

تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد نمازی^۱، محمد حلاج^۲، شهلا ابراهیمی^۳

۱. استاد دانشگاه شیراز، ایران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران، ایران

۳. دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شیراز، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۳/۱۰، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۷/۱۲)

چکیده

طبق تئوری نمایندگی، "مالکان نهادی" ممکن است تضاد نمایندگی را از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت کاهش دهند و عملکرد شرکت را بهبود بخشند. مالکان نهادی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را نیز دارند. از این رو، هدف از این مقاله بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی مورد مطالعه سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۵ و نمونه انتخابی شامل ۷۲ شرکت است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش با استفاده از "روش حداقل مربعات جزئی مربوط به رگرسیون جزئی"، حاکی از این است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر این یافته‌ها نشان‌دهنده رابطه مثبت معنی‌دار بین عملکرد و مالکیت نهادی است. بررسی فرضیات پژوهش در سطح صنایع بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی است. شدت این رابطه در مورد عملکرد جاری در صنعت دارویی و شیمیایی و در مورد عملکرد آتی در صنعت خودرو و ماشین‌آلات بیشتر از سایر صنایع انتخابی است. اما، نوع رابطه در سطح صنایع مشخص نیست.

واژه‌های کلیدی: مالکیت نهادی، عملکرد مالی، رگرسیون جزئی و روش حداقل مربعات جزئی، بورس اوراق بهادار تهران

۱. مقدمه

در دهه‌های اخیر سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی به طور چشمگیری افزایش یافته است [۱۴]. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، موسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های سهامی است که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این رو، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام شده‌اند. این روند سوالات جالبی را در مورد رابطه بین مالکیت نهادی با حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت مطرح کرده است. در مورد رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت سه فرضیه وجود دارد [۲۰]:

۱. فرضیه نظارت کارا: بیانگر این است که یک نهاد به علت ملاحظات ریسک خود، بیشتر متقاضی نظارت بر مدیران است. منطق این فرضیه این است که به علت بالا بودن هزینه نظارت، فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به مزایای کافی دست یابند تا انگیزه نظارت را داشته باشند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت، تادیب و تاثیرگذاری بر مدیران را دارند [۱۰]. به هر حال، این که آیا نهادها از توانایی خود برای تاثیرگذاری بر تصمیمات شرکت استفاده می‌کنند یا نه تابعی از سهام متعلق به آنهاست. اگر سهام متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی زیاد باشد، این سهام کمتر قابل داد و ستد است و بنابراین برای دوره‌های طولانی‌تری نگهداشته می‌شود [۱۸]. این دسته، سرمایه‌گذاران نهادی پایا (بلندمدت) هستند. آن‌ها به احتمال زیادی در امر نظارت شرکت می‌کنند؛ زیرا زمان طولانی‌تری برای یادگیری در مورد شرکتها و همچنین فرصتهای بیشتری برای تاثیرگذاری بر مدیریت دارند [۱۴]. اما زمانی که سرمایه‌گذاران نهادی تعداد سهام نسبتاً کمی در شرکت دارند، می‌توانند در صورت ضعیف بودن عملکرد شرکت به راحتی سرمایه‌گذاری‌های خود را نقد کنند و در نتیجه انگیزه کمی برای نظارت دارند [۱۸]. اینها سرمایه‌گذاران نهادی ناپایا (کوتاه مدت) هستند؛ زیرا تمایل به انجام معاملات مکرر بر اساس اطلاعات دارند و بر سودهای تجاری کوتاه مدت تاکید می‌کنند [۱۴].

سرمایه‌گذاران نهادی پایا می‌توانند از سه راه عملکرد شرکت را بهبود ببخشند [۱۴]. اول، آنها به دلیل ارتباط نزدیک خود با بازار سرمایه و فعالیت نظارت می‌توانند مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را کاهش بدهند، مسائلی که عملکرد ضعیف و سرمایه-

گذاری کمتر را ترغیب می‌کند. دوم، آنها مساله نزدیک بینی مدیریت را تعدیل می‌کنند به گونه‌ای که برای مدیران امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور بلندمدت‌تر را فراهم می‌کند. سوم، آن‌ها از طریق افزایش درجه انگیزش، پاداش مدیران و منافع آن‌ها با سهامداران را بهتر همسو می‌کنند و بدین گونه عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند. مک کانول و سرویس [۱۷]، نسبیّت [۱۹]، اسمیت [۲۲] و دل گورسیو و هاکنس [۱۲] شواهدی سازگار با این فرضیه یافتند مبنی بر این که نظارت بر شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را وادار به تاکید بیشتر بر عملکرد شرکت و کاهش رفتار فرصت طلبانه یا خویشن طلبانه نماید.

