



ملاکهای ارزیابی عملکرد و مالکیت نهادی

۱. حمید حسین پور^۱

کارشناسی ارشد، حسابداری، حسابرس دیوان محاسبات کشور، خراسان شمالی.

h.hosseinpur@gmail.com

۲. هادی قوامی

استادیارگروه اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، فردوسی مشهد

Ghavam_h@yahoo.com

۳. مهدی قنبری

دانشجوی کارشناسی ارشد، مدیریت سیستم‌های اطلاعاتی، حسابرس ارشد دیوان محاسبات کشور، خراسان شمالی

mehdi.ghanbari62@gmail.com

چکیده

در این پژوهش به بررسی رابطه بین حضور سهامداران نهادی در جمع مالکین شرکت بر عملکرد حسابداری شرکت پرداخته‌ایم. هدف از این تحقیق تلاش برای شناخت توان بالقوه و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در اثرگذاری بر عملکرد شرکتها و در پی آن بر بازار بورس است. برای این امر از مجموعه معیارهای سنجش عملکرد حسابداری نسبت کیوتوبین و نسبت قیمت به سود هر سهم به عنوان متغیرهای وابسته انتخاب شدند و معیار حضور مالکان نهادی به عنوان متغیر مستقل با نسبت مالکیت و تعداد سهامداران نهادی مشخص شد. بررسی فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون داده‌های تلفیقی انجام شده است. دوره زمانی انجام این تحقیق از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ و ۲۰۶ شرکت نمونه این تحقیق از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت مالکیت آنها با کیوتوبین همچنین و بین نسبت مالکیت نهادی با نسبت قیمت به سود هر سهم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. همچنین بین تعداد سهامداران نهادی با نسبت قیمت به سود هر سهم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: ارزیابی عملکرد، مالکیت نهادی، کیوتوبین، نسبت قیمت به سود هر سهم.

Performance evaluation criteria and institutional ownership

Abstract:

In this study we examine the relationship between the presence of institutional shareholders among owners on firm's accounting performance. This study tries to define the potential and the role of the institutional investors in effecting on firms' performance and subsequently on stock market. To do that we have gathered the factors such as the Tobin's Q and P/E as dependent variables and the presence of institutional owners as the independent variable was determined by the ratio of ownership and the number of institutional. This research examines ten hypotheses by introducing five models. Hypotheses were examined by panel data regression model. This study uses a sample of 206 firms listed in Tehran Stock Exchange during the years 1383-1387. The results show that the numbers of the institutional investors and Tobin's Q in confidence level of 95%. Beside that there is a positive significant relationship between the numbers of the institutional investors and between ownership ratios and P/E. Also there is a Also there is no relationship between the numbers of the institutional investors and P/E .

Key Words: Performance assessment, institutional ownership, Tobin's Q, price to earnings ratio

۱. مقدمه و بیان مساله

با توجه به مباحثی همچون تئوری نمایندگی و حاکمیت شرکتی می‌توان انتظار داشت هر گونه تغییری در اجزاء ساختار حاکمیت شرکتها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و در نتیجه تغییر عملکرد آنها منجر شود. بدین سبب یکی از سوالاتی که باید بدان پرداخت آن است که چه رابطه‌ای بین ساختار مالکیت شرکتها از نظر تنوع مالکین و همچنین میزان تمرکز نسبتهای مالکانه از یک سو و عملکرد این شرکتها از سوی دیگر وجود دارد. با تفکیک شدن مالکیت و مدیریت در شرکتها (مخصوصاً شرکتهای سهامی عام) اختیار اعمال حاکمیت مستقیم تک تک مالکین بر شرکت کمرنگ شده و کنترل به گروههای دیگری که هیات مدیره‌ها و مدیران را انتخاب می‌کنند، سپرده می‌شود. سرمایه‌گذاران، سهامداران و معامله‌گران که با هدفهای کوتاه مدت و بلند مدت به دنبال افزایش منافع آتی خود هستند، علاقه زیادی به بررسی عملکرد شرکتها دارند. موسسات بزرگ که با منابع مالی کلان



اقدام به سرمایه‌گذاری در سایر شرکتها می‌کنند (سرمایه‌گذاران نهادی حقوقی) در حوزه‌هایی همچون ساختار سرمایه، استراتژی و عملکرد شرکتها تحت تملک خود به طور بالقوه می‌توانند موثر واقع شوند.

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به خریدهای عمده خود و با توجه به میزان حق رای خود توانایی اعمال نظر در تصمیمات مدیریتی شرکت و حتی انتخاب مدیران را دارند. به زبان دیگر آنها میل زیادی دارند از حقوق مالکیتشان برای تحت تاثیر قرار دادن مدیران، برای عمل کردن در راستای منافع خود استفاده کنند. به علاوه ساختار منسجم سازمانی و شبکه پیچیده مالکانه آنها تمایز این گروه را بیشتر نمایان می‌کند. آنان به نیابت از گستره وسیعی از مالکان و با اتکا به توان تحلیل بالای خود تصمیمات آگاهانه و منطقی‌تری (در مقایسه با سرمایه‌گذاران ناآگاه) اتخاذ کرده و روند بهبود کارایی بازار را تسریع نموده و عملکرد تخصیص منابع توسط بازار را بهبود می‌بخشند. علاوه بر آن سایر سرمایه‌گذاران غیر نهادی شرکتها، تحت تاثیر استراتژیهای سرمایه‌گذاران نهادی هستند. همچنین در دهه‌های اخیر سهام متعلق به سرمایه‌گذاران حقوقی افزایش چشم‌گیری داشته است و حضور آنان در جمع مالکان اصلی شرکتها بارزتر شده است که از علل آن می‌توان گسترش صندوقهای بازنشستگی، صندوقهای سرمایه‌گذاری و بیمه‌ها و بانکها را نام برد. بنابراین بررسی رابطه مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با عملکرد شرکت مورد توجه خواهد بود. در این پژوهش اثر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی از لحاظ تعداد و نسبت مالکیت آنها بر عملکرد حسابداری شرکتها مورد بررسی قرار می‌گیرد. به نحوی با توجه به معیارهای مختلف موثر بر عملکرد شرکتها در این تحقیق نسبت کیوتوبین و قیمت به سود هر سهم شرکتها از لحاظ تاثیرپذیری مالکیت نهادی مورد بررسی قرار گرفته است.

۲. اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

بازارهای سرمایه از طریق تخصیص بهینه منابع منجر به افزایش بازده سرمایه‌گذاریها و ارتقای رفاه عمومی می‌شوند و با تسهیل عملیات نقل و انتقال سرمایه، جریان منابع به محیطهای بهره‌ور را سبب می‌شوند واضح است که عملکرد مناسب بازار می‌تواند پیامدهای مثبت بسیاری برای عموم در برداشته باشد، به نحوی که امروزه میزان توسعه‌یافتگی بازارهای سرمایه، به عنوان یکی از شاخصهای پیشرفت جوامع تلقی می‌شود.

