

## تأثیر مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۴/۲۷

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۸/۱۳

اله کرم صالحی<sup>۱</sup>

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۴۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب گردید. روش تحقیق کتابخانه‌ای و همبستگی می‌باشد. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده از شاخص‌های سود قبل از بهره و مالیات و سود عملیاتی پس از مالیات و عملکرد مبتنی بازار از دو شاخص ارزش افزوده بازار و نسبت کیوتوبین استفاده شده است. تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها به کمک رگرسیون روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) با رویکرد داده‌های تابلویی انجام شده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی داری بین مالکیت نهادی و شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده (سود قبل از بهره و مالیات و سود عملیاتی بعد از مالیات) و شاخص‌های بازار (ارزش افزوده بازار و نسبت کیوتوبین) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد که این نتایج با فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع مطابقت دارد.

**واژه‌های کلیدی:** مالکیت نهادی، ارزیابی عملکرد، سود قبل از بهره و مالیات، سود عملیاتی بعد از مالیات، ارزش افزوده بازار، نسبت کیوتوبین.

## ۱- مقدمه

پدیده جهانی‌شدن و رسوایی‌های مالی در شرکت‌های بزرگ در دهه‌های آخر قرن بیستم موجب شد که به سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها از زوایای دیگری نگریسته شود. تا قبل از آن بیشترین معیارهای ارزیابی مبتنی بر معیارهای حسابداری و مالی بود اما رخدادهای اقتصادی اواخر قرن بیستم منجر شد تا در ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها، علاوه بر معیارهای مالی به معیارهای غیرمالی و اقتصادی و بازار نیز توجه شود تا ارزیابی به صورت جامع صورت گیرد (صالحی، ۱۳۹۳: ۱۰۴). حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه روابط میان سهامداران، مدیران، حساب‌رسان و سایر افراد ذینفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده احتمالی است. شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثر بخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از این رو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذینفعان می‌باشند. بسیاری از تحقیقات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی بر مبنای نظریه نمایندگی است و بر مساله تضاد منافع تمرکز می‌کند. تضاد منافع زمانی پیش می‌آید که منافع مدیران و مالکان در یک راستا نباشد. تئوری نمایندگی بیان می‌کند شرکت‌ها با داشتن سازوکارهای حاکمیت شرکتی بهتر، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند و این امر را ناشی از پایین بودن هزینه‌های نمایندگی می‌داند (براون و همکاران، ۲۰۰۶). در ایران نیز برخی از موسسات و سازمان‌ها بعنوان سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت برخی از شرکت‌ها دیده می‌شوند. از این قبیل سازمان و موسسه‌ها می‌توان به موسسات بیمه اعم از شرکت‌های بیمه بازرگانی سازمان‌های تامین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی، بنیاد شهید و امور ایثارگران، بنیاد پانزده خرداد، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و جمعیت هلال احمر اشاره نمود. بدین ترتیب ملاحظه می‌گردد که شرکت‌ها با تغییراتی در بافت و ترکیب سهامداران و به عبارتی در

ساختار مالکیت خود مواجه هستند (رحمان سرشت و مظلومی، ۱۳۸۴، ۱۵۸). و چنین فرض می‌گردد که این سهامداران از توانایی لازم جهت تاثیرگذاری بر تصمیم‌ها و سیاست‌های شرکت سرمایه‌پذیر برخوردار هستند (فروغی و سعیدی، ۱۳۸۸، ۸۹). از طرف دیگر، شاخص‌های مربوط به اجزای سود باقیمانده همان اجزای سود هستند که هزینه سرمایه در آن‌ها لحاظ نشده است. از این میان، می‌توان به سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)، سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک (EBITD)، سود قبل از اقلام غیرمترقبه (EBEI) و سود عملیاتی پس از مالیات (NOPAT) و بازده خالص دارایی‌ها (RONA) اشاره کرد (صالحی، ۱۳۹۳: ۱۰۶). از اینرو در نظر است که در این تحقیق به این پرسش پاسخ داده شود که: آیا مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

ضرورت انجام این تحقیق از چند بعد حائز اهمیت است: اول اینکه سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت و کنترل عملکرد مدیران از اقدامات فرصت طلبانه آنان جلوگیری می‌کنند و بدین طریق وجود آنان برای ذینفعان شرکت به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه از اهمیت خاصی برخوردار است. دوم ارزیابی عملکرد شرکت بر اساس معیارهای حسابداری و بازار به سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی جهت اتخاذ تصمیمات بهینه سرمایه‌گذاری کمک می‌کند تا پرتفوی خود را با دقت بیشتری شکل دهند. همچنین نگارنده اهمیت این پژوهش را در این دیده که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد؛ چه ارتباطی بین مالکیت نهادی و معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار وجود دارد و آنها بر اساس این نتایج می‌توانند تصمیمات آگاهانه تری اخذ کنند، بهمین دلیل به بررسی این موضوع در ایران پرداخته خواهد شد. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

است که سرمایه‌گذاران نهادی بهتر از سرمایه‌گذاران غیرنهادی بتوانند از اطلاعات جاری برای پیش بینی عملکرد و سودهای آتی استفاده نمایند (حیدری، ۱۳۹۶). در ادبیات راهبری شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی یکی از سازوکارهای خارجی مؤثر در نظارت بر شرکت شناخته می‌شوند. این گروه از فعالان بازار سرمایه، با توجه به برخورداری از دانش و تخصص کافی، دسترسی به شبکه‌های ارتباطی مؤثر و انگیزه لازم برای نظارت بر عملکرد مدیریت، می‌توانند نقش اساسی در ارتقای سیستم راهبری شرکتی و در نتیجه افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت ایفا کنند (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۵).

