

تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت

زهرا پورزمانی^۱

احسان رضا خریدار^۲

تاریخ پذیرش: ۹۰/۱۰/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۰/۷/۲۳

چکیده

عموماً اینگونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. سرمایه گذاران نهادی شامل سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتهای بیمه، شرکتهای سرمایه گذاری و صندوق های بازنشستگی می باشد. هدف این پژوهش بررسی تاثیر انواع مالکان نهادی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای اندازه گیری ارزش شرکت از معیار Q توبین بعنوان متغیر وابسته 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 شده اند. داده های مورد نیاز از صورت های مالی ۶۳ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ استخراج گردیده است. 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.

واژه های کلیدی: مالکیت نهادی، مالکیت عمده، دومین و سومین سهامدار عمده، ارزش شرکت.

۱- استادیار، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی (مسئول مکاتبات) zahra.poorzamani@yahoo.com

۲- کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

۱- مقدمه

حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان ها و همچنین عملکرد آنها می تواند داشته باشد. 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. در این راستا پژوهش حاضر به بررسی تأثیر کنترل، توسط سرمایه گذاران نهادی عمده بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

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. 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 ؟

مالکیت نهادی به عنوان یک عامل حاکمیتی مهم و مؤثر در شرکتها ی بورسی، مطرح است. دو انگیزه مهم سرمایه گذاران نهادی برای مدیریت سبد سهام خویش، عبارت است از: ۱) مسئولیت های امانتی و ۲) عملکرد سرمایه گذاری بالاتر. با توجه به این دو انگیزه سرمایه گذاران نهادی در نظارت مؤثرتر بر

پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروههای مدیران حرفه ای صورت گرفت و شرکت سهامی به عنوان پدیده های اجتماعی مطرح شد. ترکیب سهامداران شرکت های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت های مالی منتشره اتکاء می کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران حرفه ای 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 می گیرد؛ لیکن سهامداران نقش اساسی در نظام راهبری شرکت می توانند داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آنها در شرکتها می تواند اثرهای متفاوتی بر عملکرد شرکتها و همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. بنابراین باتوجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکتها نیز می تواند متفاوت باشد.

با ایجاد شرکت های سهامی بزرگ و حضور گسترده سرمایه گذاران فعال در بازارهای سرمایه، به تدریج با منسجم تر شدن بازار سرمایه کشورها، مالکیت سهام شرکتها از افراد به نهادها انتقال یافت و این مبنایی برای شکل گیری سهامداران نهادی گردید. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می کند حضور روزافزون سرمایه گذاران نهادی در دایره مالکین شرکت های سهامی عام و تأثیری است که

نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت میگیرد. در خصوص چند و چون تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر شرکتها دیدگاههای مختلفی وجود دارد.

شلیفر و ویشنی^۳ (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 غیربهبهینه را از سوی افراد درون سازمان کاهش میدهد.

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

مدیریت، این تحقیق به دنبال بررسی تأثیر نظارت اعمال شده از سوی انواع مختلف از مالکان نهادی بر ارزش شرکت می باشد.

مالورکی^۱ و مارتین^۲ (۲۰۱۰ - ۲۰۰۹) در مطالعه خود از ۱۱۱ بنگاه غیر مالی اسپانیا بین سالهای ۱۹۹۶ - ۲۰۰۹ تأثیر انواع مختلف از مالکان نهادی بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها در این تحقیق دریافتند که زمانیکه یک بانک سهامدار عمده است، حق رای های آن مالک به طور منفی با ارزش شرکت ارتباط دارد. این نتیجه عنوان می کند که در برهه مالکیت تمرکز یافته و قانون حمایت ضعیف از سهامداران اقلیت، زمانیکه نهادهای بانکی وضعیت مالکیت عمده را دارند، آنها تمایل دارند تا منافع خصوصی را به هزینه ی سهامداران اقلیت به دست آورند. از این رو اگر چه چنین رفتاری منجر به کاهش در ارزش وضعیت بانک در بنگاه می شود، سود های کسب شده از سلب مالکیت بیشتر از هزینه های انجام شده توسط بانک عمده است (برتری منفعت بر هزینه وجود دارد). این احتمالاً به دلیل این واقعیت است که بانک ها می توانند روابط تجاری را با بنگاه هایی که سهام آن را نگه می دارند حفظ کنند تا بتوانند منافع را آسانتر بدست آورند. حال زمانیکه یک صندوق سرمایه گذاری مالک عمده است، نتایج آشکار می کند که اثر مثبت از این حق رای های مالک بر ارزش شرکت وجود دارد (کنترل افزایش یافته). از اینرو، برای صندوقهای سرمایه گذاری، هزینه های مرتبط با سلب مالکیت از هرگونه منفعت مربوطه بزرگتر است.

