

تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت

حسن معینیان^۱، الهه یآوری^۲

۱- کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی ارشد دماوند، واحد تهران

۲- کارشناسی ارشد مدیریت دولتی، گرایش منابع انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی تهران، واحد یادگار امام

چکیده

ساختار سرمایه نمایان‌کننده نسبت سرمایه از منابع متفاوت است. یکی از وظایف مدیران مالی افزایش ثروت سهامداران می‌باشد و یکی از نگرانی‌های عمده مدیران تعیین ترکیب ساختار سرمایه شرکت می‌باشد، در نتیجه مدیران به دنبال اطلاعاتی هستند که رابطه بین اجزای ساختار سرمایه را با ثروت سهامداران تعیین کنند. از طرفی دیگر حاکمیت شرکتی یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت می‌باشد که در ارتباط با بحث حاکمیت شرکتی یکی از مهمترین سازوکارهای آن، هیئت‌مدیره می‌باشد که مدیران مالی و سرمایه‌گذاران باید با توجه به ابعاد مختلف هیئت‌مدیره در جهت انتخاب بهترین ترکیب منابع برای سرمایه‌گذاری با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران را انجام دهند که در این پژوهش به بررسی این عوامل و تأثیر آن‌ها بر ارزش شرکت پرداخته شده است. در همین راستا هدف پژوهش حاضر این است که رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت را مشخص کند. به همین منظور در این تحقیق ویژگی‌های هیئت‌مدیره به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته مربوط به ۱۳۳ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. شواهد نشان داد که سهامداران نهادی بر ارزش سهام شرکت تأثیر قابل ملاحظه‌ای دارند. از دیگر یافته‌های پژوهش این است که سهامداران دارای کرسی هیات‌مدیره و سهامداران عمده بدون کرسی هیات‌مدیره بر ارزش سهام تأثیر قابل ملاحظه‌ای دارند.

واژگان کلیدی: سهامداران نهادی، سهامداران دارای کرسی هیات‌مدیره، سهامداران عمده بدون کرسی هیات‌مدیره، ارزش سهام.

۱- مقدمه

پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروه‌های مدیران حرفه‌ای صورت گرفت و شرکت سهامی به عنوان پدیده‌های اجتماعی مطرح شد. ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است (نویسی و نایکر، ۲۰۰۶). بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکاء می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد؛ لیکن سهامداران نقش اساسی در نظام راهبری شرکت می‌توانند داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آن‌ها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی بر عملکرد شرکت‌ها و همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲).

با ایجاد شرکت‌های سهامی بزرگ و حضور گسترده سرمایه‌گذاران فعال در بازارهای سرمایه، به تدریج با منسجم‌تر شدن بازار سرمایه کشور، مالکیت سهام شرکت‌ها از افراد به نهادها انتقال یافت و این مبنایی برای شکل‌گیری سهامداران نهادی گردید. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و

^۱ MOEIN.H60@GMAIL.COM

تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان ها و همچنین عملکرد آنها می تواند داشته باشد (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲).

سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیتهای مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می باشند و تأثیر مستقیم یا غیر مستقیم سهامداران نهادی می تواند بسیار با اهمیت باشد. ارزش گذاری شرکت ها از ضروریات برنامه ریزی برای مدیران و سرمایه گذاران است. ارزش گذاری نمایشگر چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه گذاران، مدیران، اعتبار دهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد. به صورت خلاصه این پژوهش در نظر دارد تا به بررسی اثر مالکان نهادی بپردازد ولی تمایز این پژوهش با دیگر پژوهش ها در این مهم است که درصد سرمایه سهامداران نهادی دارای کرسی هیات مدیره و درصد سرمایه سهامداران نهادی بدون عضویت در هیات مدیره به صورت تفکیکی احتساب و اثر این سهامداران بر ارزش شرکت بررسی شود. در مواقعی شرکت دارای عملکرد بالا یا بعضاً عملکرد مالی پایینی است. ولی به صورت دقیق مشخص نیست که بهبود عملکرد مالی یا ضعف آن بدلیل عملکرد کدام یک از سهامداران می باشد.

در این تحقیق محقق به دنبال بررسی نقش سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. لذا سرمایه گذاران نهادی شامل سهامداران دارای کرسی هیات مدیره و یا سهامداران عمده بدون کرسی هیات مدیره و سهامداران دولتی به لحاظ نقش حمایتی خودشان می توانند بر قیمت سهام و ارزش کسب و کار تأثیر بگذارند. لذا نقش هر کدام از این سهامداران بر ارزش سهام و تغییرات ارزش مورد بررسی قرار خواهد گرفت. پس با توجه به رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت (حساس یگانه و مرادی، ۱۳۸۷) و همچنین تأثیر آن بر فعالیت های مدیریتی یک شرکت، سؤال زیر مطرح می شود که: آیا مالکان نهادی مختلف تأثیر یکسانی بر ارزش شرکت دارند؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

موضوع اصلی در مباحث ساختار مالکیت، مسئله نمایندگی^۱ هست چراکه تضاد منافع بین مدیران و سهامداران منجر به ایجاد هزینه های نمایندگی می شود. مالکیت پراکنده غیرمتمرکز به این خاطر موجب بروز مسئله نمایندگی در شرکت ها می شود که توانایی و انگیزه های سهامداران برای کنترل کردن مدیریت ضعیف خواهد شد چرا که سهم آن ها اندک است. علاوه بر این، سهامداران معمولاً در شرکت های مختلفی سرمایه گذاری می کنند تا ریسک را از طریق تنوع بخشیدن کاهش دهند. آن ها در واقع به امید سودهای آتی پرتفوی سهامشان سرمایه گذاری می کنند نه به امید آینده بهتر یک شرکت خاص. علاوه سهامداران پراکنده توانایی این که مدیریت را به طور اثربخش کنترل کنند، ندارند چرا که اطلاعات کافی و تخصص لازم را به منظور اتخاذ تصمیمات صحیح دارا نیستند. در مقابل، مالکیت متمرکز به صورت قابل توجهی در سهامداران عمده ایجاد انگیزه می کند و به موازات افزایش سهم آن ها در شرکت، انگیزه های آن ها نیز برای بهبود عملیات شرکت و کنترل مدیریت، بیشتر می شود. منافع کاملاً آشکاری از مالکیت متمرکز وجود دارد ولی بحث هایی در جهت خلاف آن نیز صادق است. اول اینکه سهامداران عمده به طور معمول ریسک گریز هستند. مالکیت پراکنده، قابلیت نقد شوندگی بهتر سهام را موجب می شود و ایجاد تنوع به منظور ریسک پذیری کمتر را برای سرمایه گذاران فراهم می کند. دوم این که وقتی کنترل بیش از حد، توسط مالکیت متمرکز صورت می گیرد، ذینفعان داخلی (مدیران و کارکنان) را از سرمایه گذاری های پرهزینه دلسرد می کند. سوم اینکه مالکیت متمرکز ممکن است سبب بروز مشکل نمایندگی به نحوی دیگر شود و آن این که تعارض و اختلاف بین سهامداران عمده و سهامداران جزء پدید آید. سهامداران عمده انگیزه های لازم را به منظور استفاده از موقعیت کنترلی خود خواهند داشت تا منافع خاص خود را با هزینه سهامداران جزء، به دست آورند.

