بررسی اثر سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد مدرس [*]
سیدمجتبی حسینی [**]
زهره رئیسی [***]

به دلیل مشکلات نمایندگی امکان دارد مدیران شرکتها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحبنظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکتها می‌دانند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی می‌شود که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در

[*]. دکتر احمد مدرس؛ عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
E.mail: modarres@ut.ac.ir
[**]. سید مجتبی حسینی؛ کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران. E. mail: smojhoseini@gmail.com
[***]. زهره رئیسی؛ کارشناس ارشد حسابداری- دانشگاه علامه طباطبایی. E. mail: zraiessi@yahoo.com

Archive of SID
www.SID.ir

کنترل شرکتها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی بکاهد. از مؤثرترین این معیارها حضور سهامداران نهادی در شرکت است که دارای توان بالقوه در کنترل مدیران هستند. هدف این تحقیق بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران است. بدین منظور اطلاعات پنج ساله (۸۲-۷۸) نود شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های این تحقیق نشان داد با وجود آنکه میزان مالکیت نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است؛ ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. در حالیکه بر اساس نتایج بدست آمده از تحقیقات در سایر کشورها این رابطه مثبت و یا حتی منفی نیز بوده است.

کلید واژه‌ها:

بورس اوراق بهادار تهران، بازده سهامداران، سهامداران نهادی، حاکمیت شرکتی، آزمون دوربین- واتسون، آزمون کلموگروف- اسمیرنوف

Archive of SID

www.SID.ir

مقدمه

یکی از ابزارهای تقسیم بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار است. بنابراین هر مشکلی که در بازار مذکور بوجود آید، تنها مسئلهٔ اقتصادی نیست؛ بلکه به موضوعی اجتماعی نیز مبدل می‌شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد. در سال ۱۹۲۹ بحرانی بزرگ در بورس امریکا پدید آمد که علت آن، مشکل نمایندگی بود. مشکل نمایندگی یا جدا شدن مالکیت از مدیریت ابتدا توسط آدام اسمیت در سال ۱۷۷۶ مطرح شد و برای اولین بار توسط «برل و مینز»[1] تجزیه و تحلیل شد. امروزه این جدایی با نام مشکل نمایندگی شناخته می‌شود و بدین معنی است که چگونه می‌توان اطمینان داشت که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه‌گذاران استفاده خواهند کرد.[2] پس از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی باید اطلاعات، مصون‌سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو شود که از ابزارهای مختلفی در این مورد استفاده شده است؛ مانند کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد استانداردهای حسابداری، کنترلهای داخلی، حسابرسی داخلی و مستقل، وجود مدیران غیر موظف در هیئت مدیره و بکارگیری رویه های بلندمدت پاداش. با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده؛ بلکه پیچیدگیهای آن بیشتر شده است. معیارهای کنترلی که به منظور کاهش مشکلات نمایندگی در نظر گرفته شده بود، نه تنها کارا نبوده؛ بلکه حداقل نظارتها را نیز اجرا نمی‌کرد. در واقع تمامی معیارهای ذکر شده بصورت ظاهری و فقط در جهت رعایت قوانین بوده‌اند بدون اینکه بتوانند از منافع سهامداران در مقابل مدیران حمایت نمایند. علت آن شاید نبود مکانیزم‌هایی از حاکمیت شرکتی؛ بویژه حضور سهامداران نهادی است که بتواند علاوه بر مطابقت بر تمام معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت؛ یعنی افزایش منافع سهامداران منجر شود. حاکمیت شرکتی به معنای

---

[1]. A. Berle, and G. Means, ***The Modern Corporation and Private Property***, Macmillan: (New York, 1932).

[2]. M. C. Jensen, and W. Meckling, "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", ***Journal of Financial Economics***, Vol.3, (1976), pp.305-60.

Archive of SID
www.SID.ir

قوانین، مقررات، ساختارها، فرهنگها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدفهای پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود.[1]

حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی در دراز مدت را، هدف قرار داده و درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمانها حفاظت کند.دو هدف حاکمیت شرکتی عبارت است از[2]:

۱. کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی.
۲. بهبود کارایی درازمدت سازمان، از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسئولیت‌پذیری مدیریت اجرایی.

از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی، حضور سهامداران نهادی در شرکت است. تحقیقات زیادی در مورد حضور سهامداران نهادی در شرکت و اثر آنها بر بهبود عملکرد شرکتها انجام شده است. نتایج بیشتر آنها حاکی از آن است که حضور سهامداران نهادی باعث بهبود عملکرد شرکتها و در نتیجه افزایش بازده سهامداران خواهد شد.[3] بنابراین هدف تحقیق حاضر بررسی اثر حضور سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران است.

اهمیت حضور سهامداران نهادی در حاکمیت شرکتی

همسو با رشد اقتصادی و بزرگ شدن واحدهای تجاری، از قدرت کنترل سهامداران در عمل کاسته شده است، چرا که پراکندگی ساختار مالکیت بیشتر شده و اکثر مالکان را سهامداران جزء تشکیل می‌دهند. در چنین حالتی تنها تعداد اندکی از سهامداران این امکان را می‌یابند تا در انتخاب اعضای هیأت مدیره و همچنین مدیر عامل نقشی را ایفا نمایند. این مشکل زمانی حادتر خواهد شد که انگیزهٔ بیشتر سهامداران، سرمایه‌گذاری در شرکت برای

---

[1]. یحیی حساس یگانه و رافیک باغومیان، «حاکمیت شرکتی وکیفیت گزارشگری مالی»، ***فصلنامه حسابدار رسمی***، شماره ٦ و ٥، (دی ماه ١٣٨٤).

[2]. K. Keasey, S. Thompson, and M. Wright, ***Corporate Governance***, John Wiley & Sons Inc., 2005.

[3]. ***Ibid***.

Archive of SID
www.SID.ir

کسب سود (دیدگاه کوتاه مدت) باشد تا اینکه کنترل شرکت(دیدگاه بلندمدت) را بدست گیرند. آنگاه تنها سد دفاعی سهامداران در مقابل مشکلات نمایندگی، ایجاد تنوع در پرتفویهای سرمایه‌گذاری خواهد بود و یا اینکه در نهایت پس از زیانهای غیرقابل جبران، سرمایه‌گذاری در آن شرکت را به فروش رسانند. در چنین نظامی بدون حضور سهامداران نهادی حاکمیت شرکتها بصورت کنترل نشده در اختیار مدیریت است. در واقع همه مسئولیتها بر دوش مدیران شرکت نهاده می‌شود که در این میان، نقش بالاترین مقام اجرایی (مدیر عامل) برجسته‌تر است.[1]