مطابق با تعریف بوش (۱۹۹۸) سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتها، بیمه، شرکتها سرمایه گذاری و ... هستند. عموماً اینگونه تصور میشود که حضور سرمایه گذاران

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.

نیکبخت و رحمانی نیا (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای

مالکیت نهادی از دو مدل وگرسون 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.

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 ها ی سهام، اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در برمی گیرد. این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد. نتایج تحقیق مرادی، حاکی از آن است که تمرکز سرما یه گذاران نهادی، نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد، به طوری که حتی یافته های حاصل از برخی مدل ها نشان می دهد که تمرکز سرمایه گذاران نهادی موجب کاهش کیفیت سود نیز می شود، اما نتایج این تحقیق، بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرما یه گذاران نهادی و کیفیت سود است.

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 بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکی" و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین، "مالکیت

دست دومین و سومین سهامدار عمده و ارزش شرکت رابطه معنادار منفی وجود دارد

۴- روش‌شناسی پژوهش

طرح این پژوهش کاربردی از نوع شبه تجربی و با استفاده از طرح پس رویدادی است. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده می‌شود. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین جمع‌آوری می‌گردد. در بخش میدانی، اطلاعات و داده‌های مورد نیاز این پژوهش از صورت‌های مالی اساسی، یادداشت‌های توضیحی، گزارشات هیات مدیره و گزارش حسابرسان مستقل شرکت‌های نمونه گردآوری می‌شود. این اطلاعات از آرشیو عمومی صورت‌های مالی سازمان بورس اوراق بهادار، لوح فشرده طراحی شده توسط سازمان بورس، گزارش‌های هفتگی و ماهانه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز، دنا سهم و صحرا استخراج می‌گردد. همچنین فرضیه‌های تحقیق با استفاده از نرم‌افزار SPSS 15 مورد ارزیابی قرار گرفت.

دوره مورد تحقیق یک دوره زمانی شش ساله بر اساس صورتهای مالی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ میباشد. البته با توجه به این موضوع که برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیاز به محاسبه تغییرات سال «t» نسبت به سال «t-1» بوده، عملاً دوره تحقیق محدود به پنج سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ میباشد

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؛ در این تحقیق شرکت‌هایی مد نظر قرار خواهند گرفت که:

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام و Q توبین بعنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده کردند. همچنین میزان مالکیت نهادی بعنوان متغیر مستقل این تحقیق و متغیرهای اهرم مالی، مخارج سرمایه‌ای، ریسک بازار و اندازه شرکت بعنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شد. داده‌های مورد نیاز از صورتهای مالی ۷۸ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶ استخراج گردیده است. بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. به طور کلی یافته‌های تحقیق شواهدی قوی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت فراهم می‌آورد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مبانی نظری چهار فرضیه به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: اگر مالک نهادی عمده بانک باشد، بین مالک نهادی عمده و ارزش شرکت رابطه معنادار منفی وجود دارد.

فرضیه دوم: اگر مالک نهادی عمده صندوق سرمایه‌گذاری باشد، بین مالک نهادی عمده و ارزش شرکت رابطه معنادار مثبت وجود دارد.