علاوه بر بحث تمرکز مالکیت، ماهیت مالکان نیز در ارتباط با مسئله نمایندگی هست. کنترل ها وقتی اثربخشی بیشتری خواهد داشت که سهامداران کنترل کننده شرکت، دانش و تجربه کافی در زمینه های مالی و تخصصی مربوطه را داشته باشند که عموماً شرکت های سرمایه گذاری و سرمایه گذاران نهادی، منابع و توانایی لازم را جهت کنترل مدیریت به طور صحیح دارا هستند.

از دهه ۱۹۳۰ اقتصاددانان به بررسی اثرات جداسازی مالکیت و کنترل شرکت های تجاری تمایل پیدا کردند. اهداف متفاوت سرمایه گذاران و اعضای هیئت مدیره موضوع هایی را به عنوان مشکلات نمایندگی ایجاد می کند. مطالعات نظام راهبری شرکتی ساز و

کارهایی را بررسی می‌کند که سرمایه‌گذاران برای کنترل شرکت‌ها استفاده می‌کنند تا این مشکلات را کاهش دهند. معمولاً شیوه‌هایی که سرمایه‌گذاران می‌توانند استفاده کنند تا علایق کارکنان داخلی (مدیران و هیئت‌مدیره) را با علایق خود هم‌تراز کنند به دو نوع بیرونی و درونی تقسیم می‌شود. برای مثال ساز و کارهای بیرونی شامل بازار برای کنترل شرکت و ساز و کارهای درونی عبارت از: سیستم حقوق و دستمزد مدیریتی، مالکیت افراد داخلی و تمرکز مالکیت^۱ هست. راهبردهای بیرونی در فرهنگ آنگلوآکسونی^۲ و سیستم‌های قانونی که ساختارهای مالکیت پراکنده را تجربه کرده‌اند دارای اهمیت خاصی است. ساز و کارهای درونی در دیگر بازارها رایج است؛ که شامل بازار ایران نیز می‌شود (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از بالدوین^۳، ۲۰۰۰).

تمرکز مالکیت به سهامداران اجازه می‌دهد تا به طور مستقیم از منافع خود مراقبت کنند؛ اما نظریه‌ها و نتایج موجود در این عرصه، برحسب نگرش و مبانی فکری متفاوت، رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد موسسه را مثبت، منفی و یا فاقد هرگونه اهمیت آماری ارزیابی می‌کنند. از یک طرف، تمرکز مالکیت می‌تواند مثبت باشد؛ زیرا با افزایش مالکیت سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاران بیشتر علاقه‌مند می‌شوند که بر تصمیم‌های مدیریتی نظارت کنند. از طرف دیگر، می‌تواند منفی باشد؛ زیرا وقتی درجه‌ی بالایی از تمرکز وجود دارد، می‌تواند به بازارهای سرمایه‌ی کمتر توسعه‌یافته اشاره داشته باشد که کنترل، به‌عنوان یک ساز و کار نظم‌دهی می‌تواند بی‌اثر باشد. به‌علاوه، درصد مالکیت زیاد بعضی سهامداران توانسته است، مزیت کاهش تعداد سهامداران را به دنبال داشته باشد و شاید موجب ایجاد روابط مالی و تجاری شود؛ که به نفع سهامداران اصلی است. در غیر این صورت برخلاف منافع شرکتی است که آن را کنترل می‌کند (پوشنر، ۱۹۹۳ به نقل از ورا و مارتین^۴، ۲۰۰۷).

در حالی که برخی از مطالعات اصرار به یافتن رابطه مثبت بین تمرکز مالکیت و عملکرد داشتند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از آروسا و همکاران^۵، ۲۰۱۰)، دمستر بیان کرد که نباید هیچ‌گونه رابطه‌ای بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته باشد (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از چن و هرفورد^۶، ۲۰۰۷). او به طور نظری بحث کرد که تمرکز مالکیت پیامد درونی توازن هزینه‌ها (از قبیل ریسک) و منافع (نظیر نظارت) هست (مشکی، محمدی و قالیباف اصل، ۱۳۸۸). برای آن که رابطه‌ای وجود نداشته باشد، فرد باید ساختار مالکیت را به‌عنوان حاصل مجموعه‌ای از تصمیمات بدانند که منعکس‌کننده‌ی تأثیر سهامداران و فعالیت قابل انتقال در بازار سهام است. بنابراین، وقتی پیشنهاد عمومی یا تصمیم یک سرمایه‌گذار مبنی بر فروختن مقدار زیادی سهام مطرح می‌شود، تمایل به مالکیت در بیشتر موارد کم‌رنگ می‌شود. به‌طور مشابه، مالکیت بخش‌های بزرگی از سهام یا خرید عمده سهام یک شرکت می‌تواند تمرکز مالکیت را افزایش دهد. به‌عبارت‌دیگر، ساختار مالکیتی یک شرکت منعکس‌کننده‌ی تصمیماتی است که توسط سهامداران فعلی و بالقوه‌ی آن گرفته می‌شود. ساختار مالکیت در هر زمان خاص، چه متمرکز و چه پراکنده، باید تحت تأثیر اشتیاق سرمایه‌گذار باشد تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند، بنابراین نباید هیچ رابطه سیستماتیکی بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته باشد (مشکی، محمدی و قالیباف اصل، ۱۳۸۸).

موضوع دیگر در تأثیر ساختار مالکیت به‌عنوان سازو کار کنترل، ویژگی سهامدار اصلی است. مطالعات زیادی در مورد نقش نظارتی سرمایه‌گذاران دولتی، نهادی و انفرادی وجود دارد. برخی از مطالعات در حوزه نوع مالکیت، نشان‌دهنده بهبود در ارزش مؤسسه‌ای است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود و یا انجام عملیات خصوصی‌سازی نموده‌اند. تفاوت در انگیزه‌های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً موجب می‌شود که انتظار رود این واحدها عملکرد پایین‌تری نسبت به مؤسسه‌ها مشابه داشته باشند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از کوک^۷، ۱۹۷۷) از سوی دیگر مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است عملکرد بهتری داشته باشند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از لاپورتا و همکاران^۸، ۱۹۹۹).

1 Ownership Concentration

^۲ فرهنگ آنگلوآکسون، ریشه در انگلستان دارد و از این جزیره، زبان انگلیسی به کشورهای آنگلوآکسونی رواج یافته است. یعنی با گسترش زبان انگلیسی در جغرافیاهای متعدد، فرهنگ آنگلوآکسون نیز گسترش پیدا کرده است. امروزه با گسترش زبان انگلیسی، سعی می‌شود که این حوزه فرهنگی، در جهان توسعه یابد.