مدیرعامل وظیفه هدایت منابع را بر عهده دارد به نحوی که منافع سهامداران به حداکثر مقدار ممکن برسد. به دلیل فقدان معیارهای کنترلی لازم در اثر مشکلات مذکور و تفویض برقراری این معیارها به مدیران، اختیارات مدیرعامل و قدرت نفوذ وی بسیار زیاد شده است. در واقع، هیأت مدیره‌ای که سهامداران انتخاب می‌کنند، در بیشتر موارد از میان کسانی است که ابتدا مدیرعامل آنان را انتخاب و به سهامداران معرفی نموده است. مدیرعامل اهداف بلند مدت وکوتاه مدت شرکت به همراه راهکارهای لازم برای رسیدن به آن اهداف را تعیین می‌کند و فقط رویه‌های حسابداری هستند که امکان اندازه‌گیری درجهٔ موفقیت و یا شکست راهکارهای مدیریت را فراهم می‌کنند. اما مدیر عامل می‌تواند نقش مهمی در انتخاب رویه‌های حسابداری به منظور تغییر نتایج را نیز ایفا نماید. حسابرسان مستقل هم اغلب توسط مدیرعامل یا کمیته حسابرسی پیشنهادی مدیرعامل، انتخاب می‌شوند وسهامداران هم به صورت نمایشی این تصمیمات را اتخاذ و تأیید می‌کنند. در چنین نظامی به دلیل قدرت زیاد مدیر عامل، شفافیت اطلاعاتی از بین رفته و پاسخگویی مدیران حالتی تشریفاتی به خود گرفته و مشکل نمایندگی از بین نخواهد رفت. فروپاشی شرکتهای بزرگ از قبیل انرون، ورلدکام و... که ناشی از مشکلات مذکور و سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی بود، موجب تأکید بر ضرورت ارتقا و اصلاح حاکمیت شرکتها و تأکید بیش از پیش بر حضور سهامداران نهادی شده است.[2]

---

[1]. K. Keasey, and M. Wright, "Issue in Corporate Accountability and Governance", ***Accounting and Business Research***, Vol.23, (1993).
[2]. M. C. Jensen, and W. Meckling, ***Op.Cit***.

Archive of SID
www.SID.ir

به تدریج و با توجه به بحرانهای مالی شرکتهای سرمایه پذیر، لزوم ایجاد نظام جدیدی از حاکمیت شرکتها احساس شد. از مهمترین معیارهای کنترلی حاکمیت شرکتی حضور سهامداران نهادی در شرکت است. در بیشتر نظام‌نامه‌های حاکمیت شرکتی بر حضور آنها در جهت افزایش منافع سهامداران تاکید شده است. گزارشهای حاکمیت شرکتی حاکی از آن است که سهامداران نهادی به علت درصد بالای مالکیت خود توانایی اعمال کنترل بر اقدامات شرکت را دارند. پتانسیلی که به ندرت برای سهامداران کوچک وجود دارد.[1]

یکی از جنبه های حاکمیت شرکتی این است که هزینه مداخله باید کمتر از منافع آن باشد. طبق تحقیق «استیگلیتز»[2] سهامداران جزء به لحاظ میزان مالکیت کم انگیزه کمی برای تقبل هزینه جمع آوری اطلاعات و اعمال کنترل بر هیأت مدیره را دارند. از طرف دیگر سهامداران بزرگ انگیزه کافی برای کسب اطلاعات ضروری جهت کنترل مؤثر مدیریت را دارند. سهامداران نهادی می‌توانند به عنوان عاملی اثرگذار در فشار بر مدیریت برای رعایت معیارها و تطبیق با نظام‌نامه‌های حاکمیت شرکتی عمل کنند. حضور آنها و نداشتن دید کوتاه مدت به عملکرد شرکت نه تنها باعث بهبود حاکمیت و دیدگاه بلندمدت مدیران شده؛ بلکه به همسویی هر چه بیشتر منافع مدیران با مالکان منجر خواهد شد. بنابراین سوال اصلی این است که آیا سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند تأمین‌کنندهٔ منافع سهامداران باشد؟ بدین منظور در این تحقیق رابطه حضور سهامداران نهادی در شرکت و بازده سهامداران مورد مطالعه قرار گرفته است.

پیشینه تحقیق

در تحقیقات اولیه انجام شده در اروپا و امریکا مشخص شد که صندوقهای بازنشستگی به عنوان بزرگترین سهامداران نهادی انگیزه های لازم برای دخالت در امور شرکتها را ندارند[۲۴]. پس از ایجاد نظام‌نامه‌های حاکمیت شرکتی و تأکید بر اهمیت حضور سهامداران نهادی در دیگر کشورها، دولتها سعی در ایجاد انگیزه و یا حتی الزام سهامداران نهادی به

1. K. Keasey, S. Thompson, and M. Wright, ***Op.Cit***, (2005).
2. J. E. Stiglitz, "Credit Markets and the Control of Capital", ***Journal of Money, Credit and Banking***, Vol.17, (1985), pp.133-52.

Archive of SID
www.SID.ir

دخالت در امور شرکتها کردند. بنابراین انتظار می‌رفت با چنین تمهیداتی سهامداران نهادی بتوانند عملکرد شرکتها را بهبود بخشند. اما در تحقیقات انجام شده چه قبل و چه بعد از ایجاد نظام‌نامه‌های حاکمیت شرکتی و تأکید بر حضور سهامداران نهادی، نتایج متضادی حاصل شد. گاهی رابطهٔ بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت مثبت و در پاره ای موارد بدون رابطه و حتی منفی نیز بوده است.

«دراکر»[1] بیان می‌کند که: «صندوقهای بازنشستگی به عنوان بزرگترین سهامداران نهادی مالک نیستند، سرمایه‌گذارند. آنها کنترل شرکت را نمی‌خواهند؛ بلکه فقط به دنبال سودآوری در کوتاه ترین زمان ممکن هستند». «هاتن»[2] می‌گوید:

«صندوقهای بازنشستگی و شرکتهای بیمه مالکان همیشه غایب هستند. بدون احساس مسئولیت اعمال قدرت می‌کنند و بدون درک تعهدات متقابل خود به عنوان مالک اقدام به خرید سهام شرکتها می‌نمایند. با این حال به عنوان سهامدار این حق را دارند که مدیران را تعیین کنند و وظیفه اخلاقی آنهاست که مطمئن شوند که شرکتها به نفع سهامداران، مدیریت می‌شوند». «چرخام»[3] معتقد بود که نوع سرمایه‌گذاری یک سازمان به دو عامل بستگی دارد: ۱. اهداف سازمان و ۲. انگیزه و توانایی مدیر سرمایه‌گذاری. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سهامداران نهادی باید: اولاً در مورد سرمایه‌گذاریهای خود دیدگاه بلندمدت(توجه به منافع بلندمدت) اتخاذ نمایند؛ ثانیاً مدیران خود را بر اساس عملکرد کوتاه‌مدت مورد قضاوت قرار ندهند تا مشکلات مربوط به نبود انگیزه در بین مدیران سرمایه‌گذاری از بین رود.

«بلک»[4] در تحقیقی در سال ۲۰۰۱ در روسیه با استفاده از سری‌های زمانی و رگرسیون متوجه شد که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران رابطه‌ای قوی وجود دارد.

---

1. P. F. Drucker, ***The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America***, (Heinemann: London, 1976).
2. W. Hutton, ***The State we're in***, (Jonathan Cape: London, 1995).
3. J. Charkham, ***Keeping Good Company***, (Oxford University, 1994).
4. Black and Bernard, "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", ***Emerging Market Review***, (2001), pp.108-289.