سرمایه‌گذاران نهادی یکی از گروههای اصلی فعال در بازار هستند که می‌توانند از طریق انجام معاملات عمده تاثیر شگرفی بر سمت و سوی حرکت بازار سرمایه داشته باشند. با توجه به اینکه در حال حاضر شرکتها سرمایه‌گذاری ۲۵،۲ درصد، صندوقهای بازنشستگی و تامین اجتماعی بیش از ۱۵،۹ درصد، دولت و شرکتها وابسته ۱۶،۵ درصد، بانکهای خصوصی و دولتی ۴،۹ درصد، تعاونی‌ها ۱،۲ درصد، مردم و اشخاص حقیقی ۲۱ درصد و سهام عدالت و سرمایه‌گذاری استانی جمعا ۱۹ درصد مالکیت شرکتها حاضر در بورس تهران را در اختیار دارند (علی صالح آبادی، روزنامه همشهری ۸۸/۷/۲۰) و اینکه اعمال تصمیمات و استراتژیهای مدیریتی آنها نقش کلیدی در عملکرد شرکتها و در پی آن ثروت و سود سایر سرمایه‌گذاران و معامله‌گران دارد، اهمیت شناخت روابط بین مالکیت نهادی و معیارهای عملکرد را بیش از پیش نشان می‌دهد. نکته دیگر اثرگذاری بر تولید سازمانی است، تولید ضعیف هزینه‌های نمایندگی را افزایش داده و قدرت رقابت سازگاری شرکت با محیط را کاهش می‌دهد. بنابراین پیامدهای ناشی از حضور مالکانه نهادها در جمع ساختار مالکیت نکته‌ای است که توجه کاملی را می‌طلبد. تحقیق حاضر به دنبال شناخت نقش مهم سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه و در اقتصاد کشور می‌باشد.

۳. کاربرد نتایج تحقیق

تحقیق حاضر از دو جنبه کاربردی و نظری مورد توجه است نخست آنکه مالکیت با حقوق مفروض است و لکن در شرکتها سهامی عام مالکیت از کنترل به درجات مختلف جداست نکته دیگر اثرگذاری بر تولید سازمانی است.

پاسخ به سوالات این تحقیق در جهت‌گیری و تخصیص بهینه سرمایه‌های سرمایه‌گذاران خرد موثر است. علاوه بر آن می‌تواند در شکل‌دهی ترکیب مالکیت شرکتها به منظور دستیابی به عملکرد بهتر موثر باشد. حتی معامله‌گران نیز با توجه به نتایج این تحقیق می‌توانند برنامه ریزی معاملاتشان را انجام داده و نگرش کاملتری نسبت به بازده مورد انتظار خود داشته باشند. علاوه بر موارد فوق نتایج این تحقیق، می‌تواند تاثیر نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر توسعه و رشد اقتصادی کشور را نشان دهد.

۴. فرضیه‌های تحقیق

قبل از بیان فرضیه‌ها به معرفی متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق می‌پردازیم. ملاکهای ارزیابی عملکرد به معیارهای حسابداری و اقتصادی قابل تقسیم است. دربخش معیارهای حسابداری از کیوتوبین، قیمت به سود هر سهم (P/E) به عنوان متغیرهای وابسته استفاده گردید متغیرهای مستقل این پژوهش نیز تعداد و نسبت مالکیت سهامداران نهادی می‌باشد.



با توجه به اهداف و سایر مطالب ذکر شده برای این تحقیق فرضیه‌های زیر مطرح گردید :

- (۱) بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت کیوتوبین شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.
- (۲) بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت کیوتوبین شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.
- (۳) بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.
- (۴) بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.

۵. پیشینه تحقیق

۵-۱- تحقیقات خارجی

مندهر کوکی و منصف گویزانی (۲۰۰۹) ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در بازار بورس تونس را مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که نگرش ساختار مالکیت، به طور قوی با سیاست تقسیم سود شرکت های تونسی مرتبط است. بین مالکیت دولتی و سود تقسیمی به سهامداران رابطه منفی وجود دارد.

سانقون لی (۲۰۰۹)، به بررسی ارتباط میان نظام راهبری شرکت ها و عملکرد پرداخته است، وی در پژوهش خود راهبری شرکتی را از دو دیدگاه رویکرد سهامداران و رویکرد ذینفعان مورد بررسی قرار می دهد. نتایج بررسی سانقون لی نشان می دهد که تمرکز مالکیت می تواند به عنوان مکانیسم مناسبی از معیارهای راهبری شرکت ها عمل کند و اثر مثبت بر عملکرد شرکت ها داشته باشد و همچنین مشاهده می شود که سهامداران کنترل کننده تمایل به افزایش ثروت خود از طریق استثمر و استفاده از حقوق سهامداران اقلیت دارند، لذا پیشنهاد می شود که بهتر است در کشورها یک سیستم قانونی بر اعمال این سهامداران نظارت داشته باشد.

آندرس (۲۰۰۸)، رابطه بین سهامداران و عملکرد شرکت ها را در حیطه مالکیت خانوادگی بررسی کرده است. معیار ارزیابی عملکرد استفاده شده در این پژوهش، Q توبین و بازده دارایی ها می باشد. نتایج این پژوهش نیز نشان می دهد، از نظر سود آوری مالکیت خانوادگی ساختار مالکیتی مناسبی می باشد. در نتیجه به نظر می رسد، مالکیت خانوادگی به صورت موفقیت آمیزی می تواند دو مشکل نمایندگی، تضاد منافع بین مالکان و مدیران و مالکیت سهامداران اقلیت را متوازن کند.

تسای و گو (۲۰۰۷)، اثر مالکیت نهادی را بر عملکرد شرکت ها، در بخش رستوران، هتل و تفریحگاه های عمومی طی سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ آزمون کرده است. یافت ههای پژوهش نشان می دهد، در بخش رستوران و تفریحگاه های عمومی، عملکرد شرکت با درصد مالکیت نهادی دارای ارتباط معنادار است، اما در بخش هتل داری، ارتباط منظم و معن یداری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

کرت و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که یک رابطه مشخص بین بازده جریان نقدی شرکت و اندازه (بزرگی) سهامداران و تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (البته آن سرمایه‌گذارانی که احتمال کمی وجود دارد به ایجاد رابطه تجاری با شرکتهایی که در آنها سرمایه‌گذاری کرده‌اند، بپردازند) وجود دارد. همچنین نتایج برخی از تحقیقات نشان می‌دهد به علت اینکه برخی سرمایه‌گذاران نهادی مثل بانکها و شرکتهای بیمه روابط بالقوه یا بالفعل، با شرکتهایی که در آنها سرمایه‌گذاری کردند داشتند، به منظور حفظ روابطشان، تمایل کمتری دارند تا تصمیمات مدیریت را به چالش بکشند (Hartzell & Starks, 2002) & (Parrino, Sias & Starks, 2003)

۵-۲- تحقیقات داخلی

شریعت پناهی (۱۳۸۰) اثر نوع مالکیت را بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۲-۱۳۷۷) بررسی کرد. وی برای جمع‌آوری اطلاعات از روش میدانی و در برخی موارد از پرسشنامه استفاده کرد. نتایج این تحقیق نشان داد که اگرچه بیشتر ساز و کارهای کنترلی شرکت) از قبیل درصد سهام مدیران، تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره، مقدار سهام سرمایه‌گذاران نهادی، وجود بازار نیروی کار مدیریت و (...بر یکدیگر تأثیر گذاشته است) البته بین تعداد مدیران غیرموظف و سهام سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معناداری وجود نداشت (، انواع مالکیت) سهامداران

1 - Andres C
2- Tsaia, H. and Z. Gu
3 - Cornett et al



عمده، بخش عمومی و خصوصی و (...بر عملکرد شرکتها تأثیری نداشته و در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از آنها به گونه بهینه ای استفاده نشده است.

احمدوند (۱۳۸۵) در تحقیق خود تأثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت (ضریب قیمت به سود و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه میان تعداد سهامداران عمده و بازده حقوق صاحبان سهام و مقدار ضریب قیمت به سود مستقیم است.

مدرس و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور اطلاعات پنج ساله (۱۳۷۸-۱۳۸۲) برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته های پژوهش نشان می دهد با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است، ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. این در حالی است که نتایج پژوهشهای انجام شده در سایر کشورها عموماً وجود رابطه مثبت و یا حتی منفی بین سهامداران نهادی و بازده را مورد تأیید قرار داده است.

