

بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عاطفه قاسمیان سوربونی^a، فاطمه مدانلو^b

^a کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ادیب، مازندران، ایران.

^b دکتری، استادیار، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ادیب، مازندران، ایران.

نویسنده مسئول: عاطفه قاسمیان سوربونی (۰۹۱۱۹۵۹۳۷۶۰ و aghasemiansorbani@gmail.com)

چکیده: در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر سرمایه فکری و مالکیت نهادی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای این منظور در دو مدل جداگانه به بررسی اثر سرمایه فکری و مالکیت نهادی بر عملکرد مالی یا همان بازده دارایی‌های شرکت‌ها پرداخته شد. هم چنین، اثر متغیرهای استقلال هیئت مدیره، اندازه شرکت، زیان شرکت، اهرم مالی، نسبت جاری و نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت‌ها در مدل‌های رگرسیونی کنترل شد. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی-پس رویدادی قرار دارد. هم چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غریبالگری) استفاده شد که با توجه به شروط در نظر گرفته شده، در نهایت ۱۴۸ شرکت در دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ (در مجموع ۸۸۸ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای بررسی فرضیه‌ها از روش‌های مربوط به رگرسیون خطی چندمتغیره با استفاده از نرم افزار Eviews ۸ بهره گرفته شده است. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که هم سرمایه فکری و هم مالکیت نهادی دارای اثر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی (بازده دارایی‌ها) شرکت‌ها در دوره بررسی بوده‌اند.

کلمات کلیدی: سرمایه فکری؛ مالکیت نهادی؛ عملکرد مالی.

۱. مقدمه

بازهور شرکت‌های بزرگ و شکل‌گیری مبحث عظیم جدائی مالکیت از مدیریت و ایجاد یک تضاد منافع عظیم بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها و مدیران و رهبران آن‌ها از موضوعات مورد توجه اқشار مختلف مثل اعتباردهندگان، مالکان دولت و حتی مدیران است. از نظر سهامداران نیز میزان افزایش ثروت چه از طریق افزایش قیمت و ارزش شرکت و چه از طریق سود نقدی حائزاهمیت است. این ارزیابی‌ها از نظر مدیران به لحاظ ارزیابی عملکرد خودشان و سایر بخش‌ها و نیز میزان پاداش صحیحی که به آن‌ها پرداخت می‌شود و حق مسلم آن‌ها است اهمیت اساسی دارد. از نظر دولت‌ها این ارزیابی‌ها برای رسیدن به سه هدف تخصیص بهینه منابع به‌عنوان هدف اصلی، توزیع عادلانه درآمد و تثبیت شرایط اقتصادی با مشارکت در فعالیت‌های اقتصادی حائزاهمیت است [۱].

از سوی دیگر، یکی از رایج‌ترین و بحث‌برانگیزترین مباحث در تحولات بازار سهام، رشد و گسترش مالکیت و مشارکت نهادی است. مالکیت نهادی در بازارهای سرمایه ایالات متحده، ویژگی رو به رشدی داشته است. سهم نهادها در سال ۱۹۴۵، تنها ۵ درصد از کل سهام شرکت‌های امریکایی را تشکیل می‌داد؛ اما این رقم در سال ۱۹۶۵، به ۲۴ درصد افزایش یافت و در سال ۱۹۹۳، ۵۰ درصد از کل سهام در ایالات متحده متعلق به مالکان نهادی بوده است. در سال ۲۰۰۵، ۶۵ درصد سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه ایالات متحده متعلق به نهادها بوده است و این رقم در پایان سال ۲۰۰۷ به ۷۶/۴ درصد رسیده است. طی ۲۵ سال گذشته درصد مالکیت نهادها سالانه ۶/۳ درصد رشد داشته است [۲]. سرمایه‌گذاران نهادی از قبیل صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های بازارهای مشترک اغلب سهامداران بزرگ هستند. به علاوه، آن‌ها معمولاً به عنوان سرمایه‌گذاران سطح بالا، در پژوهش در نظر گرفته می‌شوند. پژوهش نظری موجود، عموماً سرمایه‌گذاران بزرگ نهادی را به عنوان یک شکل کارآمد حاکمیت شرکتی پیش‌بینی می‌کنند. به هر حال، دارندگان نهادهای بزرگ از پول خودشان برای سرمایه‌گذاری کردن، استفاده نمی‌کنند. بنابراین، با توجه به محدودیت‌های قانونی یا فقدان انگیزه‌ها، [۳] استدلال می‌کند که سهامداران نهادی گرایش دارند غیرفعال باشند. تحقیقات گذشته نشان داده است که سرمایه‌گذاران سطح بالا به گونه‌ای متفاوت از سایر سرمایه‌گذاران کمتر مطلع [۴] رفتار می‌کنند. سرمایه‌گذاران سطح بالا، توانایی‌های برتری (بیشتر) دارند و در نتیجه می‌توانند از تجهیزات بهتر بهره بگیرند. انگیزه‌های اقتصادی نیز از لحاظ پتانسیلی مهم هستند. سرمایه‌گذاران سطح بالا پرتفوی سرمایه‌گذاری بزرگ دارند، بنابراین، سود و ضرر بیشتری به دلار مطلق از تصمیمات سرمایه‌گذارانشان نصیبشان می‌شود. علاوه بر این، هزینه‌های مشمول تحلیل عمقی شرکت، برای نهادها، به خاطر دسترسی بیشترشان به پایگاه‌های اطلاعاتی و ابزارهای تحلیلی کمتر هستند. [۵] دریافت که سرمایه‌گذاران مطلع به نظر می‌رسد از افشاگری‌های حسابداری و اطلاعات غیردرآمد بیشتر استفاده می‌کنند تا انتظارات درآمد دقیق‌تری را شکل دهند. [۶] اثبات کردند که سرمایه‌گذاران سطح بالا نسبت به سرمایه‌گذاران سطوح دیگر، انحراف رفتاری کمتری را در روشی که آن‌ها اطلاعات درآمدهای پیش فاکتور را پردازش می‌کنند، سرانجام، کارایی قیمت سهام یک شرکت، با میزان سطح سرمایه‌گذار حاشیه‌ای شرکت مرتبط است [۷]. با توجه به مطالب ارایه شده، هدف اصلی این مقاله بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۲. مبانی نظری