Archive of SID
www.SID.ir

در تحقیقات مشابه نیز «بلک و همکاران»[1] در روسیه، «دلگاس و همکاران»[2] به همین نتیجه رسیده بودند. همچنین «جا سونگ باک و همکاران»[3] به این نتیجه رسیدند که مدیران بهتر موجب حاکمیت شرکتی بهتری می‌شوند و به ذینفعان خود توجه می‌کنند و بازده سهامداران نیز با حاکمیت شرکتی که یکی از معیارهای آن سهامداران نهادی است ، رابطه مثبت دارد. «دیتمار و مارت اسمیت»[4] با بررسی دو معیار از حاکمیت شرکتی (سهامداران نهادی و ترکیب هیأت مدیره) و رابطه آن با بازده سهامدارن متوجه شدند که در شرکتهای با حاکمیت ضعیف هر یک دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ در ارزش بازار(بازده سهامداران)خواهد شد در حالیکه این مبلغ در شرکتهای با حاکمیت خوب دو برابر است. «مهران»[5] رابطه معنی‌داری بین بازده شرکتهای امریکایی و انواع مختلف سهامداران نهادی از جمله افراد، نهادها و شرکتها نیافت. «پارینو و همکاران»[6] نتیجه گرفتند که سهامداران نهادی بجای اثرگذاری بر مدیریت در صورت احساس خطر سرمایه‌گذاری خود را به فروش می‌رسانند و به بازده بلندمدت توجه ندارند.

بطور کلی، «هولدرنس»[7] در سال ۲۰۰۳ نتیجه می‌گیرد که شواهد درباره رابطه میان سهامداران نهادی و بازده سهامداران در امریکا نشان می‌دهد که این ارتباط گاهی منفی و گاهی مثبت است. از جمله این تحقیقات که دارای نتایج متفاوت است می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

---

1. S. Black, Bernard., I. Inessa and R. Andrei, "Corporate Governance Indices and Firm's Market Value; Time Series Evidence from Russia", ***Emerging Markets Review***, No.7, (2006), pp.361-379.
2. J. Dlugosz, R. Falenbrach, P. Gompers, and A. Metrick, "Large Blocks of Stock: Prevalence, Size, and Measurement", ***Journal of Corporate Finance***, Vol.12, (2004), pp.594-618.
3. B. Jae-Seung, K. Jun-koo, and P. Kyung-Suh, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Korean Financial Crisis", ***Journal of Financial Economics***, Vol.71, (2004), pp.265-313.
4. A. Ditmar, J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", ***Journal of Financial Economics***, Vol.83, (2007), pp.599-634.
5. H. Mehran, "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", ***Journal of Financial Economics***, Vol.38, (1995).
6. R. Parrino, R. Sias, L. Starks, "Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.68, (2003), pp.3-46.
7. C. G. Holderness, "A Survey of Blockholders and Corporate Control", ***Economic Policy Review***, Federal Reserve Bank of New York, Vol.9, (2003), pp.51-64.

Archive of SID
www.SID.ir

- تحقیقات «هولدرنس و شیهان»[1] ، «مورالی و ولچ»[2] و «دنیس و دنیس»[3] رابطه‌ای بین بازده سهامداران و سهامداران نهادی نیافتند.
- «مک کونل و سرواس»[4]: سهامداران نهادی اثر ناچیزی بر بازده سهامداران دارند؛ اما اگر با مالکیت سهام توسط مدیریت همراه باشد بر بازده اثر قابل توجهی دارد.
- «چاگانتی و دامنپور»[5]: مالکیت سازمانی اثر مثبت بر بازده صاحبان سهام دارد.

در ایران تحقیقات انجام شده در مورد حاکمیت شرکتی و سهامداران نهادی بسیار کم است. «میدری»[6] به این نتیجه رسید که در شرکتهای پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران سهامداری جزء و مالکیت خرد به عملکرد بدتر منجر شده است. در تحقیقی که دربارهٔ رعایت حقوق سهامداران در ایران توسط «رهبری خرازی»[7] انجام شده است، مشخص شده که حقوق سهامداران در ایران رعایت نمی شود. این موضوع می‌تواند از دلایل عدم انگیزه سهامداران نهادی برای دخالت در امور شرکتها برای افزایش بازده و کاهش مشکلات نمایندگی باشد و یا عدم تأثیر دخالتهای آنها در کنترل شرکتها را نشان دهد. در تحقیق دیگری که توسط «ابراهیمی کردلر»[8] انجام گرفت، مشخص شد که در شرکتهایی که مالکیت نهادی در آنها بیشتر است، نسبت اطلاعات سودهای آتی به سودهای جاری که در بازده جاری

---

[1]. C. G. Holderness, and D. P. Sheehan, "The Role of Majority Shareholder in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", ***Journal of Financial Economics***, Vol.20, (1988), pp.317-346.

[2]. R. Muraly, and J. B. Welch, "Agents, Owners, Control and Performance", ***Journal of Business Finance and Accounting***, (Summer, 1989), pp.385-398.

[3]. D. J. Denis, and D. K. Denis, "Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency", ***Journal of Corporate Finance***, Vol.1, (1994), pp.91-118.

[4]. J. J. Mcconnell, and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", ***Journal of Financial Economics***, Vol.25, (1990), pp.595-612.

[5]. R. Chaganti, and F. Damanpour, "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance", ***Strategic Management Journal***, Vol. 12, (1991), pp.479-491.

[6]. احمد میدری، «سازگاری انواع حکمرانی شرکت با اقتصاد ایران»، ***رساله دکتری***، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران، (۱۳۸۱).

[7]. مهسا رهبری خرازی، «مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان»، ***رساله کارشناسی ارشد***، دانشگاه علامه طباطبایی تهران، (۱۳۸٤).

[8]. علی ابراهیمی کردلر، «تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد»، ***رساله دکتری***، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، (۱۳۸٤).

Archive of SID
www.SID.ir

سهام منعکس شده، بیشتر است. بنابراین تقارن اطلاعات در شرکتهای با مالکیت نهادی زیاد بیشتر است.

بیان موضوع و فرضیه تحقیق

با توجه به ادبیات پیش گفته، سهامداران نهادی به عنوان معیاری اثرگذار در بهبود حاکمیت شرکتها و کنترلی قوی در نظارت بر بکارگیری اصول حاکمیت شرکتی می‌باشند. بنابراین انتظار می‌رود که حضور آنها باعث بهبود حاکمیت، افزایش نظارت مؤثر و فشار بر مدیریت در افزایش بازده سهامداران شود که اگر چنین باشد، سهامداران جزء نیز از این موضوع منتفع خواهند شد. از این‌رو پرسش اصلی تحقیق این است که آیا حضور سهامداران نهادی باعث افزایش بازده سهامداران می‌شود؟

از آنجا که در این تحقیق به دنبال تعیین این موضوع هستیم که در شرکتها با توجه به حضور سهامداران نهادی، سهامداران به چه مقدار بازده دست می‌یابند؛ فرضیه تحقیق به شرح زیرتدوین شده است:

بین وجود سهامداران نهادی در شرکت به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران رابطهٔ مثبتی وجود دارد.

تعریف عملیاتی متغیرها

دیتمار و مارت اسمیت[1] در سال ۲۰۰۷ از مدل زیر برای انجام مطالعه اثر سهامداران نهادی بر بازده استفاده کردند. در این تحقیق ما با استفاده از همین مدل به مطالعه این رابطه در بورس تهران پرداخته ایم :

$$ri,t - R^{B}_{it,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{\Delta Ci,t}{Mi,t-1} + \gamma_2 \frac{\Delta Ei,t}{Mi,t-1} + \gamma_3 \frac{\Delta NAi,t}{Mi,t-1} + \gamma_4 \frac{\Delta \mathrm{I}i,t}{Mi,t-1} + \gamma_5 \frac{\Delta Di,t}{Mi,t-1} + \gamma_6 \frac{Ci,t-1}{Mi,t-1} +$$
$$\gamma_7 Li,t + \gamma_8 \frac{NFi,t}{Mi,t-1} + \gamma_9 \frac{Ci,t}{Mi,t-1} \times \frac{\Delta Ci,t}{Mi,t-1} + \gamma_{10} Li,t \times \frac{\Delta Ci,t}{Mi,t-1} + \gamma_{11} GOVi,t \times \frac{\Delta Ci,t}{Mi,t-1} + \varepsilon i,t$$

[1]. A. Ditmar, and J. Mahrt-Smith, ***Op. Cit***.