۲. **فرضیه تضاد منافع:** این فرضیه بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به علت تضاد منافع به مدیریت کنونی رای می‌دهند. این رفتار از ساختار مقررات کنونی نشأت می‌گیرد. در این ساختار، مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی در رای‌دهی یا افشا آراء خود در قبال سهامداران خویش هیچ مسئولیتی بر عهده ندارند، اما مدیریت شرکت سرمایه‌پذیر از آراء هر یک از سهامداران اطلاع دارد. با وجود این قوانین، مدیران مزبور در رای‌دهی تحت سلطه روابط تجاری جاری با مدیریت کنونی قرار دارند [۲۰].

۳. **فرضیه همسویی استراتژیک:** طبق این فرضیه، سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت کنونی نوعی اتحاد استراتژیک به وجود می‌آورند [۲۰]. فرضیه تضاد منافع و همسویی استراتژیک عنوان می‌کنند که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد. چندین پژوهش (ماگ [۱۸]، باید [۸]) نتیجه گرفته‌اند که هدف سرمایه‌گذاران نهادی مبنی بر حفظ نقدینگی سهام خود و تمایل به کسب سود در کوتاه مدت بر مزایای حاصل از نظارت بر مدیریت به امید کسب سود بیشتر در بلند مدت غلبه می‌کند.

هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آینده شرکت است. اهمیت این پژوهش این است که به گونه تجربی نشان دهد مالکان نهادی همچون شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، موسسات مالی، بانک‌ها و چه تأثیری شرکت‌های سهامی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؟ در صورت وجود تأثیر، آیا تأثیر آن‌ها در صنایع گوناگون متفاوت است؟ و اهمیت این نوع مالکیت چیست؟

۲. پیشینه تحقیق

از زمانی که برل و مینز (۱۹۳۲)، مسایل ناشی از تفکیک مالکیت و کنترل در شرکت را تشریح کردند، مقالات زیادی در این زمینه نوشته شده است. نقطه مشترک این مطالعات به نحوه تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت مربوط می‌گردد. اما انواع مالکیت در این مقالات متفاوت است. از آنجا که تحقیقات مربوطه در این زمینه زیاد است، در اینجا تنها به ذکر چند نمونه مهم از پژوهش‌های داخلی و خارجی مربوط به مالکیت نهادی بسنده می‌کنیم.

۱.۲. تحقیقات خارجی

در سال ۱۹۸۷، آگراوال و نوبر [۵] رابطه بین عملکرد شرکت بر اساس نسبت Q توپین و هفت مکانیسم حاکمیت شرکتی را در ۳۸۳ شرکت فوربز ۸۰۰ بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که بین عملکرد و مالکیت نهادی، هم در روش حداقل مربعات معمولی و هم در روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای، رابطه معنی داری وجود نداشت.

همچنین، لدرر و مارتین [۱۶] با مطالعه نمونه‌ای متشکل از ۸۶۷ شرکت سهامی آمریکایی در دوره زمانی ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۸ و بکارگیری مدل معادلات همزمان دریافتند که رابطه معنی داری بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت بر اساس نسبت Q توپین وجود نداشت.

از سوی دیگر، کورنت و همکاران [۱۰] نیز تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های استاندارد اند پورز ۱۰۰ و تاثیر نسبی سرمایه‌گذاران نهادی را در دوره زمانی ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۰ بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که بین بازده جریان نقدی عملیاتی و درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی رابطه معنی داری وجود دارد. اما این رابطه فقط در مورد نهادهایی صادق است که رابطه تجاری با شرکت ندارند. روش آماری مورد استفاده آن‌ها رگرسیون چندگانه بود و برای حل مساله درونی از تغییر در متغیرهای مستقل و وابسته و متغیرهای تاخیری استفاده نمودند.

شین پینگ و تسنگ هسین [۲۱] نیز به بررسی رابطه بین مالکیت درونی (مدیریتی) و مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تایوان در دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۳ پرداختند. نتایج آن‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی نشان داد که بین مالکیت

درونی و عملکرد شرکت رابطه معکوس یو شکل وجود دارد. همچنین، بین مالکیت نهادی دولتی و مالکیت نهادی شرکتی با عملکرد، رابطه منفی معنی دار و بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد، رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

الیاسیانی و جان جیا [۱۴] رابطه بین پایایی مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های بانکداری آمریکایی را در دوره زمانی ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۴ با استفاده از مدل معادلات همزمان (حداقل مربعات دو مرحله‌ای) بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها حاکی از این بود که:

- (۱) عملکرد شرکت‌های بانکداری با پایایی مالکیت نهادی رابطه مثبت معنی دار دارد،
- (۲) احتمالاً به دلیل مقررات مربوط به نظارت محرمانه، این رابطه برای شرکت‌های بانکداری در مقایسه با شرکت‌های صنعتی و خدماتی مشابه ضعیف‌تر است، و (۳) با لغو این مقررات، تأثیر پایایی مالکیت نهادی افزایش یافته است.