در بررسی ادبیات حاکمیت شرکتی، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) اشاره کردند که در بسیاری از مناطق جهان، شرکت‌ها اغلب سهامداران بزرگی دارند که در حاکمیت شرکتی نقشی فعال دارند. در میان این سهامداران بزرگ، بسیاری از آن‌ها سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک،

صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌های تجاری و شرکت‌های بیمه هستند. نقش سرمایه‌گذاران بزرگ نهادی در حاکمیت شرکتی مورد توجه روزافزون پژوهش‌گران، مدیران شرکت‌ها و سیاست‌گذاران در بورس اوراق بهادار کشورهای مختلف قرار گرفته است [۸]. همان‌طور که [۹] اظهار داشتند، سرمایه‌گذاران نهادی سه نقش بالقوه را بازی می‌کنند: (۱) نقش نظارت فعال که می‌تواند دارای اثری مثبت بر عملکرد شرکت داشته باشد، (۲) نقش انفعالی کوتاه مدت که انگیزه آن‌ها را کاهش می‌دهد تا بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت بگذارد، و (۳) همکاری با مدیران شرکت برای گرفتن منافع شخصی با هزینه سهامداران اقلیت. با این حال، اگر حمایت قانونی از حق رأی آن‌ها کم باشد، یا انگیزه قابل‌تصور سهامداران بزرگ برای سلب مالکیت از سهامداران دیگر به خوبی مهار نشود، اثرات مثبت سرمایه‌گذاران نهادی به طور کامل قابل‌درک نخواهد بود [۱۰، ۹]. عوامل تعیین‌کننده مالکیت نهادی یک شرکت توسط مطالعات متعددی مورد بررسی قرار گرفته است [۱۱، ۱۲، ۱۳]. این مطالعات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی تمایل زیادی به سهام شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های کشورهای دارای استانداردهای افشای قوی و شرکت‌های مستقر در نزدیکی بازار اصلی دارند. از سوی دیگر، علاوه بر عوامل تعیین‌کننده مالکیت نهادی، مطالعات قبلی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی را بر ارزیابی و عملکرد شرکت بررسی کرده‌اند. برای نمونه‌ای از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار ایالات متحده [۱۴] دریافتند که تنها سهامداران نهادی که هیچ ارتباط تجاری بالقوه‌ای با شرکت‌هایی که در آن‌ها سهام نداشته‌اند، تأثیر مثبتی بر عملکرد جریان نقدی شرکت‌ها دارند. هم‌چنین، برای شرکت‌های غیرآمریکایی، [۱۵] و [۱۶] رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های چینی را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که مالکان نهادی نقش مهمی و مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها خواهند داشت.

