



رابطه مالکیت نهادی با عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی

نرگس محسنی دهکلانی^۱

اصغر اسدی*^۲

حمیدرضا کردلویی^۳

چکیده

در این پژوهش رابطه مالکیت نهادی و علم کرد آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی مورد بررسی قرار گرفت و از متغیرهای تعداد مالکیت نهادی و درصد مالکیت نهادی به عنوان متغیر مستقل استفاده و از آنجا که عملکرد شرکت‌ها در مالکیت نهادی و ساختار آن مفهوم چندبعدی دارد از نسبت قیمت سود هر سهم و Q توبین نیز به عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفت. آزمون فرضیه‌های پژوهش به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون، رگرسیون پنل دیتا در دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران و ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۳ برای بورس اوراق بهادار بمبئی انجام شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی با عملکرد آتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در تعداد مالکان نهادی ارتباط معنادار مستقیمی با شاخص Q توبین دارد و در بورس بمبئی، درصد مالکیت سهامداران نهادی با کیوی توبین رابطه منفی و با نسبت قیمت به سود هر سهم رابطه مثبت معناداری دارد.

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، عملکرد آتی، بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار بمبئی؛ Q توبین.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۱۰/۱۲، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۱۲/۱۹.

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری و عضو باشگاه پژوهشگران جوان دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر.

۲. استاد یار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه.

E-mail: Asghar20asadi@yahoo.com.au

۳. استاد یار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر.

۱. مقدمه

قبل از پیدایش شرکت‌های بسیار بزرگ و در اواخر قرن هجدهم، مالکان، مدیر و مدیران مالک بودند؛ اما با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروه‌های مدیران حرفه‌یی، رویکرد جدیدی تحت عنوان شرکت سهامی به‌عنوان یک پدیده اجتماعی مطرح گردید. این امر موجب پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان گردید. ترکیب سهامداران در کشورهای مختلف ممکن است متفاوت باشد؛ لیکن سهامداران می‌توانند در نظام راهبری شرکت نقش اساسی داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آن‌ها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکت‌ها، همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. بنابراین برحسب نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد. در این میان آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره مالکان شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان‌ها و همچنین عملکرد آن‌ها خواهد داشت. سهامداران نهادی توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود دارند و تأثیر مستقیم یا غیرمستقیم سهامداران نهادی می‌تواند بسیار بااهمیت باشد. از طرف دیگر محصول نهایی فرایند حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده‌کنندگان مختلف، اعم از استفاده‌کنندگان داخلی و استفاده‌کنندگان خارج از شرکت، در قالب گزارش‌های حسابداری است. اقلام مندرج در صورت‌های مالی در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی تأثیر به‌سزایی دارد و توجه زیادی را معطوف خود ساخته است. از جمله گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، سهامداران هستند. با توجه به مالکیت بخش قابل‌توجهی از سهام شرکت‌ها برحسب نوع مالکیت، نفوذ قابل‌ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند و می‌توانند رویه‌های آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. از طرفی این نوع سرمایه‌گذاران، سهامداران حرفه‌یی تلقی می‌شوند و از تحلیل گران قوی برخوردارند که توان تحلیل اطلاعات حسابداری و استفاده از این اطلاعات را دارند. سرمایه‌گذاران نهادی چندین محرک را برای نظارت بر گزارش‌گری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها به کار می‌گیرند. از آن جمله بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در به‌کارگیری این محرک‌ها می‌توان گفت که صورت‌های مالی منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت هستند، یا اینکه این سرمایه‌گذاران در تجزیه و تحلیل اطلاعات حسابداری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی توانا تر هستند. بنابراین انتظار می‌رود بین میزان مالکیت این گروه از سرمایه‌گذاران و عملکرد شرکت‌ها رابطه‌ای منطقی وجود داشته باشد. در این تحقیق ارتباط بین میزان مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌ها و عملکرد آن سرمایه‌گذاران نهادی، بررسی می‌شود.

به نظر می‌رسد که حضور سرمایه‌گذاران نهادی بتوانند به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی نشأت می‌گیرد که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند (Velury & Jenkins, 2006).

انباشت سرمایه به‌عنوان موتور محرک توسعه و رشد اقتصادی در سیاست‌گذاری کلان اقتصادی از اهمیت خاصی برخوردار است. فرایند انباشت سرمایه در اقتصاد به میزان زیادی به افزایش حجم پس‌انداز از منابع داخلی و خارجی، جمع‌آوری، هدایت و تخصیص مطلوب‌تر منابع در سطح گسترده‌تر از طریق یک سازوکار و نظام مناسب مربوط می‌شود. در نظام سنتی مهم‌ترین مفهوم، تفکیک مدیریت از مالکیت بود. تفکیک مدیریت از مالکیت زمینه را برای رشد سرمایه و توسعه بنگاه‌های اقتصادی فراهم ساخت و در پرتو آن تحولی عظیم در نظام تولید ثروت پدید آمد. پیچیدگی‌های مربوط به تضاد منافع مدیران و مالکان از یک سو و اهمیت آثار عملکرد شرکت بر سایر گروه‌های ذینفع از دیگر سو، دیرزمانی است که توجه دولت‌ها، مجامع حرفه‌ای و گروه‌های اجتماعی را به خود جلب کرده است و یافتن الگوی مناسب برای یک نظام مناسب، به مشغله جدی آن‌ها مبدل شده است.

مشغله اصلی ابتدا حفظ منافع مالکان و سپس حفظ منافع سهامداران اقلیت بود. دایره گروه‌های ذینفع کم‌کم گسترده‌تر شد و مشتریان، تأمین‌کنندگان، کارکنان و بالاخره کل جامعه را در بر گرفت.

سؤال اساسی این است که کدام نظام می‌تواند ضمن اینکه منافع مدیران و مالکان را به بهترین شکل ممکن همسو سازد منافع دیگر ذینفعان را هم در نظر بگیرد؟ ساختار مالکیت در شرکت‌ها ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن ساختار هدف‌های شرکت تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام انگیزه لازم برای تحقق اهداف شرکت را در مدیریت ایجاد و زمینه را برای نظارت مؤثر فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (مکرمی، ۱۳۸۵).

