

تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس  
اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵-۱۳۷۷)

علی ابراهیمی کردلر - استادیار گروه حسابداری دانشگاه تهران  
محمد مرادی - دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران  
هدی اسکندر - دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران

### چکیده

رسوایی های مالی شرکتها در سال های اخیر، نقش حاکمیت شرکتی را در نظارت موثر بر تصمیمات مدیران و عملکرد شرکتها به چالش کشیده است. اصلاح چنین وضعی مستلزم افزایش نظارت موثر بر عملکرد شرکتها است. یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی است. سرمایه گذاران نهادی توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکتها را دارا می باشند. در این تحقیق نقش مالکیت نهادی در عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ با استفاده از تحلیل رگرسیون بررسی شده است. برای اندازه گیری عملکرد شرکت از سه شاخص (تایینزکیو، بازده داراییها و حاشیه سود خالص) استفاده گردیده است. نتایج حاکی از ارتباط مثبت معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت است. همچنین با تقسیم مالکین نهادی به دو گروه فعال و منفعل، ارتباط انواع سرمایه گذاران نهادی موجود در ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها نیز مورد بررسی قرار داده شد. یافته های تحقیق عموماً بیانگر وجود رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت بوده و از این رو نمی توان ادعا کرد که فعال بودن یا نبودن نهادها بر نقش نظارتی آنها تأثیر دارد.

### کلید واژه ها:

مالکیت (سرمایه گذاران) نهادی، مالکیت نهادی فعال، مالکیت نهادی منفعل (غیر فعال)، عملکرد شرکت

## ۱. مقدمه

سیل عظیم رسوایی شرکتها در سال های اخیر، نقش حاکمیت شرکتی را در نظارت موثر بر تصمیمات مدیران و عملکرد شرکتها به چالش کشیده است. اصلاح چنین وضعی مستلزم افزایش نظارت موثر بر عملکرد شرکتها و تصمیمات اتخاذ شده از سوی مدیران آن هاست [۱۳]. یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. طبق نظر گیلان و استارکس [۱۸] سهامداران نهادی نقش اصلی را در شکل گیری تغییرات در بسیاری از سیستم های حاکمیت شرکتی داشته اند.

از آنجایی که سرمایه گذاران نهادی بزرگترین گروه از سهامداران را تشکیل می دهند، نقش آن ها در نظارت بر مدیران و تاثیر بر عملکرد شرکتها، از اهمیت بالایی برخوردار بوده و انتظار می رود حضور این مالکان در ترکیب سهامداران بر عملکرد شرکت موثر باشد. در ضمن این سوال پیش می آید که آیا سرمایه گذاران نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت فعالانه بر مدیریت دارند و آیا تاثیر آن ها بر عملکرد شرکتها مشابه است؟ مطالعات پیشین (نظیر نویسی و نایکر [۲۳] در نیوزیلند، کرن و سایرین [۱۳] در آمریکا و ...) نشان داده اند که سرمایه گذاران نهادی مشابه با هم نیستند و انگیزه های یکسانی برای نظارت فعالانه بر مدیریت ندارند. از این رو تاثیر آن ها نیز بر عملکرد شرکتها متفاوت است. مشابه با مطالعات انجام شده در دهه جاری، در این تحقیق نیز با تقسیم نمودن سهامداران نهادی به دو گروه سهامداران فعال و سهامداران منفعل، ارتباط انواع مختلف مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و عملکرد آن ها مورد بررسی قرار می گیرد.

## ۲. مبانی نظری تحقیق

### ۲-۱. سرمایه گذاران نهادی

سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتهای بیمه، شرکتهای سرمایه گذاری، مؤسسه های بازنشستگی و ... هستند [۹]. در تحقیق حاضر، نسبت سهام در

اختیار این سهامداران به کل سهام شرکت به عنوان متغیر سرمایه گذاران نهادی در نظر گرفته شده است.

سرمایه گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکتها و همچنین حرفه ای بودن در امر سرمایه گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکتها را دارا می باشند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکتها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد [۲۸]. بوش [۹] بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می کنند. کاپلان و مینتون [۱۹] دریافتند که حضور سهامداران بزرگ با جابجایی زیاد مدیریت ارتباط دارد که نشانگر انجام وظیفه نظارتی توسط سهامداران مزبور است.