بخشی از تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که مالکان نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت‌طلبانه وامی‌دارد. این مسئله بدین دلیل است که مالکان نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیریت شرکت را دارند [۱۷]. مالکان نهادی می‌توانند از طریق نظارت مستمر و اثر بخش، توانایی مدیران در مدیریت سود را محدود سازند. هرچند استفاده از این قدرت توسط مالکان نهادی تابعی از تعداد سهام تملک شده آن‌ها است [۱۸] اگر درصد سهام مالکان نهادی زیاد باشد، قابلیت فروش آن کاهش خواهد یافت [۱۹] و طبعاً برای مدت زمان بیشتری نگهداری می‌شود. در چنین وضعیتی مالکان نهادی انگیزه بیشتری جهت جمع‌آوری اطلاعات، نظارت بر عملکرد مدیریت و ایجاد فشار جهت دستیابی به عملکرد بهتر خواهند داشت. به علاوه آن‌ها در وضعیت فوق‌العاده علاقمند به سودآوری اصولی شرکت هستند و نسبت به مدیریت سود و پنهان‌کاری عملکرد واقعی مدیریت محتاط خواهند بود [۱۸]. [۲۰] نشان داد که درصد سهام مالکتن نهادی و سطح مخارج تحقیق و توسعه دارای رابطه مستقیم است. وی نتیجه گرفت که مالکان نهادی، انگیزه مدیریت سود را کاهش می‌دهند. [۷]، اثربخشی مالکان نهادی را در اعمال نظارت و اعتبار رتبه‌ها بررسی کردند. آن‌ها نتیجه گرفتند که مالکان نهادی، به بهبود مسائل نمایندگی کمک می‌کنند و مدیران را جهت بهبود عملکرد، تحت فشار قرار می‌دهند. [۲۱]، با بررسی رابطه مالکیت نهادی و ارزش شرکت دریافتند که مالکان نهادی و ارزش شرکت در ایران دارای رابطه معنادار مستقیم هستند [۲۱].

۳. پیشینه پژوهش

در حوزه پژوهش حاضر و در مطالعات داخلی [۲۲] دریافتند بین مالکیت نهادی با عملکرد مالی شرکت رابطه معنادار و مستقیم و بین مالکیت خانوادگی شرکت و عملکرد مالی رابطه معکوسی وجود دارد. نتایج مطالعه [۲۳] نشان از وجود ارتباط بین مالکیت نهادی و شاخص‌های عملکرد شرکت‌های بورس را تایید می‌کند. علاوه بر این، [۲۴] ثابت کردند سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت‌های بورسی تأثیر می‌گذارند. ضمن اینکه، [۲۵] نشان دادند ضریب تأثیر مالکیت نهادی برابر با ۱۸۶٫۹ است که معنی‌دار است، هم‌چنین ضریب تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌ها برابر با ۹۰٫۱ است که معنی‌دار است که نشان دهنده تأثیر مثبت معنادار مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. بنابراین نتایج، نشان دهنده تأثیر مثبت معنادار مالکیت نهادی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. در این پژوهش بر اساس یافته‌ها و نتایج بدست آمده می‌توان گفت که، هر چه میزان مالکیت نهادی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معناداری بهتر می‌شود. علاوه بر این، در مطالعات خارجی، یافته‌های مطالعه [۲۱] نشان داد که مالکیت نهادی دارای اثر معناداری بر عملکرد بانک‌های اندونزیایی در دوره بررسی بوده است. به طور مشخص یافته‌ها تاکید می‌کنند که مالکیت نهادی دارای اثر معکوسی بر عملکرد بانک‌ها می‌باشد. هم‌چنین، [۸] دریافتند که مالکیت نهادی دارای اثر مثبت و معناداری بر ارزش (شاخص کیوتوبین) شرکت‌های چینی بوده است. هم‌چنین، در سال‌های پس از ۲۰۰۵ این اثر مثبت تقویت نیز شده است. با توجه به مطالب نظری ارائه شده در بخش‌های بالا، فرضیه اصلی پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

➤ مالکیت نهادی بر عملکرد مالی شرکت تأثیر دارد.

۴. روش شناسی پژوهش

۱.۴. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از سال ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۸ در بورس فعال بوده‌اند. هم‌چنین، برای آزمون فرضیه‌های این بخش نمونه تحقیق بر اساس چارچوب زیرگزینه‌ها شد که در نهایت، ۱۴۸ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند:

۱. شرکت در صنعت واسطه‌گری‌های مالی نباشد. زیرا ساختار سرمایه این موسسات متفاوت می‌باشد.
۲. شرکت در ابتدای سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۳. نماد شرکت در دوره تحقیق، وقفه با اهمیت نداشته باشد (بیش از ۳ ماه در تابلوی بورس متوقف نباشد).