حساس یگانه، رئیسی و حسینی (۱۳۸۸) به رتبه بندی شرکتها از نظر حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش رتبه شرکتهای عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی، اندازه گیری شده است. این معیارها برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار استفاده از روش رگرسیون، فرضیههای پژوهش آزمون شد. نتایج پژوهش حاکی است که هیات مدیره و ساختار مالکیت است. بدین منظور اطلاعات یک ساله ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با هیچ گونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

۶- نحوه اندازه گیری متغیرهای تحقیق

در این قسمت به توضیح و تفسیر متغیرهای این پژوهش پرداخته می شود.

۱-۶- متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این تحقیق عبارتند از (۱) تعداد مالکین نهادی و (۲) نسبت مالکیت سهامداران نهادی که اطلاعات آن از طریق مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران بدست آمده است. نسبت مالکیت نهادی به صورت زیر محاسبه گردید.

$$\text{نسبت مالکیت نهادی} = \frac{\text{تعداد سهام سهامداران نهادی}}{\text{تعداد کل سهام منتشره}}$$

تعداد کل سهام منتشره

۲-۶- متغیرهای وابسته

متغیرهای وابسته عبارتند از: (۱) نسبت بازده دارایی (۲) نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، (۳) نسبت جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به داراییهای شرکت (۴) نسبت کیوتوبین (۵) نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت.

همان طور که ملاحظه می شود تمامی متغیرهای فوق الذکر از نوع کمی می باشند. بنابراین برای محاسبه از تعریف عملیاتی آنها استفاده گردیده است.

جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی: وجه نقدی که از فعالیتهای اصلی یک شرکت بدست می آید و عموماً به صورت کسر مالیات از حاصل جمع سود قبل از بهره و مالیات و هزینه استهلاک محاسبه می شود. برای خنثی سازی اندازه متفاوت شرکتهای، جریان نقد عملیاتی را بر داراییها تقسیم نموده و از حاصل به عنوان متغیر وابسته بهره برداری شد.

نسبت کیوتوبین: توبین (توزیع) کیو از جمله شاخصهایی می باشد که اول بار توسط جیمز توبین، برنده جایزه نوبل اقتصاد، به منظور اندازه گیری ارزش شرکتهای مطرح گردید. در حال حاضر در مباحث مدیریت مالی و سرمایه گذاری از اشکال مختلف این شاخص به صورت گسترده برای اندازه گیری ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استفاده می گردد. شاخص فوق در واقع بیانگر نسبت ارزش بازار داراییهای شرکت به بهای جایگزینی داراییهای شرکت می باشد. که برای محاسبه آن با اطلاعات موجود در صورتهای مالی شرکتهای، کیوتوبین از رابطه زیر محاسبه گردید.

$$\text{کیوتوبین} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهیهای جاری} + \text{ارزش دفتری بدهی بلند مدت} + \text{ارزش بازار کل سهام عادی شرکت}}{\text{ارزش دفتری کل داراییهای شرکت}}$$

ارزش دفتری کل داراییهای شرکت



در ضمن خاطر نشان می‌گردد ارزش بازاری سهام از حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت بازاری هر سهم در آخرین روز سال مالی حاصل گردیده است. نسبت قیمت به سود: برابر است با نسبت آخرین قیمت سهام شرکت به سود هر سهم و از رابطه زیر محاسبه گردید.

نسبت قیمت به سود = آخرین قیمت سهام شرکت

سود هر سهم

۳-۶- متغیرهای کنترل

متغیرهای اندازه شرکت (ارزش بازار شرکت) و نسبت بدهی در تمام مدلها به عنوان متغیر کنترل وارد شده‌اند. در مدل بررسی رابطه کیوتوبین علاوه بر متغیرهای فوق، نسبت قیمت به سود هر سهم نیز به عنوان متغیر کنترل به مدل افزوده شد. انجام این کار به این منظور است که اثر این متغیرها خنثی و اطمینان حاصل شود که دخالتی در رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته نداشته‌اند. متغیر کنترل قیمت به سود هر سهم تنها برای مدل کیوتوبین قرار داده شده است، این بدان علت است که شاخص کیوتوبین برخلاف سه متغیر وابسته دیگر که از معیارهای حسابداری سنجش عملکرد هستند، از معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازاری سنجش عملکرد می‌باشد، بنابراین برای کنترل اثر داده‌های بازاری از این متغیر استفاده گردید.

۷- قلمرو پژوهش

۱-۷- قلمرو زمانی انجام پژوهش

دوره زمانی انجام این تحقیق از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ می‌باشد.

۲-۷- قلمرو مکانی پژوهش

قلمرو مکانی این تحقیق شامل تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۸- روش تحقیق

در پژوهش حاضر، روش کار به شرح زیر است: پس از توصیف داده‌های تحقیق و بدست آوردن مقادیر متغیرها، اقدام به تحلیل همبستگی با روش پیرسون برای تعیین میزان ارتباط متغیرهای تحقیق گردید. سپس برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده با توجه به مدلها، ابتدا آزمون اثرات ثابت و آزمون اثرات تصادفی انجام شد و بر اساس نتایج این آزمونها، معادله رگرسیون به روش حداقل مربعات وزنی تخمین زده شد. در این مرحله با استفاده از آزمونهای آماری مربوطه، تحلیل رگرسیون انجام شد.

۱-۸- روشهای تخمین مدلهای تلفیقی

برآورد روابطی که در آنها از داده‌های ترکیبی (سری زمانی، مقطعی) استفاده می‌شود، غالباً با پیچیدگی‌هایی مواجه است. در حالت کلی، مدل زیر نشان دهنده یک مدل با داده‌های ترکیبی است:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن $i=1,2,3,\dots,n$ نشان دهنده واحدهای مقطعی و $t=1,2,3,\dots,T$ بر زمان اشاره دارد. Y_{it} متغیر وابسته را برای i امین واحد مقطعی در سال t و X_{kit} نیز k امین متغیر مستقل غیر تصادفی برای i امین واحد مقطعی در سال t است. فرض می‌شود جزء اخلاص $\varepsilon_{i,t}$ دارای میانگین ۲ صفر ($E[\varepsilon_{i,t}]=0$) و واریانس ثابت ($E[\varepsilon_{i,t}^2]=0$) است.

سوالاتی که اغلب در مطالعات کاربردی مطرح می‌شود، این است که آیا شواهدی دال بر برابری عرض از مبداها وجود دارد یا اینکه عرض از مبدا برای مقاطع مختلف متفاوت هستند. فرضیه صفر^۳ برای این آزمون برابری عرض از مبداها برای مقاطع مختلف است.

فرضیه مذکور را می‌توان به عنوان یک مجموعه قیود خطی روی عرض از مبداها در نظر گرفت و در این صورت، سوال اساسی دیگری مطرح خواهد شد و آن این است که آیا تفاوت در مقاطع مختلف می‌تواند به وسیله عرض از مبدا خاص در واحد پاسخگو باشد. به عبارت دیگر آیا تفاوت در عرض از مبدا واحدهای مقطعی به طور ثابت عمل می‌کند، یا اینکه عملکردهای تصادفی می‌توانند این اختلاف بین واحدها را به طور واضح‌تری بیان نمایند. این دو روش در ادبیات داده‌های تلفیقی به ترتیب به روشهای اثرات ثابت و اثرات تصادفی مشهور هستند. در ادامه روشهای فوق به اختصار مورد بحث قرار می‌گیرد.

۱-۸-۱- مدل با اثرات ثابت^۴

یکی از روشها در فرموله کردن مدل داده‌های تلفیقی براین فرض استوار است که اختلالات بین واحدها را می‌توان بصورت تفاوت در عرض از مبدا نشان داد. برای مشخص شدن کارا بودن اعمال اثرات ثابت در مدل رگرسیون نسبت به مدل رگرسیون ساده، از آزمون اثرات ثابت استفاده می‌شود.