بازارهای سرمایه به‌منظور تخصیص بهینه منابع و در نتیجه افزایش رفاه جامعه ایجاد شده‌اند و ویژگی اصلی بازارهای مالی جهت تحقق این هدف شامل:

- ۱) حضور مؤسساتی که قدرت جلوگیری از تقلب و سوءاستفاده را داشته باشد؛
 - ۲) وجود ابزارهای مالی متعدد و متنوع که بازار و توزیع ریسک را تکمیل می‌کند؛
 - ۳) بازارهایی که بتوان در آن دارایی‌ها را با کمترین زمان و هزینه ممکن معامله کرد.
- بنابراین یکی از راه‌های شناسایی بازار شناخت ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها است.

در این تحقیق کوشش شده است تا تأثیر مالکیت نهادی از دو جنبه: درصد مالکیت و تعداد مالکیت بر عملکرد آتی شرکت مورد بررسی واقع شود بنابراین سؤال اصلی این تحقیق عبارت است

از اینکه: آیا بین مالکیت نهادی و عملکرد آتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار در تهران و بمبئی رابطه معنادار همسانی وجود دارد؟ با دستیابی به پاسخ این پرسش می‌توان برای افزایش رشد عملکرد شرکت‌ها اقدامات مناسب‌تری را به عمل آورد. آیا سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای نظام راهبری شرکت بر بازده سهامداران شرکت اثر دارد. هدف نهایی از مالکیت نهادی دستیابی به پاسخگویی؛ شفافیت؛ عدالت (انصاف) است و از آنجا که مطالعات تطبیقی در عرصه علم، راهگشای افق‌های نو و تلفیق و ترکیب نظریه‌های بدیع بوده است و به کمک این نوع بررسی‌ها، چشم‌اندازی گسترده و کافی برای درک عملکرد سازمان‌ها در جوامع و فرهنگ‌های مختلف فراهم می‌گردد و اثرات محیطی بر ساختارهای سازمانی، روشن‌تر و مشخص‌تر می‌شود، مطالعات تطبیقی، راهی برای رسیدن به اتفاق نظر بین عالمان، دانشمندان و طالبان علم و مسیری است که در آن جهانی‌شدن علم، تحقق می‌یابد و علمی که متعلق به همه انسان‌هاست به کمک این شیوه مطالعه و بررسی در میان همه مشتاقان آن، توزیع می‌شود و توسعه و تعالی علم، عملی می‌گردد. به یاری مطالعات تطبیقی و یا به عبارتی در بررسی‌های مقایسه‌ای، درمی‌یابیم که نظریات چگونه در فرهنگ‌های مختلف و جوامع متفاوت یکسان عمل می‌کنند و ساختارهایی مشابه با عملکردی یکسان، ظاهر می‌گردد. جهان‌شمولی نظریات با مطالعات تطبیقی به سرانجام می‌رسد و اگر نظریه‌ای در بسترهای فرهنگی گوناگون از محک تجربه، سرافراز بیرون آید می‌توان جهان‌شمولی آن را محتمل دانست.

۲. پیشینه و مبانی نظری تحقیق

در پژوهشی گراکرو نیچز^۱ (۲۰۱۱) در اسپانیا به این نتیجه رسیدند که تنها «تمرکز مالکیت» تأثیر معنی‌داری با کیوتوبین محاسبه‌شده به‌عنوان معیار اندازه‌گیری ارزش شرکت دارد. نتایج پژوهش متنور و سالونگ^۲ (۲۰۱۰) بر روی ۴۰۳ شرکت فعال در بورس مالزی نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی ارزش شرکت وجود دارد. یا میسری و لودح^۳ اثرات ساختار مالکیت را بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تایلند در فاصله مهر و موم‌های (۱۹۹۳ تا ۱۹۹۶) مورد مطالعه قراردادند. در این مطالعه که بر اساس نمونه‌ای از ۲۴۳ شرکت غیرمالی عضو بورس اوراق بهادار تایلند^۴ (SET) انجام گرفت. آن‌ها متوجه شدند که اولاً یک رابطه مثبت قوی بین مالکیت کنترلی و شاخص‌های عملکرد وجود دارد. ثانیاً مؤسسات با مالکیت کنترلی عملکرد بالاتری در مقایسه با مؤسسات با مالکیت غیر کنترلی دارند.

1. Garcer a & Sa nche

2. Mat-nor& sulong

3. Yammeesri & Lodh

4. Stock Exchange of Thailand

ثانیاً یک رابطه مثبت بین مالکیت کنترلی خانوادگی و معیارهای عملکرد (اعم از معیار بازار و معیار سودآوری) وجود دارد. هیچ‌کدام از مالکیت‌های «کنترلی شرکتی» و یا «کنترلی خارجی» رابطه بااهمیتی با عملکرد نداشتند.

ثالثاً نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت قوی بین «مالکیت مدیریت» و «معیارهای سودآوری» است. حال آنکه هیچ‌گونه رابطه بااهمیتی بین مالکیت مدیریت و بازده سهام به دست نیامد.

تسای و گو^۱ (۲۰۰۷) ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را برای مهروموم‌های (۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳) موردپژوهش قرار دادند. در این تحقیق مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه در نظر گرفته شد. شرکت‌های موردپژوهش در این تحقیق شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت هستند. آن‌ها نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

ویکتوریا کرایوگورسکی و همکارانش (۲۰۰۶) برای درک ماهیت حاکمیت شرکتی، تحقیقی را تحت عنوان "تأثیر ساختار مالکیت و هیئت‌مدیره بر عملکرد" را در طول مهروموم‌های (۲۰۰۰ و ۲۰۰۱) روی ۸۷ شرکت اروپایی انجام دادند. آن‌ها در این تحقیق از نسبت‌های ROA, ROE به‌عنوان معیارهای اندازه‌گیری عملکرد و نسبت مدیران غیرموظف و نسبت مدیران درونی به‌عنوان معیارهای اندازه‌گیری ترکیب هیئت‌مدیره و همچنین از درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان معیار اندازه‌گیری تمرکز قدرت و ساختار مالکیت استفاده کردند. آن‌ها در پژوهش خود ۶ فرضیه بدین شرح مطرح کردند: (۱) بین نسبت مدیران غیرموظف و ROE رابطه معناداری وجود دارد. (۲) بین نسبت مدیران درونی و ROE رابطه معناداری وجود دارد. (۳) بین نسبت مدیران و ROE رابطه معناداری وجود دارد. (۴) بین نسبت مدیران و ROA رابطه معناداری وجود دارد. (۵) بین نسبت مدیران و ROA رابطه معناداری وجود دارد. (۶) بین نسبت مدیران و ROA رابطه معناداری وجود دارد. آن‌ها از رگرسیون خطی برای آزمون فرضیات خود استفاده کردند؛ که نتایج تحقیق بیانگر وجود ارتباط مثبتی بین نسبت مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی در هیئت و نسبت‌های سودآوری (ROA, ROE) بود. همچنین بر اساس تحقیق آن‌ها ارتباط برجسته‌ای بین سطح مالکیت درونی و قابلیت سودآوری وجود نداشت.