۴. داده های شرکت قابل دسترسی باشد.

۵. تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است.

۶. تعداد شرکت هایی که طی بازه ۹۳-۹۸ تغییر سال مالی داده اند.

۲.۴. توسعه مدل های رگرسیونی و اندازه گیری متغیرها

در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای دستیابی به این هدف و به پیروی از نورحیاتی و همکاران (۲۰۲۰) از مدل رگرسیونی خطی چندمتغیره زیر استفاده شده است. در صورتی که ضریب مربوط به متغیر مستقل در این (β_1) معنادار باشند می توان نتیجه گرفت که فرضیه پژوهش مورد تایید قرار گرفته است. به این ترتیب داریم:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 INS_{it} + \beta_2 BIND_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در مدل های بالا داریم:

متغیر وابسته: عملکرد مالی (FP)

متغیر وابسته در پژوهش حاضر عملکرد مالی شرکتهاست که برای اندازه گیری آن به پیروی از نورحیاتی و همکاران (۲۰۲۰) از شاخص بازده دارایی ها استفاده شده است. این متغیر به صورت نسبت سود خالص به کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی تعریف می شود.

متغیر مستقل: مالکیت نهادی (INS)

برای اندازه گیری مالکیت نهادی شرکتها به پیروی از نورحیاتی و همکاران (۲۰۲۰) از درصد مالکیت سهامداران نهادی نسبت به کل سهام شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است. مطابق با تعریف پوش (۱۹۹۸) سرمایه گذاران نهادی سرمایه گذارانی بزرگ نظیر بانکها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و ... هستند.

متغیرهای کنترلی:

به پیروی از مبانی نظری پژوهش (شان و همکاران، ۲۰۱۹؛ نورحیاتی و همکاران، ۲۰۲۰)، اثر برخی از متغیرهای مالی و حسابداری در مدل های رگرسیونی کنترل شده است که در ادامه به تعریف آنها پرداخته می شود:

- **استقلال هیئت مدیره (BIND):** برابر است با نسبت کل مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره شرکت در پایان سال مالی.
- **اندازه شرکت (SIZE):** برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی.
- **زیان شرکت (LOSS):** متغیر دوگانه که وقتی شرکت در دوره جاری گزارش زیان کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می شود.
- **اهرم مالی (LEV):** برابر است با نسبت کل بدهی های ترازنامه ای به کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی.
- **نسبت جاری (CR):** برابر است با نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری شرکت در پایان سال مالی.
- **ارزش بازار به دفتری (MB):** برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد در قیمت سهام در انتهای سال مالی) به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی.

۵. تجزیه و تحلیل داده ها

۵.۱. آمار توصیفی

نتایج به دست آمده در بخش آمار توصیفی نشان می دهند که شرکتها به طور متوسط ۱۲ درصد کل دارایی های ترازنامه ای خود سود خالص داشته اند که این رقم به بیش از ۶۰ درصد هم رسیده است. ضمن اینکه حداقل این متغیر نشان از زیان ۲۹ درصدی شرکت نسبت به کل دارایی ها دارد. هم چنین، مالکان نهادی نیز به طور میانگین ۴۶ درصد سهام شرکتها را در اختیار دارند که بالاترین آن بیش از ۹۸ درصد می باشد. اما یافته های مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می دهد که مدیران غیرموظف به طور متوسط ۵۸ درصد اعضای هیئت مدیره شرکتها را تشکیل می دهند. اندازه شرکتها دارای میانگین ۱۴ می باشد که بزرگ ترین و کوچک ترین شرکتها به ترتیب دارای اندازه های ۲۰ و ۱۱ می باشند. هم چنین، ۹ درصد شرکتها نمونه در دوره بررسی گزارش زیان داشته اند. اهرم مالی نشان می دهد شرکتها به طور میانگین ۵۳ درصد کل دارایی های ترازنامه ای خود بدهی دارند که این رقم به بیش از ۹۸ درصد هم رسیده که نشان از ریسک بالای شرکت دارد. نسبت جاری شرکتها نشان می دهد میانگین دارایی های جاری شرکتها بیش از ۱/۶ برابر بدهی های جاری آنها می باشد که بالاترین آن بیش از ۹/۹ برابر به دست آمده است. در نهایت ارزش بازار سهام شرکتها به طور متوسط ۲/۷ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنهاست که بالاترین مقدار به دست آمده بیش از ۱۳/۹ برابر می باشد که نشان می دهد شرکت با فرصت های رشد بالایی مواجه است. به این ترتیب داریم:

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
عملکرد مالی	FP	۰/۱۲۱۸۳۱	۰/۱۰۱۴۰۳	۰/۶۰۳۴۹۳	-۰/۲۹۷۷۲۹	۰/۱۲۷۴۷۱
مالکیت نهادی	INS	۰/۴۶۳۲۳۶	۰/۴۳۳۶۵۰	۰/۹۸۹۰۰۰	۰/۰۰۰۲۰	۰/۳۰۶۶۰۰
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۵۸۲۵۰۸	۰/۶۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۲۰۰۰۰۰	۰/۱۷۸۷۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۹۲۳۴۲	۱۴/۴۱۳۰۱	۲/۰۱۸۳۳۹	۱۱/۱۱۶۰۲	۱/۵۰۲۳۵۰
زیان شرکت	LOSS	۰/۵۳۸۲۵۴	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۲۸۹۶۷۲
اهرم مالی	LEV	۱/۶۰۴۹۵۶	۰/۵۴۷۰۵۸	۰/۹۸۶۷۶۰	۰/۰۴۶۹۰۵	۰/۱۸۸۵۰۱
نسبت جاری	CR	۲/۷۵۸۴۰۷	۱/۳۵۶۷۰۵	۹/۹۵۶۳۸۰	۰/۲۰۹۳۷۳	۱/۰۲۲۳۷۷
ارزش بازار به دفتری	MB	۲/۴۲۶۵۶۴	۲/۴۲۶۵۶۴	۱۳/۹۲۱۴۲	۰/۱۲۵۵۵۷	۲/۴۱۵۷۳۲

۲.۲.۵. آمار استنباطی

۱.۲.۵. آزمون ضریب همبستگی

ضریب همبستگی پیرسون به منظور تعیین میزان رابطه، نوع و جهت رابطه‌ی بین دو متغیر فاصله‌ای یا نسبی و یا یک متغیر فاصله‌ای و یک متغیر نسبی به کار برده می‌شود. در واقع این ضریب، متناظر پارامتری ضریب همبستگی اسپیرمن می‌باشد. نتایج آزمون همبستگی پیرسون در جدول (۲) ارائه شده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود در برخی موارد همبستگی معنی‌داری وجود دارد. هم چنین، در برخی موارد اندک بین متغیرهای زوجی همبستگی معنی‌داری قابل مشاهده است؛ اما این همبستگی‌ها قوی نیستند و ایجاد هم‌خطی نمی‌کنند. به عبارت بهتر در ادامه تحلیل‌ها از نظر بررسی روابط بین متغیرها مشکل محتوایی وجود ندارد؛ زیرا اگر همبستگی قوی بین متغیرهای توضیحی مدل وجود داشته باشد، منجر به بروز هم‌خطی شده و بررسی روابط در چنین حالتی نادرست خواهد بود.

جدول ۲. نتایج آزمون ضریب همبستگی

	FP	INS	BIND	SIZE	LOSS	LEV	CR	MB
FP	۱/۰۰۰۰۰۰							
INS	۰/۰۷۹۹۶۵	۱/۰۰۰۰۰۰						
	۰/۰۱۷۲	-----						
BIND	۰/۱۱۵۱۲۹	-۰/۰۷۹۲۴۲	۱/۰۰۰۰۰۰					
	۰/۰۰۰۶	۰/۰۱۸۲	-----					
SIZE	۰/۲۵۸۵۷۶	۰/۳۲۲۰۱۷	۰/۰۹۱۷۸۲	۱/۰۰۰۰۰۰				
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۶۲	-----				
LOSS	-۰/۴۷۹۷۱۱	-۰/۰۳۲۱۶۹	-۰/۱۲۴۸۴۵	-۰/۱۵۰۱۱۲	۱/۰۰۰۰۰۰			
	۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۸۳	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۰	-----			
LEV	-۰/۵۲۰۵۰۴	۰/۰۷۶۹۳۶	-۰/۱۱۶۹۶۵	-۰/۰۰۲۶۷۵	۰/۲۳۴۷۴۳	۱/۰۰۰۰۰۰		
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۲۱۹	۰/۰۰۰۵	۰/۹۳۶۶	۰/۰۰۰۰	-----		
CR	۰/۳۹۱۹۹۴	-۰/۰۱۱۵۹	۰/۰۲۶۳۷۰	-۰/۰۸۴۱۲۰	-۰/۱۷۳۵۱۷	-۰/۶۳۳۶۱۸	۱/۰۰۰۰۰۰	
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۳۵	۰/۴۳۲۶	۰/۰۱۲۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-----	
MB	۰/۰۸۸۲۶۲	-۰/۰۱۹۷۴۲	-۰/۰۰۰۲۶۶	-۰/۰۶۶۷۱۱	-۰/۰۱۹۱۴۶	۰/۱۰۱۲۹۳	-۰/۰۰۶۹۹۹	۱/۰۰۰۰۰۰
	۰/۰۰۸۵	۰/۵۵۶۸	۰/۹۹۳۷	۰/۰۴۶۹	۰/۵۶۸۸	۰/۰۰۲۵	۰/۸۳۵۰	-----