فرضیه سوم: زمانیکه مالک نهادی عمده یک بانک باشد، بین سطح حق رای در دست دومین و سومین سهامدار عمده و ارزش شرکت رابطه معنادار مثبت وجود دارد

فرضیه چهارم: زمانیکه مالک نهادی عمده یک صندوق سرمایه‌گذاری باشد، بین سطح حق رای در

در مدل فوق، Mve نشان دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، Bvd مبین ارزش دفتری بدهیها و Bva مشخص کننده ارزش دفتری داراییها است.

Q_{Tobin}^i : ارزش شرکت i در سال t-1 می باشد.

V1: نمایانگر سطح حق رای مالکان نهادی عمده شرکت می باشد

V2 و V3: منعکس کننده حق رای دومین و سومین سهامداران اصلی در شرکت می باشد.

MLS: بیانگر مجموع حق رای های در دست دومین و سومین سهامدار بزرگ شرکت نسبت به حق رای های در دست سهامدار عمده می باشد (مائوری و پاچوست، 2005).

H: متغیرهای "HBank" و "HFund" به بررسی واریانس شاخصی هرفیندال می پردازد که برابر است با حاصل جمع مربع اختلافات بین حق رای در دست اولین و دومین سهامدار اصلی و حق رای در دست دومین و سومین سهامداران اصلی (مائوری و پاچوست، 2005)

Size: متغیر کنترل اندازه شرکت می باشد که بر حسب لگاریتم دارایی های شرکت i در سال t اندازه گیری میشود.

Debt: متغیر کنترل اثر اهرمی شرکت می باشد به عنوان رابطه بین کل بدهی ها و دارایی های شرکت i در سال t در نظر گرفته می شود.

Age: متغیر کنترل عمر شرکت است که از تفاضل سال صورت های مالی و سال ایجاد شخصیت حقوقی شرکت به دست می آید. هر چه عمر شرکت بیشتر باشد، اعتبار شرکت بیشتر است و هزینه های نمایندگی بدهی کمتری دارد.

• از سال 1383 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و در طی سالهای 1383 تا 1388 از بورس اوراق بهادار خارج نشده باشند

• جزء شرکت های سرمایه گذاری و بانک ها نباشند.

• سال مالی شرکت منتهی به 29 اسفندماه باشند.

• در ساختار مالکیت خود حداقل یک مالک نهادی عمده از نوع بانک یا صندوق سرمایه گذاری داشته باشند

• شرکت طی سالهای 1383 تا 1388 تغییر سال مالی و توقف عملیات نداشته باشند.

در نهایت برای شرکت هایی که مالک عمده آنها بانک باشد (طبق کنترل زنجیره ای) 26 نمونه و برای شرکت هایی که مالک عمده آنها شرکتهای سرمایه گذاری باشد (طبق کنترل زنجیره ای) 37 نمونه بدست آمد.

5- مدل پژوهش و متغیرهای آن

برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیون زیر استفاده می باشد

$$Q_{Tobin}^i = \beta_0 + \beta_1 Q_{Tobin}^i + \beta_2 V_{it} + \beta_3 V_{it} + \beta_4 V_{it} + \beta_5 MSL_{it} + \beta_6 H_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 Size_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

Q_{Tobin}^i : ارزش شرکت i در سال t می باشد. جهت تعیین ارزش شرکت از کیوی توپین استفاده می شود. نسبت مزبور از حاصل تقسیم ارزش بازار داراییها بر بهای تمام شده جایگزینی آنها به دست می آید. در این تحقیق از مدل ساده شده کیوی توپین استفاده شده.

۶- نتایج پژوهش

بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

نرمال بودن باقیمانده های مدل رگرسیونی یکی از فرضیهایی رگرسیونی است که نشان دهنده اعتبار آزمونهای رگرسیونی است در ادامه با استفاده از آزمون کلموگروف- اسمیرنف نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته بررسی شده است. زیرا نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه حل مناسبی برای نرمال نمودن آنها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ نمود.

در بانک مقادیر سطح معناداری برای Q Tobin در تمام سالها کمتر از ۰.۰۵ است بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن توزیع این متغیر رد میگردد و در صندوق سرمایه گذاری در سال ۸۸ کمتر از ۰.۰۵ است. برای نرمال نمودن از تبدیل لگاریتمی استفاده شده است مقادیر سطح معناداری برای بانک و صندوق سرمایه گذاری در تمام سالها بیشتر از ۰.۰۵ است بنابراین لگاریتم این متغیر در سالهای مختلف نرمال است.