Archive of SID
www.SID.ir

که در آن:

$Mi,t-1$ = ارزش بازار شرکت i در اول دوره که از ضرب تعداد سهام در قیمت بازار سهام حاصل می‌شود .

$\Delta Ci,t$ = تغییرات وجه نقد از سال t-1 تا سال t

$\Delta Ei,t$ = تغییرات در سود قبل از اقلام غیر مترقبه از سال t-1 تا سال t

$\Delta NAi,t$ = تغییرات در خالص داراییها از سال t-1 تا سال t

$\Delta Ii,t$ = تغییرات در هزینه بهره از سال t-1 تا سال t

$\Delta Di,t$ = تغییرات در سود تقسیمی از سال t-1 تا سال t

$Ci,t-1$ = وجه نقد شرکت i در ابتدای سال t

Ci,t = وجه نقد شرکت i در پایان سال t

NFi,t = تأمین مالی جدید = سهام منتشره جدید + بدهی جدید از سال t-1 تا سال t

Li,t = اهرم در سال t برای شرکت i که از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$Li,t = \frac{DEBTi,t}{DEBTi,t + Mi,t}$$

$DEBTi,t$ = بدهی بلند مدت + بدهی کوتاه مدت در پایان سال t

متغیرهای مذکور متغیرهای کنترلی بوده و در ادامه متغیرهای وابسته و مستقل (GOV) توضیح داده خواهند شد.

متغیر وابسته

متغیر وابسته این تحقیق عبارت است از تفاضل بین دو متغیر بازده شرکت و بازده پیش بینی شده شرکت با استفاده از مدل فاما و فرنچ.[1]

[1]. E. Fama, and K. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", ***Journal of Financial Economics***, Vol.33, (1993), pp.3-56.

Archive of SID
www.SID.ir

ri,t = بازده سهامداران شرکت i از سال t-1 تا سال t

$R^{B}_{i,t}$ = بازده پیش بینی شده شرکت با استفاده از مدل فاما و فرنچ[1]

در این تحقیق سعی شده تا همانند تحقیق انجام شده توسط «دیتمار و مارت اسمیت»[2]، تعیین شود که سهامداران نهادی تا چه میزان بر بازده شرکتها اثر دارند و این اثر باعث بدست آوردن چه میزان بازده اضافی به نسبت بازده پیش بینی شده شرکت توسط مدل «فاما و فرنچ»[3] خواهد شد. از آنجا که تغییرات در وجه نقد نیز در مدل در نظر گرفته می‌شود، می‌توان به این نتیجه نیز رسید که هر واحد وجه نقد تا چه میزان برای شرکت ارزش افزا بوده است. بدین منظور تغییرات در بازده به نسبت بازده پیش بینی شده شرکت توسط مدل فاما وفرنچ از یک طرف و از طرف دیگر نیز حضور سهامداران نهادی و تغییرات در وجه نقد مورد مطالعه قرار می‌گیرد. در نهایت اگر رابطه بین سهامداران نهادی و بازده مثبت باشد؛ می‌توان میزان ارزش هر واحد وجه نقد را بر اساس میزان بازده اضافی به نسبت بازده پیش بینی شده فاما وفرنچ محاسبه کرد.

بازده سهام(ri,t)

بازده سهام در طی یک دوره، در بر گیرندهٔ تمامی مزایایی است که به دارنده آن سهم تعلق می‌گیرد. بازده سهام موارد زیر را شامل می‌شود: تفاوت قیمت سهام در ابتدا و انتهای دوره، سود نقدی هرسهم، مزایای ناشی از افزایش سرمایه به‌صورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی. بازده سهام شرکتها در نرم افزار ره آورد نوین برای سالهای مختلف محاسبه شده که در تحقیق حاضر از آنها استفاده خواهد شد.

1. ***Ibid***.
2. A. Ditmar, and J. Mahrt-Smith, ***Op. Cit***.
3. ***Op. Cit***.

Archive of SID
www.SID.ir

بازده فاما و فرنچ ($R^{B}_{i,t}$)

یکی از انتقادهایی که به مدل ارزشگذاری داراییهای سرمایه ای گرفته شد، مدلی بود که توسط فاما و فرنچ در سال ۱۹۹۳ ارائه شد.[1] در این مدل با توجه به متغیرهایی مانند اندازهٔ شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه شرکت می‌توان بازده شرکتها را پیش بینی نمود که نتایج آن قابل اتکاتر از مدل ارزشگذاری داراییهای سرمایه‌ای است. در این مدل اندازهٔ شرکت برابر لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه شرکت در نظر گرفته شده بود. برای محاسبه بازده پیش بینی شده شرکت توسط مدل فاما و فرنچ ابتدا یک معادله رگرسیونی به شرح زیر تعریف می‌شود:

$$r_{i,t} = \alpha + \alpha_1 LN(M_{i,t}) + \alpha_2 LN(\frac{BE_{i,t}}{M_{i,t}})$$

$r_{i,t}$ = بازده واقعی سهامداران شرکت i از سال t-1 تا سال t

$LN(M_{i,t})$ = لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت i در سال t

$LN(\frac{BE_{i,t}}{M_{i,t}})$ = لگاریتم طبیعی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه شرکت i در سال t

Mi,t = ارزش بازار شرکت i در پایان سال t که از ضرب تعداد سهام در قیمت بازار سهام حاصل می‌شود.

$BE_{i,t}$ = ارزش دفتری داراییها منهای بدهیهای شرکت i در پایان سال t

پس از بدست آمدن مقادیر ضرایب معادله رگرسیونی فوق، بر اساس ارزش بازار سرمایه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه هر شرکت می‌توان بازده پیش بینی شده هر شرکت بر اساس مدل فاما و فرنچ را محاسبه نمود. در تحقیق حاضر برای پیش بینی بازده شرکتها توسط مدل فاما و فرنچ، متغیرهای لازم به‌صورت سال به سال وارد مدل رگرسیونی

[1]. ***Ibid***.

Archive of SID
www.SID.ir

فاما و فرنچ شده و برای هر سال سه مقدار ثابت فوق (α، α_1 و α_2) محاسبه شدند. بنابراین برای هر سال (دوره تحقیق پنج سال است) یک معادله رگرسیونی حاصل شده و در مجموع پنج معادله رگرسیونی ایجاد گردید. سپس برای محاسبه بازده مورد انتظار هر شرکت در هر سال، دو متغیر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن شرکت وارد معادله رگرسیونی مربوط به همان سال شده و مقدار بازده مورد انتظار ($R^B_{i,t}$) محاسبه گردید. آنگاه بازده پیش‌بینی شده هر شرکت وارد مدل اصلی شد.

متغیر مستقل

GOV = یک متغیر DUMMY (صفرویک) بوده و عبارت است از وجود سهامداران نهادی در شرکت. اگر در شرکت سهامداران نهادی حضور داشته باشند ۱ و اگر حضور نداشته باشند ۰ خواهد بود .

