



بررسی رابطه بین حاکمیت و حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره با ، ارزش

شرکت ها

بهنام جدیری جبارزاده *

* دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش بازرگانی بین المللی ، دانشگاه آزاد عجب شیر

Jodeyri.behnam@gmail.com

سحر جعفرزاده **

** دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش بازرگانی بین المللی ، دانشگاه آزاد عجب شیر

Saharjafarzade1370@gmail.com

سهند جعفرزاده ***

** دانشجوی کارشناسی برق الکترونیک ، دانشگاه سراسری تبریز

sahand.jafarzade@yahoo.com

چکیده

از آن جایی که جایگاه سهامداران نهادی در حاکمیت شرکتی بسیار پیچیده است ، سهامداران نهادی یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می کنند و می توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشت داشته و بر ارزش آن دخالت داشته باشند. پژوهش حاضر درصدد بررسی این سؤال است که نقش حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آن ها بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چیست؟ لذا پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه حاکمیت و حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره با ، ارزش شرکت ها را بر اساس اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار داده است. برای تجزیه و تحلیل آماری داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش ، از ضریب همبستگی چندگانه ، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد. از طرفی پژوهش حاضر از نظر نوع ، توصیفی ، از نظر هدف ، کاربردی و روش پژوهش آن از نوع پس رویدادی است. نتایج پژوهش حاضر بیانگر وجود رابطه معنی دار و مثبت بین مالکیت نهادی و میزان حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره با ارزش شرکت ها می باشد.

واژه های کلیدی: حاکمیت شرکتی ، راهبری شرکتی ، ارزش شرکت ها ، سرمایه گذاران نهادی



مقدمه

شرکت ها به خاطر کاهش هزینه ها و دفعات معاملات ، قالبی مناسب برای انجام فعالیت های اقتصادی یافته و برای انجام فعالیت های بزرگ ، شرکت های سهامی تأسیس شده است. در این شرکت ها سرمایه های خرد برای انجام کارهای بزرگ تجهیز شده و اداره آن ها به مدیران حرفه ای واگذار شده که لزوماً هم سهام زیادی را در تملک نداشته و همه سهامداران آن نیز به نسبت یکسان دارای سهام نمی باشند (رحمانی ۱۳۸۷). تشکیل شرکت سهامی و گشودن مالکیت شرکت برای عموم ، بر روش اداره شرکت ها تأثیر قابل ملاحظه ای گذاشته است و سیستم بازار به گونه ای سازماندهی گردیده که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کرده و جدایی « مالکیت » از « مدیریت » منجر به عمومیت مسئله نمایندگی گردیده است (قالیباف اصل و رضایی ۱۳۸۶) . با جدا شدن مالکیت و مدیریت ، مدیران به عنوان نماینده سهامداران ، شرکت را اداره می کنند (Fama & Jensen 1983).

ادبیات پژوهش

سهامداران نهادی

سهامداران نهادی یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می کنند و می توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. راه هایی که بدان وسیله سهامداران می توانند بر مدیریت نظارت کنند عموماً در چارچوب نظریه نمایندگی معرفی می شوند . هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سهامداران نهادی افزوده می شود ، زیرا آنان بسیار بزرگ و با نفوذ شده اند ، و در عین حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه ای را به دست آورده اند . سهامداران نهادی هم چنین می توانند تضادهای نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام کارگزار (یا مالکی) عمده ، که مشکلات برخاسته از جدایی مالکیت و کنترل را کاهش می دهد ، وخیم تر کنند. سهامداران نهادی می توانند مشکلات کارگزاری را به دلیل توانایی برخوردار بودن از مزیت صرفه اقتصادی مقیاس و تنوع بخشی حل و فصل نمایند. لذا به نظر می رسد که سهامداران نهادی ، در مقام سهامدار باعث جدایی مالکیت و کنترل می شوند ، در حالی که درگیری فزاینده شان در شرکت ها و متمرکز کردن مالکیت ، راهی برای نظارت بر مدیریت شرکت به دست می دهد. سرمایه گذاران نهادی در ایران عبارتند از: صندوق های بازنشستگی کشوری ، صندوق بازنشستگی کارکنان بانک ها ، صندوق بازنشستگی نفت ، صندوق بازنشستگی تامین اجتماعی ، بزرگترین شرکت ایران با دارا بودن هلدینگ در صنایع نفت و پتروشیمی ، سیمان ، ارتباطات ، صنایع فلزی ، بانک های دولتی و خصوصی و شرکت های سرمایه گذاری وابسته به آنان و صندوق های سرمایه گذاری.