در رابطه با نقش نظارتی سهامداران نهادی دو فرضیه نظارت کاراً<sup>۱</sup> و همسویی منافع<sup>۲</sup> ارائه شده است: فرضیه نظارت کاراً بیان می‌کند که با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی نظارت کاراتری توسط آنها اعمال می‌شود و اختلاف عقاید و مشاجرات نمایندگی به احتمال قوی برطرف می‌گردد. بر اساس این فرضیه، بارتو و همکاران (۲۰۰۰) معتقد هستند که مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. بنابراین با توجه به حجم سرمایه‌گذاری کاربرد بودن این سهامداران حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت و به حداکثر رسیدن ارزش شرکت در بلندمدت می‌شود. فرضیه همسویی منافع بیان می‌کند که سهامداران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). بر اساس این فرضیه، پوتر (۱۹۹۲) معتقد است معامله مکرر و تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت از جانب نهادها، باعث ایجاد انگیزه برای مدیریت می‌شود تا از ناکامی در سود بپرهیزد، زیرا ممکن است موجب فروش سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران نهادی و کاهش قیمت سهام شرکت شود. بنابراین سهامداران نهادی عمدتاً بر سودهای جاری تمرکز می‌کنند و در این راه مدیران را نیز با خود همراه می‌کنند. پوند (۱۹۸۸) معتقد است که نهادها هنوز به طور مؤثر بر شرکت نظارت نمی‌کنند. زیرا که هنوز از

اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با معیارهای ارزیابی عملکرد و ساختار مالکیت با در نظر گرفتن تاثیر مالکیت نهادی گردد. دوم نتایج تحقیق به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرار دهد. سوم این که نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع تحقیق پیشنهاد نماید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پژوهش‌های پیشین

یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی که از انگیزه، منابع و قدرت کافی و لازم در واحدهای تجاری برخوردار هستند تا مدیران را وادار نمایند که همسو با اهداف حداکثرسازی منافع شرکت گام بردارند، سرمایه‌گذاران نهادی هستند (حسن و احمد، ۲۰۱۲). وجود این گروه از سرمایه‌گذاران به دلیل کنترل و نظارت بیشتر و دقیق‌تر آنها بر اختیار و آزادی عمل مدیران، جبهه‌گیری مدیر در شرکت را سخت می‌کند و محتوای اطلاعاتی سود را افزایش می‌دهد؛ زیرا سرمایه‌گذاران نهادی مانع از افزایش یا کاهش سود طبق خواسته و تقاضای مدیر می‌شوند (لین، ۲۰۱۱). همچنین وجود سرمایه‌گذاران نهادی موجب اثربخشی و کارایی بیشتر اطلاعات در بازار شده و به عنوان یک گروه از سرمایه‌گذاران خبره و ماهر که دارای امتیازاتی برای دستیابی به اطلاعات مربوط و به موقع شرکت‌ها هستند، افرادی توانا در کشف مدیریت سود محسوب می‌شوند (گونزالس و گارسیا، ۲۰۱۴). به بیان دیگر، این سرمایه‌گذاران موجب تسهیل تبادل اطلاعات در بازار شده و باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر می‌شوند؛ زیرا مدیران این احتمال را می‌دهند که با مدیریت سود، توییح، جریمه و یا حتی از سمت خود برکنار شوند (فخاری و فقیه، ۱۳۹۶). مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر، ممکن است عملکرد بهتری داشته باشند. اصولاً انتظار عمومی این

باشد، متغیرهای حاکمیت شرکتی از قبیل دوگانگی نقش مدیر عامل، استقلال هیات مدیره و اندازه هیات مدیره بر ارزش شرکت تاثیر دارد. اما، هنگامی که متغیر وابسته ارزش افزوده اقتصادی باشد تنها متغیر دوگانگی و طایف مدیر عامل تاثیر گذار است. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین معیارهای عملکرد مالی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین معیارهای عملکرد و ارزش شرکت ارتباط مستقیم وجود دارد، یعنی شرکت‌هایی دارای ارزش بیشتری می‌باشند که دارای نسبت‌های مالی مناسبتری بوده و از این بابت عملکرد مطلوبی داشته باشند. همچنین، نتایج پژوهش مؤید این است که بین ارزش شرکت و معیارهایی از قبیل بازده دارایی‌ها، جریان نقدی هر سهم، سود هر سهم، بازده فروش و رشد فروش ارتباط قوی تری وجود دارد. لذا می‌توان گفت این معیارها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری برای تصمیم‌گیری می‌باشند. مجتهدزاده و حسن زاده (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین ارزش افزوده بازار با معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر مدل حسابداری و مدل اقتصادی پرداختند. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ و روش تجزیه و تحلیل، مدل رگرسیون پانلی با استفاده از نرم افزار Eviews است. نتایج پژوهش نشان داد که سود بعد از مالیات، نسبت به سایر معیارها با ارزش افزوده بازار همبستگی بیشتری دارد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات و مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اصلی اول: مالکیت نهادی بر معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده تاثیر دارد  
فرضیه فرعی اول: بین مالکیت نهادی و سود قبل از بهره و مالیات رابطه معناداری وجود دارد

تجربه کافی بر خوردار نبوده و از حضورمفت سواران ناخشنودند یا ممکن است سیاست مدارانه با مدیریت کنار بیایند.