3 Baldwin

4 Minguez-Vera & Martin- Ugedo

5 Arosa

6 Chen, Harford

7 Cook

8 LaPorta, Lopez-de-Silanes & Shleifer

شلیفر و ویشنی^۱ (۱۹۸۶) بیان کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت مؤثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت دارد. همچنین مؤسساتی که به واسطه بنیادهای خانوادگی اداره می‌شوند؛ دارای انگیزه‌ی بیشتر برای کنترل شرکت هستند. زیرا افراد کمتر تمایل دارند تا سرمایه‌گذاری‌های خود را متمایز کنند (ورا و مارتین، ۲۰۰۷)؛ و به لحاظ آنکه دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، باید کارا تر از مؤسسات دولتی باشند (فاما و جنسن^۲، ۱۹۸۳).

بدون شک برای آنکه بازارهای مالی بتوانند در عمل به وظایف و کارکردهای خود موفق باشند، لازم است به نقش و اهمیت متغیرهایی نظیر ساختار مالکیت (برحسب نوع مالکیت و میزان تمرکز یا پراکندگی آن) توجه کنند تا در عین روشن نمودن الگوی ایده آل ساختار مالکیت در کشور (که ممکن است در کشورهای مختلف متفاوت باشد)، معیار مناسبی نیز برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی در فرآیند تصمیم‌گیری و انتخاب الگوی بهینه سرمایه‌گذاری به وجود آید.

تمرکز سهامداران به‌عنوان یک منبع قدرت در نظر گرفته می‌شود که می‌تواند برای حمایت یا مخالفت با مدیریت مورد استفاده قرار بگیرد. مالکان در تصمیم‌هایی از مدیریت حمایت می‌نمایند که کارایی را در راستای تأمین منافع آن‌ها حداکثر نماید و با تصمیم‌هایی مخالفت می‌نمایند که مطلوبیت مدیریت را حداکثر می‌کند (پوشنر، ۱۹۹۳ به نقل از کی و همکاران^۳، ۱۹۹۹). از سوی دیگر، تمرکز مالکیت، منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی بین سهامداران عمده و سهامداران اقلیت می‌شود. به گونه‌ی کلی، تمرکز مالکیت دارای دو تأثیر بالقوه متضاد بر کارایی و عملکرد است که در قالب فرضیه‌های زیر مورد بحث قرار می‌گیرند:

الف- فرضیه‌ی نظارت: طبق این فرضیه، نظارت بر مدیریت با دو مشکل مواجه است که سهامداران عمده می‌توانند آن‌ها را حل نمایند. نخست، سهامداران عمده می‌توانند با کسب اطلاعات و انجام نظارت، منافع بیشتری از هزینه‌هایی که متحمل می‌شوند، کسب نمایند. دوم، سهامداران عمده به اندازه‌ی کافی حق رأی دارند که بتوانند بر پیامدهای شرکت تأثیر بگذارند؛ اما سهامداران کوچک در انجام نظارت با مشکلاتی مواجه هستند؛ از این جهت که آن‌ها تنها بخش اندکی از منافع احتمالی را به دست می‌آورند و از این رو، از مشکلات سواری مجانی صدمه می‌بینند. افزون بر این، نظارت پرهزینه بوده و نیازمند صرف زمان و پول هست (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). در هر صورت، سهامداران عمده می‌توانند با تغییر استراتژی عملیاتی شرکت از طریق مذاکره با مدیریت یا جایگزینی مدیریت موجب بهبود عملکرد و کارایی شرکت شوند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶).

ب- فرضیه‌ی کسب منفعت: طبق این فرضیه، اغلب، سهامداران عمده از اختیار و انگیزه‌ی لازم جهت کسب منافع شخصی (برای نمونه، حقوق یا مزایای زیاد برای سهامدار عمده یا به کارگیری دارایی‌های شرکت در جهت تأمین منافع سایر شرکت‌های تحت تملک سهامداران عمده) از حق کنترل خود بر شرکت برخوردارند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از مارتی نو و و همکاران^۴، ۲۰۰۶). در واقع سهامداران عمده به دلیل تضاد با سهامداران اقلیت، کاهش ابتکارهای مدیریتی ناشی از نظارت و افزایش ریسک غیرقابل توزیع، موجب افزایش هزینه‌های نمایندگی شده و تأثیر منفی بر کارایی دارند (نیکولز و همکاران^۵، ۲۰۰۸).

طبیعت ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ریشه در ادبیات راهبری شرکتی (حاکمیت شرکتی) دارد. بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد هیچ تعریف مورد توافق در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تفاوت‌های چشمگیری در تعاریف ارائه شده در هر کشور وجود دارد. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع شامل دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده‌تر در سوی دیگر طیف قرار دارد. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت و مالکان آن‌ها (سهامداران) بلکه بین شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان بیان می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)^۶ راهبری شرکتی را به این صورت تعریف کرده است: مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت.

1 Shleifer & Vishny

2 Fama & Jensen

3 Ke et al

4 Martynova et al

5 Nichols et al

6 Organization for Economic Co-operation and Development

وجود یک سیستم راهبری شرکتی کارآمد و مؤثر درون یک شرکت و در کل یک اقتصاد، کمک می‌کند تا درجه‌ای از اعتماد فراهم آید که برای عملکرد مناسب یک اقتصاد بازار لازم است (آیین‌نامه راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶). طبق تئوری سهامداری راهبری شرکتی، شرکت‌ها باید به گونه‌ای اداره شوند که ثروت سهامداران را حداکثر کنند و سهامداران باید حق تصمیم‌گیری داشته باشند. (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از گومپرس و متریک^۱، ۲۰۰۱) که پیشگامان تئوری حقوق دارایی‌ها بوده‌اند، عنوان کرده‌اند که راه حل برای کم‌کاری برخی از اعضاء در یک کار تیمی، در نزد سایر اعضای تیم است که از طریق کنترل کردن و داشتن قدرت و اختیار برای رهبری کردن صورت می‌گیرد. در نتیجه کار کنترلی اعضایی که تمایل دارند کار به خوبی انجام گیرد و از طریق پافشاری آن‌ها بر اهداف و علایق خود، نهایتاً ارزش کل کار حداکثر خواهد شد (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از برابر و همکاران^۲، ۲۰۰۹)

مبانی نظری حاکمیت شرکتی شامل شش مکانیسم مختلف به منظور کنترل هزینه‌های نمایندگی هست:

ساختار مالکیت (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶) (جنسن و مک لینگ^۳، ۱۹۷۶).

ساختار سرمایه (فرانسیس و مارتین^۴، ۲۰۱۰).

ساختار هیئت‌مدیره (جنسن، ۱۹۸۶).

حقوق و پاداش مدیریتی (فرانسیس و همکاران^۵، ۱۹۹۴).

رقابت در بازار محصول (هارتز و استارکز^۶، ۲۰۰۳).