۱-۸-۱-۱- آزمون اضافی اثرات ثابت

¹ -Stochastic Disturbance

² -Mean

³ -Null-Hypothesis

⁴ - Fixed Effect



فرض صفر بیان می‌دارد که تمام عرض از مبداها برابرند این امر با آزمون F صورت می‌گیرد در صورتی که احتمال آماره کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر رد می‌شود. در این صورت نمی‌توان از مدل تلفیقی (pooled) استفاده کرد.

فرض صفر بیان می‌دارد که تمام عرض از مبداها برابرند این امر با آزمون F صورت می‌گیرد در صورتی که احتمال آماره کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر رد می‌شود. در این صورت نمی‌توان از مدل تلفیقی (pooled) استفاده کرد.

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{مدل} \quad \longleftrightarrow \text{pooled} \quad \longleftrightarrow \text{مدل} \\ \text{مدل} \quad \longleftrightarrow \text{مدل} \quad \longleftrightarrow \text{مدل} \end{array} \right.$$

برای آزمون آن از آماره F به صورت ذیل استفاده می‌نمایند:

$$F = \frac{(SSR_1 - SSR_2)/N - K}{SSR_2/(NT - (N + K))}$$

برای آزمون آن از آماره F به صورت ذیل استفاده می‌نمایند:

$$F = \frac{(SSR_1 - SSR_2)/N - K}{SSR_2/(NT - (N + K))}$$

که در آن: SSR_1 مجذور پسماندهای حاصل از برازش رگرسیون با برابری عرض از مبدا (است. K) است. SSR_2 مجذور پسماندهای حاصل از برازش رگرسیون با عرض از مبداهای متفاوت است. در صورتی که فرض H_0 پذیرفته نشود، دلیلی بر یکسان فرض نمودن عرض از مبدا واحدهای مختلف مقطعی وجود ندارد.

۸-۱-۲- مدل با اثرات تصادفی ۱

مدلهای اثرات ثابت تنها در صورتی منطقی خواهند بود که ما اطمینان داشته باشیم که اختلاف بین مقاطع را می‌توان بصورت انتقال تابع رگرسیونی نشان داد در حالیکه ما همیشه از وجود این موضوع مطمئن نیستیم. لذا روش دیگری مورد استفاده قرار می‌گیرد که برآورد اثرات تصادفی است که فرض می‌کند جزء ثابت مشخص کننده مقاطع مختلف بصورت تصادفی بین مقاطع مختلف توزیع شده است با معرفی این دو روش سئوالی که پیش می‌آید این است که ما باید در عمل از کدام روش استفاده کنیم که برای تصمیم‌گیری در این زمینه می‌توانیم از آزمون هاسمن کمک بگیریم.

۸-۱-۲- آزمون هاسمن

در صورتیکه در آزمون اضافی اثرات ثابت فرضیه صفر رد شود، باید جهت تعیین مدل ارجح از بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شود. در صورتی که احتمال آماره کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر رد می‌شود.

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{مدل اثرات تصادفی} \quad \longleftrightarrow \text{مدل اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد: } H_0 \\ \text{مدل اثرات ثابت} \quad \longleftrightarrow \text{مدل اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد: } H_1 \end{array} \right.$$

آماره دارای توزیع کای-دو χ^2 با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل (K) است.

$$h = \chi^2(k) = [b - \hat{\beta}] \text{Var}^{-1}[b - \hat{\beta}]$$

$$\text{Var}[b - \hat{\beta}] = \text{Var}[b] - \text{Var}[\hat{\beta}]$$

که در آن b معرف تخمین زنده‌های روش اثرات ثابت و $\hat{\beta}$ معرف تخمین زنده‌های روش اثرات تصادفی است.

۸-۲- تحلیل رگرسیون

همان طور که گفته شد تجزیه و تحلیل این پژوهش با استفاده از روش تحلیل رگرسیون که از مهمترین ابزارهای مباحث اقتصاد سنجی است انجام گرفته است. در بسیاری از واژه‌های عمومی، رگرسیون مربوط به توصیف و ارزیابی رابطه بین یک متغیر خاص با یک یا چند متغیر دیگر می‌باشد.

¹ -Random Effect



تحلیلهای رگرسیون به مطالعه وابستگی یک متغیر (متغیر وابسته) با یک یا چند متغیر دیگر (متغیر توضیحی) می‌پردازد که با تخمین یا پیش‌بینی مقدار متوسط یا میانگین مقادیر نوع اول در حالتی که مقادیر متغیر نوع دوم معلوم یا معین شده باشند، صورت می‌پذیرد (گجراتی، ۱۳۷۷، ص ۴۲). می‌خواهیم چگونگی تغییرات یک متغیر مثل Y را در طول زمان تفسیر کنیم. برای این منظور باید متغیر یا متغیرهایی را در نظر بگیریم که بتوانند این تغییرات را توضیح دهند، فرض کنید:

$$Y_t = f(x_{1,t}, \dots, x_{k,t})$$

این مدل، یک مدل ریاضی است اگر تابع f نسبت به متغیرهای x_1 تا x_k خطی باشد یعنی به فرم:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1,t} + \dots + \beta_k x_{k,t}$$

آنگاه این مدل، یک مدل ریاضی خطی نامیده می‌شود. اینکه چه متغیرهایی باید به عنوان متغیرهای توضیح دهنده استفاده شوند می‌تواند به تئوریهای اقتصادی یا برداشت شخصی مدل ساز بستگی داشته باشد. شکل تابع نیز تابع نظر مدلساز است و او می‌تواند شکل‌های تابعی متفاوتی را امتحان کند که بیشترین سازگاری را با داده‌های موجود داشته باشد. اما باید توجه داشت که حتی اگر متغیرهای توضیح دهنده به درستی انتخاب شده باشند و فرم تابعی نیز درست تصریح شده باشد، باز هم مدل ساخته شده یک رابطه همواره درست نخواهد بود. دلایل این امر را می‌توان چنین برشمرد:

علاوه بر متغیرهای توضیح دهنده وارد شده در مدل، عوامل دیگری نیز وجود دارند که بیان کمی آنها معمولاً بسیار دشوار است و در نتیجه وارد کردن آنها در مدل مقدور نیست. به عنوان مثال اگر قصد مدل کردن مصرف یک کشور را داشته باشیم، چگونگی انتظارات مصرف کننده نسبت به تغییر در پارامترهای مختلف اقتصادی و درجه عدم اطمینان نسبت به تغییر در پارامترهای مختلف اقتصادی قابل مشاهده نیستند. ثانیاً اقتصاد با رفتار انسانها سر و کار دارد و می‌دانیم که در رفتار انسان همواره عناصر تصادفی غیرقابل پیش بینی وجود دارد که اساساً نمی‌توان آنها را در مدل‌های ریاضی گنجانده.

همچنین دلایل دیگری مانند خطا در اندازه‌گیری متغیرهای وابسته و مستقل را می‌توان ذکر کرد.

پس باید پذیرفت که مدل‌های ریاضی برای توضیح پدیده‌های اقتصادی دقیق نیستند و خطا دارند. به این خطا اصطلاحاً «جمله اخلاص» می‌گویند زیرا تعادل ریاضی مدل را مختل می‌کند. به همین دلیل یک جمله خطا (یا ترم تصادفی) به مدل اضافه می‌کنیم که جانشینی برای اثر همه عوامل نادیده گرفته شده در مدل است. بنابراین تفاوت کلی مدل‌های ریاضی و مدل‌های رگرسیون در جمله اخلاص است. هرگاه به مدل‌های ریاضی یک جمله اخلاص - که یقیناً تصادفی است - اضافه کنیم به یک مدل رگرسیون تبدیل خواهد شد. هرگاه کوشش کنیم اجزایی از جمله اخلاص را بشناسیم و آنها را اندازه‌گیری کنیم این اجزای شناخته شده در قسمت معین مدل قرار می‌گیرد و مجموعه عوامل مجهولی که باقی می‌مانند جمله اخلاص را تشکیل می‌دهند. بنابراین جمله اخلاص هیچگاه قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیست. در نتیجه تنها راه خروج از این تنگنای نظری این است که یک سری فرضهای منطقی در مورد جمله اخلاص (ϵ_t) مطرح کنیم تا بر آن اساس بتوان به تحلیلهای رگرسیونی ادامه داد.