کومار [۱۵] با استفاده از روش داده‌های ترکیبی، تأثیر مالکیت شرکتی، خارجی، نهادی و مدیریتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام بمبئی را در دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۰ بررسی نمود. نتایج وی نشان داد که: (۱) مالکیت خارجی تأثیر معنی داری بر عملکرد ندارد، (۲) بین عملکرد شرکت با مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی رابطه غیر خطی وجود دارد، (۳) مالکیت شرکتی بر عملکرد تأثیر دارد، و (۴) ساختار مالکیت درونی نیست.

تسای و جی یو [۲۳] با استفاده از داده‌های تلفیقی و سیستم معادلات همزمان رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های صنعت کازینو آمریکا را در دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ بررسی کردند. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنی داری با عملکرد بر اساس نسبت Q توپین شرکت‌های صنعت کازینو دارد.

۲.۲. تحقیقات داخلی

نوروش و کردلر [۴] با استفاده از دو نمونه از شرکت‌های با درجه پایینی از مالکیت نهادی و درجه بالایی از مالکیت نهادی به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد قیمت سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی بیشتر، در مقایسه با شرکت‌های دارای مالکیت نهادی کمتر، اطلاعات بیشتری در مورد سودهای آتی ارائه می‌کنند. در واقع، شرکت‌های با

مالکیت نهادی بیشتر، اطلاعات افزون‌تری در رابطه با سودهای آتی گزارش می‌کنند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی آن‌ها نیز کمتر است.

حساس یگانه و همکاران [۱] رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ بررسی کردند. نتایج حاصل از بکارگیری روش رگرسیون خطی چندگانه نشان داد که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

نمازی و کرمانی [۳] 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 داده‌های ترکیبی حاکی از این بود که رابطه معنی‌دار و منفی بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی‌دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین، "مالکیت مدیریتی" به صورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد.

۳. روش تحقیق

این تحقیق درصدد بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، این پژوهش کاربردی بوده و طرح آن از نوع شبه تجربی می‌باشد و از رویکرد پس‌رویدادی استفاده می‌کند [۲].

۳.۱. فرضیه‌های تحقیق

در تلاش برای ارزیابی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت، منطقی است آنچه که مدیریت در دوره جاری به آن دست یافته است و آنچه که در دوره آتی به آن دست خواهد یافت، بررسی شود. در واقع، مورد اول بیانگر عملکرد جاری و مورد دوم بیانگر عملکرد آتی مدیریت است. متغیرهای حسابداری، عملکرد گذشته شرکت را اندازه‌گیری می‌کنند و محدود به استانداردهای تدوین شده توسط حرفه هستند. از سوی دیگر، متغیرهای بازار، عملکرد آتی شرکت را اندازه‌گیری می‌کنند و در معرض خوشبینی، بدبینی یا فراست جامعه سرمایه‌گذار هستند. بنابراین، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر بیان می‌گردد:

۱. بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲. بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

۲.۳. دوره تحقیق و جامعه آماری

به علت محدودیت در دسترسی به داده‌ها، دوره مطالعه از سال ۱۳۸۳ تا پایان ۱۳۸۵ و جامعه آماری مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در انتخاب نمونه موارد زیر نیز در نظر گرفته شده است:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.
 ۲. اطلاعات کامل شرکت‌ها و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی آن‌ها در دسترس باشد.
 ۳. حقوق صاحبان سهام آن‌ها طی دوره مورد بررسی منفی نباشد.
 ۴. ارزش بازار سهام شرکت‌ها در پایان دوره در دسترس باشد.
 ۵. شرکت‌ها طی سال‌های مالی مذکور زیان‌ده نباشند.
 ۶. شرکت‌ها به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند.
- با توجه به محدودیت‌های فوق تعداد ۷۲ شرکت یافت گردید. از این رو، کل این ۷۲ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و نمونه‌گیری به عمل نیامد. در این تحقیق، فرضیه‌ها ابتدا در سطح کل شرکت‌ها و سپس در هر گروه صنایع به صورت جداگانه مورد آزمون قرار گرفت. از آنجا که در دوره مورد بررسی، تعداد شرکت‌های موجود در بعضی صنایع اندک بود و یا داده‌های کلیه شرکت‌های هر صنعت در دسترس نبود، صنایع مشابه به عنوان یک مجموعه در نظر گرفته شدند. نگاره شماره ۱ گروه‌بندی صنایع را نشان می‌دهد.