سهامداران نهادی : تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار مؤسسات سرمایه‌گذاری و یا سایر شرکتهای تجاری قرار دارد، میزان مالکیت سهامداران نهادی را نشان می‌دهد.برای محاسبه درصد سهامداران نهادی در هر شرکت تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می‌شود. به عبارت دیگر:

$$CRH = \frac{n}{m}$$

CRH = درصد سهامداران نهادی

n = تعداد سهام عادی شرکت در اختیار شرکتهای سرمایه‌گذاری و تجاری

m = تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

با توجه به درصد فوق، شرکتها به صورت صعودی مرتب شده سپس از آنها دو نمونه کاهش یافته سهامداران نهادی زیاد و سهامداران نهادی کم استخراج خواهد شد.به طوری که به چهار چارک تقسیم شده و چارک اول و چهارم نمونه مورد نظر به ترتیب به عنوان سهامداران نهادی کم و زیاد انتخاب خواهند شد. پس از آن، شرکتهایی که دارای سهامداران

Archive of SID
www.SID.ir

نهادی زیاد بوده در مدل، متغیر سهامداران نهادی آنها(GOV) برابر یک شده و برای شرکتهای با سهامداران نهادی کم برابر صفر خواهد بود.

روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیق کاربردی است. تحقیق کاربردی تحقیقی است که نظریه‌ها، قانونمندیها، اصول وفنون را برای حل مسائل اجرایی و واقعی بکار می‌گیرد.

تحقیق حاضر از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. از میان انواع تحقیقهای توصیفی، این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی است. بدین دلیل که در این تحقیق ارتباط بین وجود سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران مورد مطالعه قرار می‌گیرد. بنابراین از روش رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه استفاده شده است. همچنین برای اطمینان از قابل اتکا بودن نتایج از آزمونهای پیش فرض و مدل رگرسیون استفاده شده و از روش مطالعات کتابخانه‌ای برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه تحقیق نیز بهره برده‌ایم. روش جمع آوری اطلاعات واقعی متغیرها میدانی بوده و اطلاعات مربوط به بازده سهامداران و دیگر متغیرهای ذکر شده از طریق مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار و نرم‌افزارهای موجود جمع‌آوری گردید. اطلاعات مربوط به ترکیب سهامداران نیز از طریق نرم‌افزار پارس پرتفولیو و یادداشتهای توضیحی صورتهای مالی شرکتها استخراج شد. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده از نرم افزار EXCEL، و برای آزمون فرضیه و همچنین آزمونهای تکمیلی جهت اطمینان از مدل رگرسیونی تحقیق از نرم افزارSPSS استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که از شرایط زیر برخوردارند:

۱. قبل از سال ۱۳۷۷ وارد بورس شده باشند.

Archive of SID
www.SID.ir

۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده و طی قلمرو زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

۳. در طی فاصله زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ معاملات سهام آن متوقف نشده باشد.

۴. از شرکتهای فعال در صنعت سرمایه‌گذاری نباشد.

قلمرو زمانی این تحقیق دربرگیرندهٔ اطلاعات پنج ساله شرکتها در فاصله زمانی سال ۱۳۷۸ تا سال ۱۳۸۲ است. از آنجا که در مدل ارائه شده باید از ارزش بازار ابتدای دوره شرکتها به عنوان یک متغیر همگن کننده استفاده می‌شد، اطلاعات ارزش بازار شرکتها از پایان سال ۱۳۷۷ در نظر گرفته شد.

تعداد کل شرکتهای باقیمانده پس از در نظر گرفتن محدودیتها به ۱۳۰ شرکت رسید. پس از تعیین جامعه آماری، با استفاده از فرمول زیر تعداد نمونه برآورد گردید:[۱]

$$n = \frac{NZ_{\alpha/2}^2 pq}{\varepsilon^2 (N-1) + Z_{\alpha/2}^2 pq}$$

مقدار Z در جدول برای α=٪۵ برابر ۱/۹۶ است. از آنجا که مقدار p و q نامشخص است، برای آنکه تعداد نمونه به حداکثر مقدار خود برسد، آن مقادیر برابر ۰/۵ در نظر گرفته می‌شوند. با توجه به تعداد اعضای جامعه که ۱۳۰ شرکت است و با در نظر گرفتن مقدار منطقی ε در حد ۶٪، می‌توان تعداد نمونه را محاسبه نمود. تعداد نمونه مورد نیاز برابر نود شرکت برآورد شده و پس از تعیین شدن تعداد نمونه، از طریق نمونه‌گیری تصادفی، نمونه‌های مورد نظر انتخاب شدند.

[۱]. گوری ک. باتاچاریا. ***مفاهیم و روشهای آماری***، ترجمهٔ مرتضی ابن شهر آشوب، (تهران، مرکز نشر دانشگاهی، ۱۳۷۲).

Archive of SID
www.SID.ir

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

از آنجا که دورهٔ زمانی تحقیق پنج سال و در هر سال تعداد نود شرکت انتخاب شده بود؛ در مجموع ۴۵۰ نمونه سال- شرکت مورد بررسی قرار گرفت. همچنین با توجه به اینکه در این تحقیق شرکتهای نمونه بر اساس درصد سهامداران نهادی به چهار چارک تقسیم شده و فقط بالاترین و پایین ترین شرکتهای عضو هر چارک مورد مطالعه قرار می‌گیرند، اطلاعات آمار توصیفی به سه دسته تقسیم شده است. دسته اول دارای کمترین میزان سهامداران نهادی و دسته دوم دارای بیشترین میزان این سهامداران می‌باشد. در دسته آخر آمار توصیفی مربوط به دو چارک میانی آورده شده است. از مجموع ۴۵۰ نمونه سال- شرکت، تعداد ۱۰۹ شرکت در چارک اول و کمترین میزان از سهامداران نهادی قرار گرفته و بنا بر تعریفی که در فصل سوم از سهامداران نهادی انجام شد، به عنوان شرکتهایی در نظر گرفته می‌شوند که فاقد سهامداران نهادی هستند. تعداد ۱۱۰ شرکت در چارک چهارم و از بیشترین میزان سهامداران نهادی برخوردارند. بنابراین این شرکتها بر اساس تعریف انجام شده، به عنوان شرکتهایی در نظر گرفته می‌شوند که دارای مالکیت نهادی هستند. تعداد ۲۳۱ شرکت نیز در دو چارک میانی قرارگرفتند. در جدول (۱) اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت شرکتها و میزان مالکیت نهادی شرکتها ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، میانگین مالکیت نهادی شرکتها در طی دوره پنج ساله در حدود ۷۰٪ است. در صورتی که میزان مالکیت نهادی در کشور امریکا در فاصله بین سالهای ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ بطور متوسط در حدود ۱۳٪ است. در انگلستان نیز این رقم در حدود ۵۱٪ است. از جدول (۲) می‌توان دریافت که میانگین بازده شرکتهای با سهامداران نهادی کم و زیاد در سالهای ۷۸ و۸۰ با یکدیگر تفاوت چندانی نداشته و در سالهای ۷۹ و ۸۱ میانگین بازده در شرکتهای با سهامداران نهادی زیاد، بیشتر است. ضمن آنکه این رقم در سال ۸۲ برای شرکتهای با مالکیت نهادی کم، بیشتر می‌باشد. میانگین بازده شرکتها بر اساس ساختار مالکیت برای کل دوره پنج ساله تحقیق نیز در این جدول ارائه شده است. میانگین بازده شرکتها با سهامداران نهادی کم برای کل دوره پنج ساله در حدود ۵۲٪ بوده که این مقدار برای شرکتهای با سهامداران نهادی زیاد در حدود ۵۵٪ بوده که تفاوت

Archive of SID
www.SID.ir

چندانی با یکدیگر ندارند. این میانگین برای شرکتهایی که در دو چارک میانی از سهامداران نهادی قرار می‌گیرند برابر ۶۶٪ است.