برای نمونه، مکلاجلاین (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین میزان دقت و بی‌طرفانه بودن سودهای پیش‌بینی‌شده و ساختار مالکیت شرکت‌های تایوانی پرداختند و متوجه شد که:

۱. ساختار مالکیت متمرکز باعث افزایش تضاد نمایندگی بین مالکان دارای قدرت کنترل و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت (سرمایه‌گذاران اقلیت) می‌شود؛

۲. هراندازه واگرایی بین سرمایه‌گذاران بیرونی و سرمایه‌گذاران دارای قدرت کنترل، بیشتر باشد، شرکت اطلاعات پیش‌بینی‌شده غیردقیق و خوش‌بینانه‌تری منتشر می‌کند؛

۳. شرکت‌هایی که در آن‌ها تضاد منافع شدید است، بارها اقدام به تجدیدنظر در رقم سود پیش‌بینی‌شده خود می‌کنند تا میزان خطایا عدم بی‌طرفانه بودن، یا اثر دست‌کاری در ارقام تعهدی (از طریق ارقام تعهدی اختیاری) موجود در این ارقام را کاهش دهند و این ارقام پیش‌بینی‌شده با ارقام واقعی بیش از ۲۰٪ اختلاف نداشته باشند.

حسینی و همکاران (۱۳۹۱) در بررسی تأثیر عملکرد شرکت و مالکیت نهادی بر سرمایه‌فکری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین ۷۳ شرکت از سال (۸۱ الی ۸۹) حاکی از این است که عملکرد شرکت با سرمایه‌فکری رابطه مثبت و معنی‌داری دارد ولی بین مالکیت نهادی سرمایه‌فکری رابطه معناداری مشاهده نگردیده.

رحیمی (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر درصد هیئت‌مدیره غیرموظف مالکیت نهادی بر مسوولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت در این پژوهش نمونه‌ای از ۵۶ شرکت در مهر و موم‌های (۸۱-۸۸) جمع‌آوری شد و از طریق پرسشنامه استاندارد اسپن‌گاپکدی و همکاران (۲۰۰۷) به این نتیجه دست یافت که بین درصد هیئت‌مدیره غیرموظف و مالکیت نهادی بر مسوولیت اجتماعی شرکت رابطه وجود ندارد

نیک‌بخت و رحمانی‌نیا (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی تأثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند داده‌های موردنیاز در این پژوهش از صورت‌های مالی ۷۸ شرکت بورسی از (۸۱ تا ۸۶) بوده و نتایج پژوهش رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها بود.

رحمانی و رضا پور (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان "رابطه مالکیت نهادی و نقد شونددگی سهام در ایران" به بررسی رابطه بین سطح مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی با نقد شونددگی سهام پرداخته است. در این تحقیق برای متغیر مالکیت نهادی از دو متغیر سطح و تمرکز مالکیت استفاده شده است. این امر به جهت آن است که سطح مالکیت شاخصی برای کارکرد معاملاتی یا کارایی اطلاعاتی است. درحالی‌که تمرکز مالکیت موجب به وجود آمدن کزگزینی می‌گردد.

اگر میزان قابل‌توجهی از سهام در دست تعداد زیادی سرمایه‌گذار نهادی جابجا شود و تنها در انحصار یک یا چند نهاد محدود قرار نداشته باشد واسطه رقابت بین این سرمایه‌گذاران مطلع حرفه‌یی اطلاعات به‌سرعت در بازار منعکس شده و کارایی اطلاعاتی رخ می‌دهد. این در حالی است که در صورت تمرکز مالکیت در دست چند سرمایه‌گذار محدود عدم تقارن اطلاعاتی رخ داده و ریسک کزگزینی بر سایر سرمایه‌گذاران تحمیل می‌شود. بنا بر فرضیات نتایج عمده زیر به‌دست‌آمده است:

اول: بین سطح مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام رابطه مستقیم وجود دارد.
دوم: بین تمرکز مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام رابطه معکوس وجود دارد.
بنابراین در این تحقیق هر دو نظریه کارایی اطلاعاتی یا معاملاتی و کژگزینی مورد تأیید قرار گرفته‌اند.

ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در تحقیق خود با عنوان "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام" به بررسی ارتباط بین میزان تمرکز مالکیت و نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این پژوهش از درصد سهام در دست سهامداران بلوکی (عمده) که حداقل ۵٪ از سهام منتشره شرکت را در دست دارند به‌عنوان معیار تمرکز مالکیت و از اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش سهام به‌عنوان معیار نقد شوندگی استفاده شده است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام است. هر چه اختلاف و فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش سهام کمتر باشد خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات افزایش می‌یابد و این امر به افزایش نقد شوندگی بازار منجر می‌شود. در این تحقیق از متغیرهای کنترل اندازه شرکت، قیمت سهام، نوسان بازده سهام، بتای بازار، نوسان پذیری قیمت و درصد روزهای انجام معامله سهام استفاده شده است. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر آن است که بین پراکندگی (تمرکز) مالکیت و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به مطالعه اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها با استفاده از یک نمونه ۶۶تایی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. یافته‌های تحقیق آن‌ها که با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی انجام گردید، حاکی از این بود که بین مالکیت شرکتی و عملکرد رابطه مثبت وجود دارد درحالی‌که رابطه بین مالکیت نهادی (مالکیت دولتی) و مالکیت مدیریتی با عملکرد منفی گزارش گردید. در این تحقیق از معیارهایی نظیر بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، Q توبین و نسبت بازده به ارزش دفتری (MBVR) به‌منظور ارزیابی عملکرد استفاده شده بود.