فرضیات مدل رگرسیون خطی کلاسیک^۳ (CLRM) به شرح زیر است:

میانگین U_i ها صفر است.

بین U_i ها خود همبستگی وجود ندارد.

همسانی U_i ها.

کواریانس بین U_i و X_i ها صفر است.

اجزاء اخلاص U_i به طور نرمال توزیع شده‌اند.

در نهایت مدل رگرسیون به صورت زیر تخمین زده می‌شود.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1,t} + \dots + \beta_k x_{k,t} + \epsilon_{kt}$$

به متغیر Y که در سمت چپ معادله قرار دارد، متغیر وابسته و به x_i ها متغیرهای توضیح دهنده یا رگرسورها گفته می‌شود. اصطلاحات متغیر برونزا و متغیر درونزا نیز به ترتیب برای x_i ها و Y به کار می‌رود زیرا فرض بر این است که مقادیر x_i ها خارج از مدل مفروض تعیین شده و در نتیجه برونزا هستند در حالی که مقادیر Y در داخل مدل و بر اساس قانونمندی تعیین می‌شود و به همین دلیل درونزا خواهد بود.

برای برآورد ضرایب مدل رگرسیون می‌توان از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) و یا روش حداقل مربعات وزنی (GLS) استفاده نمود با توجه به اینکه رگرسیون به روش GLS دارای کارایی و سازگاری با فرضیات این پژوهش می‌باشد تخمین رگرسیون تحت این روش با استفاده از نرم افزار Eviews صورت پذیرفت.

۳-۸- آزمونهای آماری فرض کلاسیک

در این پژوهش فرض کلاسیک مورد آزمونهای زیر قرار گرفته است:

¹ -Dependent Variable

² -Explanatory Variable

³ -Classical Linear Regression Model



در فرض اول بیان شد که امید اجزا اخلاص صفر است. اگر این فرض تأمین نشود نمی‌توان عرض از مبدا اصلی β_1 را تخمین زد، چرا که عرض از مبدا شامل β_1 و یک جزء ثابت مثل w می‌باشد و به طور خلاصه، تخمین با تورشی از β_1 را بدست می‌آوریم. اما در بسیاری از حالت‌های کاربردی، جزء عرض از مبدا دارای تفسیر فیزیکی نیست (گجراتی، ۱۳۷۷، ص ۴۹۱).

به منظور اجرای آزمون فرض عدم خود همبستگی در پسماندها از آزمون دوربین-واتسن^۱ استفاده شده است. در صورتی که این آماره برای مدلی در حدود ۲ برآورد گردد نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی در مدل می‌باشد. برای بررسی دقیق‌تر وجود و یا عدم وجود خود همبستگی در مدل می‌توان به جدول دوربین - واتسون مراجعه نمود. استفاده از آماره دوربین واتسون در صورت مصداق مجموعه‌ای از فرضیات در مدل قابل استفاده است که یکی از این فرضیات عدم وجود وقفه متغیر وابسته به عنوان متغیر مستقل در مدل می‌باشد.

می‌توان از آزمون وایت به عنوان یک از روش‌های تصحیح کننده خطای استاندارد جهت کاهش ناهمسانی واریانس استفاده کرد. البته هنگام استفاده از روش پانل آزمون ناهمسانی واریانس وجود ندارد و فقط گزینه‌ی وایت انتخاب می‌شود در روش پانل روابط بین داده‌ها توسط نرم افزار تشخیص داده می‌شود. در حالی که در زمان کار با داده‌های بدون ساختار، آزمون ناهمسانی و سایر آزمون‌ها وجود دارد. هنگام استفاده از روش داده‌های پانل فقط گزینه آزمون وایت تیک می‌خورد و آزمون‌ی در گزینه‌ها وجود ندارد.

به منظور اجرای آزمون فرض نرمال بودن که از مفروضات مدل رگرسیون خطی است آزمون‌های مختلفی مورد استفاده قرار می‌گیرد. آزمون جارک - برا، آندرسون - دارلینگ و ریان - جویتر از آن جمله هستند. در این پژوهش به منظور بررسی نرمال بودن پسماندهای مدل رگرسیون از آزمون جارک-برا (JB) استفاده می‌شود. فرضیه صفر حاکی از نرمال بودن پسماندهای مدل رگرسیون خطی است. احتمال آماره جارک-برا بزرگ‌تر از ۵ درصد حاکی از نرمال بودن پسماندهای معادله رگرسیون است.

البته با توجه به قانون اعداد بزرگ، چون نمونه ما شامل تعداد زیادی داده است می‌توان فرض نرمال بودن پسماندها را پذیرفت.

۱-۳-۸-آزمون t

این روش بطور مستقل توسط آر-ای - فیشر و به طور مشترک به وسیله نیمن و پیروسون ایجاد و تکمیل شده است. به طور کلی آزمون معنی دار بودن، روشی است که با استفاده از نتایج نمونه ای درستی و یا نادرستی فرضیه عدم را در جامعه تعیین می نماید. آماره آن به صورت زیر محاسبه می‌شود:

که در آن S خطای استاندارد توزیع نمونه ای و \bar{X} میانگین برآورد شده نمونه ای μ میانگین جامعه و n تعداد نمونه می‌باشد. پس از محاسبه آماره آزمون می‌توان با در اختیار داشتن درجه آزادی مدل به جدول توزیع احتمال t مراجعه نمود و در مورد پذیرش و یا رد فرضیه عدم تصمیم‌گیری کرد، به این ترتیب که اگر t محاسباتی بزرگتر از $t_{1/2}$ جدول بود فرضیه H_0 رد می‌گردد. به طور رایج در کلیه برآوردها این آزمون برای بررسی معنی داری ضرائب مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد به این معنی که فرضیه عدم را در این حالت صفر بودن ضریب β و در نتیجه عدم تاثیر متغیر X بر روی Y در جامعه مورد بررسی در نظر می‌گیرند و فرضیه جایگزین را به صورت مخالف صفر بودن آن. نتایج این آزمون بیانگر معنی داری ضریب بدست آمده در مدل می‌باشد.

$$H_0 = \beta = 0$$

$$H_1 = \beta \neq 0$$

۲-۳-۸-آزمون نیکویی برازش

این آماره نیز توسط آر-ای - فیشر ایجاد شده است. به طور کلی آزمون معنی دار بودن و اعتبار رگرسیون تخمین زده شده را می‌سنجد. آماره آن به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$F = \frac{\sum_i n_i (\bar{Y}_i - \bar{Y})^2 / (K - 1)}{\sum_{ij} (Y_{ij} - \bar{Y}_i)^2 / (N - K)},$$

پس از محاسبه آماره آزمون می‌توان با در اختیار داشتن درجه آزادی مدل به جدول توزیع احتمال F مراجعه نمود و در مورد پذیرش و یا رد فرضیه عدم تصمیم‌گیری کرد، به این ترتیب که اگر F محاسباتی بزرگتر از $F_{1/2}$ جدول بود فرضیه H_0 رد می‌گردد. فرضیه صفر در این حالت صفر بودن کلیه ضرایب β و یا به عبارتی به این معنا که مدل، تغییرات y_i را به صورت معناداری توجیه نمی‌کند، تعریف می‌شود. در نتیجه فرضیه جایگزین را به صورت مخالف صفر بودن حداقل یکی از ضرایب در نظر می‌گیرند. نتایج این آزمون بیانگر معنی داری مدل رگرسیون تخمین زده شده می‌باشد.