عابد ال نورو همکاران (۲۰۱۷) رابطه شیوه‌های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند آنها دریافتند که رابطه مثبت بین کیفیت حاکمیت و عملکرد شرکت در سطوح پایین تمرکز مالکیت قوی تر است. جالب توجه است، که رابطه بین حاکمیت و عملکرد شرکت تابع افزایش مالکیت پراکنده است و این که علاوه بر ارزش حاکمیت خوب لزوما در سطح بالایی از تمرکز مالکیت حفظ نشده است. ضمن اینکه، چنین رابطه به بالاترین سطح خود می‌رسد زمانی که دولت و یا شرکت‌های محلی سهامداران عمده این شرکت هستند. گوپتا و شارما (۲۰۱۵) اثر شیوه‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های هندی و کره جنوبی را مورد پژوهش خود قرار دادند. آنها نشان می‌دهد که حاکمیت بهتر شرکت‌های بزرگ منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود. همچنین نشان دادند که شیوه‌های حاکمیت شرکتی محدودیت موثری در هر دو قیمت سهام شرکت‌ها و عملکرد مالی اعمال می‌کند. کورنت و همکاران (۲۰۰۷) در پژوهشی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های استاندارد اند پورز 100 و تاثیر نسبی سرمایه گذاران نهادی را در دوره زمانی ۱۹۹۳ تا 2000 بررسی کردند. آنها دریافتند که بین بازده جریان نقدی عملیاتی و درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی رابطه معنی داری وجود دارد. اما این رابطه فقط در مورد نهادهایی صادق است که رابطه تجاری با شرکت ندارند.

موسوی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش آفرینی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۴ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب گردید. نتایج پژوهش نشان داد در صورتی که متغیر وابسته ارزش شرکت، کیو توبین

فرضیه فرعی دوم: بین مالکیت نهادی و سود عملیاتی پس از مالیات رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه اصلی دوم: مالکیت نهادی بر معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر شاخص‌های بازار تاثیر دارد

فرضیه فرعی سوم: بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده بازار رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه فرعی چهارم: بین مالکیت نهادی و نسبت کیوتوبین رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۴- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای پژوهش: یک پژوهش کاربردی است زیرا نتایج حاصل از آن توسط طیف وسیعی از استفاده کنندگان مورد استفاده قرار می‌گیرد. از نظر هدف پژوهش، یک پژوهش همبستگی است زیرا به موجب آن سعی می‌شود رابطه و تاثیر چند متغیر بر یکدیگر مورد بررسی قرار گیرد. از نظر زمان اجراء پژوهش، یک پژوهش گذشته‌نگر است. زیرا اطلاعات مربوط به رویدادهای گذشته اعضای نمونه در آن استفاده شده است. از نظر منطقه اجرای پژوهش، یک پژوهش استقرایی است. زیرا به موجب آن کوشش می‌شود تا بر اساس مشاهداتی محدود (نمونه) نتیجه را به کل جامعه تعمیم دهیم. از نظر ماهیت داده، یک پژوهش کمی است. زیرا متغیرهای پژوهش اندازه گیری شده و بصورت اعداد ارقام مورد استفاده قرار گرفته اند.

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، برای انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور از بین جامعه آماری تعداد ۱۴۵ شرکت (۱۰۱۵ سال- شرکت) به عنوان شرکت‌های نمونه جهت برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است.

در این پژوهش، گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌یی و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌ها- ی مورد نظر از اطلاعات ارائه شده در سایت اطلاع رسانی بانک مرکزی و صورت‌های مالی ارائه شده به سازمان بورس اوراق بهادار و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره آورد نوین استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از روش‌های آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. ابتدا با استفاده از نرم‌افزار Excel- 2007 متغیرهای پژوهش از روی داده‌های خام آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews9 و به کمک رگرسیون روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) با رویکرد داده‌های تابلویی و در سطوح معناداری ۵٪ تجزیه و تحلیل نهایی انجام شد.