۲.۲.۵. مدل رگرسیونی

۱.۲.۲.۵. آزمون‌های تشخیصی مدل

اغلب برای انتخاب بین مدل ترکیبی و تلفیقی از آزمون چاو (F لیمر) استفاده می‌شود. در آزمون چاو فرضیه مخالف یکسان بودن عرض از مبدا را در برابر فرضیه مقابل آن، ناهمسانی عرض از مبدا، بررسی می‌کند. به عبارت دیگر، فرضیه صفر آزمون بیان می‌کند تفاوتی میان ضرایب برآورد شده برای تک تک مقاطع و ضریب برآورد شده جمعی وجود ندارد و یا ضرورتی به برآورد مدل با استفاده از داده‌های تابلویی نیست. حال در صورتی که نتیجه آزمون چاو برآورد مدل به روش داده‌های پانلی (تابلویی) باشد، باید انتخاب بین روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی نیز براساس نتایج آزمون‌ها سمن تعیین شود. فرضیه صفر در آزمون‌ها سمن، به برابری برآورد کننده هر دو روش حداقل مربعات تعمیم یافته و متغیر مجازی اشاره دارد. در صورتی که سطح خطای این آزمون بالاتر از ۵

درصد باشد از روش اثرات تصادفی و در صورتی که پایین تر از خطای ۵ درصد باشد از روش اثرات ثابت بهره گرفته می‌شود. یافته‌های مربوط به آزمون‌های چاو وهاسمن در جدول (۳) آمده است:

جدول ۳. نتایج آزمون چاو وهاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۷/۷۵۹۸۷۱	(۱۴۷/۷۳۳)	۰/۰۰۰۰	پانلی (تابلویی)
هاسمن	۲۹/۵۳۳۳۰۶	۷	۰/۰۰۰۱	اثرات ثابت

۲.۲.۲.۵. آزمون‌های برازش مدل

- بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد.
 - ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۷۵ درصد از تغییرات موجود در عملکرد مالی (بازده دارایی‌ها) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل تبیین می‌گردد.
 - همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه‌های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.
 - عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها در مدل دارد.
 - از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.
- خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های برازش مدل در جدول (۴) آمده است:

جدول ۴. نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی دوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
مالکیت نهادی	INS	۱/۱۳۸۳۱۰
استقلال هیئت مدیره	BIND	۱/۰۴۶۸۱۸
اندازه شرکت	SIZE	۱/۱۶۹۰۷۳
زیان شرکت	LOSS	۱/۰۹۸۸۷۲
اهرم مالی	LEV	۱/۷۷۲۰۵۰
نسبت جاری	CR	۱/۷۱۱۷۳۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۱/۰۲۲۶۱۷
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۵۲۰۵۵
آماره F		۱۸/۴۷۰۱۹
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰
دوربین-واتسون		۱/۷۵۷۲۰۵
آماره بروش-پاگان		۱۰/۱۵۸۲۳
سطح معناداری		۰/۱۷۹۸

۳.۲.۲.۵. تخمین مدل رگرسیونی

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هریک از متغیرها در جدول (۵) آمده است:

جدول ۵. نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	-۰/۲۷۴۹۲۳	۰/۱۰۳۶۷۹	-۲/۶۵۱۶۸۵	۰/۰۰۸۲
مالکیت نهادی	INS	۰/۱۷۹۰۶۴	۰/۰۳۳۵۶۶	۵/۳۳۴۷۰۹	۰/۰۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۶۹۵۹۸	۰/۰۵۹۱۱۲	۱/۱۷۷۳۸۲	۰/۲۳۹۱
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۷۸۵۶۰	۰/۰۰۷۴۳۰	۲۴/۰۳۰۷۹	۰/۰۰۰۰
زیان شرکت	LOSS	-۰/۱۴۶۳۰۵	۰/۰۰۳۷۳۶	-۳۹/۱۵۸۵۲	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۲۶۱۸۱۲	۰/۰۰۷۲۹۱	-۳۵/۹۰۸۵۱	۰/۰۰۰۰
نسبت جاری	CR	۰/۱۲۳۱۶۴	۰/۰۱۱۶۴۷	۱۰/۵۷۴۸۷	۰/۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۳۱۷۰۴	۰/۰۰۱۸۹۸	۱۶/۷۰۸۲۴	۰/۰۰۰۰

- سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت نهادی شرکت (INS) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مالکیت نهادی دارای اثر معناداری بر عملکرد مالی (بازده دارایی ها) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت نهادی شرکت مثبت است که نشان می دهد با افزایش مالکیت نهادی، عملکرد مالی (بازده دارایی ها) شرکت ها نیز افزایش پیدا کرده است (تایید فرضیه دوم پژوهش).
- نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره دارای اثر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ها در دوره بررسی نبوده است و این در حالی است که اثر اندازه شرکت، نسبت جاری و ارزش بازار به دفتری بر عملکرد مالی شرکت ها در دوره بررسی مثبت و معنادار و اثر زیان شرکت و اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها منفی و معنادار به دست آمده است.

۶. بحث و نتیجه گیری

در فرضیه پژوهش به بررسی اثر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت نهادی شرکت (جدول ۵) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مالکیت نهادی دارای اثر معناداری بر عملکرد مالی (بازده دارایی ها) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت نهادی شرکت مثبت است که نشان می دهد با افزایش مالکیت نهادی، عملکرد مالی (بازده دارایی ها) شرکت ها نیز افزایش پیدا کرده است. در ارتباط با یافته های مربوط به فرضیه دوم پژوهش نیز بایستی اشاره شود که مالکان نهادی جزو گروه های اصلی سرمایه گذاران هستند که دارای ویژگی های منحصر به فردی می باشند. این گروه از سرمایه گذاران دارای دانش تخصصی و دسترسی به منابع مالی بالاتری هستند. بنابراین، از یک سو می توانند نظارت و کنترل بیشتری بر فعالیت های مدیران داشته باشند و از سوی دیگر می توانند با افزایش منابع مالی داخلی و خارجی، شرکت ها را از نظر تامین مالی در وضعیت مطلوبی قرار دهند. بنابراین، افزایش در مالکیت نهادی با افزایش نظارت و کنترل و دسترسی به منابع مالی داخلی و خارجی بیشتر همراه است که این موضوع می تواند به افزایش عملکرد مالی شرکت ها منجر شود. به این ترتیب، پیشنهاد می شود سرمایه گذاران و تحلیل گران در بررسی وضعیت مالی شرکت ها به نقش مالکیت نهادی توجه بیشتری داشته باشند و آن را در تحلیل های خود در نظر داشته باشند. یافته های فرضیه دوم پژوهش سازگار با نتایج پژوهش های نوریاتی و همکاران (۲۰۲۰) و گائو و همکاران (۲۰۱۹) می باشد.

۷. منابع

- [۱] Pablos, Patricia Ordonez de. ۲۰۰۴. "Intellectual Capital Reporting in Spain: A Comparative View", Journal of Intellectual Capital, Vol. ۴, No. ۱, pp. ۸۱-۶۱
- [۲] Goldman, k., Estroble, M., (۲۰۱۲), "Institutional investors and the risk of insolvency: monitoring the short-term risk), American International University-Bangladesh(AIUB), Paper No. AIUB-BUS-ECON-۲۰۰۹-۰۵
- [۳] Sardo, F., Serrasqueiro, Z., ۲۰۱۷. A European empirical study of the relationship between firms' intellectual capital, financial performance, and market value. J. Intellect. Cap. ۱۸(۴), ۷۷۱-۷۸۸
- [۴] Tan, H. P., Plowman, D., & Hancock, P. (۲۰۰۷). Intellectual capital and financial returns of companies. The Graduate School of Management, University of Western Australia, Crawley, Australia. Journal of Intellectual Capital, ۸(۱), ۷۶-۹۵.
- [۵] Price, M.E. (۱۹۹۸). Capital choices: Changing the way America invests in industry. Journal of Applied Corporate Finance ۵, ۴-۱۶.
- [۶] Baner, A. Vaker, Michael C. (۲۰۰۳). "Theory of the firm." Handbook of Financial Economics.