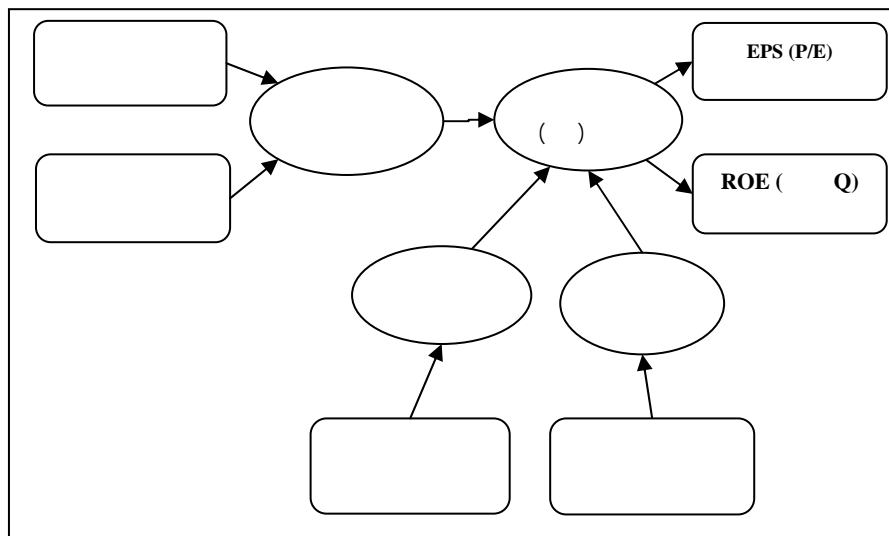
نگاره ۱. گروه‌بندی صنایع مورد مطالعه

ردیف	تعداد نمونه	صنعت	صنایع زیر مجموعه
۱	۲۱	معدنی‌ها	سیمان، آهک و گچ، استخراج کانی‌های فلزی و غیر فلزی و ذغال سنگ
۲	۲۳	خودرو و ماشین‌آلات	خودرو و ساخت قطعات، و ماشین‌آلات و تجهیزات
۳	۲۸	دارویی و شیمیایی	مواد و محصولات دارویی، و محصولات شیمیایی

۳.۳. متغیرهای تحقیق

متغیرهای این پژوهش به صورت نهفته (latent) هستند که هر کدام از آنها توسط یک یا چند شاخص اندازه گیری می شوند. شمای کلی مدل مورد استفاده در نگاره شماره ۲ نشان داده شده است که در آن دایره‌ها نشانگر متغیرهای نهفته و مستطیل‌ها نمایانگر شاخص‌ها هستند.

نگاره ۲. مدل مورد استفاده مطالعه



۳.۳.۱. متغیر مستقل

در این بررسی، "مالکیت نهادی" به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که شاخص‌های آن عبارت‌اند از: درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی. این متغیرها بر اساس مرور متون مربوط به حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده و در پژوهش‌های کورنت و همکاران [۱۰]، شین پینگ و تسنگ هسین [۲۱]، حساس یگانه و همکاران [۱] نیز به عنوان معیارهای مالکیت نهادی بکار گرفته شده‌اند.

۳.۳.۲. متغیر وابسته

متغیر وابسته این تحقیق، عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌ها است. از بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم به عنوان شاخص‌های عملکرد مالی جاری و از نسبت قیمت به سود و Q توبین به عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری عملکرد مالی آتی استفاده می‌شود.

معیارهای حسابداری، گذشته‌نگر و معیارهای بازار، آینده‌نگر می‌باشند [۱۳]. این متغیرها نیز با توجه به مطالعات پیشین انجام شده در این زمینه که ارائه گردید، انتخاب شده‌اند.

۳.۳.۳. متغیرهای کنترلی

به منظور تأثیر سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مساله تحقیق موثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون، تعیین گردیدند. متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارتند از: (۱) اندازه شرکت، که توسط لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت در پایان دوره اندازه‌گیری می‌شود و (۲) درصد اعضاء غیر موظف در هیات مدیره شرکت‌های مورد بررسی. مدیران غیر موظف، مستقل از شرکت هستند و تجربه بیشتری دارند. همچنین، احتمال واکنش آنها نسبت به عملکرد ضعیف و جایگزین کردن مدیر ارشد اجرایی در مقایسه با مدیران موظف، بیشتر است. در واقع، مدیران غیرموظف نیز یکی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی داخلی است که برای محدود کردن اختیارات مدیریت و کاهش تضاد بین مدیران و سهامداران بکار می‌رود. بدین منظور در این بررسی آن را به عنوان یک متغیر کنترلی در نظر می‌گیریم. سایر متغیرهای کنترلی نیز به دلیل عدم دسترسی به داده‌های مربوطه لحاظ نشده‌اند.