راهبری شرکتی

حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می کند که مدیران در تلاش اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند و اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این ساز و کارها ، طراحی و اجرای راهبری شرکتی مناسب در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی است. راهبری شرکتی مجموعه مکانیزم های کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره می شود. نظام راهبری شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سر و کار دارد ، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع و در نهایت رشد توسعه اقتصادی میگردد (قالیباف اصل



و رضایی، ۱۳۸۶). یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی مؤثر بر راهبری شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای است، ظهور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها است.

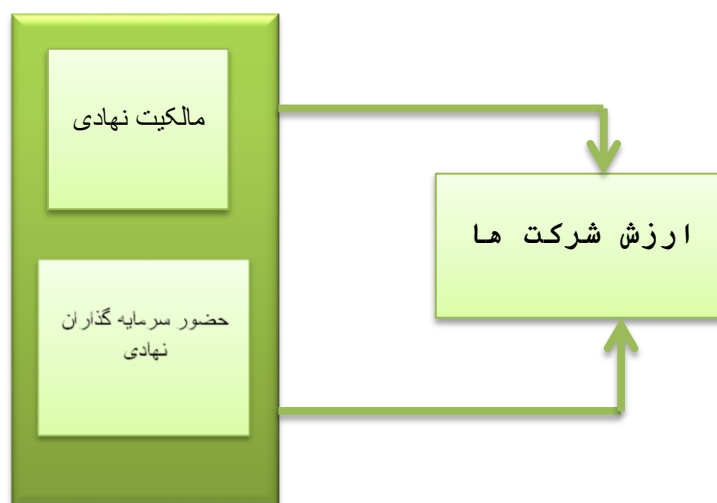
ارزش شرکت ها

ارزش شرکت ها می تواند متأثر از عوامل گوناگونی باشد که تاکنون تعداد زیادی از این عوامل در پژوهش ها و متون مختلف مورد بحث و بررسی قرار گرفت. مطالعات پیشین پیرامون رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت به نتایج متفاوتی دست یافته است. پژوهش Navissi & Naiker 2006 نشان داد که سرمایه گذاران نهادی مشابه با یکدیگر نیستند و انگیزه های یکسانی برای نظارت بر رویه های اتخاذ شده از سوی شرکت ها ندارند. در پژوهش حساس یگانه و همکاران ۱۳۸۶ مشخص شد بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی کند. در این پژوهش، میزان حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها مورد آزمون قرار گرفت. علیرغم آن که شواهد محکمی برای ارتباط بین ارزش شرکت و میزان حضور سرمایه گذاران نهادی و میزان مالکیت نهادی آنها وجود دارد، اما تاثیر بین این دو به طور نسبی مبهم و ناشناخته است.

روش تحقیق

برای تجزیه و تحلیل آماری داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش، از ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد. از طرفی پژوهش حاضر از نظر نوع، توصیفی، از نظر هدف، کاربردی و روش پژوهش آن از نوع پس رویدادی است. داده های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت های مالی شرکت ها می باشد. برای جمع آوری اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش از روش کتابخانه ای نظیر کتب، مجلات و برای داده های مالی و داده های مربوط به سرمایه گذاران نهادی از صورت های مالی حسابرسی شده و یادداشت های توضیحی همراه آن ها مندرج در سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد.