بلعیدن شرکت‌ها (فاما و مک بف^۷، ۱۹۷۳).

در حالی که در تحلیل تئوریک راهبری شرکتی، مکانیسم‌های متقابل کنترل مورد بررسی قرار می‌گیرد، ادبیات تجربی نقش این مکانیسم‌های متقابل را مشخص تر می‌کند و ارزش شرکت را پیامدی از این مکانیسم‌ها می‌داند. از آنجا که سهامداری عمده در دنیا معمول است (به جز آمریکا و کشورهای حوزه اسکندیناوی) (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹) (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶) این موضوع مورد بحث قرار داده اند که انگیزه و توانایی سهامداران عمده برای جمع‌آوری اطلاعات و کنترل دقیق مدیریت، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (جنسن و وارنر، ۱۹۸۳).

از طرفی اگر مدیران آزادی عمل بیشتری داشته باشند، امکان انجام دادن عملیات ابتکاری توسط آنان بیشتر می‌شود. (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از والد، ۱۹۹۷) عنوان نمود که نظارت افراطی که در مالکیت متمرکز صورت می‌گیرد، ممکن است پرهزینه باشد چرا که امکان عملیات ابتکاری را از مدیران می‌گیرد. مدیران اگر بدانند که سهامداران در کار آن‌ها دخالت خواهند کرد، فعالیت کمتری خواهند نمود (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷ به نقل از مادور و سانگ کیم^۸، ۲۰۰۷).

در بررسی ادبیات موضوع علاوه بر رویکرد هزینه نمایندگی، برخی دیگر از مکانیسم‌ها به منظور بیان تفاوت‌ها و رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت عنوان شده‌اند. به طور کلی تئوری نمایندگی برای تحلیل روابط بین سهامداران و نمایندگان به کار می‌رود ولی بسیار مهم است که تفاوت‌های بین طبقات مختلف سهامداران (ماهیت سهامداران) نیز درک شود چرا که برخی از سهامداران ممکن است انگیزه‌ها و استراتژی‌های متفاوتی برای عملیات کنترلی خود داشته باشند. همچنین ممکن است برخی از آن‌ها همچون مالکان نهادی، دانش و توانایی بیشتری برای گرفتن نتایج بهتر از عملیات شرکت داشته باشند. بنابراین طبقات مختلف مالکان، تأثیرات شبکه‌ای متفاوتی خواهند داشت (برابر و همکاران، ۲۰۰۹).

ج - تئوری ساختار مالکیت^۹: باید توجه داشت که تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده شرکت‌ها موضوعی پیچیده و چند بعدی است. به همین دلیل انواع تعارض و تضاد منافع بین اشخاص و گروه‌ها را می‌توان انتظار داشت که از جمله آن‌ها می‌توان به تضاد منافع بین مالکان و مدیران، سهامداران و طلبکاران، سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران درونی و بیرونی و غیره اشاره نمود. با وجود این، یکی از مهم‌ترین ابعاد تئوری نمایندگی به ناهمگرایی منافع بین مدیران و سهامداران مربوط می‌شود که موضوع اصلی

1 Gompers&Metrick

2 Barber et al

3 Jensen & Meckling

4 Francis&Martin

5 Francis et al

6 Hartzell&Starks

7 Fama&MacBeth

8 Mathur& Sang Kim

9 Ownership Structure Theory

اکثر پژوهش‌های در این زمینه را تشکیل می‌دهد. به اعتقاد صاحب‌نظران، سهامداران همواره باید نظارت مؤثر و دقیقی را بر مدیریت اعمال نمایند و همواره تلاش کنند تا از ایجاد مغایرت در اهداف و بروز انحراف در تلاش‌های مدیران جلوگیری شود. البته در هر صورت سهامداران با انتخاب مدیران و تفویض قدرت تصمیم‌گیری به آنان تحت شرایطی ممکن است در موضع انفعال قرار داشته باشند که شدت و ضعف آن بستگی زیادی به عملکرد، صحت و دقت تصمیمات سهامداران دیگر خواهد داشت (پوشنر، ۱۹۹۳).

۲-۱- پیشینه خارجی

لی^۱ و همکارانش (۲۰۱۰) در مطالعات خود عنوان کرده‌اند سرمایه‌گذاران عادی معتقدند رفتار سرمایه‌گذاری نهادی آگاهانه‌تر و به خصوص سرمایه‌گذاری آنها در سهام‌های بزرگ حاوی اطلاعات بیشتری است و سرعت تنظیم قیمت سهام با حضور سرمایه‌گذاران نهادی افزایش می‌یابد.

بوهل و همکاران (۲۰۰۹)، درباره رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام تحقیق کردند. یافته‌های آنها حاکی از آن است افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان‌پذیری بازده سهام دارد، چرا که آنان قیمت سهام را به سرعت با اطلاعات جدید تنظیم کرده، باعث کارآتر شدن بازار سهام می‌گردند.

کمپل و همکاران (۲۰۰۹)، در تحقیقی به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام و اعلان سود پرداختند. یافته‌های پژوهش این محققان حاکی از آن است تغییرات در دارایی‌های سهام نهادی به صورت متوالی و مثبتی با بازده سهام آینده همبسته است. تی‌سای^۲ (۲۰۰۹) در مطالعه خود موضوع مالکیت نهادی و بازده سهام را بررسی نمود. نتایج این بررسی نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، شرکت‌هایی هستند که مدیران به صورت کارآتری تحت نظارت قرار می‌گیرند و اطلاعات بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند.

بوهل^۳ و همکاران (۲۰۰۷) در مقاله خود اشاره می‌کنند حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می‌برد؛ بدین صورت که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند.

تحقیق اوساجی^۴ و همکارانش (۲۰۰۵) نیز نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در آنها مالکان نهادی مشارکت بیشتری دارند، قیمت سهامشان نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت کمتر بالاتر است، از این رو، بالا بودن مالکیت نهادی برای شرکت‌ها ارزش محسوب می‌شود.

مایکل فلدر^۵ (۲۰۰۵) معتقد است نوسان‌پذیری بازده سهام در بورس سهام بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای کامل بیشتر است. علت این موضوع ممکن است به دلیل این واقعیت باشد که در بازارهای تکامل یافته، شبکه‌های اطلاعاتی کارآمدی وجود دارد و هرگز این امکان به وجود نمی‌آید تا اطلاعات تا حدی جمع شوند که اثر درخور توجهی بر بازار بگذارند.

میترا^۶ (۲۰۰۲) بیان می‌دارد سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند. وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، افزایش شفافیت اطلاعاتی را به دنبال دارد که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند و در صورت کارآ بودن بورس، هم قیمت اوراق به‌درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود.

گامپرز و متریک^۷ (۲۰۰۱) در مطالعات خود اشاره می‌کنند سرمایه‌گذاران نهادی، قیمت‌های سهام را به سمت ارزش‌های ذاتی آن هدایت می‌کنند که این خودگامی در جهت کارآتر کردن بازار سرمایه است.