۴.۳. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این مقاله از روش حداقل مربعات جزئی استفاده می‌شود [۹]. حداقل مربعات جزئی روشی برای مدلسازی معادله ساختاری است. مدلسازی معادله ساختاری تنها ابزار تحلیل مدل‌های مسیر یا علی است. مدل‌های مسیر، دست کم دو متغیر وابسته دارند که یک متغیر وابسته برای دومین متغیر وابسته نقش متغیر مستقل را بازی می‌کند. این روش زمانی مناسب است که اندازه نمونه کوچک باشد، متغیرها دارای توزیع نرمال نباشند، شاخص‌ها سازنده باشند نه انعکاسی، تعداد متغیرهای مستقل بیشتر از تعداد مشاهدات باشد، بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود داشته باشد و همچنین مدل به درستی مشخص نشده باشند. به عنوان نمونه، در تحقیقات اکتشافی که کلیه متغیرهایی که باید در مدل گنجانده شوند یا رابطه بین این متغیرها در تئوری دقیقاً مشخص نشده است [۶]. مدل کلی زیربنای رگرسیون حداقل مربعات جزئی چندگانه به صورت زیر است:

$$X = TP^T + E$$

$$Y = TQ^T + F$$

در این رابطه X یک ماتریس $n \times m$ از متغیرهای مستقل است، Y یک ماتریس $n \times p$ از متغیرهای وابسته است، T یک ماتریس $n \times l$ است (ماتریس نمره، جزء یا عامل)، P و Q به ترتیب ماتریس‌های ضرایب $m \times l$ و $p \times l$ هستند و ماتریس‌های E و F عبارات خطا هستند. سپس رابطه بنیادی بین دو ماتریس X و Y مشخص می‌شود. به بیان دیگر، برای مدلسازی ساختار کوواریانس در این دو فضا از روش متغیر نهفته استفاده می‌شود [۲۴]. نرم افزار مورد استفاده در اجرای این روش SmartPLS است.

۴. یافته‌های تحقیق

فرضیه اول

اولین فرضیه بیانگر وجود یک رابطه معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت است. در این حالت مالکیت نهادی (درصد مالکیت نهادی و تعدد مالکان نهادی) در مقابل عملکرد مالی جاری شرکت (سود هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام) با استفاده از مدل نشان داده شده در نگاره شماره ۲ و روش حداقل مربعات جزئی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون در نگاره شماره ۳ نشان داده شده است. داده‌های این نگاره حاکی از این است که آماره T کلیه مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت‌ها بیش از ۱/۹۶ است. از آنجا که اندازه نمونه بیش از ۳۰ است از آماره جدول Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شده است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد کلیه ضرایب رگرسیونی مسیرها بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ معنی دار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ به ترتیب ۰/۲۰۴، ۰/۱۴۹ و ۰/۱۰۹ است. و نشانگر این است که این مدل در سال‌های مربوطه به ترتیب حدود ۲۰، ۱۵ و ۱۱ درصد واریانس در متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. در یک تحقیق اکتشافی، R^2 ، ۰/۱۰ می‌تواند رضایت‌بخش و برای گزارش‌گری با ارزش باشد [۶]. در نتیجه، این نتایج حاکی از تایید فرضیه اول است. نتیجه مزبور با پژوهش‌های نمازی و کرمانی [۴] و کورنت و همکاران [۱۰] نیز یکسان است.

نگاره ۳. رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری

خلاصه مدل در سال:			متغیرها
۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	
۰/۱۰۹	۰/۱۴۹	۰/۲۰۴	R^2
۰/۳۴۰	۰/۳۲۰	۰/۴۷۹	ضریب رگرسیون مسیر
۷/۲۸۲	۶/۲۵۹	۹/۱۰۳	T-statistic مسیر
-۰/۰۲۲	-۰/۰۴۱	-۰/۰۴۹	ضریب رگرسیون مسیر
۰/۳۲۴	۰/۶۸۱	۰/۹۵۴	T-statistic مسیر
-۰/۱۱۷	۰/۱۸۶	-۰/۰۶۴	ضریب رگرسیون مسیر
۲/۵۹۵	۴/۳۶۷	۰/۹۸۷	T-statistic مسیر