شکل ۱: مدل مفهومی تحقیق





تجزیه و تحلیل داده ها

متغیرهای مستقل در این پژوهش، مالکیت نهادی و حضور سرمایه گذاران نهادی در هیأت مدیره بوده و متغیره وابسته، ارزش شرکت می باشد. همچنین در این پژوهش دو متغیر اندازه شرکت و میزان اهرم مالی تحت کنترل قرار گرفتند.

یافته های تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل

| متغیرها | تعداد | میانگین | میان | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی | حداقل | حداکثر |
|---------|-------|---------|--------|--------------|-------|--------|-------|--------|
| VALUEit | ۸۳۵ | ۱,۴۱۱ | ۱,۲۰۱ | ۰,۴۵۳ | ۰,۶۰۱ | ۰,۱۶۷ | ۰,۴۸۵ | ۳,۶۸ |
| INOWNit | ۸۳۵ | ۵۰,۵۲۰ | ۴۳,۷۵۶ | ۲۳,۵۶۲ | ۰,۰۳۷ | -۱,۲۳۴ | ۵,۲۵ | ۵۲/۹۸ |
| BINSit | ۸۳۵ | ۰,۴۰۱ | ۰,۳۶۵ | ۰,۴۱۲ | ۰,۵۳۶ | -۱,۳۱۹ | ۰,۰۰۰ | ۱,۰۰۰ |
| SIZEit | ۸۳۵ | ۲,۹۵۰ | ۲,۴۶۵ | ۰,۴۱۶ | ۰,۰۱۷ | -۰,۶۵۰ | ۰,۹۶ | ۴,۰۸ |
| DEBTit | ۸۳۵ | ۰,۷۸۴۳ | ۰,۷۵۲ | ۰,۲۳۰ | ۱,۷۳۱ | ۳,۶۹۵ | ۰,۱۹ | ۰,۹۸ |

در جدول ۲: ضریب همبستگی پیرسون برای تمامی متغیرهای مورد بررسی در این مطالعه محاسبه و ارائه گردیده است.

جدول ۲: ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

| DEBT | SIZE | BINS | INOWN | VALUE | |
|---------|--------|---------|---------|---------|-------|
| **۰,۲۲۶ | -۰,۱۴۳ | **۰,۴۷۷ | **۰,۶۸۱ | ۱ | VALUE |
| ۰,۰۰۱ | * | ۰,۰۰۴ | ۰,۰۰۱ | | |
| | ۰,۰۰۰ | | | | |
| **۰,۲۸۱ | -۰,۰۴۶ | **۰,۱۹۵ | ۱ | **۰,۶۸۰ | INOWN |
| ۰,۴۷۶ | ۰,۰۱۰ | ۰,۰۴۵ | | ۰,۰۰۱ | |
| ۰,۲۴۱ | ۰,۴۵۴ | ۱ | **۰,۱۹۴ | **۰,۴۶۷ | BINS |
| ۰,۶۳۰ | ۰,۰۹۳ | | ۰,۰۴۵ | ۰,۰۰۴ | |
| ۰,۳۵۲ | ۱ | ۰,۴۵۷ | -۰,۰۴۳ | **۰,۱۴۴ | SIZE |
| ۰,۱۲۰ | | ۰,۰۹۵ | ۰,۰۱۰ | ۰,۰۰۰ | |
| ۱ | ۰,۳۵۱ | ۰,۲۴۰ | **۰,۲۸۰ | **۰,۲۲۳ | DEBT |
| | ۰,۱۲۰ | ۰,۶۳۰ | ۰,۴۷۶ | ۰,۰۰۱ | |

*همبستگی در سطح ۵ درصد معنی دار است ** همبستگی در سطح ۱ درصد معنی دار است

با توجه به جدول فوق، همبستگی مالکیت نهادی و حضور سرمایه گذاران نهادی در هیأت مدیره با شاخص سنجش ارزش واحد تجاری، بالا و از لحاظ آماری معنی دار است. این بیان در مورد رابطه بین اندازه و ارزش شرکت، منفی و معنی دار است.

در این پژوهش برای جلوگیری از به وجود آمدن رگرسیون ساختگی، از آزمون های ایستایی استفاده گردید. که برای بررسی ایستایی متغیرها در این پژوهش از آزمون دیکی فولر استفاده گردید. (جداول ۳ و ۴).