#### ۵- متغیرها و مدل‌های پژوهش

##### ۵-۱- متغیرهای وابسته پژوهش عبارتند از:

- سود قبل از بهره و مالیات (EBIT): که از صورت‌حساب سود و زیان شرکت قابل استخراج می‌باشد
  - سود عملیاتی پس از مالیات (NOPAT): که از صورت‌حساب سود و زیان شرکت قابل استخراج می‌باشد به عبارت دیگر  $EBIT \times (1-t)$
  - ارزش افزوده بازار (MVA): که از طریق رابطه زیر بدست می‌آید
- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = MVA
- نسبت کیوتوبین (Q): که از طریق رابطه زیر بدست می‌آید

$$\text{Tobin's } q = \frac{TA - BV + MV}{TA} \quad (1)$$



(۵)

$$EBIT_{it} = \beta_0 + \beta_1 instown_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۶)

$$NOPAT_{it} = \beta_0 + \beta_1 instown_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۷)

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 instown_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۸)

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 instown_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن‌ها : EBIT = سود قبل از بهره و مالیات، NOPAT = سود عملیاتی پس از مالیات، MVA = ارزش افزوده بازار، Q = نسبت کیوتوبین، Instown = مالکیت نهادی، Size = اندازه، SG = رشد فروش، CFO = جریان نقد عملیاتی، Lev = اهرم مالی

### ۶- یافته‌های پژوهش

#### ۶-۱- آماره‌های توصیفی پژوهش

آماره‌های توصیفی شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش ارائه می‌کنند. نتایج این آزمون در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

مهم ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. همانطور که در جدول (۱) نشان داده شده است میانگین سود قبل از بهره و مالیات و سود خالص به ترتیب ۸۸۷۹ و ۷۵۹۲ میلیون ریال بوده است. ضمناً میانه متغیرهای مذکور به ترتیب ۷۲۷۲ و ۴۸۳۹ میلیون ریال می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از

که در آن: TA: مجموع دارایی‌ها، BV: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، MV: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

#### ۵-۲- متغیر مستقل: مالکیت نهادی (instown)

برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست آمده است.

$$Instown_{it} =$$

$$\frac{\text{سهام در دست نهادها موسسات، و واسطه مالی‌های}}{\text{تعداد کل سهام منتشره}} \quad (۲)$$

#### ۵-۳- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): عبارت است از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها  
رشد فروش (SG): عبارت است از نرخ رشد سالیانه فروش شرکت که از طریق رابطه ۳ بدست می‌آید

(۳)

$$S.Growth = \frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$$

جریان نقد عملیاتی (CFO): عبارتست از نسبت جریان نقد عملیاتی سال جاری تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای سال

(۴)

$$CFT = \frac{Cash.Flow.Operatioal}{Assets_{t-1}}$$

اهرم مالی (leverage): این نسبت از جمع مقدار کل بدهی‌های شرکت تقسیم بر جمع کل دارایی‌های شرکت در سال مورد نظر بدست می‌آید. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره به شرح رابطه‌های ۵ الی ۸ استفاده می‌گردد:

داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. در بین متغیرهای تحقیق، سود خالص و اندازه شرکت به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. متغیر جریان نقد عملیاتی کمترین عدم تقارن و ارزش بازار بیشترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند.

جدول (۱): آماره‌های توصیفی پژوهش

LEVE	CFT	SG	SIZE	INST	Q	MVA	Nopat	EBIT	
۰,۶۰	۰,۱۸	۰,۱۴	۵,۹۵	۰,۳۹	۰,۳۷	۲۷۶۸۰	۷۵۹۲	۸۸۷۹	میانگین
۰,۶۴	۰,۰۷	۰,۱۰	۵,۹۰	۰,۱۲	۰,۱۸	۲۹۹۰۶	۴۸۳۹	۷۲۷۲	میانه
۰,۷۹	۲,۸۲	۰,۸۰	۷,۹	۰,۸۵	۴,۹۹	۵۷۸۶۲	۱۴۲۴۵	۱۷۰۰۰	حداکثر
۰,۱۰	-۰,۳۱	-۰,۱۴	۴,۴۸	۰,۰۹	۰,۱۴	۹۶۶۱	-۱۳۶۰۵	-۱۸۷۵۲	حداقل
۰,۱۶	۰,۴۴	۰,۱۴	۰,۷۵	۰,۳۹	۰,۶۸	۰,۷۰	۰,۱۲	۰,۸۲	انحراف معیار
-۰,۴۴	۰,۱۸	۰,۳۳	۰,۴۸	۰,۷۷	۰,۶۳	۰,۸۵	۰,۶۴	۰,۳۶	چولگی
۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	مشاهدات

مدل و جملات خطای رگرسیون تحقیق توزیع غیر نرمال نیست.

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود آماره‌ی آزمون نرمال بودن متغیرها و سطح معناداری آن‌ها بیانگر تایید فرضیه‌ی  $H_0$  و رد فرضیه‌ی  $H_1$  بوده است. به بیان دیگر، متغیرهای به کار رفته در مدل‌های رگرسیون تحقیق دارای توزیع غیر نرمال نیست.