جدول ۱. ساختار مالکیت در نمونه

	سال ۷۸	سال ۷۹	سال ۸۰	سال ۸۱	سال ۸۲
میانگین	0/7080	0/7104	0/7115	0/6934	0/6744
میانه	0/7760	0/7740	0/7907	0/7665	0/7650
حداقل	0	0	0	0	0
حداکثر	1/00	1/00	0/99	1/00	1/00
چارکها ٪۲۵	0/6142	0/6344	0/6155	0/5999	0/5139
چارکها ٪۵۰	0/7760	0/7740	0/7907	0/7665	0/7650
چارکها ٪۷۵	0/9350	0/9093	0/9045	0/8774	0/8760

جدول ۲. میانگین بازده شرکتها بر اساس ساختار مالکیت

بازده	سال ۷۸	سال ۷۹	سال ۸۰	سال ۸۱	سال ۸۲	میانگین
دارای کمترین سهامداران نهادی	۰/78	0/28	0/58	0/26	0/74	0/52
دارای بیشترین سهامداران نهادی	0/80	0/59	0/57	0/48	0/35	0/55
دو چارک میانی سهامداران نهادی	0/80	0/84	0/45	0/35	0/88	0/66

Archive of SID
www.SID.ir

نتایج حاصل از آزمون فرضیه

فرضیه این تحقیق بیان می‌دارد که:

«بین وجود سهامداران نهادی در شرکت به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران رابطه مثبتی وجود دارد».

جهت آزمون فرضیه تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج از آزمونهای پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون استفاده شده که در ادامه شرح داده خواهند شد.

از جدول (۳) مشخص است که ضریب همبستگی مدل و ضریب تعیین تعدیل شده آن به ترتیب برابر ۵۹/۵٪ و ۳۱/۹٪ می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده بیان می‌دارد که مدل رگرسیونی مورد استفاده در حدود ۳۲٪ تغییرات در متغیر وابسته را توضیح می‌دهد.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0/595(a)	0/354	0/319	65/09163	2/362

برای آنکه مشخص شود مدل رگرسیونی مورد استفاده، معنادار است، از آماره فیشر (F) استفاده می‌شود. آماره فیشر بدست آمده از طریق آزمون مدل نباید از آماره فیشر محاسبه شده از طریق جدول کمتر باشد تا بتوان معنادار بودن مدل رگرسیونی را تأیید نمود. برای چنین نتیجه‌گیری می‌توان از آماره sig استفاده نمود. این آماره باید از سطح خطای (α=٪۵) در نظر گرفته شده برای مدل کمتر باشد. از جدول (۴) و ستون sig می‌توان مشاهده نمودکه مقدار sig برابر صفر بوده و کمتر از ۵٪ است. بنابراین معنادار بودن مدل رگرسیونی قابل تأیید می‌باشد.

Archive of SID
www.SID.ir

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون معناداری مدل رگرسیونی

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	480164/471	11	43651/31	10/30	0/000(a)
	Residual	877042/580	207	4236/92		
	Total	1357207/051	218			

آمار مربوطه برای تعیین معناداری ضرایب، آماره t می‌باشد. اگر در سطح اطمینان ۹۵٪ آماره بدست آمده از آزمون کوچکتر از آماره t از جدول با همان درجه آزادی باشد، فرض H0(بی معنا بودن ضرایب) را نمی توان رد کرد. برای رسیدن به این مهم می‌توان ازستون sig استفاده نمود. پس از تأیید معناداری ضرایب، از ضرایب محاسبه شده در ستون Beta ، هم جهت و هم میزان اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته تعیین می‌شود. از ستون sig جدول ۵ کاملاً مشخص است که مقدار آماره sig برای متغیر مالکیت نهادی (Govcct) برابر ۰/۹۲۱ است و با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این تحقیق ۵٪ می‌باشد، این متغیر بی معنا بوده و فرضیه تحقیق رد می‌شود. متغیرهای با بیشترین اثرگذاری بر بازده شرکتها به ترتیب عبارتند از: تغییرات در وجه نقد، وجه نقد، تغییرات در سود تقسیمی، تغییرات در سود، اهرم مالی(بصورت منفی) و تأمین مالی جدید.

Archive of SID
www.SID.ir

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون معناداری ضرایب

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	14/432	11/747		1/229	۰/221		
	ΔC	269/191	131/511	1/108	2/047	۰/042	۰/011	93/893
	ΔE	50/910	23/691	۰/306	2/149	۰/033	۰/154	6/506
	ΔNA	14/291	16/294	۰/144	۰/877	۰/381	۰/116	8/649
	ΔI	-53/768	70/787	-۰/172	-۰/760	۰/448	۰/061	16/416
	ΔD	1319/92	194/898	۰/387	6/772	۰/000	۰/957	1/045
	C(t-1)	120/956	39/789	۰/979	3/040	۰/003	۰/030	33/221
	L	-83/622	26/031	-۰/216	-3/212	۰/002	۰/688	1/453
	NF	24/490	10/697	۰/197	2/290	۰/023	۰/424	2/360
	C × ΔC	53/996	27/962	1/010	1/931	۰/055	۰/011	87/553
	C×L	-409/194	223/139	-1/405	-1/834	۰/068	۰/527	2/290
	GOV	11/009	110/735	۰/045	۰/099	۰/921	۰/954	2/855

آزمون پیش فرضهای استفاده از مدل رگرسیون

آزمون دوربین- واتسون

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده توسط مدل رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. برای رسیدن به این مهم می‌توان از آزمون دوربین- واتسون استفاده نمود. آماره این آزمون در جدول (۳) محاسبه شده و مقدار آن برابر۲/۳۶۲ است. از آنجا که این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد، نتیجه‌گیری می‌شود که خطاها از یکدیگر مستقل بوده و می‌توان از مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه استفاده نمود.

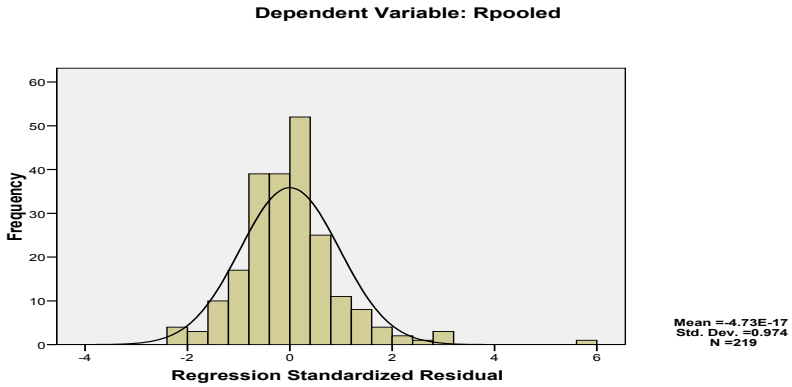
بررسی نرمال بودن خطاها

از مفروضات دیگری که در هنگام استفاده از رگرسیون در نظر گرفته می‌شود آن است که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. بدیهی است در صورت عدم برقراری این

Archive of SID
www.SID.ir

پیش گزیده نمی توان از رگرسیون استفاده کرد. بدین منظور باید مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شود و نمودار توزیع داده ها و نمودار نرمال آنها رسم شود و سپس مقایسه ای بین دو نمودار صورت گیرد. باید میانگین داده ها کوچک(نزدیک به صفر) بوده و انحراف معیار آن نیز نزدیک به یک باشد (نمودار ۱).