## ۲-۲. نوع مالکیت نهادی

بر اساس شواهد حاصل از تحقیقات پیشین (نظیر نویسی و نایکر [۲۳] در نیوزیلند، کرنر و سایرین [۱۳] در آمریکا و ...) نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی مشابه با هم نبوده و انگیزه های یکسانی برای نظارت فعالانه بر مدیریت ندارند. از این رو تاثیر آن ها نیز بر عملکرد شرکتها متفاوت است. بر این اساس سرمایه گذاران نهادی را می توان به دو دسته منفعل (حساس به فشار یا موقت) و فعال (غیر حساس به فشار) تقسیم کرد.

سرمایه گذاران نهادی منفعل (حساس به فشار<sup>۱</sup> یا موقت) دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه ای دارند. برای مثال با یک خبر خوب سهام می خردند و با خبر بد سهام را می فروشند. برای این مالکان قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می دهند. بنابر این انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده ای در هیات مدیره شرکت های سرمایه پذیر ندارند زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت

---

1. Pressure-Sensitive

نصیب آن‌ها شود [۲۴].

پورتر [۲۴] اظهار می‌دارد که تمرکز بر عملکرد کوتاه‌مدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه‌گذاری و عملکرد بلندمدت به منظور حفظ رشد سود کوتاه‌مدت می‌شود. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی فعال (غیر حساس به فشار<sup>۱</sup>) دیدگاه بلندمدت داشته و عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابر این انگیزه زیادی برای داشتن نماینده در هیات 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 می‌باشد. این سهامداران با نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت، انگیزه‌هایی را برای مسئولیت‌پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند. بر این اساس، حضور هر چه بیشتر این سهامداران سبب افزایش عملکرد مدیران و در نتیجه ارتقای عملکرد شرکتها خواهد شد.

برخی از جمله برکلی، لیز و اسمیت [۸] اعتقاد دارند که سرمایه‌گذاران نهادی فعال، مدیران شرکتها را منضبط و متعهد می‌کنند. آن‌ها اذعان می‌دارند که عملکرد شرکتها پس از خرید بخشی از سهام آن‌ها توسط سهامداران فعال، بهبود می‌یابد. اگر اوایل و نوبر [۶] نیز بیان می‌دارند که سرمایه‌گذاران نهادی فعال اثر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌های سهامی دارند.

### ۲-۳. عملکرد شرکت

با جداسدن مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع، ارزیابی و اندازه‌گیری عملکرد شرکتها به یکی از مهمترین مسائل و موضوعات مالی تبدیل شده است. عدم ارزیابی و کنترل عملکرد شرکتها به عدم تخصیص بهینه منابع می‌انجامد که این موضوع سبب زیان مالکین (سهامداران) و در نهایت اقتصاد جامعه در سطح کلان می‌شود. تعریف و عملیاتی کردن مفهوم عملکرد شرکت امر پیچیده‌ای بوده و معمولاً برای انجام آن از سنجه‌های

مختلفی استفاده می شود [۵ و ۱]. برای نمونه می توان به معیارهایی نظیر تابینزکیو، نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری، سود هر سهم، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود ناخالص، حاشیه سود عملیاتی، حاشیه سود خالص، ارزش افزوده اقتصادی و ... اشاره کرد. در این تحقیق برای سنجش عملکرد شرکت از سه شاخص تابینزکیو، بازده داراییها و حاشیه سود خالص استفاده شده است:

مجموع داراییها / (مجموع بدهیها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) =  $TOBINS\cdot Q$

مجموع داراییها / سود خالص =  $ROA$

فروش / سود خالص =  $ROS$

### ۳. پیشینه تحقیق

#### ۳-۱. رابطه مالکیت نهادی و عملکرد شرکت

برخی محققین نظیر شلیفر و ویشنی [۲۵] و ماگ [۲۱] اعتقاد دارند مشارکت سهامداران عمده در فعالیت‌های نظارتی به طور بالقوه موجب محدود نمودن مسأله نمایندگی و کاهش تضاد منافع و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. از آنجایی که سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران هستند، نقش آن‌ها در نظارت بر شرکتها و تاثیر بر عملکرد آن‌ها، از اهمیت به‌سزایی برخوردار می‌باشد [۱۰].