مقایسه میانگین Q Tobin در بانک و صندوق سرمایه گذاری

برای مقایسه میانگین Q Tobin بین دو گروه مستقل می توانیم از آزمون مقایسه میانگین دو گروه استفاده نماییم. یعنی مقدار میانگین Q Tobin برای بانک و صندوق سرمایه گذاری مقایسه میگردد. مقدار احتمال برای آزمون همسانی واریانس برابر با ۰/۲۲ است یعنی واریانس این متغیر در گروه

همسان است بنابراین تحت همسانی واریانس برای مقدار t برابر با ۱/۰۰۵- است که نشانگر عدم رد فرض صفر است یعنی میانگین در دو گروه از شرکتها یکسان است. مقدار میانگین Q Tobin برای بانک برابر با ۱/۹۱ و برای صندوق سرمایه گذاری برابر با ۱/۷۹ است. مقدار میانگین این شاخص برای بانک و صندوق سرمایه گذاری تفاوت معناداری با هم ندارد.

برآورد مدل با استفاده از روش رگرسیون ساده

خطی

مدلها برای بانک و صندوق سرمایه گذاری به صورت زیر خواهد بود:

$$QTobi n_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTobi n_{it-1} + \beta_2 V_{it} + \beta_3 V_{it} + \beta_4 V_{it} + \beta_5 MS_{it} + \beta_6 H_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 Si ze_{it} + \varepsilon_{it}$$

هدف، برآورد پارامترها با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (ols) است که به ترتیب مقادیر عرض از مبدا و شیب خط را نشان میدهند. میزان شیب خط نوع ارتباط (جهت و میزان ارتباط) را مشخص می کند.

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی داری مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_9 = 0 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 9 \end{cases}$$

نتیجه آزمون معنی داری مدل در جدول شماره ۱ ارائه شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برای بانک برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. مقدار سطح

در حدود ۷۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان میگردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۸ است.

معناداری F برای صندوق سرمایه گذاری نیز این مقدار برابر با ۰/۰۰۰ است که حاکی از رد فرض صفر است. یعنی مدل معناداری وجود دارد.

آزمون آماری فرضیه‌های پژوهش

در جدول شماره ۲ نتایج مربوط به آزمون فرضیه های تحقیق در دو گروه بانک و صندوق سرمایه گذاری اراده شده است.

در صندوق سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری آماره t متغیرهای $Q_{Tobin\ t-1}$, V_1 , V_2 , V_3 , H , $Debt$ (+) و (-) Size (-) معنادار و جهت آنها در داخل پرانتز مشخص شده است. بنابراین ارزش مربوط به شرکت های با مالکان شرکت های سرمایه گذاری بشرح زیر می باشد:

$$Q = 1.605 + .251Q_{t-1} + .007V_1 - .009V_2 - .018V_3 + .506MLS - .0000535H - .246Debt - .15Size$$

جدول شماره ۱- آزمون معنی داری مدل در دو گروه بانک و صندوق سرمایه گذاری

گروه	آماره F	سطح معنی داری F	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون
صندوق	۴۵/۳۹	۰/۰۰۰	۰/۶۹	۱/۸۱
بانک	۴۶/۷۷	۰/۰۰۰	۰/۷۶	۱/۷۸

در مدل برای بانک میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۹ است یعنی در حدود ۷۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان میگردد. مقدار آماره دوربین واتسون تفاوت زیادی با مقدار ۲ ندارد. میزان ضریب تعیین مدل برای صندوق سرمایه گذاری تنها برابر با ۰/۷۶ است یعنی

