گونه که در جدول دیده می‌شود، نتایج آزمون چاو، نشان می‌دهد احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است که بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده‌های پانلی می‌باشد.

جدول ۶: آزمون چاو

فرضیه پژوهش	F محاسبه شده	احتمال F	نتیجه آزمون
پارامترهای عرض از مبدا در تمام مکان‌ها (مقاطع) برابر هستند (روش Pooling)	۱۹/۸	۰/۰۰۰	رد فرضیه صفر

آزمون هاسمن

در صورتی که نتایج آزمون چاو، مبنی بر به کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های پانلی باشد،

1. Chow

بایستی برای انتخاب بین الگوهای اثرات ثابت و تصادفی، و به منظور اینکه مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثر تصادفی) جهت برآورد مناسبتر است از آزمون هاسمن استفاده شد. یعنی به عبارت دیگر، برای آنکه بتوان بین الگوهای اثرات ثابت و تصادفی از نظر قدرت توضیح دهنده متغیر وابسته مقایسه‌ای انجام داد، از این آزمون استفاده می‌شود. آماره هاسمن دارای توزیع چی - دو با درجه آزادی β (تعداد ضرایب تخمین زده شده) است. بر اساس جدول ۷، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد شد، فرضیه صفر مبنی بر استفاده از روش اثر تصادفی برای تخمین الگو، رد شده و روش اثرات ثابت برای برآورد الگو معتبر و قابل استناد است.

جدول ۷: آزمون چاو

نتیجه آزمون	سطح معنی داری آزمون هاسمن	فرضیه پژوهش
رد فرضیه صفر	۰/۰۰۰	استفاده از الگوی اثرات تصادفی $H_0 : \beta = \beta_s$

آزمون فرضیه‌ها و نتایج آن

شیوه کار رگرسیون به این صورت است که ابتدا باید معنی داری کل الگو مورد آزمون قرار گیرد که این کار توسط جدول ANOVA صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، برای آنکه مشخص شود الگوی رگرسیونی مورد استفاده، معنی دار است، از این آزمون استفاده شد. آماره این آزمون، آماره فیشر (F) است. این آماره نباید از آماره فیشر محاسبه شده از طریق جدول، کمتر باشد تا بتوان معنی دار بودن الگوی رگرسیونی را تایید کرد. برای چنین نتیجه‌گیری می‌توان از آماره sig استفاده کرد (مومنی، ۱۳۸۶). این آماره باید از سطح خطای ($\alpha=0/05$) در نظر گرفته شده برای الگو کمتر باشد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر نیز از آزمون دوربین-واتسون استفاده گردید که نتایج این آزمون نیز در جداول مربوط به تحلیل‌های آماری فرضیه‌ها آمده است. با توجه به اینکه آماره این آزمون در دامنه بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفت، عدم همبستگی بین خطاها نیز تایید می‌گردد. در جدول ۸ نتایج حاصل از برازش الگوی رگرسیونی ارائه شده است.

جدول ۸: نتایج آزمون رگرسیون

نام متغیرها	نماد متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری	R ² تعدیل شده	آماره F	سطح معنی داری	دوربین- واتسون
مالکیت نهادی	INOWN	۰/۳۲۷	۵/۶۷۴	۰/۰۰۰	۰/۸۵۷	۶۹/۵۴۳	۰/۰۰۰	۱/۸۳
حضور سرمایه‌گذاران نهادی	BINS	۰/۲۱۶	۹/۴۴۵	۰/۰۰۱				
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۲۴	-۶/۷۹۲	۰/۰۰۰				
اهرم مالی	DEBT	۰/۱۰۹	۳/۳۴۲	۰/۰۰۶				