بسیاری از محققین نظیر مک کانل و سرویز [۲۲]، اسمیت [۲۶] و دل‌گوارشیو و هاو کینز [۱۵] دریافته‌اند که نظارت سرمایه‌گذاران نهادی، سبب تمرکز بیشتر مدیریت بر عملکرد بلند مدت شرکت به جای اقدام فرصت طلبانه و تمرکز بر کوتاه مدت می‌شود. شلیفر و ویشنی [۲۵] بیان کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر عملکرد شرکت خواهد داشت. تیسای و گو [۲۷] نیز در بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های چینی از سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳، دریافته‌اند که مالکیت نهادی اثر مثبت بر عملکرد شرکت (شاخص تابینزکیو) دارد. دیویس [۱۴]، مک کانل و سرویز [۲۲] در انگلیس نیز به نتایج مشابهی در این زمینه دست یافتند. بدان معنا که رابطه مستقیمی بین مالکیت نهادی و شاخص تابینزکیو کشف شد. کلی [۱۲] نیز در

بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و شاخص تابینزکیو دریافت که ۱ درصد افزایش در مالکیت نهادی سبب ۰.۷۵ درصد افزایش عملکرد شرکتها می شود. این در حالی است که لودرر و مارتین [۲۰] رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت (تابینزکیو) نیافتند.

چاگانتی و دامانپور [۱۰] در تحقیق خود رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام (نماینده عملکرد شرکت) در بین شرکتهای آمریکایی را رد نکردند. ماگ [۲۱] به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه گذاران نهادی از توانایی هایشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه گذاری آن ها است. هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر عملکرد بهتر انجام می شود و این یک ارتباط مستقیم است.

### ۳-۲. رابطه انواع مالکیت نهادی (فعال و منفعل) و عملکرد شرکت

کرنر و سایرین [۱۳] در تحقیقی مالکان نهادی را به دو دسته، حساس نسبت به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افرادى که انگیزه بیشتری برای نظارت و کنترل مدیریت دارند) تقسیم نموده و ارتباط آن ها را با عملکرد شرکت های آمریکایی (بازده داراییها) مورد مطالعه قرار دادند. آن ها به این نتیجه رسیدند که سطح مالکیت نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و سطح مالکیت نهادی حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد. آلمانز و سایرین [۷] دریافتند که هر چه سطح مالکیت نهادی غیر حساس بیشتر شود انضباط در شرکت بیشتر شده و طبعاً عملکرد شرکت نیز بهتر می گردد. چن، هارفورد و لی [۱۱] نیز به نتایج مشابهی دست یافتند.

الیاسانی و جیا [۱۷] در تحقیقی با عنوان "ثبات مالکیت نهادی و عملکرد شرکت" دریافتند که سهامداران فعال (با ثبات و بلند مدت) با عملکرد شرکت رابطه مثبت دارند. این در حالی است که در تحقیق ایشان، رابطه معکوسی بین مالکیت نهادی منفعل و عملکرد شرکت یافت شد.

یافته های تحقیق نویسی و نایکر [۲۳] در نیوزلند حاکی از یک رابطه غیر خطی بین

سرمایه‌گذاران نهادی فعال و عملکرد شرکت است. بر این اساس، حضور سرمایه‌گذاران نهادی فعال در سطوح پایین مالکیت، تاثیر مثبت بر عملکرد شرکت خواهد داشت ولی در سطوح بالای مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی فعال ممکن است هیات مدیره را به اخذ تصمیمات غیر بهینه ترغیب کنند. به عبارت دیگر، تملک سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی فعال در سطوح پایین تر مالکیت، رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. با این وجود با افزایش مالکیت سهام این نوع سهامداران، تاثیر آن بر عملکرد شرکت منفی می‌شود. در نتیجه ارتباط بین عملکرد شرکت و نهادهای فعال تا یک سطح مشخص تملک سهام رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر از آن سطح تاثیر منفی بر عملکرد شرکت خواهد داشت. همچنین در تحقیق ایشان رابطه معناداری بین مالکان نهادی منفعل و عملکرد شرکت یافت نشد.

دوگال و میلار [۱۶] در آمریکا نیز رابطه بین انواع مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند اما رابطه معناداری بین نوع مالکیت نهادی و عملکرد شرکت نیافتند.