1 Lee

2 Tsai., P.j

3 Bohl

4Osagie

5 Michelfelder,R.A

6 Mitra,S

7 Gompers,P.A., Metrick.A

بوشی^۱ (۱۹۹۸)، اظهار می کند سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت، آشکارا بر شرکت نظارت می کنند.

شلیفر و ویشنی^۲ (۱۹۹۷) بیان کردند که وجود سرمایه گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت. همچنین برکلی و هولدرنس شواهدی از بازده های مازاد مثبت نزدیک به تاریخ اعلام تحصیل سرمایه گذاری عمده سرمایه گذاران نهادی یافتند. پیش بینی اثر مثبت سرمایه گذاران نهادی عمده بر ارزش شرکت ناشی از این فرض است که این سرمایه گذاران انگیزه و توانایی نظارت کارآمد بر افراد درون سازمان را دارند. این نظارت کارآمد احتمال اخذ تصمیمات غیربهبینه را از سوی افراد درون سازمان کاهش میدهد.

از دیدگاه استاپلدن^۳ (۱۹۹۶)، سرمایه گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند؛ به طوری که می توانند بر مدیریت شرکت نظارت موثری داشته باشند.

۲-۲- پیشینه داخلی

پورزمانی و خریدار (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت پرداختند. هدف این پژوهش بررسی تاثیر انواع مالکان نهادی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. Q توپین بعنوان متغیر وابسته برای اندازه گیری ارزش شرکت از معیار تحقیق استفاده شده است. همچنین انواع سهامداران نهادی (بانک ها، صندوق های سرمایه گذاری) و تعدد آنها (دومین و سومین سهامدار عمده) در ساختار مالکیت بعنوان متغیر مستقل این تحقیق و متغیرهای اهرم مالی، بدهی های شرکت و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شدند. داده های مورد نیاز از صورت های مالی ۶۳ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ استخراج گردید. به طور کل نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه معنادار مثبت بین مالکیت نهادی عمده و ارزش شرکت و همچنین وجود رابطه معنادار مثبت بین حق رای های در دست دومین و سومین سهامدار عمده و ارزش شرکت در بانکها و صندوقهای سرمایه گذاری می باشد.

نیکبخت و رحمانی نیا (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها از معیارهای توپین بعنوان Q بازده حقوق صاحبان سهام و متغیرهای وابسته تحقیق استفاده کردند. همچنین میزان مالکیت نهادی بعنوان متغیر مستقل این تحقیق و متغیرهای اهرم مالی، مخارج سرمایه ای، ریسک بازار و اندازه شرکت بعنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شد. داده های مورد نیاز از صورت های مالی ۷۸ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶ استخراج گردیده است. بر اساس یافت های پژوهش می توان نتیجه گیری کرد که بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد. به طور کلی یافته های تحقیق شواهدی قوی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر عملکرد شرکت فراهم می آورد.

حساس یگانه و دیگران، (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. در این تحقیق، نگرش های مختلفی (فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع) در مورد سرمایه گذاران نهادی، مورد آزمون قرار گرفت. به طور کلی یافته های این تحقیق، شواهدی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم می آورد که مؤید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی، محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند.

کرمی (۱۳۸۷) رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را مورد آزمون قرار داد. برای آزمون ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود شرکت و مالکیت نهادی از دو مدل و گرسون خطی چندگانه استفاده شده است. بر اساس نتایج تحقیق، تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی شود و ممکن است آن را تنزیل نیز ببخشد، حال آن که سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی دهد، بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز شود.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش با استفاده از داده های ترکیبی حاکی از این بود که رابطه معنی دار و منفی

1 Bushee

2 Shleifer, A., Vishny, R.W

3 Stapledon, G.P

بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین، "مالکیت مدیریتی" به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد تأثیری گذارد.

شعری و مرفوع (۱۳۸۷) رابطه درصد اعضای غیر موظف در ترکیب هیات مدیره و سرمایه گذاران نهادی را با پیش بینی سود شرکت ها مورد بررسی قرار دادند. برای آزمون مربوط به رابطه ترکیب هیات مدیره شرکت و سرمایه گذاران نهادی با به موقع بودن و دفعات تجدید نظر در پیش بینی، از روش لاجیت (لاجستیک) دوتایی و برای آزمون فرضیه های مربوط به رابطه درصد حضور مدیران غیر موظف در ترکیب هیات مدیره و سرمایه گذاران نهادی با دقت و سوگیری پیش بینی سود از رگرسیون دوگانه و چندگانه و از آزمون ناپارامتریک من - ویتنی برای آزمون فرضیه ها نیز استفاده شده است. به طور کلی، یافته های تحقیق بیانگر کم اهمیت بودن مدیران غیر موظف و سرمایه گذاران نهادی در اثرگذاری بر ویژگیهای پیش بینی سود شرکت است.

بابایی زکلیکی و احمدوند (۱۳۸۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده اند. این تحقیق تاثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت ها مورد بررسی قرار می دهد. شرکت های مورد بررسی بر حسب نوع سهامدار عمده آنها در گروه بخش خصوصی، نیمه خصوصی، شبه دولتی، دولتی و نهادها طبقه بندی شده اند. بررسی ها با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون نشان می دهد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها افزایش می یابد.

نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در تحقیقی به بررسی رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداختند. یافته های این تحقیق، نشان داد که در شرکت هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت های سهام، اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در برمی گیرد. این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد.

۳- الگوی و فرضیه های پژوهش

۱. سهامداران نهادی بر ارزش سهام شرکت تاثیر قابل ملاحظه ای دارند.
 ۲. سهامداران دارای کرسی هیات مدیره بر ارزش سهام شرکت تاثیر قابل ملاحظه ای دارند.
 ۳. سهامداران عمده بدون کرسی هیات مدیره بر ارزش سهام شرکت تاثیر قابل ملاحظه ای دارند.
- برای آزمون فرضیه های پژوهش که به بررسی تاثیر مالکان نهادی بر ارزش شرکت می پردازد، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده های ترکیبی بر اساس پژوهش نویسی و نایکر (۲۰۰۶) به شرح رابطه (۱) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$VALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 INOWN_{it} + \beta_2 (INOWN)2_{it} + \beta_3 ACTIVE_{it} + \beta_4 (ACTIVE)2_{it} + \beta_5 PASSIVE_{it} + \beta_6 (PASSIV)2_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق:

VALUE: ارزش شرکت

INOWN: درصد سرمایه گذاران نهادی

ACTIVE: درصد سرمایه گذاران نهادی دارای کرسی هیات مدیره (سهامداران نهادی فعال)

PASSIVE: درصد سرمایه گذاران نهادی بدون عضویت در هیات مدیره (سهامداران نهادی غیر فعال)

SIZE: اندازه شرکت

ε: خطای مدل

نحوه سنجش متغیرهای فوق به شرح زیر می باشد.