نمودار ۱



همانطور که در نمودار (۱) مشاهده می‌شود، میانگین این رگرسیون نزدیک به صفر بوده و انحراف معیار آن نیز نزدیک به یک(۰/۹۷۴) است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر و انحراف معیار یک هستند و می‌توان از مدل رگرسیونی پیش گفته برای بررسی رابطه بین بازده و سهامداران نهادی استفاده نمود.

آزمون نرمال بودن کلموگروف- اسمیرنوف

از جمله پیش شرطهای بکارگیری آزمون رگرسیون برای یکسری از متغیرها آن است که متغیر وابسته و جمله های خطا دارای توزیع نرمال باشند. برای آزمون نرمال بودن آنها از آزمون کلموگروف- اسمیرنوف استفاده می‌شود که یک نوع آزمون ناپارامتریک می‌باشد. محاسبه آمارهٔ این آزمون توسط نرم افزار spss امکان پذیر است. در صورتی که مقدار آماره ارائه شده توسط این آزمون بیشتر از ۵٪ باشد؛ فرض صفر آماری مبنی بر نرمال بودن توزیع

Archive
www.SID.ir

متغیر مورد بررسی با اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه مقدار آماره این آزمون در حدود ۰/۰۹۲ شده است، می‌توان نتیجه گرفت که متغیر وابسته و جمله‌های خطا دارای توزیع نرمال بوده و می‌توان از رگرسیون استفاده نمود.

نتیجه‌گیری

بر اساس ادبیات موضوع انتظار می‌رفت رابطه مثبتی بین سهامداران نهادی و بازده شرکت حاصل شود. اما با توجه به آزمونهای انجام شده رابطه معناداری بین آنها مشاهده نشد. این موضوع نشان‌دهندهٔ آن است که حضور یا عدم حضور سهامداران نهادی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثری ندارد. این نتیجه با نتایج تحقیقات هولدرنس و شیهان (۱۹۸۸) ، مورالی و ولچ (۱۹۸۹)، دنیس ودنیس (۱۹۹۴) و پارینو و همکاران (۲۰۰۳) سازگار است. نتیجه فوق بر اساس تکنیک آماری Pooling حاصل شده است. جهت بررسیهای بیشتر و افزایش قابلیت اتکا نتیجه، فرضیه تحقیق به روش مقطعی نیز آزمون شد که در چهار سال از نتیجه فوق حاصل گردید. فقط در یکسال از پنج سال دوره تحقیق، رابطهٔ بین بازده و سهامداران نهادی معنادار و مثبت گردید. البته با استفاده از میانگین بازده شرکتها نمی توان به آزمون فرضیه تحقیق پرداخت ولی میانگین بازده در دو گروه شرکتهای با سهامداران نهادی زیاد و سهامداران نهادی کم نیز با فرضیه تحقیق مطابقت ندارد. معیار حضور و عدم حضور سهامداران نهادی در شرکت (بیشترین وکمترین میزان سهامداران نهادی) به ترتیب دو چارک بالایی و پایینی درصد سهامداران نهادی بود. در ادامه و به منظور بررسیهای بیشتر، به جای استفاده از چارک از میانه درصد سهامداران نهادی به منظور تعیین بیشترین و کمترین میزان سهامداران نهادی استفاده شد. نتایج حاصله تأییدکنندهٔ نتایج قبل و بیانگر رد فرضیه تحقیق بود. متغیرهای با بیشترین اثرگذاری بر بازده شرکتها به ترتیب عبارتند از: تغییرات در وجه نقد، وجه نقد، تغییرات در سود تقسیمی، تغییرات در سود، اهرم مالی(به صورت منفی) و تأمین مالی جدید.

در کشورهای دیگر مانند امریکا و انگلستان نیز نتایج متضادی حاصل شده است. بطور کلی هنوز شواهد محکمی در مورد اثربخشی معیارهای حاکمیت شرکتی بدست نیامده است.

Archive of SID
www.SID.ir

با توجه به اینکه این موضوع جدید بوده و از عمر آن بیش از دو دهه نمی گذرد، تحقیقات در این مورد نیز بسیار کم است و نتایج تحقیقات انجام شده نیز با یکدیگر همخوانی نداشته و در کشورهای مختلف متفاوت می‌باشد. کمیته کادبری (۱۹۹۲) از پیشگامان استانداردگذاری در زمینه حاکمیت شرکتی، بیان می‌دارد که «هنوز شواهد محکمی دربارهٔ مفید بودن این معیارها بدست نیامده؛ ولی ما اطمینان داریم که این معیارها اثربخش می‌باشند».

پیشنهادات به استفاده کنندگان از نتایج تحقیق

کاهش مشکلات نمایندگی در شرکتها، حداکثرسازی منافع سهامداران، توجه به منافع ذینفعان، افزایش کارایی و اثربخشی و تخصیص منابع به بهترین شکل ممکن، از اهداف اساسی اقتصاد هر کشوری است. امروزه در اکثر کشورها، با بهبود حاکمیت شرکتها به دنبال رسیدن به این مهم هستند. بنابراین پیشنهاد می‌شود برای رسیدن به اهداف فوق زمینه های ایجاد حاکمیت مناسب در شرکتها به وسیلهٔ بورس اوراق بهادار فراهم شود. یکی از مهمترین این زمینه‌ها، تشویق و یا حتی الزامی کردن مداخله سهامداران نهادی در امور شرکتها است. باید با شناخت موانع و دلایل عدم انگیزه سهامداران نهادی برای دخالت در امور شرکتها، در جهت رفع آن موانع به وسیلهٔ ایجاد مشوقهای لازم و یا قانونگذاری اقدام نمود. از دلایل عدم انگیزه سهامداران نهادی و یا عدم تأثیر دخالتهای آنها در کنترل شرکتها با توجه به تحقیقات انجام شده، می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:[1]

۱. دخالت در امور داخلی شرکتها ممکن است باعث شود که سهامداران نهادی به اطلاعات محرمانه شرکتها دست یافته و در نتیجه بر اساس قوانین بورس نتوانند سهام آن شرکتها را معامله نمایند و در نهایت متضرر شوند.
۲. دخالت در حل مشکلات شرکت ممکن است از طرف بازار به عنوان اخبار بد تلقی شده و در نتیجه ارزش سهام شرکت کاهش یابد. در این‌صورت اولین ضررکنندگان خود سازمانها خواهند بود.

[1]. K. Keasey, S. Thompson, and M. Wright, ***Corporate Governance***, John Wiley & Sons Inc., (2005).

Archive of SID
www.SID.ir

۳. مداخله در امور داخلی شرکتها امری زمانبر و دارای هزینه است؛ بویژه برای سازمانهایی که پرتفوی های متنوع دارند.