قلمرو زمانی و مکانی تحقیق: در هر پژوهش، پژوهشگر باید قلمرو زمانی و مکانی تحقیق را برای تحدید پژوهش خود بیان نماید. ضرورت بیان قلمرو زمانی و مکانی تحقیق، از آن جهت است که خواننده درنهایت با توجه به مقطع زمانی و مکانی انجام تحقیق بتواند در رابطه با تحلیل‌ها و استنتاج‌هایی که پیرامون فرضیه‌ها صورت گرفته است، برداشت بهتری داشته باشد. برای انجام این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی به‌عنوان قلمرو مکانی تحقیق و فاصله مهروموم‌های (۸۷ تا انتهای سال ۹۱) در تهران و (۲۰۰۹ الی ۲۰۱۳) در بمبئی

موردبررسی قرار گرفت.

در این تحقیق از دو روش زیر برای گردآوری اطلاعات استفاده شده است:

روش مطالعه نظری (کتابخانه‌یی): این روش عمدتاً برای مطالعه مبانی نظری موضوع و بررسی پیشینه تحقیق و مطالعات و دیدگاه‌ها موجود درباره موضوع وجود داشته و نیز برای ایجاد چارچوبی مناسب جهت بررسی موضوع انتخاب می‌شود. لذا با مراجعه به منابع کتابخانه‌یی شامل: کتب، مجلات هفتگی و ماهنامه، فصل‌نامه‌ها، انتشارات مراکز تحقیقاتی و پژوهشی (نظیر انتشارات سازمان حسابرسی)، پایان‌نامه‌های تحصیلی و رساله‌های تحقیقی مرتبط، جستجو در پایگاه‌های الکترونیکی اطلاعات، بخش تئوریک و ادبیات موضوع مورد مطالعه و بررسی قرار گرفت.

روش میدانی: در این مرحله به منظور گردآوری داده‌های تحقیق از پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و کدال و Fipiran، پایگاه بورس بمبئی BSE و Moneycontrol استفاده شده است. داده‌ها پس از گردآوری در نرم‌افزار اکسل وارد و اصلاح، طبقه‌بندی شد و بر اساس متغیرهای موردبررسی در نرم‌افزار Eviwes وارد گردید و در نهایت تجزیه و تحلیل نهایی بر اساس این نرم‌افزار انجام شده است.

جامعه آماری تحقیق: در این تحقیق، جامعه آماری شامل صنعت‌های مشترک در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی محدود بوده است که شامل صنایع ۱. خودرو و ساخت قطعات؛ ۲. فرآورده‌های نفتی؛ ۳. فلزات اساسی؛ ۴. محصولات شیمیایی؛ ۵. مواد و محصولات دارویی و ۶. سیمان است.

در این تحقیق نمونه آماری از طریق روش حذف سیستماتیک انتخاب گردید. بدین معنی که نمونه آماری تحقیق شامل صنعت‌های مشترک در تهران و بمبئی بوده که از محدودیت‌های ذیل عبور کرده باشند:

۱- شرکت‌های که از سال (۸۷ تا ۹۱) در بورس اوراق بهادار تهران و از (۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳) در بورس اوراق بهادار بمبئی حضور داشته باشند.

۲- شرکت‌ها بین مهر و موم‌های (۸۷ تا ۹۱) شمسی (۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳) میلادی تغییر سال مالی نداده باشد

۳- حقوق صاحبان سهام آن‌ها در طی دوره منفی نباشد

۴- ارزش بازار سهام در پایان دوره در دسترس باشد.

۵- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها واسطه‌گر مالی نباشد.

- ۶- اطلاعات کامل شرکت یادداشت‌های توضیحی آن در دسترس باشد.
- ۷- در این پژوهش صرفاً از روش حذف سیستماتیک با توجه به شرایط و محدودیت‌های مدنظر محقق برای انتخاب نمونه، استفاده شده است.
- ۸- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفندماه برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و مارس برای شرکت‌های بورس بمبئی بوده و طی مهر و موم‌های مذکور دوره مالی خود را تغییر نداده باشد.

فرضیه‌های تحقیق: در این تحقیق فرضیات به صورت زیر بیان می‌شود:

- فرضیه اصلی: بین مالکیت نهادی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی اول: بین مالکیت نهادی و کیوی تو بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد
- فرضیه فرعی دوم: بین مالکیت نهادی و نسبت قیمت سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرهای تحقیق

متغیر مستقل: متغیر مستقل متغیری است که روی متغیر وابسته به صورت مثبت یا منفی تأثیر می‌گذارد. متغیرهای مستقل تحقیق شامل درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکیت نهادی است

متغیر وابسته: عملکرد مالی آتی

- نسبت قیمت به سود^۱: نسبت قیمت به درآمد P/E ratio: که نسبت قیمت به درآمد هر سهم است، یکی از ابزارهای مهم برای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها است. این نسبت به صورت نسبت قیمت بازار بر حسب سهمی که بر درآمد سالیانه هر سهم تقسیم شده، به دست می‌آید.

- شاخص کیوی تو بین^۲: نسبت Q تو بین یکی دیگر از ابزارهای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است که از حاصل تقسیم ارزش روز بازار دارایی‌ها بر بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌ها به دست می‌آید. یا به عبارت دیگر تقسیم ارزش روز بازار سرمایه بر حقوق صاحبان سهام است. این نسبت توسط جیمز تو بین در تجزیه و تحلیل‌های اقتصاد کلان به منظور پیش‌بینی آینده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۷۸ مطرح شد. هدف وی برقراری یک رابطه علت و معلولی بین شاخص Q تو بین و میزان سرمایه‌گذاری انجام شده توسط شرکت بود. یک Q پایین (بین صفر و یک) بدین معناست

1. P/E (Price-to-Earnings Ratio)

2. Tobin's Q

که بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌های موسسه بیشتر از ارزش سهام بوده و در واقع سهام از ارزش کمتری برخوردار است. برعکس یک Q بالا (بزرگ‌تر از یک) نشان‌دهنده آن است که سهام موسسه دارای ارزش بیشتری نسبت به بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌ها بوده و از ارزش بالاتری دارد.