### ۳-۳. تحقیقات انجام شده در ایران

در ارتباط با موضوع این تحقیق در ایران مطالعاتی صورت پذیرفته که در ادامه به اهم آن‌ها پرداخته می‌شود. ابراهیمی کردلر [۳] نشان داد که با افزایش مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران کاهش می‌یابد و سهامداران بهتر می‌توانند بر عملکرد شرکت و مدیر نظارت کرده و تضاد منافع را کاهش دهند. یافته‌های تحقیق نوروش و همکاران [۴] نیز موید این موضوع است.

همچنین تحقیق حساس یگانه، مرادی و اسکندر [۲] شواهدی در ارتباط با تاثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت (ارزش بازار به ارزش دفتری) در بورس اوراق بهادار تهران فراهم آورد. این تحقیق نشان داده است که سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند. به عبارتی، مالکین نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت کرده

و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می‌کنند و بدین ترتیب وجود سرمایه‌گذاران نهادی سبب بهبود عملکرد شرکت و افزایش ارزش آن می‌شود.

#### ۴. فرضیه های تحقیق

با توجه به مباحث نظری و پیشینه تحقیق مطرح شده در فوق فرضیه های تحقیق به شرح ذیل طرح می‌گردند:

**فرضیه ۱:** بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

**فرضیه ۲:** بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی فعال و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

**فرضیه ۳:** بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

#### ۵. روش تحقیق

در این تحقیق برای آزمون وجود رابطه بین متغیر مستقل (مالکیت نهادی) و متغیر وابسته (عملکرد شرکت) و همچنین معنادار بودن مدل ارائه شده از تحلیل رگرسیون استفاده شده است. برای بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت از مدل ۱ و برای بررسی ارتباط بین انواع مالکیت نهادی (فعال و منفعل) و عملکرد شرکت از مدل ۲ استفاده شده است. داده‌های مربوط به شرکتهای عضو نمونه تحقیق طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ از منابعی چون دنا سهم، ره‌آور نوین، سایت بورس اوراق بهادار و... استخراج و به صفحه گسترده اکسل منتقل شد. پس از انجام محاسبات لازم برای متغیرهای تحقیق، با نرم‌افزار SPSS نسخه ۱۵ آزمون‌های آماری مورد نیاز بر روی آن‌ها انجام شده است. در این تحقیق برای هر یک از ضرایب جزیی رگرسیون از آزمون  $t$  استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشر ( $F$ ) در سطح ۹۵ درصد اطمینان (۵ درصد خطا) استفاده شده است.

لازم به ذکر است که تحقیقات قبلی چند عامل که بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارند را



شناسایی کرده‌اند. برای نمونه، آبر و بیکپ [۴] اثر اندازه و اهرم را کنترل نمودند و دریافتند که این دو متغیر رابطه منفی معناداری با عملکرد شرکت دارند. در این تحقیق، برای کنترل اثر دو متغیر مذکور، در مدل های تحقیق به شرح ذیل گنجانده شده اند.

#### مدل ۱:

$$PER_{it} = \alpha + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### مدل ۲:

$$PER_{it} = \alpha + \beta_1 ACINST_{it} + \beta_2 INACINST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل ها:

PER: عملکرد شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  که با استفاده از سه شاخص، تاینزکیو، بازده داراییها و حاشیه سود خالص سنجیده می شود.

INST: نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه گذاران نهادی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$

ACINST: نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه گذاران نهادی فعال (دارای نماینده در هیات مدیره) شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

INACINST: نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه گذاران نهادی غیر فعال (بدون نماینده در هیات مدیره) شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

SIZE: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  (اندازه شرکت).

LEV: بدهی بلندمدت نسبت به مجموع دارایی های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  (اهرم شرکت).

$\varepsilon$ : جزء خطا

#### ۱-۵. دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری تحقیق

دوره مورد تحقیق یک دوره زمانی نه ساله بر اساس صورت های مالی سال های ۱۳۷۷ تا

۱۳۸۵ می باشد. شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران جامعه آماری این تحقیق را

تشکیل می‌دهند. از بین این شرکت‌ها، شرکت‌های واسطه‌گری مالی به سبب ماهیت خاص فعالیت حذف شده‌اند. در این تحقیق شرکت‌هایی مدنظر قرار گرفته است:

۱. از سال ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ در بورس حضور داشته باشند؛

۲. سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شود؛

۳. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ تغییر سال مالی نداده باشد؛

۴. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ وقفه عملیاتی نداشته باشد؛

۵. شرکت در هر سال حداقل ۷۰ روز معاملاتی داشته باشد؛

۶. اطلاعات موردنیاز شرکت در دسترس باشد.