۳-۱- متغیر وابسته

ارزش شرکت: در این پژوهش متغیر وابسته ارزش شرکت است، که در تحقیقات مختلف بر مبنای سنجه های متفاوتی نظیر بازده دارایی ها یا بازده سرمایه گذاری یا ROA، بازده حقوق صاحبان سهام یا ROE، ارزش شرکت بر مبنای نسبت کیو-توبین، نرخ سود خالص به فروش یا حاشیه فروش خالص و سود هر سهم یا EPS استفاده کرده اند. در این تحقیق جهت سنجش ارزش شرکت از بازده دارایی ها بهره گرفته شده است. بازده دارایی ها در این پژوهش با علامت ROA نمایش داده می شود و برای محاسبه آن سود خالص

یا پس از مالیات طی دوره بر جمع دارایی ها در پایان دوره تقسیم می گردد و به عنوان یک کمیت نسبی بین صفر و یک بیان گردیده و با ضرب در عدد ۱۰۰ به عنوان یک کمیت درصدی بیان شده است.

۳-۲- متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل در این پژوهش در ارتباط با ساختار یا ویژگی های مالکیت است. ساختار مالکیت بر مبنای سهامداران نهادی و مالکیت نهادی اندازه گیری شده که ذیلا به ترتیب:

سهامداران نهادی : این نوع مالکیت که به مالکیت شرکتی بر مبنای درصد مالکیت سهام داران نهادی تعریف شده است. برای محاسبه این متغیر تعداد سهام متعلق به شرکت ها یا شخصیت های حقوقی با یک دیگر جمع و بر تعداد کل سهام شرکت تقسیم و به عنوان یک کمیت نسبی تعریف شده و با ضرب آن در عدد ۱۰۰ بر حسب درصد بیان می شود. برای محاسبه این متغیر تعداد سهام متعلق به شرکت ها یا سازمان های دولتی با یک دیگر جمع و بر تعداد کل سهام شرکت تقسیم و به عنوان یک کمیت نسبی تعریف شده و با ضرب آن در عدد ۱۰۰ بر حسب درصد بیان می شود. تحقیقات گذشته بعضا نشان داده که بین مالکیت دولتی و عملکرد رابطه معکوس وجود دارد. این محققین مدعی اند که دولت ها سیاسی بوده و دنبال منافع و مقاصد سیاسی هستند که ممکن است غالبا با منافع اقتصادی در تعارض باشد. علاوه بر این بی ثباتی در مدیریت های سیاسی یا انتصاب مدیران بخش دولتی بر مبنای مقاصد سیاسی می تواند به انتخاب مدیران ناکارآمد منجر شود که به نوبه خود به عملکرد ضعیف شرکتی منجر می شود.

درصد سرمایه سرمایه گذارن نهادی دارای کرسی هیات مدیره : سهامداران نهادی که عضو هیات مدیره شرکت هستند. یا به عبارتی سهامداران نهادی فعال.

درصد سرمایه سرمایه گذارن نهادی بدون عضویت در هیات مدیره : سهامداران نهادی که عضو هیات مدیره شرکت نیستند. یا به عبارتی سهامداران نهادی غیر فعال.

۳-۳- متغیرهای کنترلی

در این تحقیق علاوه بر متغیرهای مستقل نوع مالکیت که پیش از این توضیح داده شد از متغیر دیگری به عنوان ویژگی شرکت یا متغیر کنترلی بهره گرفته شده که تحت عنوان اندازه شرکت بوده و نحوه سنجش آن به شرح زیر می باشد:

اندازه شرکت : برای محاسبه اندازه شرکت مطابق با اکثر تحقیقات از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها در پایان دوره استفاده شده است.

۴- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۶ است. در تحقیق حاضر، برای تعیین نمونه ی آماری، از رابطه یا مدل خاصی جهت برآورد حجم نمونه و نمونه گیری استفاده نشده است بلکه، از روش حذفی سیستماتیک که در اغلب تحقیق های حسابداری و مدیریت مالی مرسوم است استفاده می شود. در این روش، محدودیت ها و شرایط زیر توسط پژوهشگر اعمال شده است تا به نمونه ی مطلوب تحقیق دست پیدا شود:

به منظور قابلیت مقایسه داشتن داده ها و متغیرها، شرکت هایی که پایان سال مالی آن ها ۲۹ یا ۳۰ اسفند ماه نیست حذف شده اند. بانک ها و موسسات مالی و شرکت های سرمایه گذاری مالی به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آن ها از سایر واحد های تجاری حذف شده اند. شرکت هایی که در طول دوره مورد بررسی همه ی داده های لازم برای محاسبه ی متغیرها را نداشته اند حذف شدند. شرکت ها باید قبل از سال ۱۳۸۸، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در طی دوره ی زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند. دلیل این امر آن است که تعداد نمونه ی آماری در سال های مورد بررسی، برابر باشد. با در نظر گرفتن شرایط فوق تعداد ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

۵- یافته های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی را برای ۱۳۳ شرکت عضو نمونه آماری در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۸ ساله نشان می دهد.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

SIZE	PASSIVE	ACTIVE	INOWN	VALUE	نماد
اندازه شرکت	سرمایه گذاران نهادی غیر فعال	سرمایه گذاران نهادی فعال	سرمایه گذاران نهادی	ارزش شرکت	متغیر
5.865602	2.817126	38.97842	41.81538	5.605678	میانگین
6.000000	0.050000	30.75000	33.00000	5.546534	میانه
8.000000	14.87000	99.50000	99.50000	8.002995	بیشینه
4.000000	0.000000	0.000000	0.000000	4.019116	کمینه
0.649032	3.619538	34.20542	35.26295	0.632340	انحراف معیار

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر ارزش شرکت برابر با ۵,۶۰۵۶۷۸ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی میباشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همانطور که مشاهده میشود میانه این متغیر ۵,۵۴۶۵۳۴ می باشد که نشان می دهد که نیمه از داده ها کمتر از این مقدار و نیمه دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها سرمایه گذاران نهادی، نهادی فعال و نهادی غیر فعال دارای کمترین و متغیر سرمایه گذاران نهادی و نهادی فعال بیشترین میزان پراکندگی را دارا می باشند. که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می باشند.

۵-۲- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

پس از انجام آزمون های آماری لازم، به منظور تعیین به کارگیری داده ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل های پژوهش در ادامه ارائه می گردد. معناداری ضرایب مدل رگرسیون را می توان با توجه به آماره احتمال استنباط کرد. چنانچه این مقدار کمتر از سطح خطا باشد، معناداری ضرایب مورد تایید است. همچنین با توجه به ضریب رگرسیون میتوان به رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پی برد. اگر ضریب متغیر مستقل منفی باشد، این رابطه معکوس و اگر این ضریب مثبت باشد، رابطه هم جهت است.