### ۲-۶- آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

به منظور تأیید فرض نرمال بودن از آزمون جارک-برا (JB) استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول شماره (۲) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود آماره‌ی آزمون نرمال بودن متغیرها و سطح معناداری آن‌ها بیانگر تایید فرضیه‌ی  $H_0$  و رد فرضیه‌ی  $H_1$  بوده است. به بیان دیگر، متغیرهای به کار رفته در

جدول (۲): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته‌ی تحقیق و جز اخلال

EBIT	MVA	NOPAT	Q	RESID	نام متغیر آزمون
۰,۹۰	۱,۶۰	۱,۸۵	۱,۷۰	۰,۹۷	آماره آزمون Jarque-Bera
۰,۷۹	۰,۴۴	۰,۳۵	۰,۴۲	۰,۷۶	p.v

همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود از آنجایی که سطح خطای آزمون‌های مزبور در مدل‌های تحقیق از ۵٪ کوچکتر بوده، لذا آماره‌های آزمون نشان دهنده ناهمسانی واریانس بوده و از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS)، استفاده می‌شود.

### ۳-۶- آزمون ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس باقی-مانده‌های مدل‌های پژوهش با استفاده از آزمون وایت، آزمون گلجسر، آزمون آرچ و بروش پاگان در جدول شماره‌ی (۳) قابل مشاهده است.



جدول (۳): نتایج آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌های مدل رگرسیون

روش تخمین	نتیجه	آزمون لاگرانژ	آزمون وایت	آزمون آرچ	آزمون گلجسر	آزمون بروش-پاگان		
							آماره	مدل اول
EGLS	ناهمسانی	۵۰,۴۲	۱۰,۵۴	۴۷۷,۵۴	۵۳,۷۵	۱۷,۱۹	آماره	مدل اول
	واریانس	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	p.v	
EGLS	ناهمسانی	۵۲,۳۴	۱۰,۹۷	۵۵۸,۴	۵۷,۹۰	۱۸,۰۹	آماره	مدل دوم
	واریانس	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	p.v	
EGLS	ناهمسانی	۲۱,۲۶	۴,۳۱	۷۴,۶۷	۱۱,۸۸	۴,۴۲	آماره	مدل سوم
	واریانس	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	p.v	
EGLS	ناهمسانی	۲۴,۷۷	۵,۰۴	۴۱۳,۷۳	۱۳,۱۵	۳,۵۴	آماره	مدل چهارم
	واریانس	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	p.v	

نتایج حاصل از F مقید و هاسمن نشان می‌دهد که روش مورد نیاز برای تخمین مدل تحقیق مدل داده‌های تابلویی می‌باشد (سطح خطا کمتر از ۵٪). لذا برای تعیین روش اثرات ثابت یا تصادفی باید از آزمون هاسمن استفاده شود. از آنجا که احتمال آزمون هاسمن در مدل تحقیق کوچکتر از ۵٪ است نوع مدل منتخب "مدل اثرات ثابت" خواهد بود

۴-۶- آزمون تعیین مدل مناسب در داده‌های ترکیبی  
برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شده است. در آزمون F لیمر، فرضیه  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف  $H_1$  ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد.

جدول (۴): نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأهای مقاطع) و هاسمن (عدم همسانی عرض از مبدأهای مقاطع)

نوع آزمون	نتیجه آزمون	p-v	آماره F	مدل	آزمون چاو
داده‌های تابلویی	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۱	۲,۵۸	مدل اول	$H_0$ یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع
داده‌های تابلویی	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۲	۲,۴۷	مدل دوم	$H_0$ یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع
داده‌های تابلویی	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۴	۲,۱۶	مدل سوم	$H_0$ یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع
داده‌های تابلویی	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۰	۸,۸۳	مدل چهارم	$H_0$ یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع
نتیجه آزمون	نتیجه آزمون	p.v	Chi.sq	مدل	آزمون هاسمن
اثرات ثابت	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۰	۱۵,۴۵	مدل اول	ارتباط بین متغیرهای مستقل و خطای تخمین
اثرات ثابت	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۱	۱۴,۷۴	مدل دوم	ارتباط بین متغیرهای مستقل و خطای تخمین
اثرات ثابت	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۲	۱۲,۴۶	مدل سوم	ارتباط بین متغیرهای مستقل و خطای تخمین
اثرات ثابت	$H_0$ رد می‌شود	۰,۰۰	۳۳,۱۷	مدل چهارم	ارتباط بین متغیرهای مستقل و خطای تخمین

مقدار شاخص عامل تورم واریانس<sup>۳</sup> نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. معناداری آماره فیشر (۹۵,۷۱) در سطح ۵٪ حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است.

۵-۶- نتایج برآورد مدل‌های پژوهش  
۶-۱-۵- نتیجه‌ی آزمون مدل اول پژوهش  
نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۵) به شرح زیر بیان می‌شود.





با توجه به نتایج جدول (۵) آماره‌ی  $t$  مربوط به متغیر مستقل مالکیت نهادی (INSTOWN) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲,۳۹ و ۰,۰۱ بوده و ضریب آن نیز ۰,۱۰ می‌باشد. به عبارتی با ۰,۰۱ افزایش در مالکیت نهادی، میزان سود قبل از بهره و مالیات ۰,۱۸ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر مالکیت نهادی تاثیر معناداری بر سود قبل از بهره و مالیات داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (INSTOWN) مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و معنی داری بین مالکیت نهادی و سود قبل از بهره و مالیات وجود دارد. به عبارت دیگر هرچه میزان مالکیت نهادی بیشتر باشد به افزایش میزان سود قبل از بهره و مالیات منجر می‌شود.