فرضیه اول در صنایع مختلف نیز مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نگاره شماره ۴، آماره T برای کلیه مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت‌ها در سه صنعت معدنی‌ها، خودرو و ماشین‌آلات و دارویی و شیمیایی به ترتیب بیش از ۲/۰۹، ۲/۰۷ و ۲/۰۵ است. این آماره‌ها مطابق جدول T به ترتیب برای درجه‌های آزادی ۲۰، ۲۲ و ۲۷ می‌باشد. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد کلیه ضرایب رگرسیونی مسیرها معنی دار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ در صنعت دارویی و شیمیایی به ترتیب ۰/۴۹۷، ۰/۲۹۸ و ۰/۱۲۰ است. از آن‌جا که در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ این ضرایب بیشتر از صنایع معدنی‌ها و خودرو و ماشین‌آلات است، می‌توان گفت این مدل تقریباً واریانس بیشتری را در صنعت دارویی و شیمیایی نشان می‌دهد.

نگاره ۴. رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری در صنایع

صنعت	متغیرها	خلاصه مدل در سال:	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵
معننی‌ها		R^2	۰/۴۳۲	۰/۲۷۷	۰/۳۰۹
	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۶۷۶	۰/۴۲۰	۰/۶۳۰
		مسیر T-statistic	۱۷/۵۱۹	۷/۷۵۷	۱۵/۷۳۶
	اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۹۹	-۰/۰۲۷	-۰/۱۹۸
		مسیر T-statistic	۲/۳۰۱	۰/۵۸۴	۴/۰۴۶
	اعضاء غیرموظف	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۲۰۴	۰/۲۸۶	۰/۲۲۱
		مسیر T-statistic	۳/۳۳۱	۱۱/۸۹۱	۴/۲۹۹
	نقدرو و ماشین‌آلات		R^2	۰/۱۰۷	۰/۱۵۳
مالکیت نهادی		ضریب رگرسیون مسیر	۰/۳۴۳	۰/۱۸۲	۰/۲۹۶
		مسیر T-statistic	۷/۳۲۹	۳/۹۳۶	۳/۷۵۱
اندازه شرکت		ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۲۰	۰/۲۷۳	۰/۵۰۲
		مسیر T-statistic	۰/۴۶۰	۵/۸۷۴	۸/۹۶۲
اعضاء غیرموظف		ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۶۴	-۰/۱۳۹	-۰/۴۵۷
		مسیر T-statistic	۱/۲۴۱	۳/۶۱۴	۹/۷۰۵
دارویی و شیمیایی			R^2	۰/۴۹۷	۰/۲۹۸
	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۳۶۵	۰/۴۰۱	۰/۳۷۷
		مسیر T-statistic	۷/۸۳۵	۸/۸۶۱	۹/۰۷۶
	اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۴۲۵	۰/۲۱۲	-۰/۰۸۳
		مسیر T-statistic	۹/۹۰۸	۵/۰۵۵	۱/۳۷۹
	اعضاء غیرموظف	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۲۲۶	-۰/۰۹۴	-۰/۰۷۸
		مسیر T-statistic	۶/۳۹۱	۱/۷۸۷	۱/۹۰۷

فرضیه دوم

دومین فرضیه بیانگر وجود یک رابطه معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت است. در این حالت، مالکیت نهادی (درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی) در مقابل عملکرد مالی آتی شرکت (نسبت قیمت به سود و Q توبین) آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون در نگاره شماره ۵ نشان داده شده است. داده‌های این نگاره حاکی از این است که آماره T کلیه مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت‌ها به جز در سال ۱۳۸۳ بیش از ۱/۹۶ است. از آنجا که اندازه نمونه بیش از ۳۰ است از آماره جدول Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شده است. بنابراین، ضرایب رگرسیونی مسیرها بین

مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ به ترتیب ۰/۲۰۴، ۰/۲۲۵ و ۰/۲۸۵ است. و نشانگر این است که این مدل در سال‌های مربوطه به ترتیب حدود ۲۰، ۲۲ و ۲۸ درصد واریانس در متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. بنابراین، فرضیه دوم نیز تایید می‌شود. نتیجه مزبور با پژوهش‌های نمازی و کرمانی [۴] و تسای و جی یو [۲۳] سازگار و با پژوهش‌های آگراوال و نوبر [۵] و لدرر و مارتین [۱۶] ناسازگار است.