متغیرهای مستقل: متغیر مستقل که به آن علت مفروض، درون داد، پیش‌آیند، محرک و پیش‌فرض، عامل و پیش‌بینی نیز می‌گویند، متغیری است که توسط محقق اندازه‌گیری، دست‌کاری یا انتخاب می‌شود تا اثر آن با متغیر دیگری معین شود که در ادامه به معرفی متغیرهای مستقل تحقیق اشاره و تعاریف آن‌ها ارائه می‌شود:

مالکیت نهادی: مطابق با تعریف بوش سرمایه‌گذاران نهادی سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های بازنشستگی دولت نهادهای دولتی و ... هستند. عموماً از اشخاص حقوقی تشکیل شده‌اند که این‌گونه تصور می‌شود حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. در این تحقیق، درصد تعداد سهام در اختیار این سهامداران به کل سهام شرکت به‌عنوان متغیر سرمایه‌گذاران نهادی در نظر گرفته می‌شود. میزان مالکیت سهامداران نهادی: عبارت است از درصد مالکیت سهامداران نهادی هر شرکت. شرکت‌های گروه A بورس اوراق بهادار بمبئی: فعال‌ترین شرکت‌های بورس اوراق بهادار بمبئی هستند که بالاترین مقدار سرمایه را دارند، معاملات آن گسترده‌تر است، سهام آن‌ها مرتباً خریدوفروش می‌شود، سودآوری دارند و شاخص بورس در همه آن‌ها SENSEX است.

- درصد و تعداد مالکیت نهادی: در این بررسی، "مالکیت نهادی" به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که شاخص‌های آن عبارت‌اند از: درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی. این متغیرها بر اساس مرور متون مربوط به حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده و در پژوهش‌های کورنت و همکاران (۲۰۰۷)، شین پینگ و تسنگ هسین (۲۰۰۹)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) و نمازی و همکاران (۱۳۸۸)، نیز به‌عنوان معیارهای مالکیت نهادی بکار گرفته شده‌اند.

متغیرهای کنترل: به این دلیل که متغیر مستقل به‌طور کامل قادر به پیش‌بینی متغیر وابسته نیست، وارد کردن متغیرهای کنترلی به مدل به کاهش خطای پیش‌بینی منجر می‌شود. شایان‌ذکر است، در این تحقیق از متغیرهای کنترلی استفاده شده است که بعضاً در تحقیقات قبلی تأثیرشان بر

متغیر مستقل اثبات شده است.

متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارت‌اند از:

نسبت «بدهی» یا «اهرم»: محققان برای سنجش اهرم از معیارهای مختلفی همچون اهرم مالی نسبت بدهی، جمع بدهی‌های تعدیل شده توسط ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و غیره استفاده می‌کنند. در این تحقیق این نسبت از کل بدهی تقسیم بر کل دارایی‌ها استفاده شده

$$\text{اهرم مالی} = \text{کل بدهی} / \text{کل دارایی}$$

اندازه شرکت: برای محاسبه متغیر اندازه شرکت از معیارهای مختلفی همچون لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، لگاریتم دارایی‌های شرکت، لگاریتم فروش و غیره استفاده می‌شود. در این تحقیق ما برای اندازه‌گیری این متغیر از لگاریتم کل دارایی‌های شرکت استفاده کردیم.

$$Size = \log(TAsset)$$

آزمون فرضیات: برای آزمون فرضیات پژوهش، از آزمون رگرسیون پنل دیتا (داده‌های تابلویی) استفاده خواهد شد. با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این تحقیق داده‌های تابلویی هستند لذا داده‌های تابلویی مراحل خاص خود را برای انجام آزمون‌های لازم می‌طلبند، به‌طور کلی برآورد مدل با استفاده از داده‌های تابلویی شامل مراحل زیر است:

۱. آزمون تشخیص پایایی بر روی داده‌ها؛

۲. آزمون قابلیت تخمین مدل به‌صورت داده‌های تابلویی؛

۳. آزمون تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی؛

۴. برآورد پارامترها.

بررسی پایایی متغیرها: در این تحقیق از آزمون دیکی فولر (ADF) که از مهم‌ترین آزمون‌های ریشه واحد است استفاده شده است در جدول (۱-۱)، پایایی متغیرها، مورد بررسی قرار گرفته است.

نتایج آزمون دیکی فولر برای تشخیص پایایی و عدم پایایی متغیرهای تحقیق به کار می‌رود. چراکه پایایی از مفروضات اصلی آزمون‌های داده‌های پانل دیتا است. چنانچه احتمال آماره t برای آزمون دیکی فولر کمتر از ۰/۰۵ باشد آنگاه پایایی متغیر تأیید می‌شود در غیر این صورت متغیر پایا نبوده و باید آزمون دیکی فولر با یک مرحله تفاضل‌گیری دوباره اجرا شود، جدول (۱) نشان می‌دهد که برای برخی از متغیر احتمال آماره کمتر از ۰/۰۵ بوده و برای برخی از متغیرها بیشتر از ۰/۰۵ است.

جدول ۱: بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

آزمون دیکي فولر (ADF) به منظور بررسی پایایی متغیرهای پژوهش			
متغیر	بورس	آماره	احتمال آماره
درصد مالکیت نهادی ^۱	بمبئی	۱۵۴/۹۳۲	۰/۰۰۰۰
	تهران	۱۱۵/۱۱۲	۰/۹۹۴۱
تعداد مالکیت نهادی ^۲	بمبئی	۱۰۴/۸۹۳	۰/۰۱۵۷
	تهران	۵۳۷/۷۶۴	۰/۹۹۳۳
اهرم ^۳	بمبئی	۱۳۶/۰۶۸	۰/۰۰۰۰
	تهران	۲۸۱/۱۷۶	۰/۱۱۶۱
قیمت بر درآمد ^۴	بمبئی	۱۲۴/۳۹۱	۰/۰۰۰۴
	تهران	۳۴۱/۷۴۴	۰/۰۰۰۱
کیوی توبین ^۵	بمبئی	۱۵۵/۰۰۱	۰/۰۰۰۰
	تهران	۴۵۸/۶۱۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت (نهاد) ^۶	بمبئی	۱۰۰/۸۳۵	۰/۰۰۶۰
	تهران	۲۲۵/۳۳۱	۰/۹۰۲۱