۴-۸-تحلیل همبستگی

¹ -Durbin-Watson test



تحلیل همبستگی ابزار آماری است که بوسیله آن می‌توان درجه‌ای که یک متغیر از نظر خطی به متغیر دیگر مرتبط است را اندازه‌گیری کرد. همبستگی را معمولاً با تحلیل رگرسیون به کار می‌برند. همبستگی معیاری است که برای تعیین میزان ارتباط دو متغیر استفاده می‌شود.

$$1-4-8- ضریب تعیین R^2$$

در این قسمت خوبی برازش خط رگرسیون برآزش شده بر اساس مجموعه‌ای از داده‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. به طور کلی اگر تمام مشاهدات مربوط به متغیر وابسته بر روی خط رگرسیون باشد، برازش کامل بدست خواهد آمد که این حالت کمتر اتفاق می‌افتد. عموماً بعضی از e_i ها مثبت و برخی دیگر منفی هستند و بنابراین مشاهدات مربوط به متغیر Y در اطراف خط رگرسیون برآزش شده قرار می‌گیرند. نتیجه مطلوب مورد انتظار این است که این باقیمانده‌ها در اطراف خط رگرسیون تا حد ممکن کوچک باشند. در این راستا ضریب تعیین R^2 معیار خلاصه‌ای است که بیان می‌کند چگونه خط رگرسیون نمونه داده‌ها را به خوبی برآزش می‌کند.

ضریب R^2 به صورت ذیل تعریف می‌گردد:

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = \frac{\sum (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}$$

که در آن TSS کل تغییرات متغیر وابسته را حول میانگین آن نشان می‌دهد، ESS قسمتی از تغییرات را که توسط رگرسیون برآورد شده است و RSS قسمت مربوط به تغییرات تصادفی Y را نشان می‌دهد. R^2 درصد تغییرات کل در Y که به وسیله مدل رگرسیون توضیح داده شده است را اندازه‌گیری می‌نماید. در حالت برآزش کامل رگرسیون که معمولاً اتفاق نمی‌افتد R^2 برابر با یک و در حالت عدم ارتباط بین متغیر وابسته و مستقل برابر صفر می‌باشد. بطور کلی هرچه مقدار این ضریب به یک نزدیکتر باشد نشان دهنده برآزش بهتر مدل خواهد بود.

۲-۴-۸- آزمون همخطی عامل تورم واریانس

همخطی به معنای وجود رابطه بین متغیرهای مستقل موجود در مدل می‌باشد به نحوی که:

$$E(X_i, X_j) = \text{COV}(X_i, X_j) \neq 0$$

هرچند وجود یا عدم وجود هم خطی جزء فروض کلاسیک رگرسیون خطی نیست اما از جمله مشکلاتی است که معمولاً پس از برآورد مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای تشخیص وجود همخطی روشهای مختلفی وجود دارد، از جمله اینکه اگر در مدل همخطی وجود داشته باشد ضریب تعیین مدل، بالا برآورد شده و در عین حال تعداد متغیرهای معنی‌دار موجود در مدل کم می‌شود. راه دیگر اندازه‌گیری همخطی استفاده از عامل تورم واریانس ۱ (VIF) در نرم افزار Minitab است. عامل تورم واریانس، تعیین می‌کند که چه میزان واریانس ضرایب رگرسیون برآورد شده در مقایسه با زمانی که متغیرهای مستقل رابطه خطی ندارند، متورم شده‌اند. یا به عبارت دیگر، تعیین می‌کند که چه میزان واریانس ضریب رگرسیون برآورد شده افزایش می‌یابد، اگر متغیرهای مستقل (پیش‌بینی کننده) همبستگی داشته باشند. اگر VIF مساوی ۱ باشد، همخطی وجود ندارد، اما اگر $1 < \text{VIF} < 5$ باشد، همبستگی ممکن است قابل اغماض باشد. زمانی که $5 < \text{VIF} < 10$ باشد، همبستگی قوی وجود دارد و ضرایب رگرسیون به صورت ضعیف برآورد شده‌اند. VIF بزرگ‌تر از ۱۰ نشان می‌دهد که همخطی، نتایج رگرسیون را به میزان بسیار زیادی تحت تاثیر قرار داده است. در این شرایط، برای کاهش همخطی می‌توان متغیرهای مستقل بی‌اهمیت را از مدل حذف کرد.

۹- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

کلیه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ که دارای سال مالی منتهی به اسفند ماه می‌باشند به استثنای صنایع سرمایه‌گذاری، بانکها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی و بیمه به عنوان جامعه آماری تحقیق انتخاب گردید. علت حذف صنایع فوق از جامعه آماری این است که شرکت‌های موجود در این صنایع خود جزء سرمایه‌گذاران نهادی محسوب می‌شوند و با توجه به اینکه موضوع تحقیق ما بررسی اثر حضور این سهامداران در جمع مالکین، بر عملکرد شرکتها می‌باشد نسبت به حذف آنها اقدام گردید. نمونه آماری منطبق با جامعه آماری است و به طور کلی شرایط زیر برای انتخاب شرکتها مد نظر قرار گرفته است:

پایان سال مالی ۲۹ اسفندماه باشد.

شرکت منتخب جزء سرمایه‌گذاران نهادی نباشد.

شرکتها در دوره زمانی ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۷ حداقل چهارسال به طور مداوم در بورس فعالیت داشته باشند.

اطلاعات کامل شرکتها وجود داشته باشد.

¹ - Variance inflation factor (VIF)



در دوره زمانی یاد شده حداقل تعداد ۴۷۵ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته‌اند که با توجه به محدودیتهای فوق‌الذکر تعداد ۲۰۶ شرکت انتخاب گردید. از این رو کل این ۲۰۶ شرکت مورد مطالعه قرار گرفت و نمونه‌گیری به عمل نیامد.

۱۰- توصیف و تحلیل ویژگیها و داده‌های تحقیق

داده‌های تحقیق با استفاده از اسناد سازمانی گردآوری شده به صورت خام استخراج و با استفاده از روشها و فرمولهای مورد قبول جامعه علمی به متغیرهای مورد نظر تبدیل شده است. مقیاس متغیرهای استخراج شده به صورت نسبی است. هدف تحقیق بررسی رابطه بین متغیرهای مورد مطالعه تحقیق است که در طول دوره زمانی مشخص، مشاهده شده است. واحدهای مشاهده براساس دوره زمانی سالانه و در طول ۵ سال برای تحلیل مورد استفاده قرار گرفته است. در مطالعاتی که با آمار و ارقام سروکار دارد، یکی از بخشهای مهم توصیف داده‌ها است. توصیف و تحلیل اطلاعات در دو بخش جداگانه مشتمل بر توصیف ویژگی نمونه‌های انتخاب شده و توصیف شاخص متغیرهای مورد مطالعه انجام گرفته است. برای توصیف داده‌های تحقیق از شاخصهای گرایش مرکزی و پراکندگی استفاده شده و نتایج بدست آمده در جداول و نمودار نشان داده شده است.

۱۰-۱- توصیف ویژگی نمونه‌های انتخاب شده

داده های تحقیق حاضر از ۱۰۲۵ مشاهده سالیانه مربوط به مدت پنج سال و دامنه بین سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ استخراج شده است که اطلاعات و داده‌های تعداد ۲۰۶ شرکت را شامل می‌شود. هر یک از مشاهده‌ها به صورت "شرکت سال" است که فراوانی و درصد فراوانی مشاهده‌ها در جدول شماره (۱) و شاخصهای گرایش مرکزی و

داده شده است.