تکانه ۵. رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی

متغیرها	خلاصه مدل در سال:		
	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳
	۰/۲۸۵	۰/۲۲۵	۰/۲۰۴
مالکیت نهادی	R^2		
	۰/۳۴۲	۰/۲۷۳	-۰/۱۴۳
	۴/۵۸۹	۳/۷۸۷	۱/۷۸۴
	ضریب رگرسیون مسیر		
اندازه شرکت	مسیر T-statistic		
	-۰/۳۷۷	-۰/۲۴۶	-۰/۱۶۳
	۶/۴۶۱	۱/۹۲۴	۳/۰۹۶
	ضریب رگرسیون مسیر		
اعضاء غیرموظف	مسیر T-statistic		
	۰/۳۵۳	۰/۳۵۱	۰/۳۸۰
	۳/۹۰۰	۷/۹۸۹	۸/۵۷۷

فرضیه دوم در صنایع مختلف نیز مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نگاره شماره ۶، آماره T برای کلیه مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت‌ها در سه صنعت معدنی‌ها، خودرو و ماشین‌آلات و دارویی و شیمیایی، به جز صنعت معدنی‌ها در سال ۱۳۸۴، به ترتیب بیش از ۲/۰۹، ۲/۰۷ و ۲/۰۵ (طبق آماره جدول T به ترتیب برای درجه‌های آزادی ۲۰، ۲۲ و ۲۷) است. بنابراین، کلیه ضرایب رگرسیونی مسیرها، به جز صنعت معدنی‌ها در سال ۱۳۸۴، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ در صنعت خودرو و ماشین‌آلات به ترتیب ۰/۵۶۵، ۰/۳۳۴ و ۰/۴۶۲ است. از آن‌جا که در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۵ این ضرایب بیشتر از صنایع معدنی‌ها و دارویی و شیمیایی است، می‌توان گفت این مدل تقریباً واریانس بیشتری را در صنعت خودرو و ماشین‌آلات نشان می‌دهد.

نگاره ۶. رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی در صنایع

صنعت	متغیرها	خلاصه مدل در سال:	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	
معنی‌ها		R^2	۰/۱۷۳	۰/۵۳۹	۰/۲۵۳	
	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۴۹۵	۰/۱۱۸	-۰/۵۴۷	
		مسیر T-statistic	۱۰/۳۴۶	۱/۸۴۲	۷/۷۰۷	
	اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۱۱۶	-۰/۳۰۲	۰/۲۱۳	
		مسیر T-statistic	۲/۲۹۷	۹/۵۱۷	۴/۲۱۲	
	اعضاء غیر موظف	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۰۱۶	-۰/۶۲۱	-۰/۲۷۳	
		مسیر T-statistic	۰/۳۷۳	۱۸/۸۴۴	۵/۴۶۲	
		R^2	۰/۵۶۵	۰/۳۳۴	۰/۴۶۲	
	خودرو و ماشین‌آلات	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۳۴۳	۰/۰۸۸	۰/۲۱۱
			مسیر T-statistic	۶/۸۹۴	۲/۰۷۹	۵/۴۵۱
اندازه شرکت		ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۳۲۸	-۰/۴۹۷	-۰/۲۱۰	
		مسیر T-statistic	۹/۷۶۷	۸/۹۶۸	۴/۳۵۲	
اعضاء غیر موظف		ضریب رگرسیون مسیر	۰/۵۷۸	۰/۴۲۱	۰/۶۶۱	
		مسیر T-statistic	۲۴/۵۱۷	۷/۶۲۱	۱۶/۹۱۸	
		R^2	۰/۳۸۵	۰/۳۱۹	۰/۱۷۶	
دارویی و شیمیایی		مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۱۴۵	۰/۱۵۵	۰/۳۱۳
			مسیر T-statistic	۲/۲۴۳	۲/۰۹۸	۶/۲۸۵
		اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۵۰۷	۰/۴۴۰	۰/۰۵۴
		مسیر T-statistic	۸/۰۲۹	۹/۱۶۵	۰/۸۹۰	
	اعضاء غیر موظف	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۲۲۷	۰/۰۷۱	۰/۱۵۹	
		مسیر T-statistic	۳/۶۲۹	۱/۷۳۵	۳/۱۴۹	

۵. بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این مطالعه تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش حاکی از آن است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر این یافته‌ها نشان‌دهنده رابطه مثبت معنی‌دار بین عملکرد و مالکیت نهادی است. این نتیجه با فرضیه نظارت کارآ که بیان می‌دارد مالکیت نهادی باعث ارتقاء سطح عملکرد شرکت می‌شود، سازگار است.