۴. مداخله در امور شرکتها دارای دو نوع منافع است، منافع عمومی کنترل و منافع خصوصی کنترل. سهامداران نهادی هزینه های مداخله در امور شرکتها را می‌پردازند ولی بر اثر مشکل سواری مجانی، تمامی سهامداران از این موضوع منتفع می‌شوند؛ که ممکن است باعث کاهش انگیزه سهامداران نهادی شود. منافع خصوصی کنترل فقط به سهامداران نهادی خواهد رسید؛ برای مثال ممکن است سهامداران نهادی از قدرت خود سوءاستفاده کرده و از منابع شرکت به نفع خود و به ضرر دیگر سهامداران استفاده کنند.

۵. سهامداران نهادی نیز باید پاسخگوی سهامداران خود باشند و در پایان هر دوره عملکرد مدیران نیز بررسی خواهد شد. بنابراین اگر مدیران اینگونه سازمانها در قبال سهامداران خود پاسخگویی مؤثر نداشته باشند، انگیزه سازمانها برای مداخله در امور دیگر شرکتها کاسته خواهد شد. این موضوع بیشتر در مورد کشورهایی صادق است که سازمانهای سرمایه‌گذاری آنها سازمانهای فرهنگی و یا وابسته به دولت باشند.

۶. سازمانهای فرهنگی و یا وابسته به دولت نه تنها به دلیل عدم پاسخگویی، انگیزه لازم برای مداخله در امور شرکتها را ندارند؛ بلکه تخصص لازم در زمینه سرمایه‌گذاری را نیز ندارند. عدم تخصص نه تنها باعث کاهش کارایی هیئت مدیره سازمانها می‌شود؛ بلکه ممکن است به دید کوتاه مدت در مورد سرمایه‌گذاریها نیز منجر شود. اگر دیدگاه سهامداران نهادی در مورد عملکرد شرکتها کوتاه مدت باشد، آنگاه مدیران شرکتهای سرمایه پذیر نیز متأثر از آنها، دارای دید کوتاه مدت خواهند شد.

Archive of SID
www.SID.ir

پیشنهادات برای تحقیقات آتی

۱. در این تحقیق نقش سهامداران نهادی در صنایع مختلف بطور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است. پیشنهاد می‌شود نقش سهامداران نهادی بر بازده شرکتها در صنایع مختلف بررسی شود.

۲. در این نوشتار طبق تعریف انجام شده، فقط شرکتها و سازمانها به عنوان سهامداران نهادی در نظر گرفته شده‌اند و سهامداران خانوادگی و اشخاص حقیقی حتی با وجود مالکیت درصد بالایی از سهام شرکتها به عنوان سهامداران جزء در نظر گرفته شدند؛ پیشنهاد می‌شود تعریفی گسترده‌تر از سهامداران نهادی ارائه شود تا اشخاص حقیقی را نیز در بر بگیرد، ضمن آنکه بین انواع شرکتها و نهادهای سرمایه‌گذاری نیز تمایز قایل شده و اثرات آنها بر بازده بصورت جداگانه بررسی شود .

۳. با عنایت به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقات بسیار کمی در زمینه نقش ترکیب سهامداران به عنوان یکی از عوامل اصلی حاکمیت شرکتی انجام شده است؛ پیشنهاد می‌شود تحقیقات زیر در زمینه ترکیب سهامداران در بورس تهران انجام شود:

- تأثیر نقش سهامداران نهادی بر ساختار سرمایه
- تأثیر نقش سهامداران نهادی بر ترکیب هیأت مدیره
- تأثیر نقش سهامداران نهادی در انطباق با معیارهای حاکمیت شرکتی
- تأثیر نقش سهامداران نهادی بر هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه

Archive of SID

www.SID.ir

پی‌نوشتها:

۱. ابراهیمی کردلر، علی. «تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد». ***رساله دکتری***، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، (۱۳۸۴).

۲. حساس یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک. «حاکمیت شرکتی وکیفیت گزارشگری مالی». ***فصلنامه حسابدار رسمی***، شماره ۵ و ۶، (دی ماه ۱۳۸۴).

۳. رهبری خرازی، مهسا. «مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان». ***رساله کارشناسی ارشد***، دانشگاه علامه طباطبایی تهران، (۱۳۸۴).

۴. گوری ک. باتاچاریا. ***مفاهیم و روشهای آماری***. ترجمهٔ مرتضی ابن شهر آشوب، تهران: مرکز نشر دانشگاهی، ۱۳۷۲.

۵. مؤمنی، منصور و فعال قیومی، علی. ***تحلیل داده‌های آماری با استفاده از SPSS*** تهران: کتاب نو، ۱۳۸۶.

۶. میدری، احمد. «سازگاری انواع حکمرانی شرکت با اقتصاد ایران». ***رساله دکتری***، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران، (۱۳۸۱).

7. Berle, A. and Means, G. ***The Modern Corporation and Private Property***. Macmillan: New York., 1932.

8. Black, Bernard. S., Inessa l., Andrei R. "Corporate Governance Indices and Firm's Market Value: Time Series Evidence from Russia"., ***Emerging Markets Review***, No. 7, (2006): 361-379.

9. Black and Bernard. "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms"., ***Emerging Market Review***, (2001).

10. Chaganti, R. and Damanpour, F. "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance"., ***Strategic Management Journal***, Vol. 12, (1991): 479-491.

11. Charkham, J., ***Keeping Good Company***. Oxford University., 1994.

12. Denis, D.J. and Denis, D.K. "Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency"., ***Journal of Corporate Finance***, Vol.1, (1994): 91-118.

13. Ditmar, A., Mahrt-Smith, J. "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.83, (2007): 599-634.

14. Dlugosz, J., Falenbrach, R., Gompers, P., Metrick, A. "Large Blocks of Stock: Prevalence, Size, and Measurement"., ***Journal of Corporate Finance***, Vol.12, (2004): 594-618.

15. Drucker, P. F. ***The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America***. Heinemann: London., 1976.

Archive of SID

www.SID.ir

16. Fama, E., French, K. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.33, (1993): 3-56.

17. Fama, E.G. and Jensen, M. C. "Separation of Ownership and Control"., ***Journal of Law Economics***, Vol.26, (1983): 301-326.

18. Holderness, C. G. "A Survey of Blockholders and Corporate Control"., ***Economic Policy Review***, Federal Reserve Bank of New York, Vol.9, (2003): 51-64.

19. Holderness, C.G. and Sheehan, D.P. "The Role of Majority Shareholder in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.20, (1988): 317-346.

20. Hutton, W. ***The State we're in***. Jonathan Cape: London., 1995.

21. Jae-Seung B., Jun-koo K. and Kyung-Suh P. "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Korean Financial Crisis"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.71, (2004): 265-313.

22. Jensen, M.C. and Meckling, W., "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.3, (1976): 305-60.

23. Keasey, K. and Wright, M. "Issue in Corporate Accountability and Governance"., ***Accounting and Business Research***, Vol.23, (1993).

24. Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M. ***Corporate Governance***. John Wiley & Sons Inc., 2005.

25. Mcconnell, J.J. and Servaes, H. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.25, (1990): 595-612.

26. Mehran, H. "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.38, (1995).

27. Muraly, R. and Welch, J. B. "Agents, Owners, Control and Performance"., ***Journal of Business Finance and Accounting***, (Summer, 1989): 385-398.

28. Parrino, R., Sias, R., Starks, L. "Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover"., ***Journal of Financial Economics***, Vol.68, (2003): 3-46.

29. Stiglitz, J. E. "Credit Markets and the Control of Capital"., ***Journal of Money, Credit and Banking***, Vol.17, (1985): 133-52.

Archive of SID

www.SID.ir