جدول شماره ۲- آزمون فرضیه های تحقیق در دو گروه بانک و صندوق سرمایه گذاری

متغیر	گروه بانک			گروه صندوق		
	آماره t	سطح معناداری	ضریب B	آماره t	سطح معناداری	ضریب B
constant	۱/۰۴۰-	۰/۳۰۱	۰/۶۰۶-	۳/۸۱۴	۰/۰۰۰	۱/۶۰۵
QTobin t-1	۱۲/۰۵۶	۰/۰۰۰	۰/۲۵۰	۱۵/۹۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۵۱
V1	۵/۹۸۳	۰/۰۰۰	۰/۰۲۱	۳/۳۴۶	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷
V2	۳/۶۴۰-	۰/۰۰۰	۰/۰۰۷-	۳/۰۲۵-	۰/۰۰۳	۰/۰۰۹-
V3	۲/۱۴۱-	۰/۰۳۴	۰/۰۱۰-	۳/۶۰۴-	۰/۰۰۰	۰/۰۱۸-
MLS	۶/۱۴۷	۰/۰۰۰	۰/۳۶۹	۴/۲۳۱	۰/۰۰۰	۰/۵۰۶
H	۵/۸۴۶-	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۱۵۸	۲/۹۴۴-	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۰۵-
Debt	۴/۷۱۶-	۰/۰۰۰	۰/۷۲۶-	۲/۵۱۲-	۰/۰۱۳	۰/۲۴۶-
Age	۲/۸۲۶-	۰/۰۰۶	۰/۰۰۵-	۰/۲۶۶-	۰/۷۹۱	۰/۰۰۰۰۴۳۵
Size	۰/۹۴۸	۰/۳۴۵	۰/۰۴۰	۴/۳۵۳-	۰/۰۰۰	۰/۱۵۰-

با توجه به اثر متغیرهای کنترل، نتایج در مدل فوق نشان می‌دهد که سطح اهرم در هر یک از شرکت‌های به طور منفی و معنادار با ارزش شرکت ارتباط دارد و در نهایت برای مدلی که Size و Age در آن معنی دار است ارتباط معنادار و منفی با ارزش شرکت دارد

۷- نتیجه‌گیری و بحث

بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین مالکان نهادی عمده و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد در طبقه بندی انجام شده در مالکان نهادی همانطور که مشخص شده در مقایسه میانگین Qtobin در بانک و صندوق سرمایه‌گذاری به یکسانی این میانگین‌ها رسیدیم. همچنین مقدار میانگین این شاخص برای بانک و صندوق سرمایه‌گذاری تفاوت معناداری با هم ندارد. پس تفاوتی بین مالک بودن بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تاثیر بر ارزش شرکت وجود ندارد و هر دو این مالکان بر ارزش شرکت تاثیر معنادار مثبت دارند. همچنین تاثیر حق رای‌های در دست دومین و سومین سهامدار عمده بر ارزش شرکت در هر یک از شرکت‌ها که مالکان نهادی متفاوت دارند معنادار مثبت می‌باشد که این نتایج نشان می‌دهد بهتر است مالکیت بین چند سهامدار عمده توزیع شود

نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقات نمازی و کرمانی (۱۳۸۴) غیر همسو می‌باشد. زیرا تحقیقات آنها نشان می‌دهند که بهتر است مالکیت در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی نباشد، زیرا بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه منفی و معنادار مشاهده گردیده به طور کلی یا فته‌های تحقیق حساس یگانه

در بانک با توجه به سطح معناداری آماره t متغیرهای Q_{t-1} , V_1 (+), V_2 (-), V_3 (-), MLS (+), H (-) و $Debt$ (-) و Age (-) معنادار و جهت آنها در داخل پرانتز مشخص شده است. بنابراین ارزش مربوط به شرکت‌های با مالکان بانکی بشرح زیر می‌باشد:

$$Q = .250Q_{t-1} + .021V_1 - .007V_2 - .010V_3 + .369MLS - .000158H - .726Debt - .005Age$$