در آماده‌سازی متغیرها برای اجرای آزمون‌های F لیمر و آزمون هاسمن برای داده‌های پانل دیتا باید متغیرها را پایا ساخت برای این کار آزمون دیکي فولر بر روی متغیرهایی که احتمال آماره بیشتر از ۰/۰۵ دارند، با یک مرحله تفاضل گیری دوباره اجرا می‌شود که خروجی‌ها در جدول ۲ نشان داده شده است. جدول ۲ که نتایج اجرای آزمون دیکي فولر بر روی داده‌ها با یک مرحله تفاضل گیری انجام شده است که خروجی‌ها حاکی از کمتر بودن آماره‌ها از ۵ درصد است که نشان از پایا شدن تمام متغیرها است، لذا شرایط برای اجرای آزمون‌های بعدی برای انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون آماده است:

1. Institutional ownership percent
2. number of Institutional ownership
3. Leverage
4. P/E
5. Tobin's Q
6. Size

جدول ۲: آزمون پایایی با یک مرحله تفاضل گیری

آزمون دیکی فولر (ADF) به منظور بررسی پایایی متغیرهای پژوهش			
متغیر	بورس	آماره	احتمال آماره
درصد مالکیت نهادی	بمبئی	-	-
	تهران	۵۲۱/۰۱۴	۰/۰۰۰۰
تعداد مالکیت نهادی	بمبئی	-	-
	تهران	۴۱۱/۰۹۷	۰/۰۰۰۰
اهرم	بمبئی	-	-
	تهران	۴۲۲/۴۱۹	۰/۰۰۰۰
قیمت بر درآمد	بمبئی	-	-
	تهران	-	-
کیوی توپین	بمبئی	-	-
	تهران	-	-
اندازه شرکت (نهاد)	بمبئی	-	-
	تهران	۴۰۵/۸۳۳	۰/۰۰۰۰

آزمون F (چاو) برای انتخاب عرض از مبدأ متغیر و یا ثابت: ابتدا باید الگوی مقدار ثابت مشترک که همان همگن بودن مقاطع مختلف مورد مطالعه است، آزموده شود، برای آزمون این فرض از آزمون F لیمر (چاو تست) استفاده می‌شود. نتایج تست فوق در جدول ۳ بیان می‌شود. از آنجاکه در پژوهش حاضر دو فرضیه داریم و برای هر فرضیه نیز یک مدل رگرسیونی خواهیم داشت لذا برای انتخاب الگوی مناسب آزمون F لیمر را برای هر یک از مدل‌های زیر انجام داده و در جدول ۳ ارائه کرده‌ایم.

در آزمون F (چاو) فرضیه‌ها بصورت زیر معرفی می‌شوند:

فرضیه H0: عرض از مبدأهای مدل باهم برابرند = مدل داده‌های ترکیبی

فرضیه H1: عرض از مبدأهای مدل از نمونه‌ای به نمونه دیگر متفاوت است = مدل اثرات ثابت

جدول ۳: آزمون F لیمر جهت انتخاب مدل عرض از مبدأ متغیر و یا ثابت

فرضیات تحقیق	نوع آزمون	میزان آماره	احتمال آماره	نتیجه
فرضیه فرعی شماره (۱)	بمبئی	۳/۳۱۹۲۱۲	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثرات ثابت
	تهران	۱/۱۶	۰/۱۴	تأیید مدل داده‌های ترکیبی
فرضیه فرعی شماره (۲)	بمبئی	۷/۹۱۱۸۳۱	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثرات ثابت
	تهران	۱/۶۴۵	۰/۰۰۰۱	تأیید مدل اثرات ثابت

جدول فوق نشان‌دهنده خروجی‌های آزمون f لیمر است، احتمال آماره F، چنانچه کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود، به عبارت دیگر چنانچه احتمال آماره کمتر از ۰/۰۵

باشد مدل اثرات ثابت تأیید می‌شود در غیر این صورت مدل داده‌های ترکیبی تأیید می‌شود، جدول فوق نشان می‌دهد به غیر از فرضیه‌های فرعی شماره یک و سه برای بورس ایران و فرضیه فرعی یک برای بورس بمبئی برای مابقی فرضیه‌ها مدل اثرات ثابت تأیید شده است. حال برای بررسی انتخاب آزمون مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی نیاز به انجام آزمون هاسمن است.

جدول ۴: آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی اثرات ثابت و تصادفی

احتمال آماره	درجه آزادی	میزان آماره	نوع آزمون	نام بورس	فرضیات تحقیق
۰/۰۹۶۳	۴	۰/۸۷۴۳۲۸	آزمون کای دو	بمبئی	فرضیه فرعی سه
۰/۴۳۲	۴	۲/۷۴		تهران	
۰/۱۳۶۱	۴	۶/۹۹۵۶۶۷	آزمون کای دو	بمبئی	فرضیه فرعی چهار
۰/۰۲۱۵	۴	۹/۶۹		تهران	

در آزمون هاسمن چنانچه احتمال آماره کمتر از $0/05$ باشد، آنگاه الگوی اثرات ثابت پذیرفته می‌شود، اما اگر احتمال آماره بیشتر از $0/05$ باشد، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت وجود دارد و برای آزمون فرضیه‌های مرتبط از الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

آزمون فرضیه. فرضیه اصلی پژوهش بیان می‌کند که بین مالکیت نهادی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد. برای این فرضیه دو فرضیه فرعی به شرح زیر ارائه شده است:

- فرضیه فرعی اول: بین مالکیت نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی دوم: بین مالکیت نهادی و کیوی تو بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد.