- [۷] Ikapel, O (۲۰۱۶), ANALYSIS OF INTELLECTUAL CAPITAL AND FINANCIAL PERFORMANCE OF COMMERCIAL BANKS IN KENYA: AN APPLICATION OF VALUE ADDED INTELLECTUAL COEFFICIENT (VAICTM), International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM), Vol. ۶ Issue ۷, July ۲۰۱۶, pp. ۱-۱۵
- [۸] Guo L. and S. Platikanov, Institutional ownership and corporate governance of public companies in China, Pacific-Basin Finance Journal, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101180>
- [۹] Vargo, S.L., Lusch, R.F., ۲۰۱۶. Institutions and axioms: an extension and update of service- dominant logic. J. Acad. Market. Sci. ۴۴(۱), ۵-۲۳.
- [۱۰] Tamer Mohamed Shahwan, (۲۰۱۵) "The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt", Corporate Governance, Vol. ۱۵ Issue: ۵, pp. ۶۴۱-۶۶۲.
- [۱۱] Subramaniam, M., Youndt, M.A., ۲۰۰۵. The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities. Acad. Manag. J. ۴۸(۳), ۴۵۰-۴۶۳.
- [۱۲] Scafarto, V., Ricci, F., Scafarto, F., ۲۰۱۶. Intellectual capital and firm performance in the global agribusiness industry. J. Intellect. Cap. ۱۷(۳), ۵۳۰-۵۵۲.
- [۱۳] Firer, s. and Williams, M. (۲۰۰۳), "Intellectual Capital and traditional measures of corporate performance", Journal of Intellectual Capital, Vol. ۴, No. ۳, pp. ۳۴-۶۰.
- [۱۴] Wahba, Hayam; Elsayed, Khaled. (۲۰۱۵). The Mediating Effect of Financial Performance on the Relationship between Social Responsibility and Ownership Structure. Future Business Journal, ۳(۲), ۲۳۲-۲۴۹.
- [۱۵] Stewart, T.A. (۱۹۹۷), "Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations", New York: Doubleday/Currency.
- [۱۶] Yang, C.C., C. Lin and Y. Yeh, ۲۰۰۹. Does intellectual capital mediate the relationship between HRM and organizational performance? Perspective of a healthcare industry in Taiwan. International Journal of Human Resource Management, ۲۰(۹): ۱۹۶۵-۱۹۸۴
- [۱۷] Tynan, C., McKechnie, S., ۲۰۰۹. Experience marketing: a review and reassessment. J. Market. Manage. ۲۵(۵-۶), ۵۰۱-۵۱۷.
- [۱۸] Chung, Guo, Shiah-Hou, S, Chein, Wei (۲۰۱۲). A study on intellectual capital and firm performance in biotech companies. Journal Applied Economics Letters Volume ۱۹, ۲۰۱۲ - Issue ۱۶.
- [۱۹] Ying, T., Wright, B., Wei, W., (۲۰۱۷), Ownership Structure and Tax Aggressiveness of Chinese Listed Companies, International Journal of Accounting & Information Management, ۳(۲), ۱-۲۹.
- [۲۰] Bushee, B (۱۹۹۸), The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, The Accounting Review Vol. ۷۳, No. ۳ (Jul., ۱۹۹۸), pp. ۳۰۵-۳۳۳.
- [۲۱] مهران، ساسام؛ فعال قیومی، علی (۱۳۹۱)، رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری، مجله دانش حسابداری، سال ۳، شماره ۱۱، صص ۳۱-۵۵.
- [۲۲] منصوری، فردین؛ جوانمرد، حدیث؛ هاشمی نسب، فاطمه سادات (۱۳۹۹)، تاثیر مالکیت خانوادگی و مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی پژوهش در حسابداری و مدیریت، صص ۱-۱۶.
- [۲۳] ذبیحی، علی؛ مهدی زاده رستمی، سمیرا (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی مدیریت، حسابداری و توسعه کسب و کار، صص ۱-۱۱.
- [۲۴] چالشتری، رضوان؛ جعفری دهکردی، حمیدرضا؛ پیک فلک، جمشید (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر عملکرد مالی بر مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، هشتمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و پنجمین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، صص ۱-۱۷.
- [۲۵] Nurhayati, Neti Agustini Hidayah, Kania Nurcholisah, Epi Fitriah (۲۰۲۰), The Effects of Intellectual Capital and Institutional Ownerships on the Financial Performance (Empirical Study on the Listed of Banking Companies, the Indonesia Stock Exchange Periods of ۲۰۱۵-۲۰۱۷, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. ۱۱, No. ۱۰, ۲۰۲۰