مقدار آماره دوربین واتسون (۱,۸۰) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰,۴۵۱ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۵٪ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۵۵٪ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. فرضیه اصلی اول: مالکیت نهادی بر معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده تاثیر دارد فرضیه‌ی فرعی اول: "بین مالکیت نهادی و سود قبل از بهره و مالیات رابطه معناداری وجود دارد"

جدول (۵): نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش EGLS

$EBIT_{it} = \alpha + \beta_1 INSTOWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \epsilon_{it}$					
VIF	سطح خطا	تی-آستودنت	ضرایب	علامت اختصاری	شرح
	۰,۰۰	۲,۸۷	۸۰,۳۷	$\alpha$	عرض از مبدأ
۱,۰۲	۰,۰۱	۲,۳۹	۰,۱۰	Instown	مالکیت نهادی
۱,۰۱	۰,۰۰	۲,۵۴	۰,۰۵	SIZE	اندازه شرکت
۱,۰۰۵	۰,۰۰	۳,۷۷	۰,۰۶	SG	رشد شرکت
۱,۰۱	۰,۰۰	۵,۹۳	۰,۰۹	CFT	جریان نقد عملیاتی
۱,۰۲	۰,۱۳	-۱,۵۱	-۰,۱۱	LEVE	اهرم مالی
۰,۴۵۱			ضریب تعیین تعدیل شده $R^2$		
(۰,۰۰۰)		۹۵,۷۱	F رگرسیون (سطح خطا)		
۱,۸۰			دوربین واتسون		

مقدار آماره دوربین واتسون (۱,۹۵) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰,۴۶۷ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۷٪ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل

۶-۵-۲- نتیجه‌ی آزمون مدل دوم پژوهش نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۶) به شرح زیر بیان می‌شود: مقدار شاخص عامل تورم واریانس نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. معناداری آماره فیشر (۵۸,۹۶) در سطح ۵٪ حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است.



افزایش در مالکیت نهادی، میزان سود عملیاتی پس از مالیات ۰,۰۷ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر مالکیت نهادی تاثیر معناداری بر سود عملیاتی بعد از مالیات داشته و فرضیه‌ی فرعی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (INSTOWN) مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و معنی داری بین مالکیت نهادی و سود خالص بعد از مالیات وجود دارد.

و کنترلی نسبت داد و ۵۳٪ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. فرضیه‌ی فرعی دوم: "بین مالکیت نهادی و سود عملیاتی پس از مالیات رابطه معناداری وجود دارد" با توجه به نتایج جدول (۶) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل مالکیت نهادی (INSTOWN) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲,۸۸ و ۰,۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰,۰۷ می‌باشد. به عبارتی با ۰,۰۱

جدول (۶): نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش EGLS

$NOPAT_{it} = \alpha + \beta_1 INSTOWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$					
VIF	سطح خطا	تی-استیودنت	ضرایب	علامت اختصاری	شرح
	۰,۰۱	۲,۴۸	۶۷۶۵	$\alpha$	عرض از مبدأ
۱,۰۲	۰,۰۰	۲,۸۸	۰,۰۷	Instown	مالکیت نهادی
۱,۰۱	۰,۰۳	۲,۱۲	۰,۰۵	SIZE	اندازه شرکت
۱,۰۰۵	۰,۰۰	۳,۲۵	۰,۰۹	SG	رشد شرکت
۱,۰۱	۰,۰۰	۶,۵۴	۰,۱۰	CFT	جریان نقد عملیاتی
۱,۰۲	۰,۰۰	-۲,۴۴	-۰,۱۵	LEVE	اهرم مالی
۰,۴۶۷			ضریب تعیین تعدیل شده $R^2$		
(۰,۰۰۰)		۵۸,۹۶	F رگرسیون (سطح خطا)		
۱,۹۵		دوربین واتسون			

تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۶۰٪ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. فرضیه اصلی دوم: مالکیت نهادی بر معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر شاخص‌های بازار تاثیر دارد. فرضیه‌ی فرعی سوم: "بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده بازار رابطه معناداری وجود دارد" با توجه به نتایج جدول (۷) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل مالکیت نهادی (INSTOWN) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲,۵۱ و ۰,۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰,۱۳ می‌باشد. به عبارتی با ۰,۰۱

۳-۵-۶- نتیجه‌ی آزمون مدل سوم پژوهش نتایج آزمون مدل سوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۷) به شرح زیر بیان می‌شود: مقدار شاخص عامل تورم واریانس نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. معناداری آماره فیشر (۹۱,۶۵) در سطح ۵٪ حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱,۹۸) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰,۳۹۷ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۰٪ از

اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (INSTOWN) مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و معنی داری بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده بازار وجود دارد.