## ۶. یافته‌های تحقیق

نگاره (۱) حاوی آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون است.

### نگاره ۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیر / شاخص آماری	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
TOBINS-Q	۵۴۹	۰/۶۵	۲۵/۵۵	۲/۱۶	۲/۱۴
ROA	۵۴۹	-۰/۱۳	۰/۶۵	۰/۱۹	۰/۱۳
ROS	۵۴۹	-۰/۲۰	۳/۳۵	۰/۲۵	۰/۲۴
INST	۵۴۹	۰/۰۰	۰/۹۹	۰/۴۵	۰/۳۱
ACINST	۵۴۹	۰/۰۰	۰/۹۷	۰/۳۱	۰/۳۱
INACINST	۵۴۹	۰/۰۰	۰/۴۷	۰/۱۴	۰/۱۰
SIZE	۵۴۹	۱۹/۹۴	۳۱/۵۹	۲۵/۳۳	۲/۰۱
LEV	۵۴۹	۰/۰۰	۰/۴۶	۰/۰۸	۰/۰۷

بر اساس جدول فوق، سرمایه‌گذاران نهادی به طور متوسط ۴۵ درصد سهام شرکت‌های نمونه را تحت تملک خود دارند. همچنین بیشتر آن‌ها (۳۱ درصد) از نوع فعال می‌باشند. این در حالی است که به طور میانگین، درصد کمتری از مالکیت (۱۴ درصد) در دست مالکان نهادی منفعل است. در ادامه به بررسی نتایج حاصل از برازش مدل‌های رگرسیونی تحقیق و آزمون

فرضیه ها می پردازیم.

نگاره (۲) نتایج حاصل از مدل اول تحقیق (ارایه شده در بخش روش تحقیق) را نشان می دهد. لازم به ذکر است که تحلیل داده در بازه زمانی تحقیق به شکل تجمعی<sup>۱</sup> صورت پذیرفته است.

### نگاره ۲. نتایج حاصل از مدل (۱)

شاخص TOBINS-Q			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۵/۵۰	۴/۸۷	۰/۰۰
INST	۱/۲۱	۴/۲۲	۰/۰۰
SIZE	۰/۱۵	۳/۴۰	۰/۰۰
LEV	۰/۴۱	۰/۳۳	۰/۷۴
R <sup>2</sup> : ۰/۰۴ تعدیل شده		F آماره: ۹/۲۲	
شاخص ROA			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۲	۰/۲۸	۰/۷۸
INST	۰/۱۴	۸/۸۲	۰/۰۰
SIZE	۰/۰۱	۲/۲۴	۰/۰۳
LEV	۰/۳۷	۵/۴۱	۰/۰۰
R <sup>2</sup> : ۰/۱۷ تعدیل شده		F آماره: ۲۹/۱۸	
شاخص ROS			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۶	۱/۲۸	۰/۲۰
INST	۰/۱۷	۵/۴۳	۰/۰۰
SIZE	۰/۰۰	۰/۱۲	۰/۹۱
LEV	-۰/۰۶	۰/۴۵	۰/۶۵
R <sup>2</sup> : ۰/۰۵ تعدیل شده		F آماره: ۱۰/۰۸	

آماره های F در نگاره بالا نشان دهنده معناداری کلی مدل های رگرسیونی برازش شده

1. Pool

در سطح اطمینان ۹۵ درصد با استفاده از هر سه شاخص عملکرد است. با توجه به  $R^2$  تعدیل شده مدل های برازش شده می توان ادعا کرد، حدود ۴ درصد از تغییرات در شاخص تاینزکیو و ۱۷ درصد از تغییرات در بازده داراییها و ۵ درصد از تغییرات در حاشیه سود خالص شرکت (به عنوان شاخص های عملکرد شرکت) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. با توجه به یافته های بدست آمده، رابطه مثبت معناداری بین سطح مالکیت نهادی و عملکرد شرکت (بر اساس هر سه شاخص تاینزکیو، بازده دارایی ها و حاشیه سود خالص) وجود دارد.