فراوانی شرکتها در سال نمونه گیری

سال	فراوانی	درصد فراوانی	فراوانی تجمعی
1383	206	.2	.2
1384	206	.2	.4
1385	206	.2	.6
1386	206	.2	.8
1387	206	.2	1

جدول شماره (۱): فراوانی و درصد شده

	ROA	ROE	CA	Q	PE	NO	REL	SIZE	DA
Mean	0.141	0.151	0.079	1.497	13.319	39.227	0.548	12.268	0.652
Median	0.102	0.328	0.103	1.225	5.386	24.000	0.622	12.057	0.666
Maximum	9.246	71.252	0.895	9.117	1500.000	390.000	0.999	16.975	1.756
Minimum	-0.248	-288.384	-40.589	0.508	-532.203	1.000	0.000	8.431	0.154
Std. Dev.	0.328	9.321	1.282	0.875	89.699	45.274	0.325	1.512	0.179
Skewness	21.798	-28.656	-31.288	3.281	13.120	3.264	-0.220	0.314	-0.033
Kurtosis	585.679	904.280	992.854	18.345	204.165	17.287	1.548	2.983	4.337
Jarque-Bera	14524424	34696636	41849436	11850.15	1750855.	10496.61	97.912	16.794	76.236
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.0002	0.000
Sum	144.363	154.710	80.830	1529.179	13598.92	40051.00	559.859	12526.21	666.501
Sum Sq. Dev.	110.298	88625.95	1677.188	781.910	8206938.	2090769.	107.783	2334.721	32.853
Observations	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021

جدول شماره (۲) شاخصهای گرایش مرکزی و پراکندگی

۱۱- توصیف متغیرهای تحقیق

در این پژوهش سه نوع متغیر شامل متغیرهای مستقل و وابسته و کنترل مطرح هستند. از میان ده متغیر مورد بررسی تعداد پنج متغیر وابسته و تعداد دو متغیر مستقل هستند که به تفکیک در فصل قبل به توضیح، توصیف و تحلیل آنها پرداخته شده است. همچنین به تناوب از سه متغیر کنترل در مدلها به منظور اینکه اثر این متغیرها خنثی و اطمینان حاصل شود که تأثیری در رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته نداشته‌اند، استفاده شده است.



۱۱-۱- توصیف متغیرهای مستقل تحقیق

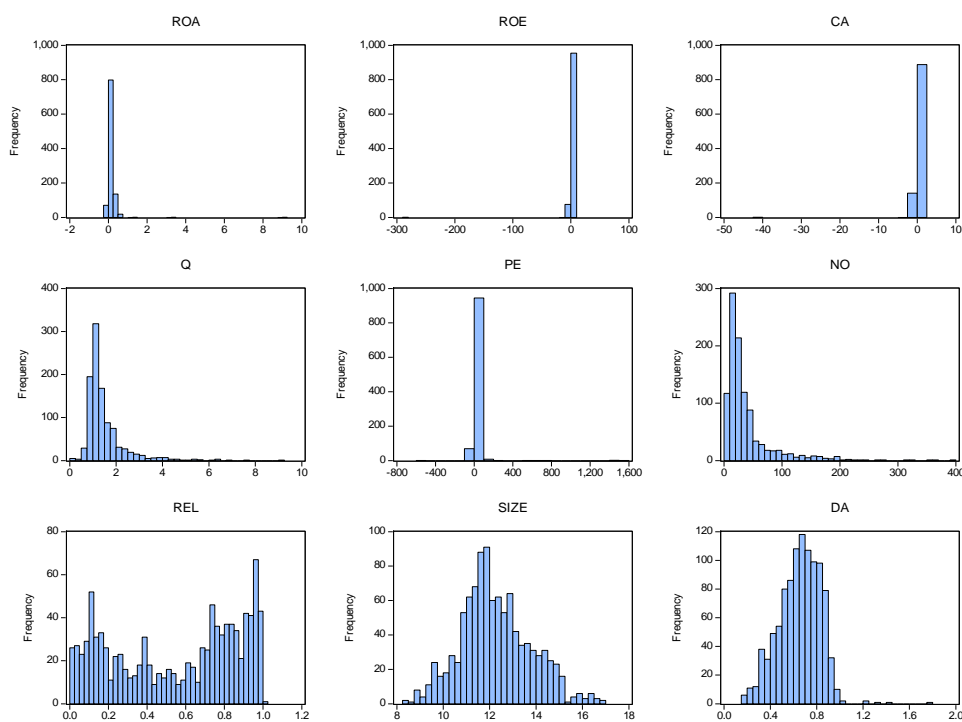
تعداد و نسبت مالکیت سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل مطرح هستند. شاخصهای گرایش مرکزی و پراکندگی این متغیرها در جدول (۱) و نمودارهای پراکنش (۲) و هیستوگرام (۱) نشان داده شده است.
(۱) تعداد سهامداران نهادی: میانگین متغیرتعداد سهامداران نهادی شرکت‌های نمونه‌گیری شده در طول پنج سال ۳۹/۲۲۷ و انحراف استاندارد آن ۴۵/۲۷۴ است. چولگی و کشیدگی این متغیر مثبت است.
(۲) نسبت مالکیت سهامداران نهادی: میانگین متغیرتعداد سهامداران نهادی شرکت‌های نمونه‌گیری شده در طول پنج سال ۰/۵۴۸ و انحراف استاندارد آن ۰/۳۲۵ است. چولگی این متغیر منفی و کشیدگی آن مثبت است.