افزایش در مالکیت نهادی، میزان ارزش افزوده بازار ۰,۱۳ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر مالکیت نهادی تاثیر معناداری بر ارزش افزوده بازار داشته و فرضیه‌ی سوم پژوهش در سطح

جدول (۷): نتایج آزمون مدل سوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش ECLS

$MVA_{it} = \alpha + \beta_1 INSTOWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرح	علامت اختصاری	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	$\alpha$	۲۸۹۳	۴,۶۸	۰,۰۰	
مالکیت نهادی	Instown	۰,۱۳	۲,۵۱	...	۱,۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۷	۲,۷۴	۰,۰۰	۱,۰۱
رشد شرکت	SG	۰,۰۵	۲,۶۰	۰,۰۰	۱,۰۰۵
جریان نقد عملیاتی	CFT	۰,۱۱	۱,۲۳	۰,۲۱	۱,۰۱
اهرم مالی	LEVE	-۰,۱۰	-۲,۸۵	۰,۰۰	۱,۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده $R^2$		۰,۳۹۷			
F رگرسیون (سطح خطا)		۹۱,۶۵ (۰,۰۰۰)			
دوربین واتسون		۱,۹۸			

مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. فرضیه‌ی فرعی دوم: "بین مالکیت نهادی و نسبت کیوتوبین رابطه معناداری وجود دارد" با توجه به نتایج جدول (۸) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل مالکیت نهادی (INSTOWN) و سطح معناداری آن (p.۷) به ترتیب ۲,۳۸ و ۰,۰۱ بوده و ضریب آن نیز ۰,۱۴ می‌باشد. به عبارتی با ۰,۰۱ افزایش در مالکیت نهادی، میزان نسبت کیوتوبین ۰,۱۴ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر مالکیت نهادی تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین داشته و فرضیه‌ی فرعی چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (INSTOWN) مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و معنی داری بین مالکیت نهادی و نسبت کیوتوبین وجود دارد.

۴-۵-۶- نتیجه‌ی آزمون مدل چهارم پژوهش نتایج آزمون مدل چهارم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۸) به شرح زیر بیان می‌شود: مقدار شاخص عامل تورم واریانس نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. معناداری آماره فیشر (۱۱۵,۶۵) در سطح ۵٪ حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است. مقدار آماره دوربین واتسون (۲,۰۰۴) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰,۴۴۷ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۵٪ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۵۵٪ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه

جدول (۸): نتایج آزمون مدل چهارم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش EGLS

$Q_{it} = \alpha + \beta_1 INSTOWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$					
VIF	سطح خطا	تی-استیودنت	ضرایب	علامت اختصاری	شرح
	۰,۰۰	۵,۴۰	۰,۶۱	$\alpha$	عرض از مبدأ
۱,۰۲	۰,۰۱	۲,۳۸	۰,۱۴	Instown	مالکیت نهادی
۱,۰۱	۰,۰۷	۱,۷۸	۰,۰۳	SIZE	اندازه شرکت
۱,۰۰۵	۰,۰۴	۲,۰۹	۰,۰۷	SG	رشد شرکت
۱,۰۱	۰,۰۰	۳,۱	۰,۱۷	CFT	جریان نقد عملیاتی
۱,۰۲	۰,۰۲	-۲,۲۴	-۰,۱۵	LEVE	اهرم مالی
۰,۴۴۷			ضریب تعیین تعدیل شده $R^2$		
(۰,۰۰۰)		۱۱۵,۶۵	F رگرسیون (سطح خطا)		
۲,۰۰۴			دوربین واتسون		

## ۷- بحث و نتیجه‌گیری

نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار تاثیر معناداری دارد. این تاثیر هم در شاخص‌های سود باقیمانده و هم شاخص‌های بازار مثبت می‌باشد. شاخص‌های سود باقیمانده ناشی از عملکرد درون شرکت است که مدیریت می‌تواند با اتخاذ برنامه‌ها و استراتژی‌های کوتاه مدت بر این شاخص‌ها تاثیر گذار باشد و مالکان نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت‌طلبانه وا می‌دارد. بنابراین مالکان نهادی می‌توانند از طریق نظارت مستمر و اثربخش، توانایی مدیران در مدیریت سود را محدود سازند. براساس فرضیه نظارت کارآمد، سهامداران نهادی نظارت کارتری بر شرکت اعمال می‌کنند و به حداکثر رسیدن ارزش شرکت در بلندمدت منجر می‌شود. از طرف دیگر بنابر فرضیه همگرایی منافع، سهامداران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارد. بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی عمدتاً برسودهای جاری تمرکز می‌کنند و در این راه مدیران را نیز با خود همراه می‌کنند. شاخص‌های بازار ناشی از عرضه و تقاضای مشارکت کنندگان بازار و استراتژی بلندمدت شرکت است و از آنجایی که سهامداران نهادی دارای نفوذ و تاثیر قابل ملاحظه‌ای در بازار

سرمایه و مدیریت فعالیت‌های تجاری شرکت‌ها هستند و ضمن برخورداری از ساختار منسجم سازمانی، اطلاعات ارزشمند و استراتژیک مالی و تجاری را از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت‌های مورد سرمایه‌گذاری بدست می‌آورند، نقش اصلی را در شکل‌گیری بسیاری از تغییرات در سیستم‌های حاکمیت شرکتی دارند. هرچند درصد مالکیت نهادها در یک شرکت بیشتر افزایش می‌یابد، سهامداران نهادی به نیابت از دامنه گسترده‌ای از مالکان و با اتکا به توان تحلیل و سرمایه‌های اطلاعاتی بالای خود، تصمیمات هدفمند و تاثیر گذار بخصوص در حوزه سازوکارهای تقسیم سود اتخاذ نموده، و تاثیر به‌سزایی در تخصیص منابع، افزایش کارایی و تسریع جهت‌دهی به حرکت بازار دارند.