بر اساس شاخص تاینزکیو اندازه شرکت رابطه مثبت معناداری با عملکرد دارد، در حالی که در شاخص بازده دارایی ها این رابطه منفی است. همچنین اهرم شرکت تنها بر اساس شاخص بازده داراییها رابطه منفی معناداری با عملکرد شرکت داشته و در سایر شاخص ها بی معناست. نگاره زیر نتایج مدل اول را پس از حذف متغیرهای بی معنی نشان می دهد.

### نگاره ۳. نتایج حاصل از مدل (۱) پس از حذف متغیرهای بی معنی

شاخص TOBINS-Q			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۵/۵۰	۴/۸۷	۰/۰۰
INST	۱/۲۱	۴/۲۴	۰/۰۰
SIZE	-۰/۱۵	-۳/۴۳	۰/۰۰
$R^2$ تعدیل شده: ۰/۰۵		آماره F: ۱۳/۸۰	
شاخص ROA			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۲	۰/۲۸	۰/۷۸
INST	۰/۱۴	۸/۸۲	۰/۰۰
SIZE	۰/۰۱	۲/۲۴	۰/۰۳
LEV	-۰/۳۷	-۵/۴۱	۰/۰۰
$R^2$ تعدیل شده: ۰/۱۷		آماره F: ۲۹/۱۸	
شاخص ROS			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۷	۹/۹۳	۰/۰۰

۰/۰۰	۵/۴۹	۰/۱۸	INST
۳۰/۱۲: آماره F		R <sup>2</sup> : ۰/۰۵ تعدیل شده	

با توجه به یافته های بدست آمده، همچنان رابطه مثبت معناداری بین سطح مالکیت نهادی و عملکرد شرکت (بر اساس هر سه شاخص تاینزکیو، بازده دارایی ها و حاشیه سود خالص) وجود دارد. این یافته ها مطابق با نتایج تیسای و گو [۲۶]، دیویس [۱۳]، کلی [۱۱] و... است.

در ادامه نتایج حاصل از تفکیک مالکیت نهادی به فعال و غیر فعال (مدل دوم)، مورد بررسی قرار می گیرد.

#### نگاره ۴. نتایج حاصل از مدل (۲)

شاخص TOBINS-Q			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۵/۵۳	۴/۸۵	۰/۰۰
ACINST	۱/۰۸	۳/۶۴	۰/۰۰
INACINST	۲/۲۲	۲/۴۸	۰/۰۱
SIZE	-۰/۱۶	-۳/۴۸	۰/۰۰
LEV	-۰/۴۴	-۰/۳۶	۰/۷۲
R <sup>2</sup> : ۰/۰۴ تعدیل شده		۶/۹۵: آماره F	
شاخص ROA			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۲	۰/۲۴	۰/۸۱
ACINST	۰/۱۴	۸/۲۱	۰/۰۰
INACINST	۰/۱۸	۳/۵۳	۰/۰۰
SIZE	۰/۰۱	۲/۱۸	۰/۰۳
LEV	-۰/۳۷	-۵/۳۶	۰/۰۰
R <sup>2</sup> : ۰/۱۷ تعدیل شده		۲۸/۱۹: آماره F	
شاخص ROS			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۷	۱/۳۳	۰/۱۹
ACINST	۰/۱۶	۴/۷۳	۰/۰۰

۰/۰۰	۳/۲۷	۰/۳۴	INACINST
۰/۹۴	-۰/۰۸	۰/۰۰	SIZE
۰/۶۳	-۰/۴۸	-۰/۰۷	LEV
F آماره: ۷/۷۸		R <sup>2</sup> : ۰/۰۵ تعدیل شده	

آماره های F در نگاره بالا نشان‌دهنده معناداری مدل های رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد با استفاده از هر سه شاخص عملکرد است. با توجه به R<sup>2</sup> تعدیل شده مدل های برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۴ درصد از تغییرات در شاخص تابینزکیو و ۵ درصد از تغییرات در حاشیه سود خالص و ۱۷ درصد از تغییرات در بازده دارایی ها توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود.

با توجه به یافته های فوق رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و غیر فعال) و عملکرد شرکت (بر اساس هر سه شاخص تابینزکیو، بازده داراییها و حاشیه سود خالص) وجود دارد.