جدول ۲: نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش

VALUE= $\beta_0+\beta_1INOWN+\beta_2(INOWN)^2+\beta_3ACTIVE+\beta_4(ACTIVE)^2+\beta_5PASSIVE+\beta_6(PASSIV)^2+\beta_7SIZE+E$					
p_Value	t آماره	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	نماد متغیر	نام متغیر
0.0000	-16.93079	0.001676	-0.028382	INOWN	سرمایه گذاران نهادی
0.7161	0.363802	5.90E-05	2.15E-05	INOWN ²	مربع کامل سرمایه گذاران نهادی
0.0000	8.235986	0.003282	0.027029	ACTIVE	سرمایه گذاران نهادی فعال
0.6155	-0.502342	5.78E-05	-2.91E-05	ACTIVE ²	مربع کامل سرمایه گذاران نهادی فعال
0.0003	3.634489	0.251437	0.913846	PASSIV	سرمایه گذاران نهادی غیر فعال
0.0694	-1.817974	0.022173	-0.040310	PASSIV ²	مربع کامل سرمایه گذاران نهادی غیر فعال
0.7128	0.368236	0.008492	0.003127	SIZE	اندازه شرکت
0.0122	2.511826	0.711693	1.787648	C	ضریب ثابت
ضریب تعیین ۰,۸۸		معناداری آماره F ۰,۰۰۰۰		آماره F ۵۱,۲	

تعداد نمونه ۱۳۳	تعداد مشاهدات ۱۰۶۴	آزمون دوربین واتسون ۱,۵۳
-----------------	--------------------	--------------------------

۵-۳- نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بدین صورت بیان شد که سهامداران نهادی بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. همانگونه که نتایج جدول (۲) نشان می دهد، با توجه به سطح خطای ۰,۰۵ می توان وجود تاثیر را متغیر سهامداران نهادی را بر ارزش سهام مورد تایید قرار داد. از این رو می توان نتیجه گرفت که سهامداران نهادی بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. پس فرضیه اول پژوهش پذیرفته می شود.

۵-۴- نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بدین صورت بیان شد که سهامداران دارای کرسی هیات مدیره بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. همانگونه که نتایج جدول (۲) نشان می دهد، مقدار احتمال (۰,۰۰۰۰) متغیر سهامداران دارای کرسی هیات مدیره برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با احتمال ۹۵ درصد کمتر از سطح معناداری ۰,۰۵ نشان می دهد. از این رو می توان نتیجه گرفت که سهامداران دارای کرسی هیات مدیره بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند، پس فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می شود.

۵-۵- نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بدین صورت بیان شد که سهامداران عمده بدون کرسی هیات مدیره بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. همانگونه که نتایج جدول (۳) نشان می دهد، مقدار احتمال (۰,۰۰۰۳) متغیر سهامداران عمده بدون کرسی هیات مدیره برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با احتمال ۹۵ درصد کمتر از سطح معناداری ۰,۰۵ نشان می دهد. از این رو می توان نتیجه گرفت که سهامداران عمده بدون کرسی هیات مدیره بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. پس فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می شود.

۵-۶- تحلیل نتایج متغیر کنترلی

همانگونه که نتایج جدول (۲) نشان می دهد، مقدار احتمال برای اندازه شرکت SIZE برابر است با ۰,۷۱۲۸ که این مقدار گویای عدم ارتباط معنی دار بین اندازه شرکت و ارزش سهام می باشد.

نتیجه گیری

در این پژوهش رابطه بین سهامداران نهادی و ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که نمونه ای با استفاده از روش سیستماتیک انتخاب خواهد شد. نمونه مورد مطالعه در تحقیق حاضر از طریق نمونه گیری قضاوتی و به روش حذف سیستماتیک انجام شد که با اعمال محدودیت های ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه اعمال می شوند. این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت، شبه تجربی است. این تحقیق از جمله تحقیقات همبستگی است که از روش همبستگی از نوع تحلیل رگرسیون خطی و چندگانه برای آزمون فرضیه ها استفاده خواهد شد. برای جمع آوری داده ها از طریق مطالعه صورتها و گردش های مالی شرکتها و اطلاعات منتشره بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای نوین و تدبیر پرداز استفاده خواهد شد. و طبقه بندی داده ها و محاسبات اولیه توسط نرم افزار Excel صورت گرفت. برای آزمون فرضیات از نرم افزار ایویوز استفاده شد. متغیر وابسته در این ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای مستقل سهامداران نهادی، سهامداران دارای کرسی هیات مدیره و سهامداران عمده بدون کرسی هیات مدیره و متغیر کنترلی اندازه شرکت می باشد. فرضیه اول پژوهش بدین صورت بیان شد که سهامداران نهادی بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. همانگونه که نتایج جدول (۱) نشان می دهد، مقدار احتمال (۰,۰۰۰۰) متغیر برای سهامداران نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با احتمال

۹۵ درصد کم تر از سطح معناداری ۰,۰۵ نشان می دهد. از این رو می توان نتیجه گرفت که سهامدارن نهادی بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. پس فرضیه اول پژوهش تایید می شود. نتایج پژوهش حاضر با پژوهش های لی و همکاران (۲۰۱۰) و زمانی و پورخریدار (۱۳۹۲) همخوانی دارد. فرضیه دوم پژوهش بدین صورت بیان شد که سهامدارن نهادی فعال بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. همانگونه که نتایج جدول (۲) نشان می دهد، مقدار احتمال (۰,۰۰۰۰) متغیر برای سهامدارن نهادی فعال در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با احتمال ۹۵ درصد کم تر از سطح معناداری ۰,۰۵ نشان می دهد. از این رو می توان نتیجه گرفت که سهامدارن نهادی فعال بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. پس فرضیه دوم پژوهش تایید می شود. نتایج پژوهش حاضر با پژوهش های لی و همکاران (۲۰۱۰) و زمانی و پورخریدار (۱۳۹۲) همخوانی دارد. فرضیه سوم پژوهش بدین صورت بیان شد که سهامدارن نهادی غیر فعال بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. همانگونه که نتایج جدول (۳) نشان می دهد، مقدار احتمال (۰,۰۰۰۳) متغیر برای سهامدارن نهادی غیر فعال در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با احتمال ۹۵ درصد کم تر از سطح معناداری ۰,۰۵ نشان می دهد. از این رو می توان نتیجه گرفت که سهامدارن نهادی غیر فعال بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارند. پس فرضیه سوم پژوهش تایید می شود. نتایج پژوهش حاضر با پژوهش های لی و همکاران (۲۰۱۰) و زمانی و پورخریدار (۱۳۹۲) همخوانی دارد.