با توجه به جدول، ضریب تعیین نشان می‌دهد که رگرسیون انجام شده، ۸۵ درصد از تغییرات ارزش شرکت توسط متغیرهای برون‌زای الگو (متغیرهای الگو) را توضیح داده است. آماره دوربین واتسون (که مقدار آن بین ۱/۵ تا ۲/۵ است)، بیانگر عدم وجود همبستگی در اجزای خطای الگوی رگرسیون است. همچنین سطح معنی‌داری کوچک‌تر از سطح خطاست ($\text{Sig} < ۰/۰۵$)، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره t مربوط به متغیر درصد مالکیت نهادی نشان‌دهنده این است که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مالکیت نهادی مثبت می‌باشد، لذا با افزایش مالکیت نهادی در شرکت‌های مورد مطالعه، ارزش شرکت افزایش می‌یابد، زیرا این گروه از سهام‌داران و مالکان به صورت بالقوه منبع اثرگذاری برون‌سازمانی بر راهبرد و ارزش بنگاه به شمار می‌آیند. بنابراین نتایج حاصله حاکی از آن است که با ورود سرمایه‌گذاران نهادی، تفکر غالب بر ارزش شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر است، یعنی با حضور مؤثر مالکان نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، ارزش شرکت‌ها بهتر می‌شود. در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و ارزش شرکت، رابطه معنی‌داری وجود دارد. پس فرضیه دوم پژوهش تایید می‌گردد و ضریب مثبت نیز بیانگر وجود رابطه مثبت معنی‌دار بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و ارزش شرکت می‌باشد. به عبارت دیگر، با حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره شرکت، منافع سهامداران و مدیران بیشتر همسو شده و از این رو باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. در ضمن سطح معنی‌دار محاسبه شده برای سایر متغیرها نشان می‌دهد که بین متغیر اندازه شرکت و ارزش، رابطه منفی معنی‌دار وجود دارد و این در حالی است که بین نسبت بدهی و ارزش واحد تجاری رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که مالکیت نهادی به گونه مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت ارتباط دارد. یعنی با حضور مؤثر مالکان نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، ارزش شرکت‌ها بهتر می‌شود، زیرا این نوع از سرمایه‌گذاران به دنبال سود و عملکرد بهتر هستند و با نفوذ و کنترلی که در ساختار مالکیت شرکت‌ها به‌دست می‌آورند، به دنبال محقق کردن این هدف برمی‌آیند. دلیل دیگر این است که در این حالت ساختار مالکیت متمرکزتر و هدف کسب سود، باعث نظارت بیشتر بر عملکرد و ارتقاء ارزش شرکت می‌شود. همچنین یافته‌های این فرضیه بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی را برای بهبود عملکرد مدیران و افزایش ارزش شرکت دارند. توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافع‌شان حرکت نمی‌کنند را دارند و این می‌تواند بیانگر این امر باشد که مالکین نهادی پرتفوی^۱ خود را به‌صورت فعال مدیریت کرده و مدیران را به اتخاذ تصمیمات بهینه ترغیب می‌کنند. این نتایج مشابه با یافته‌های پژوهشگرانی نظیر Mat-Nor & Sulong (2010), Li-Lin (2010), Navissi & Naiker (2006), Karathanassis & Drakos (2004), Pound (1988) و همکاران (۱۳۸۸)، حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۶) و مغایر با نتایج پژوهش مولودی (۱۳۸۸) می‌باشد.

یافته‌های فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در هیات مدیره آنها سرمایه‌گذاران نهادی حضور دارند، از ارزش بالاتری نیز برخوردارند. به عبارت دیگر می‌توان گفت اعمال نظارت بر مدیریت از جانب سرمایه‌گذاران نهادی حاضر در هیات مدیره، طوری بوده است که مدیران شرکت‌ها را وادار به توجه بیشتر به نحوه عملکرد واحد تجاری نموده و باعث افزایش ارزش آنها می‌شود. سایر پژوهشگرانی همچون Chang & Sun (2008) نیز به همین نتایج دست یافته‌اند. این یافته در تضاد کامل با نتایج پژوهش مشایخی و همکاران (۱۳۸۷) قرار دارد. از سایر یافته‌های پژوهش و نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌توان گفت متغیر کنترلی اهرم مالی از رابطه مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت برخوردار است. این در حالی است که بین اندازه شرکت و ارزش واحد تجاری رابطه منفی وجود دارد.