همچنین اندازه شرکت رابطه مثبت معناداری با بازده داراییهای شرکت دارد. این در حالی است که رابطه منفی معناداری بین اندازه و شاخص تابینزکیو یافت شده است. اهرم نیز تنها در شاخص بازده داراییها رابطه منفی معناداری با عملکرد شرکت دارد. نگاره زیر نتایج مدل دوم را پس از حذف متغیرهای بی معنی نشان می دهد.

#### نگاره ۵. نتایج حاصل از مدل (۲) پس از حذف متغیرهای بی معنی

شاخص TOBINS·Q			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۵/۵۲	۴/۸۵	۰/۰۰
ACINST	۱/۰۹	۳/۶۶	۰/۰۰
INACINST	۲/۲۲	۲/۴۹	۰/۰۱
SIZE	-۰/۱۶	-۳/۵۲	۰/۰۰
R <sup>2</sup> : ۰/۰۴ تعدیل شده		F آماره: ۹/۲۴	
شاخص ROA			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۲	۰/۲۴	۰/۸۱

۰/۰۰	۸/۲۱	۰/۱۴	ACINST
۰/۰۰	۳/۵۳	۰/۱۸	INACINST
۰/۰۳	۲/۱۸	۰/۰۱	SIZE
۰/۰۰	-۵/۳۶	-۰/۳۷	LEV
F آماره: ۲۸/۱۹		R <sup>2</sup> : ۰/۱۷ تعدیل شده	
شاخص ROS			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۵	۷/۴۵	۰/۰۰
ACINST	۰/۱۶	۴/۷۶	۰/۰۰
INACINST	۰/۳۴	۳/۲۹	۰/۰۰
F آماره: ۱۵/۴۹		R <sup>2</sup> : ۰/۰۵ تعدیل شده	

با توجه به یافته های فوق، پس از حذف متغیرهای بی معنی همچنان رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (فعال و غیر فعال) و عملکرد شرکت وجود دارد. وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی فعال و عملکرد شرکت مطابق با شواهد به دست آمده توسط اگراوال و نوبر [۳]، کرنٹ و سایرین [۱۲]، آلمان [۶]، الیاسیانی و جیا [۱۶] و ... است.

## ۷. خلاصه و نتیجه گیری

یکی از ساز و کارهای مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. از آنجایی که سرمایه گذاران نهادی بزرگترین گروه از سهامداران شرکت را تشکیل می دهند، نقش آن ها در نظارت بر شرکتها و تاثیر بر عملکرد آن ها از اهمیت بالایی برخوردار است. بنابراین این تحقیق به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت پرداخته و برای اندازه گیری عملکرد شرکت از سه شاخص (تابینز کیو و بازده دارایی ها و حاشیه سود خالص) استفاده می نماید. در این تحقیق شواهدی در ارتباط با رابطه مثبت مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران به دست آمد. از این رو می توان ادعا کرد سرمایه گذاران نهادی محرک هایی برای بهبود عملکرد شرکت های تحت تملکشان را دارند. این امر می تواند

بیانگر آن باشد که مالکین نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت کرده و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می‌کنند. به عبارت دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی سبب بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

همچنین با توجه به این موضوع که سرمایه‌گذاران نهادی مشابه با هم نیستند و تاثیر متفاوتی بر عملکرد شرکتها دارند [۱۳، ۲۳ و ...]، در این تحقیق با طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه فعال و منفعل (غیر فعال)، ارتباط انواع مختلف مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و عملکرد آن‌ها را نیز مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های بدست آمده موید رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی با عملکرد شرکت است. شواهد به دست آمده بیانگر تاثیر مثبت انواع مالکیت نهادی، اعم از فعال و غیر فعال، بر عملکرد شرکت است. بنابراین نمی‌توان پذیرفت که بین نقش نظارتی انواع سرمایه‌گذاران نهادی (فعال و منفعل) تفاوت وجود دارد.

## ۸. ارائه پیشنهادها

با عنایت به نتایج تحقیق حاضر پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱. با عنایت به این موضوع که بین سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکتها رابطه معناداری وجود دارد، توصیه می‌گردد سرمایه‌گذاران به عامل ترکیب مالکیت نیز توجه نمایند.

۲. در این تحقیق از برخی شاخص‌ها به عنوان سنجش عملکرد شرکت استفاده شد، پیشنهاد می‌شود از شاخص‌های دیگری برای عملکرد نظیر ارزش افزوده اقتصادی، بدین منظور استفاده شود.