در ادامه آزمون‌های فرضیات پژوهش نوبت به آزمون فرضیه اصلی دوم پژوهش می‌رسد که خود به دو فرضیه فرعی تقسیم شده است. جدول ۵ نتایج آزمون فرضیه فرعی شماره ۴ را نشان می‌دهد. شرط اول اجرای رگرسیون عدم همبستگی است که در جدول زیر نشان داده شده است که آماره دوربین واتسون در محدوده $1/5$ تا $2/5$ برای هر دو جامعه قرار دارد که عدم همبستگی بین متغیرها تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول (متغیر وابسته: نسبت قیمت به سود هر سهم)

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری
عدد ثابت	بمبئی	-۵۲/۳۰۶۶۲	-۱/۹۶۰۵۰۶
	تهران	۸/۰۶۴۵۶۵	-۱/۳۳۴۰۹
درصد مالکیت نهادی	بمبئی	۰/۰۰۰۲۰۳	۲/۱۶۹۷۶۲
	تهران	۰/۲۱۵۹۱۲	-۰/۹۷۵۷۳۱
تعداد مالکیت‌های نهادی	بمبئی	-۰/۴۷۳۱۱۹	-۰/۳۷۳۵۳۲
	تهران	-۰/۸۳۹۶۸۴	-۰/۲۸۱۷۴۴
اهرم	بمبئی	-۸/۲۰۷۶۸۵	-۰/۵۶۹۶۲۴
	تهران	۲/۵۳۶۶۳۰	۰/۲۵۳۸۰۹
اندازه	بمبئی	۱/۴۸۵۰۴۷	۱/۶۶۹۱۱۴
	تهران	-۱۴/۳۹۲۰۷	-۰/۶۴۸۳۱۶
ضریب تعیین	بمبئی	۰/۵۱۱۰۷۲	آماره F
	تهران	-۰/۲۰۳۵۳۷	
ضریب تعیین تعدیل شده	بمبئی	۰/۳۵۵۶۷۷	احتمال F
	تهران	۰/۱۳۳۵۴۳	
آماره دوربین واتسون	بمبئی		۳/۲۸۸۸۴۵
	تهران		۴۹۹۶۰۱/۵
			۰/۰۰۰۰۰۰
			۰/۰۰۰۰۰۰
			۱/۸۰۵۳۳۴
			۲/۲۳۱۰۶۲

همچنین مدل در کل معنادار است چراکه احتمال آماره F کمتر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده وجود رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مدل است. در این مدل متغیر درصد مالکان نهادی توانسته است در نمونه برگرفته شده از بورس بمبئی با متغیر نسبت قیمت به سود هر سهم رابطه معناداری داشته باشد این رابطه مثبت است و نشان می‌دهد که میزان مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های بمبئی تأثیر مثبت و ضعیفی بر عملکرد آتی به خصوص شاخص نسبت قیمت بر سود هر سهم دارند؛ اما در شرکت‌های برگرفته شده از بورس اوراق بهادار تهران مالکان نهادی و درصد مالکیت آن بر نسبت قیمت به سود هر سهم تأثیر معناداری ندارد. جدول ۵ نتایج آزمون فرعی چهارم با متغیر وابسته کیوی توپین را نشان می‌دهد. آماره دوربین واتسون در این مدل نیز در محدوده بین ۱/۵ و ۲/۵ است که نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی است. همچنین احتمال آماره F نشان می‌دهد که مدل معنادار است و بین متغیرهای مدل رابطه خطی معناداری وجود دارد. در مدل فرضیه فرعی شماره چهار، متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های بمبئی توانسته است رابطه معناداری با متغیر وابسته مدل (کیوی توپین) در سطح خطای ۰/۰۵ درصد داشته باشد به عبارت دیگر درصد مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بمبئی با کیوی توپین شرکت‌های رابطه منفی معناداری دارد به طوری که هرچه در شرکتی درصد مالکیت سهامدار نهادی بیشتر باشد کیوی توپین شرکت کاهش خواهد داشت و بالعکس. این نتایج نشان می‌دهد با افزایش مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های بورس بمبئی موجب نتایج منفی بیشتری می‌شود و عملکرد آتی شرکت را با کاهش مواجه می‌سازد.

جدول ۷: خلاصه‌ای از روابط حاصل شده از آزمون χ^2 فرضیه فرعی پژوهش

تعداد مالکیت‌های نهادی		درصد مالکیت نهادی			
۰/۷۷۸۲	۰/۷۰۹۴	۰/۳۳۹۶	۰/۰۳۱۹	احتمال آماره t	نسبت قیمت به سود هر سهم
-۰/۸۳۹۶۸۴	۰/۴۷۳۱۱۹	۰/۲۱۵۹۱۲	۰/۰۰۰۲۰۳	ضریب	
۰/۴۹۹۸	۰/۶۰۴۲	۰/۷۹۰۲	۰/۰۹۵۵	احتمال آماره t	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام
-۱/۹۳۱۷۷۶	-۰/۰۰۱۷۸۳	-۰/۰۵۶۵۴۱	-۰/۰۰۹۹۱۶	ضریب	
تهران	بمبئی	تهران	بمبئی	بورس	

۴. تحلیل نتایج آزمون

فرضیه دوم تحقیق حاضر بیان می‌کند که "بین مالکیت نهادی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بمبئی رابطه معناداری وجود دارد". این فرضیه نیز با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه و با لحاظ کردن متغیر کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت مورد آزمون قرار گرفت. در ادامه فرضیه اصلی یک، این فرضیه نیز با استفاده از دو فرضیه فرعی که شاخص‌های عملکرد آتی را به صورت جداگانه مورد آزمون قرار داده بود مورد آزمون قرار گرفت، نتایج فرضیات فرعی نشان داد که تعداد مالکان نهادی در تهران با کیوی توپین رابطه معنادار مثبت دارد، ولی با شاخص نسبت قیمت به سود هیچ رابطه معناداری ندارد، همچنین درصد مالکیت نهادی در شرکت‌های ایرانی هیچ رابطه معناداری شاخص‌های کیوی توپین و نسبت قیمت به سود هر سهم نداشتند، اما در شرکت‌های بمبئی درصد مالکیت نهادی با شاخص نسبت قیمت به سود هر سهم رابطه مثبت معنادار دارد. به عبارت دیگر با افزایش تعداد مالکان نهادی در تهران، شاخص کیوی توپین افزایش می‌یابد یعنی تأثیر مثبت بر کیوی توپین شرکت می‌گذارد و در شرکت‌های بمبئی افزایش درصد مالکیت سهامداران نهادی تأثیر مثبت بر روی نسبت قیمت به سود هر سهم می‌گذارد یعنی با افزایش درصد مالکیت نهادی در ساختار مالکیت شرکت شاخص قیمت به سود هر سهم افزایش و بهبود می‌یابد از سوی دیگر افزایش درصد مالکیت نهادی در شرکت‌های بمبئی تأثیر منفی معناداری بر روی کیوی توپین داشته است.