۱. منظور همان «سبد سهام» است.

الف) پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر تاثیرگذاری میزان مالکیت نهادی و حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره با ارزش شرکت، به استفاده‌کنندگان و سایر تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود در تعیین ارزش شرکت حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره، میزان مالکیت نهادی آنها را مدنظر قرار دهند. نتایج این پژوهش بیانگر مشارکت فعال سرمایه‌گذاران نهادی در تصمیم‌گیری‌های مدیریت و کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان می‌باشد. با توجه به یافته‌های این پژوهش می‌توان ادعا کرد که حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و افزایش درصد مالکیت سهام آنها، منافع سهامداران و مدیران بیشتر همسو شده و از این رو موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، بنابراین استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، هنگام استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌ها به این عامل نیز باید توجه نمایند.

ب) پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، تاثیر سایر سازوکارهای راهبری شرکتی از قبیل حساب‌رسان مستقل، نظارت قانونی، کنترل‌های داخلی و غیره بر ارزش شرکت بررسی شود. همچنین تاثیر عوامل دیگر مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی از قبیل عمر و مدت زمان مالکیت آن نیز بر ارزش شرکت بررسی گردد. به‌منظور استفاده هر چه بهتر از نتایج پژوهش و نیز کمک به روشن شدن تاثیر ویژگی‌های راهبری شرکتی بر ارزش شرکت، می‌توان این پژوهش را پس از تصویب و اجرایی شدن آیین‌نامه راهبری شرکتی تکرار نمود. در این پژوهش برخی متغیرهای کنترلی نظیر اهرم مالی و اندازه شرکت در نظر گرفته شدند، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگری نظیر متغیرهای قیمت و رشد فروش و غیره نیز کنترل شوند. در نهایت پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تاثیر تفکیک نقش و اثر مالکیت موسسات مالی (بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و غیره)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های غیرمالی در ارزش شرکت‌ها نیز بررسی گردد.

الف) فارسی

- آقای، محمدعلی، اعتمادی، حسین، آذر، عادل، و چالاک، پری. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوی اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود. *فصلنامه علوم مدیریت/ ایران*، سال چهارم، شماره ۱۶، صفحات ۵۳-۲۷.
- باباجانی، جعفر، و عبدی، مجید. (۱۳۸۹). رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی ۵، صفحات ۸۶-۶۵.
- حساس‌یگانه، یحیی، مرادی، محمد، و اسکندر، هدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، جلد ۲، شماره ۵۲، صفحات ۱۲۲-۱۰۷.
- حسینی، سیدمجتبی. (۱۳۸۶). *بررسی اثر میزان سهام‌داری نهادی به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه تهران. صفحات ۱۵۰-۶۰.
- حیدرپور، فرزانه، و مستوفی، حمید. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، دوره ۲، شماره ۴۵، صفحات ۳۰-۲۰.
- رحمانی، علی. (۱۳۸۷). *حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در نظام بانک‌داری*. همایش ملی راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران. صفحات ۵۳-۳۶.
- زندعباس‌آبادی، عباس. (۱۳۸۹). *بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد همدان. صفحات ۱۵۰-۴۰.
- شرکت اطلاع‌رسانی بورس. (۱۳۸۷). *قوانین و مقررات بازار سرمایه*. قابل دسترس در: <http://www.seo.ir/>
- صالحی، عبداللهمی. (۱۳۸۰). *تاثیر وجود همبستگی بین نسبت Q و سایر نسخه‌های Q در ارزیابی ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی. صفحات ۶۸-۲۵.
- قالیباف‌اصل، حسن، و رضایی، فاطمه. (۱۳۸۶). *بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. *مجله تحقیقات مالی*، دوره ۹، شماره ۲۳، صفحات ۴۸-۳۳.
- کاشانی‌پور، محمد، و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). *رابطه Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در ایران*. *فصلنامه حسابداری مالی*، دوره ۳، شماره ۱۲، صفحات ۱۴۶-۱۳۱.
- گجراتی، دامودار. (۱۳۸۵). *مبانی اقتصادسنجی*. ترجمه ح. ابریشمی. چاپ سوم، انتشارات دانشگاه تهران. صفحات ۱۴۶-۱۳۱.