بررسی فرضیات پژوهش در سطح صنایع بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی است. اما، نوع رابطه در سطح صنایع مشخص نیست. شدت این رابطه در مورد عملکرد جاری در صنعت دارویی و شیمیایی و در مورد عملکرد آتی در صنعت خودرو و ماشین‌آلات بیشتر از سایر صنایع انتخابی است. این نتیجه ممکن است تحت تأثیر تفاوت‌هایی در سیاست‌های اقتصادی داخلی و خارجی حاکم بر صنایع مختلف باشد که خود نیازمند پژوهشی دیگر است. هیچ یک از پژوهش‌های داخلی و خارجی سطح صنایع را مورد بررسی قرار نداده‌اند. بنابراین، امکان مقایسه نتیجه این تحقیق با مطالعات قبلی وجود ندارد.

یافته‌های این پژوهش، بینش‌هایی را در مورد شیوه بهبود مکانیسم‌های کنترلی شرکت ارائه و مبنایی را در مورد استراتژی‌های رقابتی آتی و تصمیم‌گیری برای جوامع دانشگاهی و شرکت‌ها نیز فراهم می‌کند. همچنین، با توجه به اینکه مالکیت نهادی موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود، عرضه سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار باید افزایش یابد، زیرا عمده سهام عرضه شده توسط مالکان نهادی خریداری می‌گردد. به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود:

۱. برای اندازه‌گیری مالکیت نهادی از متغیرهای بیشتری مانند تعداد سال‌های مالکیت مالکان نهادی و برای بررسی تأثیر هیات مدیره از ویژگی‌های بیشتری مانند سن و سابقه مدیران استفاده شود.
۲. تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت در مورد مالکان نهادی که با شرکت‌ها رابطه تجاری دارند و مالکان نهادی که با شرکت‌ها چنین رابطه‌ای را ندارند به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گیرد.
۳. نقش مالکیت مدیریتی در عملکرد نیز به عنوان یک متغیر کنترل در مدل گنجانده شود.

منابع

۱. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت." "بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲، تابستان.
۲. عبدالخلیق، رشاد و یبیین آجین کیا (۱۳۷۹). مترجم: نمازی، محمد، پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. چاپ اول. شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
۳. نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷). "تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." "بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰، پاییز.
۴. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد." "بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴، زمستان.
5. Agrawal, A. and C. R., Knoeber (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, Pp. 377-397.
6. Bellman, S (2003). "How to Use PLS." Working Paper, Graduate School of Management, University of Western Australia.
7. Berle, A. A. and G. C., Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillan Company, New York.
8. Bhide, A. (1994). *Efficient Markets, Deficient Governance: U.S. Securities Regulations Protect Investors and Enhance Market Liquidity. But do They Alienate Managers and Shareholders?* *Harvard Business Review*, Vol. 72, Pp. 128-140
9. Chin, W.W. (1997), "Overview of the PLS Method", University of Houston, Houston, TX, available at: [http://disc-nt.cba.uh.edu /chin/PLSINTRO. htm](http://disc-nt.cba.uh.edu/chin/PLSINTRO.htm)
10. Cornett, M. M. Marcus, A. J. Saunders, A. and H. Tehranian (2007). "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." *Journal of Banking & Finance*. Vol. 31, Pp. 1771-1794.

11. Craswell, A. T., Taylor, S. L., and R. A., Saywell (1997). "Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence." *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, Pp. 301-23.
12. Del Guercio, D. , and J. Hawkins (1999). "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism." *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, Pp. 293-340.
13. Demsetz, H. and B. Villalonga (2001). "Ownership structure and corporate performance." *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 209-233.
14. Elyasiani, E. and J. Jane Jia (2008). "Institutional Ownership Stability and BHC Performance." *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, Pp. 1767-1781.
15. Kumar, J. (2004). "Agency Theory and Firm Value in India." http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501802. [Online] [4 March 2008].
16. Loderer, C. and K., Martin (1997). "Executive Stock Ownership and Performance Tracking Faint Traces. " *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, Pp. 223-255.
17. McConnell, J. J., and H. Servaes (1990). "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Pp. 595-612.
18. Maug, E. (1998). "Large Shareholders as Monitors: Is there a trade-off between Liquidity and Control?" *Journal of Finance*, Vol. 53, Pp. 65-98.
19. Nesbitt, S. L. (1994). "Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS Effect'." *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, Pp. 75-80.
20. Pound, J. (1988). "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Pp. 237-265.
21. Shin-Ping, Lee and Chuang Tsung-Hsien (2009). "The Determinants of Corporate Performance: A Viewpoint from Insider Ownership and Institutional Ownership. " *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, No. 3, Pp. 233-247.
22. Smith, M. (1996). "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS." *Journal of Finance*, Vol. 51, Pp. 227-252.

23. Tsaia, H. and Z. Gu (2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 26, pp. 517-530.
24. Wikipedia.http://en.wikipedia.org/wiki/Partial_least_squares_regression