نتایج این پژوهش با نتایج تحقیق چانگ و همکاران (۲۰۰۲) و تحقیق بارتو و همکاران (۲۰۰۰) مطابقت دارد.

با توجه به این موضوع که حضور سرمایه‌گذاران نهادی سبب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود، پیشنهاد می‌گردد که مکانیزمی فراهم گردد تا اطلاعات مربوط به این سهامداران در اختیار استفاده کنندگان از صورت‌های مالی قرار گیرد. همچنین با توجه به اجرای اصل ۴۴ در رابطه با خصوصی سازی، پیشنهاد می‌شود ضمن واگذاری سهام شرکت‌ها به

- \* خدادادی، ولی، نیک کار، جواد و ویسی، سجاد (۱۳۹۵). تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر به موقع بودن افشای گزارشگری مالی، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۵۲، صص ۷۴-۵۳.
- \* رحمان سرشت، حسین و مظلومی، نادر (۱۳۸۴). بررسی رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، صص ۱۱۰-۸۶.
- \* رحیمیان، نظام الدین، بابائی، فاطمه و جهانگیری، حسین (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال پنجم، شماره ۱، شماره پیاپی ۸، صص ۷۲-۵۱.
- \* صالحی، اله کرم (۱۳۹۳). تصمیم‌گیری در مسائل مالی، چاپ اول، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان
- \* فخاری، حسین و فقیه، محسن (۱۳۹۶). مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی سازوکارهای راهبری شرکتی بر ارتباط بین مدیریت سود و قدرت پیش‌بینی‌کنندگی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۹، شماره ۱، شماره پیاپی ۷۳، بهار و تابستان ۱۳۹۶، صص ۱۶۹-۱۲۵.
- \* مجتهدزاده، ویدا و حسن زاده، شادی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین ارزش افزوده بازار با معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر مدل حسابداری و مدل اقتصادی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۲، صص ۱۷۸-۱۴۷.
- \* موسوی، سیدعلی (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش آفرینی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان
- سرمایه‌گذاران نهادی، باعث تمرکز بیشتر مالکیت آن‌ها بر شرکت‌ها می‌شود و با ایجاد تنوع بین مالکان امکان رقابت بین آنها ایجاد می‌شود. اول، از این طریق اعمال نظارت بر عملکرد مدیریت انجام می‌شود و در ثانی ضمن انتقال اطلاعات از سوی آن‌ها به بازار، کارایی اطلاعاتی بازار بهبود یافته و معاملات سهام افزایش می‌یابد.
- همچنین به منظور استفاده هر چه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن تأثیر مالکیت نهادی و شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار در آینده می‌توان به موضوع‌های زیر توجه بیشتری نمود:
- در این تحقیق تنها از یک ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (مالکیت نهادی) استفاده شد. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی از سایر معیارها و ویژگی‌های ساختار مالکیتی و حاکمیت شرکتی استفاده شود.
  - در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌های تحقیق؛ تنها دو معیار از شاخص‌های گوناگون ارزیابی عملکرد استفاده شده است پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی از سایر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار استفاده شود
  - در این تحقیق آزمون فرضیه‌های تحقیق بدون توجه به صنعتی که شرکت‌های مورد پژوهش در آن فعالیت می‌کنند انجام شد. به پژوهشگران آینده توصیه می‌شود آزمون فرضیه‌های تحقیق را در سطح هر صنعت نیز انجام دهند.
- فهرست منابع**
- \* حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، مجله حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲.

- \* Abed Al-Nasser, Abdallaha, Ahmad K.Ismail (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries Journal of International Financial Markets, Institutions and Money Volume 46, January 2017, Pages 98-115
- \* Bartov, E. S. R., & Krinsky, I. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns. The Accounting Review, 12, 43-63.
- \* Brown, Lawrence D. And Caylor, Marcus L., (2006). Corporate Governance and Firm Performance . Available At Ssrn: [Http://Ssrn.Com/Abstract=586423](http://Ssrn.Com/Abstract=586423).
- \* Cornett, M. M. Marcus, A. J. Saunders, A. and H. Tehranian (2007). "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." Journal of Banking & Finance. Vol. 31, Pp. 1771-1794.
- \* Gonzalez, J. S., & Garcia-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? Journal of Business Ethics, 121, 419-440.
- \* Gupta, P., Sharma, AM., 2014. A study of the impact of corporate governance practices on firm performance in Indian and South Korean companies. Procedia-Social and Behavioral Sciences 133, pp. 4-11.
- \* Lin, F. L. (2011). Is earnings management opportunistic or beneficial in Taiwan? Application of panel smooth transition regression model, International Journal of Economics and Finance, 3(1), 133-141
- \* Potter, G (1992). "Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stook Returns," Journal Accounting Research, Spring: 146-155.
- \* Pound, J. (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 237-65.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Efficient monitoring hypothesis
- <sup>2</sup>. Convergence of interests hypothesis
- <sup>3</sup>. Variance Inflation Factor (VIF)