جدول ۳: نتایج مربوط به آزمون دیکیفولر



| مانایی (ایستایی) | ریشه UR واحد | مقدار مک کینون MCV | مقدار بحرانی | مقدار ADF | |
|------------------|-----------------|-----------------------------|--------------|-----------|-------|
| دارد | (-) | -۴,۸۵ | ۰,۰۱ | -۵,۷۶ | VALUE |
| دارد | (-) | -۳,۲۱ | ۰,۰۵ | -۳,۸۷ | INOWN |
| دارد | (-) | -۲,۸۸ | ۰,۰۱ | -۳,۱۹ | BINS |
| دارد | (-) | -۳,۹۷ | ۰,۰۵ | -۵,۶۴ | SIZE |
| دارد | (-) | -۳,۷۴ | ۰,۰۱ | -۴,۵۳ | DEBT |

جدول ۴: آزمون دیکي فولر گسترش یافته بر روی پسماندهای متغیرها

| متغیرها | مقدار ADF | مقدار بحرانی | مقدار مک کینون MCV | مانایی (ایستایی) |
|---------|-----------|--------------|-----------------------|------------------|
| VALUE | -۳,۹۸ | ۰,۲۹۸ | -۴,۸۵ | ندارد |
| INOWN | -۲,۴۳ | ۰,۲۴۱ | -۳,۲۱ | ندارد |
| BINS | -۲,۲۵ | ۰,۲۶۶ | -۲,۸۸ | ندارد |
| SIZE | -۱,۷۹ | ۰,۲۸۵ | -۳,۹۷ | ندارد |
| DEBT | ۳,۱۱ | ۰,۱۵۵ | -۳,۷۴ | ندارد |

بعبارت دیگر نتایج آزمون دیکي فولر گسترش یافته بر روی پسماندها (آزمون هم انباشتگی) نشان می دهد که متغیرهای مورد بررسی هم انباشته نیستند. از طرفی به منظور بررسی خود همبستگی از آزمون گادفری استفاده شد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۵ نمایش داده شده است.

جدول ۵: آزمون گادفری

| | | | |
|---------|---------|--------|-----------|
| آماره F | ۰,۹۷۴۸۳ | احتمال | ۰,۵۷۴۵۶۸۲ |
| R مربع | ۰,۶۴۵۰۸ | احتمال | ۰,۴۲۴۵۸۷۸ |

فرضیه H_0 مدعی است که مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. با توجه به نتیجه به دست آمده چون مقدار P value آماره F از ۵۰٪ بیشتر است، بنابراین فرضیه H_0 پذیرفته می شود و می توان گفت که در رگرسیون، مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

در جدول ۶ نیز نتایج حاصل از برازش الگوی رگرسیونی ارائه شده است.

جدول ۶: نتایج آزمون رگرسیون

| نام متغیرها | نماد متغیر | ضریب متغیر | آماره t | سطح معنی داری | R ² تعدیل شده | آماره F | سطح معنی داری | واتسون |
|-----------------------------|------------|---------------|---------|---------------------|-----------------------------|---------|---------------------|--------|
| مالکیت نهادی | INOWN | ۰,۳۲۷ | ۵,۶۷۴ | ۰,۰۰۰ | ۰,۸۵۷ | ۶۹,۵۴۳ | ۰,۰۰۰ | ۱,۸۳ |
| حضور سرمایه گذاران نهادی | BINS | ۰,۲۱۶ | ۹,۴۴۵ | ۰,۰۰۱ | | | | |
| اندازه شرکت | SIZE | -۰,۱۲۴ | -۶,۷۹۲ | ۰,۰۰۰ | | | | |
| اهرم مالی | DEBT | ۰,۱۰۹ | ۳,۳۴۲ | ۰,۰۰۶ | | | | |