محدودیت های تحقیق

در فرآیند تحقیق علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می باشد، ولی به طور بالقوه می تواند نتایج تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت زمانی تحقیق می باشد. ضرورت دارد نتایج تحقیق علمی، با مدنظر قرار دادن محدودیت های موجود مورد تحلیل و بررسی قرار گیرد. محدودیت این تحقیق به شرح زیر بوده است:

این پژوهش با محدودیت هایی نظیر کافی نبودن داده های مورد نظر در ارتباط با جامعه پژوهش و در نتیجه تعداد نمونه پایین و منظور نکردن عامل تورم و تغییرات قیمتی در طی بازه پژوهش مواجه بوده است که می تواند بر نتایج اثرگذار باشد. دسترسی به اطلاعات شرکت ها با مشکلات زیاد و صرف زمان طولانی همراه بوده است. بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و داده ها از منابع مختلف جمع آوری شده اند. در نتیجه موضوع اعتبار و صحت داده ها از محدودیت های ذاتی این نوع مطالعات می باشد.

به دلیل محاسبات زیاد در دستیابی به رقم نهایی متغیری، از خطای موجود در محاسبات نیز می توان به عنوان یکی از محدودیت های این تحقیق نام برد.

نتایج پژوهش حاضر با استفاده از داده های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است و کلیه شرکت ها را مورد بررسی قرار نداده است، لذا در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، باید احتیاط لازم به عمل آید.

ناقص بودن اطلاعات مربوط به صورت های مالی برخی از شرکت های پذیرفته شده در بورس، به دلایلی نظیر مخدوش بودن فایل های موجود آن ها و در نتیجه حذف آن ها از جامعه آماری مورد بررسی

عدم استفاده از اطلاعات شرکت های غیر بورسی به دلیل عدم امکان دسترسی به آن ها.

داده های استخراج شده از صورت های مالی شرکت ها، از بابت تورم تعدیل نگردیده است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور،

ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.

با توجه به اینکه قلمرو زمانی پژوهش، سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بوده است، باید در تعمیم نتایج به دوره های قبل و بعد از آن،

جنبه احتیاط رعایت گردد.

پیشنهادات

با توجه به عنوان موضوع و اینکه موضوع در حوزه شرکت های بوری انجام پذیرفت، این موضوع می تواند برای کارگزاران بورس، مدیران شرکت ها، سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل بخش های مختلف همانند سرمایه گذاران نهادی، عمومی و حقوقی، اساتید و دانشجویان حسابداری و مدیریت مالی و دیگر افرادی که به نوعی علاقه مند یا در ارتباط با موضوع هستند، جذاب باشد. بنابراین، براساس نتایج به دست آمده در فصل گذشته و تحلیل های انجام شده در این فصل پیشنهادات زیر ارائه می شود:

به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود از نتایج این تحقیق در راستای بهبود سرمایه گذاری شرکت ها استفاده نماید؛

با توجه به تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش سهام شرکت ها پیشنهاد می شود شرکت ها بر میزان سهام در دست سرمایه گذاران برای داشتن فرصت های سرمایه گذاری بیشتر توجه بیشتری داشته باشند؛

تحلیل گران بورس می توانند با توجه با تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش سرمایه شرکت ها انتظار داشته باشند شرکت هایی که در حال افزایش این نوع مالکیت ها می باشند سرمایه گذاری آتی بالاتری داشته باشند؛

مدیریت کلان سازمان بایستی سیاست ها و خط مشی الزم جهت استفاده از فرصت های سرمایه گذاری با در نظر گرفتن حساسیت های سرمایه گذاری را مدنظر داشته باشد که این خود نیازمند فرآیندی مستمر است و نیازمند توجه خاص به بحث تمرکز در مالکیت شرکت می باشد؛

پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

در این بخش، پیشنهادهایی جهت انجام پژوهش های آتی بدین شرح ارائه می گردد:

مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روی روابط ساختار مالکیت و ارزش شرکت ها؛

استفاده از سایر تعاریف متغیرها ی وابسته و سایر متغیرهای ارزیابی ارزش شرکت ها، در بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت؛

سنجش ارزش شرکت ها با مکانیسم هایی خارج از این پژوهش و تعیین تاثیرپذیری آن بر ساختار مالکیت.

سنجش ساختار مالکیت با مکانیسم هایی خارج از این پژوهش و تعیین تاثیر آن بر ارزش شرکت ها.

بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی روابط ساختار مالکیت و ارزش شرکت ها.

بررسی تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت ها.

بررسی تاثیر مالکیت مدیریت، کارکنان و ... بر حساسیت سرمایه گذاری شرکت.

منابع

۱. پورزمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا (۱۳۹۲)، تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲
۲. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد؛ هدی اسکندری (۱۳۸۷) " بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. " بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲
۳. بابایی زکیلی، محمد علی و ژیلا احمدوند (۱۳۸۷). " بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق، بهادار ایران. " تحقیقات مالی، شماره ۲۶.
۴. شعری، صابر و محمد مرفوع (۱۳۸۷). " رابطه درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره و سرمایه گذاران نهادی با پیش بینی سود شرکت ها. " مطالعات حسابداری، شماره ۱۷، صص ۶۳-۱۰۴
۵. کریمی، غلامرضا (۱۳۸۷). " بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود. " بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۱۰۰-۸۱
۶. نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۴). "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. " بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳
۷. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. " بررسی های حسابداری و حسابرسی. شماره ۴۲ صص. ۹۷.

8. Bohl, M., Brzezczynski, J., Wilfling, B. (2009). Institutional investors and stock returns Volatility: Empirical evidence from a natural experiment, *Journal of Banking & Finance*, Vol 33, pp. 627-639.
9. Bohl, M.T., guttschalk, K., Pal, R. (2007). Institutional investors and stock market efficiency: *The case of the January Anomaly*.
10. Bushee, B. (1998). Institutional investors. Long term investment and earnings management. *Accounting Review*. 73. pp. 305-340.
11. Campbell, J.Y., Ramadorari, T., and Schewortz, A. (2009). Institutional trading, stock returns, and earnings announcement. *Journal of Finance*, Vol 92, pp. 66-91.
12. Gompers, P.A., Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity prices. *The quarterly Journal of Economic*. Vol. 116. No. 1. pp. 229-259.
13. Lee, B., s. Wei, li, Wang, S. (2010). The dynamic of individual and institutional trading on the Shanghai stock exchange. *Pacific Basic Finance Journal*. no. 18, pp. 116-137.
14. Michelfelder, R.A. (2005). Volatility of stock returns: Emerging & Mature Markets. *Managerial Finance*, Vol 31. No. 2. pp. 66-68.
15. Mitra, S. (2002). The Impact of Institutional stock ownership on a firm's Earning management practice. *Journal of Accounting*. Vol 12.
16. Navissi, Farshid, Naiker, Vic. (2006). Institutional ownership and corporate value. *Managerial Finance*. Vol. 32 No. 3.
17. Osagie, J., Osho, G.S., Sutton, C. (2005). The impacts of institutional stock ownership on stock returns and performance: A Financial Market perspective. *Journal of Business & Economics Research*. vol 3. No. 3.
18. Shleifer, A., Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52, 737-783
19. Stapledon, G.P. (1996). Institutional Investors and Corporate Governance. *Caredon press*. New York.
20. Tsai, P.j. (2009). Institutional ownership and stock returns. Working paper, p. 44.