با مقایسه این دو نتیجه می‌توان متوجه شد تمرکز مالکیت در شرکت‌های بورسی بمبئی و تهران تأثیرات متفاوتی بر عملکرد شرکت‌ها می‌گذارد. افزایش تعداد مالکیت سهامداران نهادی مساوی است با کاهش تمرکز مالکیت که موجب افزایش کیوی توپین در شرکت‌های ایرانی شده است، همچنین افزایش درصد مالکیت سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌های بمبئی موجب بهبود نسبت قیمت به سود هر سهم شده است، در واقع این امر عامل افزایش تمرکز

مالکیت شده است که عملکرد آتی شرکت را افزایش می‌دهد اما از سوی دیگر باعث کاهش کیوی توبین نیز می‌شود در واقع افزایش درصد مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های بمبئی دو تأثیر مختلف بر روی عملکرد آتی شرکت می‌گذارد از یک سو شاخص نسبت قیمت به سود را افزایش می‌دهد و از سوی دیگر کیوی توبین می‌شود.

مطالعات تجربی نتایج متفاوتی در ارتباط با معایب و مزیت‌های تمرکز مالکیت ارائه کرده‌اند؛ و با مطالعه پژوهش‌های پیشین مرتبط با موضوع پژوهش حاضر و مقایسه نتایج آن‌ها با نتایج پژوهش حاضر مشخص می‌شود که گراکر و نیچز (۲۰۱۱) نیز به نتایج مشابه دست یافته‌اند آن‌ها اشاره کرده‌اند که تنها تمرکز مالکیت تأثیر معنی‌داری با کیو توبین محاسبه شده به‌عنوان اندازه‌گیری ارزش شرکت دارد. همچنین ویکتوریا کرایوگورسکی (۲۰۰۶) در پژوهش خود نشان داد، سهامداران نهادی با عملکرد شرکت با شاخص‌های بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری شده است رابطه مثبتی دارد که با نتایج تحقیق حاضر در تضاد است. در پژوهش حاضر سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام هیچ ارتباط معناداری ندارد. همچنین از نظر چایون، ژنگ رن ولی هوآ (۲۰۰۵) بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت‌های تایوانی رابطه معناداری وجود دارد که با نتایج پژوهش حاضر سازگار است. همچنین نیک‌بخت و رحمانی نیا (۱۳۸۹) نیز بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی رابطه مثبت و معنی‌داری پیدا کردند که با نتایج پژوهش حاضر سازگار است.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که حضور سهامداران نهادی هم در شرکت‌های هندی و هم در شرکت‌های ایرانی بر روی عملکرد آتی شرکت تأثیرگذار است، لذا این مشخصه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام برای سرمایه‌گذاری راهنمای خوبی باشد که در کنار سایر معیارها و ویژگی‌های معتبر برای خرید سهام این ویژگی را نیز لحاظ کنند و در خرید سهام مدنظر قرار دهند. نتایج نشان می‌دهد که در ایران افزایش تعداد سهامداران نهادی تأثیر مثبت بر روی کیوی توبین می‌گذارد لذا سهامداران ایرانی می‌توانند حضور هر چه بیشتر سهامداران نهادی (که باعث کاهش تمرکز مالکیت می‌شود) را مبنایی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری و انتخاب سهام مناسب قرار دهند، اما سهامداران هندی نمی‌توانند فقط عامل سهامداران نهادی را به‌عنوان معیار تصمیم‌گیری قرار دهند و باید عوامل دیگر را نیز در انتخاب سهام خود مدنظر داشته باشند.

منابع

۱. ایزدی نیا، ن.، و امیر رسائیان (۱۳۸۹). "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۶۰.
۲. پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه - سنا
۳. رحیمی، رباب (۱۳۹۰). "تأثیر درصد هیئت‌مدیره غیرموظف و مالکیت نهادی بر مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، همایش ملی ایده‌های نو در حسابداری و حسابرسی دانشگاه آزاد خوراسگان.
۴. رحیمیان؛ نظام‌الدین؛ صالح نژاد سید حسن و سالکی؛ علی (۱۳۸۸). "رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار". فصلنامه بررسی و حسابرسی. شماره ۵۸؛ ۷۱-۸۶.
۵. رضایپور، ن.، (۱۳۸۹). "رابطه بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی تهران.
۶. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ (۱۳۸۵). ارزش‌آفرینی مالی؛ انتشارات ترمه.
۷. ستایش، م. و مصطفی کاظم نژاد، (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، م‌جله دانش حسابداری، شماره ۱، صفحه ۲۹ تا ۵۱.
۸. مکرمی، یداله (۱۳۸۵). "اصول نظام راهبری بنگاه" فصلنامه حسابرس، شماره ۳۲، بهار ۸۵.
۹. ملکی؛ رضا؛ مداح؛ آزاده؛ عرضه اولیه اوراق بهادار؛ اردیبهشت ۸۷.
۱۰. نمازی، محمد؛ کرمانی، احسان؛ (۱۳۸۶). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صفحه ۸۳ تا ۱۰۰.
۱۱. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۱۲۴.
۱۲. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا؛ وافی‌ثانی، جلال؛ (۱۳۸۸). "بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره اول، صفحه ۴ تا ۲۵.
۱۳. نیکبخت، محمدرضا و رحمانی‌نیا، جواد (۱۳۸۹). بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم؛ شماره ۹ صفحه ۴۴۳.
14. Bushee, B.J (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", **Accounting Review**, 73(July):305-334
15. García, M. E., & Sánchez, B. J. P. (2011). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. **Corporate Governance**, 11(1), 41-53
16. Marcelo, Miralles and Miralles, Quiros, (2006), "The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: empirical evidence from the Spanish stock market ". **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 46, pp 254-267.

- Marck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988) Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, (20) pp.293-315
- Mat -Nor, F., & Sulong, Z. (2010). Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed firms. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, 6(1) 18-36
- Merton, Robert C., (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information ", **Journal of Finance**, 42(July): 483-509.
- Velury, V. and D.S. Jenkins (2006). "Institutional Ownership and the Quality of Earnings", **Journal of Business Research**, 59:1043-1051