نتایج حاصله از جدول ۶ حاکی از آن است که با ورود سرمایه گذاران نهادی، تفکر غالب بر ارزش شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر است. یعنی با حضور مؤثر مالکان نهادی در ساختار مالکیت شرکتها، ارزش شرکتها بهتر می شود. در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره و ارزش شرکت، رابطه معنی داری وجود دارد. پس فرضیه دوم پژوهش تایید می گردد و ضریب مثبت نیز بیانگر وجود رابطه مثبت معنی دار بین حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره و ارزش شرکت می باشد. در ضمن سطح معنی دار محاسبه شده برای سایر متغیرها نشان می دهد که بین متغیر اندازه شرکت و ارزش، رابطه منفی معنی دار وجود دارد و این در حالی است که بین نسبت بدهی و ارزش واحد تجاری رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

بحث و نتیجه گیری

- ۱: نتایج آزمون فرضیه اول نشان می دهد که مالکیت نهادی به گونه مثبت و معنی داری با ارزش شرکت ارتباط دارد.
- ۲: یافته های فرضیه دوم پژوهش نشان می دهد شرکت هایی که در هیات مدیره آنها سرمایه گذاران نهادی حضور دارند، از ارزش بالاتری نیز برخوردارند.
- ۳: از سایر یافته های پژوهش و نتایج آزمون فرضیه های پژوهش می توان گفت متغیر کنترلی اهرم مالی از رابطه مثبت و معنی داری با ارزش شرکت برخوردار است. این در حالی است که بین اندازه شرکت و ارزش واحد تجاری رابطه منفی وجود دارد.

محدودیت های تحقیق

- نقطه قوت هر کار تحقیقی، بیان محدودیت های آن است. (Dolen and Lemmink : 2004) این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات با برخی محدودیت هایی مواجه بوده است. محدودیت های تحقیق آن دسته از عواملی هستند که در مسیر جمع آوری اطلاعات و کسب نتایج مطلوب مانع ایجاد می کنند. اگرچه این تحقیق به بررسی رابطه حاکمیت و حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره با، ارزش شرکتها پرداخته است ولی در این زمینه با محدودیت هایی مواجه بود که ضروری است بیان گردند.
- ۱: این پژوهش می توانست در مورد تاثیر سایر ساز و کارهای راهبری شرکتی از قبیل حسابرسان مستقل، نظارت قانونی، کنترل های داخلی و غیره بر ارزش شرکت بررسی شود.
 - ۲: این پژوهش می توانست در زمینه تاثیر عوامل دیگر مربوط به سرمایه گذاران نهادی از قبیل عمر و مدت زمان مالکیت آن نیز بر ارزش شرکت بررسی گردد.
 - ۳: در این پژوهش برخی متغیرهای کنترلی نظیر اهرم مالی و اندازه شرکت در نظر گرفته شدند، ولی می توانست متغیرهای متغیرهای قیمت و رشد فروش و غیره نیز کنترل شوند.
 - ۴: از همه مهم تر تاثیر تفکیک نقش و اثر مالکیت موسسات مالی (بانکها و شرکت های بیمه و غیره)، شرکت های سرمایه گذاری و شرکت های غیرمالی در ارزش شرکتها نیز می توانست مورد بررسی قرار گیرد.



منابع:

منابع لاتین:

1 :Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(1), 301-325.

منابع فارسی:

۱: رحمانی، علی، ۱۳۸۷، حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در نظام بانکداری. همایش ملی راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران.

۲: قالیباف اصل، حسن، و رضایی، فاطمه. ۱۳۸۶، بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله تحقیقات مالی*، دوره ۹، شماره ۲۳.

۳: عباسی، احمدی، ۱۳۹۱، فرآیند مدیریت توسعه، دوره ۲۶ بهار (۱۳۹۲، ۵) اسماعیل زاده مقری، علی، و جلیلی، محمد، و

۴: زند عباس آبادی، عباس، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران" *مجله حسابداری مدیریت*، سال سوم، شماره هفتم.

۵: "آیئن نامه نظام راهبری شرکتی" مصوبه هیئت مدیره بورس اوراق بهادار تهران، نشر اطلاع رسانی بورس، (۱۳۸۶).