۳. تاثیر سایر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از قبیل ویژگی‌های هیات مدیره، حسابرسان مستقل، کنترل‌های داخلی و ... بر عملکرد شرکت بررسی شود.

## منابع

۱. انصاری، عبدالمهدی و کریمی، محسن. (۱۳۸۸). "بررسی توان معیارهای داخلی



ارزیابی عملکرد مدیریت در تبیین ارزش ایجاد شده برای سهامداران"، **تحقیقات**

**حسابداری**، شماره ۱، صص ۱۱۲-۱۲۹

۲. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین

سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**،

شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.

۳. نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب

سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد". **بررسی های**

**حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴

۴. نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال (۱۳۸۹). "بررسی ساز و

کارهای نظام راهبری شرکتها بر هزینه نمایندگی"، **تحقیقات حسابداری**، شماره ۱،

صص ۱-۲۷

5. Abor, Joshua and Biekpe, Nicholas. (2007). "Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities". **Journal of Corporate Governance**. Vol. 7 NO. 3 2007, pp. 288-300.

6. Agrawal, A. and Knoeber, C. (2001) "Do some outside directors play a political role?" **Journal of law and economics**. No. 44: 179-198

7. Almazan, A., Hartzell, J., Starks, L.T., (2005). "Active institutional shareholders and cost of monitoring: Evidence from managerial compensation". Working paper, University of Texas at Austin.

8. Brickley, J., R. Lease, and C. Smith, (1988). "Ownership structure and voting on antitakeover amendments". **Journal of Financial Economics** 20, 267-292.

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

10. Chaganti, R., Damanpour, F., (1991). "Institutional ownership, capital structure, and firm performance".

**Strategic Management Journal** 12 (7), 479–491.

11. Chen, X., J Harford, and K. Li, (2005). " Monitoring: Which Institutions Matter? " University of British Columbia Working Paper, July.

12. Clay, D. G.,(2001)."Institutional Ownership, CEO incentives, and firm value". Ph.D. Dissertation, University of Chicago.

13. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan, Tehranian, Hassan and Saunders, Anthony (2007). "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", **Journal of Banking & Finance**, 31, 1771–1794.

14. Davis , E. Philip. (2002). "Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector". **Economic Systems** 26 203–229.

15. Del Guercio, D., Hawkins, J.,(1999). "The motivation and impact of pension fund activism". **Journal of Financial Economics** 52, 293–340.

16. Duggal, Rakesh a and A. Millar, James. (1999). "Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns". **Journal of Corporate Finance** 5.103–117.

17. Elyasiani, Elyas and Jia, Jingyi, (2007). "Institutional Ownership Stability and Firm Performance". Southern Illinois University-Edwardsville November 15, 2007.

18. Gillan, S.G. and L.T. Starks (1998). "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", **Contemp Finance Dig**, 10-38.

19. Kaplan, S. and B.Minton (1994). "Appointments of outsiders to Japanese boards; Determinants and implications for managers", **Journal of Financial Economics**, 36, 225-258.

20. Loderer, C., Martin, K.,(1997)." Executive stock ownership and performance tracking faint traces". **Journal of Financial Economics** 45 (2), 223–255.

21. Maug, E. (1998). "Large shareholders as Monitors: is there a trade off between Liquidity and control?" *Journal of Finance*, 53:65-98.
22. McConnell, John J., and Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value" **Journal of Financial Economics**, 27, 595-612.
23. Navissi, Farshid. and Naiker, Vic (2006). "Institutional Ownership and corporate value", **Managerial Finance**, Vol. 32 No. 3, 2006 pp. 247-256.
24. Porter, M.E. (1992). "Capital disadvantage: America's failing capital investment system", **Harvard Business Review**, 65-82.
25. Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1986)," Large Shareholders and Corporate Control. " **Journal of Political Economy**, 94(3), 461-488.
26. Smith, M.,(1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. **Journal of Finance** 51, 227-252.
27. Tsai, Henry and Gu Zheng. (2007). "The relationship between institutional ownership and casino firm performance".**Hospitality Management** 26. 517-530.
28. Velury, U. and D.S.Jenkins (2006). "Institutional Ownership and The Quality of Earnings", **Journal of Business Research**, 59:1043-1051.