مدل‌های فوق اثر کنترل بوسیله مالک نهادی عمده بر ارزش شرکت را اینگونه تخمین می‌زند که زمانی که مالک عمده یک بانک باشد ارتباط معنادار اما مثبت و زمانی که مالک عمده صندوق سرمایه‌گذاری باشد ارتباط معنادار مثبت دارد که این نتایج فرضیه اول ما رد و از فرضیه دوم ما حمایت می‌کند این مدل‌ها اثر دومین و سومین سهامدار بزرگ را در هر یک از حالات که مالک نهادی بانک (MLSBank) یا صندوق سرمایه‌گذاری (MLSFund) باشد را نشان می‌دهد. زمانی که سرمایه‌گذار عمده یک بانک باشد، یک افزایش در قدرت رای دهی در دست دومین و سومین سهامدار بر ارزش شرکت تاثیر مثبت و همچنین زمانی که مالک نهادی عمده صندوق سرمایه‌گذاری باشد یک افزایش در قدرت رای دهی در دست دومین و سومین سهامدار بر ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد که این نتایج از فرضیه سوم ما حمایت و فرضیه چهارم ما را رد می‌کند (شاخص هرفیندال (H) نیز نتایج بالا را با استفاده از MLSBank و MLSFund اثبات می‌کند و قدرت رای دهی در دست دومین و سومین سهامدار بزرگ نسبت به مالک نهادی عمده را زمانی که مالک نهادی عمده به ترتیب بانک یا صندوق سرمایه‌گذاری باشد را اندازه‌گیری می‌کند).

باشد؛ سطح حق رای دومین و سومین سهامدار عمده تاثیر منفی روی ارزش شرکت دارد. که این نتایج با فرضیه های دوم و سوم همسو و با فرضیه های اول و چهارم تحقیق حاضر غیر همسو می باشد.

فهرست منابع

- * بابایی زکیلکی، محمد علی و زیلا احمدوند (۱۳۸۷). " بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران. " تحقیقات مالی، شماره ۲۶، صص ۴۱-۶۰
- * 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
- * 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
- * کرمی، غلامرضا (۱۳۸۷). " بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود. " بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۸۱-۱۰۰
- * 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 ۸۳-۱۰۰

و دیگران (۱۳۸۷)، شواهدی در ارتباط با تاثیر 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. که با نتایج این تحقیق همخوانی دارد

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 بازده حقوق صاحبان سهام و Q توبین بعنوان 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. نتایج تحقیق مذکور نیز با نتایج این تحقیق همخوانی دارد.

مالورکی^۴ و مارتین^۵ (۲۰۱۰ - ۲۰۰۹) در مطالعه خود از ۱۱۱ بنگاه اسپانیا بین سالهای ۱۹۹۶ - ۲۰۰۹ تاثیر انواع مختلف از مالکان نهادی بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها در این تحقیق دریافتند که زمانیکه یک بانک سهامدار عمده است، حق رای های آن مالک به طور منفی با ارزش شرکت ارتباط دارد. زمانیکه یک صندوق سرمایه گذاری مالک عمده است، نتایج آشکار می کند که اثر مثبت از این حق رای های مالک بر ارزش شرکت وجود دارد. همچنین این محققین دریافتند زمانیکه سرمایه گذار نهادی عمده یک بانک باشد؛ سطح حق رای در دست دومین و سومین سهامدار عمده تاثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد و زمانیکه سرمایه گذار نهادی عمده صندوق سرمایه گذاری

* نورویش، 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.

- * <http://www.aftabir.com/business/financial/management/value>
- * Bushee, B. J., 1998, "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73(July): 305-334.
- * Maury, B., Pajuste, A., 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance* 29, 1813-1834.
- * Ruiz-Mallorquí, M.V., Santana-Martín, D.J., 2009. Ultimate institutional owner and takeover defenses in the controlling versus minority shareholders context. *Corporate Governance: An International Review* 17, 238-254.
- * Ruiz-Mallorquí, M.V., Santana-Martín, D.J., 2010. Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance* 35 (2011) 118-129
- * Shleifer, A. and Vishny, R. 1986, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-88.
- * Shleifer, A., Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52, 737-783

یادداشت‌ها

1. M.V. Ruiz-Mallorqu
2. D.J. Santana-Martn
3. Shleifer et al
4. Maury and Pajuste
5. M.V. Ruiz-Mallorqu
6. D.J. Santana-Martn