- محمدی، شاپور، قالیبافاصل، حسن، و مشکئی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صفحات ۸۸-۶۹.
- مرادی، محمد. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران. صفحات ۲۸-۱۰.
- مشایخی، بیتا، بزاز، محمد، و محمدآبادی، مهدی. (۱۳۸۷). بررسی تاثیر راهبردی شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال اول، شماره ۳، صفحات ۵۴-۳۳.
- مهرانی، ساسان، مرادی، محمد، و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه‌کارانه. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره اول، شماره پیاپی ۳، صفحات ۶۲-۴۷.
- مولودی، عبدالله. (۱۳۸۸). *رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران*. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه تهران. صفحات ۸۰-۴۵.
- مومنی، منصور. (۱۳۸۶). *تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS*. تهران: انتشارات کتاب نو. صفحات ۲۰-۱۰۸.
- نمازی، محمد، و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری حسابرسی*، جلد ۱، شماره ۳۵، صفحات ۱۰۰-۸۳.
- نوروش، ایرج، کریمی، غلام‌رضا، و وافی‌ثانی، جلال. (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، جلد ۲، شماره اول، صفحات ۲۷-۴.
- نیکبخت، محمدرضا، و رحمانی‌نیا، جواد. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال سوم، شماره ۹، صفحه ۴۴۳.
- نیکومرام، هاشم، احمدی، موسی، و موسوی، سیدرضا. (۱۳۸۷). مروری بر مفاهیم حاکمیت شرکتی در نظام بانک‌داری بدون ربا در ایران. *مطالعات مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات*، سال اول، شماره ۳، صفحات ۱۸-۱.
- یزدانیان، نرگس. (۱۳۸۵). *تاثیر حاکمیت شرکت بر کاهش مدیریت سود*. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه تهران. صفحات ۶۸-۱۵.

(ب) انگلیسی

Banerjee, A., Gokarn, S., & Pattanayak, M. (2009). *Corporate governance and market value: Preliminary evidence from Indian companies*. Standard and

- Poor's Financial Services LLC. pp. 1-10.
- Bartov, E. S. R., & Krinsky, I. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns. *The Accounting Review*, 12, 43-63.
- Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R & D investment behavior. *Accounting Review*, 73(10), 305-334.
- Chang, J., & Sun, C. (2008). The relation between earning information, earnings management and corporate governance in the pre – and post – sox periods. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(6), 180-361.
- Chen, Y. (2008). International dual listing: An analytical framework based on Corporate governance theory. *Journal of American Academy of Business*, 10(1), 187-194.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(12), 301-325.
- Gaa, J. (2007). *Corporate governance, transparency and secrecy: The ethics of earnings management*. Working Paper: University of Alberta. pp. 315-330.
- García, M. E., & Sa´nchez, B. J. P. (2011). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance*, 11(1), 41-53.
- Karathanassis, G., & Drakos, A. (2004). A note on equity ownership and corporate value in Greece. *Journal of Financial Economics*, 3(2), 305-360.
- LaPorta, R., Lopez, S., & Florencio, S. A. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(5), 1112-1155.
- Li-Lin, F. (2010). A panel threshold model of institutional ownership and firm value in Taiwan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 42(14), 120-135.
- Mat-Nor, F., & Sulong, Z. (2010). Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed firms. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6(1), 18-36.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control. *Journal of Finance*, 53(21), 65-98.
- Navissi, F., & Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate valu. *Managerial Finance*, 32(3), 247-256.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20(2), 237-265.
- Schmid, M. M., Oesch, D., & Ammann, M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(3), 36-55.
- Tsaia, H., & Gu, Z. (2007). The relationship between institutional ownership and casino firm performance. *Hospitality Management*, 26(2), 517-530.