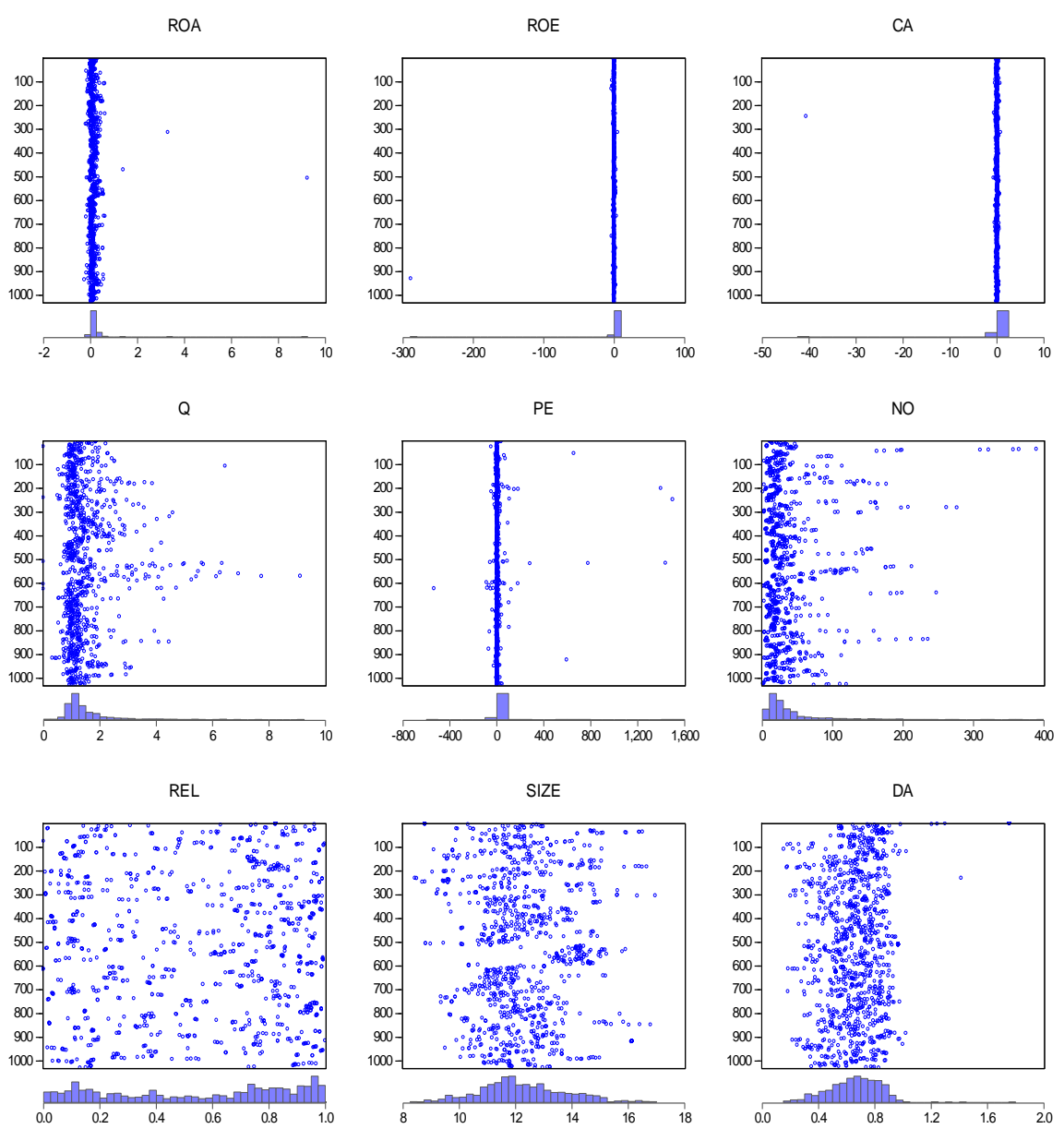
۱۱-۲- توصیف متغیرهای وابسته تحقیق

در این پژوهش شاخصهای کیوتوبین، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام، قیمت به سود هر سهم و نسبت جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی شرکت به داراییها متغیرهای وابسته تحقیق هستند. شاخصهای گرایش مرکزی و پراکندگی این متغیرها شامل: میانگین، میانه، انحراف استاندارد، چولگی، کشیدگی، در جدول شماره (۱) و نمودارهای هیستوگرام (۱) و پراکنش (۲) نشان داده شده است.
(۴) شاخص کیوتوبین: میانگین متغیر کیوتوبین شرکت‌های نمونه‌گیری شده در طول پنج سال ۱/۴۹۷ و انحراف استاندارد آن ۰/۸۷۵ است. چولگی و کشیدگی این متغیر مثبت است.
(۵) شاخص قیمت به سود هر سهم: میانگین متغیر قیمت به سود هر سهم شرکت‌های نمونه‌گیری شده در طول پنج سال ۱۳/۳۱۹ و انحراف استاندارد آن ۸۹/۶۹۹ است. چولگی و کشیدگی این متغیر مثبت است.

۱۱-۳- توصیف متغیرهای کنترل تحقیق

متغیرهای اندازه شرکت (ارزش بازار شرکت) و نسبت بدهی در تمام مدلها به عنوان متغیر کنترل وارد شده‌اند. در مدل بررسی رابطه کیوتوبین علاوه بر متغیرهای فوق، نسبت قیمت به سود هر سهم نیز به عنوان متغیر کنترل به مدل افزوده شد. میانگین نسبت بدهی ۶۵۲/ و انحراف استاندارد آن ۱۷۹/ و میانگین اندازه شرکت ۱۲/۲۶۸ و انحراف استاندارد آن ۱/۵۱۲ می‌باشد. نمودارهای پراکنش (۲) و هیستوگرام (۱) نشان داده شده است.
نمودار(۱): هیستوگرام متغیرهای وابسته و مستقل تحقیق







۱۲- تحلیل همبستگی بر اساس روش پیرسون با توجه به مفروضات مطرح شده به علت اینکه تعداد داده‌ها زیاد است روش پیرسون در تحلیل همبستگی مناسب‌تر به نظر می‌رسد.
- همبستگی مثبت بین کیوتوبین و به ترتیب تعداد سهامداران نهادی و نسبت مالکیت نهادی و اندازه شرکت و قیمت به سود هر سهم رد نمی‌شود.
- همچنین همبستگی منفی بین کیوتوبین و نسبت بدهی رد نمی‌شود.
- همبستگی منفی بین قیمت به سود هر سهم و به ترتیب تعداد سهامداران نهادی و نسبت مالکیت نهادی و نسبت بدهی و اندازه شرکت رد می‌شود.

۱۲-۱- آزمون فرضیه‌های تحقیق

آزمون فرضیه اول و دوم

فرضیه اول: بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت کیوتوبین شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.
فرضیه دوم: بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت کیوتوبین شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.
متغیر وابسته: کیوتوبین Q

مدل:

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 REL_{i,t} + \beta_2 NOI_{i,t} + \beta_3 DAI_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 PE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

آزمون اثرات ثابت

(مدل تلفیقی) تمام عرض از مبداها باهم برابرند: H_0

(مدل اثرات ثابت) حداقل یکی از عرض از مبداها با بقیه متفاوت است: H_1

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.896	(205,811)	0.0000
Cross-section Chi-square	1204.233	205	0.0000

جدول (۳): نتایج آزمون اثرات ثابت

با توجه به احتمال آماره F که کمتر از ۵ درصد است، فرضیه صفر رد می‌شود و نمی‌توان از pooled استفاده کرد.

آزمون اثرات تصادفی (هاسمن)

(مدل اثرات تصادفی) بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد: H_0

(مدل اثرات ثابت) بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد: H_1

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	196.546	5	0.000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
NO	0.008	-0.004	0.000	0.000
REL	0.118	0.056	0.008	0.507
SIZE	0.655	0.477	0.000	0.000
PE	0.000	0.000	0.000	0.000
DA	1.849	1.067	0.005	0.000



جدول (۴): نتایج آزمون اثرات تصادفی

با توجه به احتمال آماره کالسکوئر که کمتر از پنج درصد است، فرضیه صفر رد می‌شود و باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود.
تخمین معادله رگرسیون به روش حداقل مربعات وزنی (GLS)

با توجه به اینکه داده‌های کیوتوبین برای ۱۰ مشاهده - سال در پایگاه‌های داده‌ها موجود نبود، تخمین رگرسیون برای ۱۰۲۰ مشاهده - سال انجام شد.

Dependent Variable: Q
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Sample: 1383 1387
Periods included: 5
Cross-sections included: 206
Total panel (unbalanced) observations: 1020
Linear estimation after one-step weighting matrix
White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.259841	0.191019	-27.53569	0.0000
NO	0.002679	0.000672	3.988421	0.0001
REL	0.091733	0.046432	1.975645	0.0485
SIZE	0.459354	0.015507	29.62189	0.0000
DA	1.282308	0.052004	24.65791	0.0000
PE	0.010680	0.001395	7.658212	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.883145	Mean dependent var	2.800856
Adjusted R-squared	0.852886	S.D. dependent var	2.176595
S.E. of regression	0.336509	Sum squared resid	91.83644
F-statistic	29.18672	Durbin-Watson stat	1.622585
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.766266	Mean dependent var	1.426625
Sum squared resid	104.1198	Durbin-Watson stat	1.573959

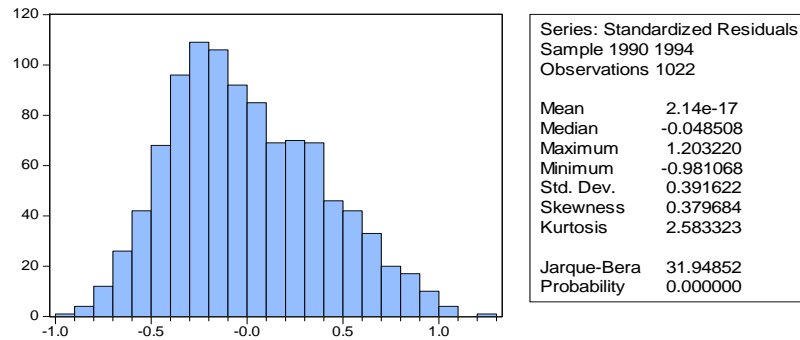
جدول (۵): تخمین رگرسیون

با توجه به جدول فوق رگرسیون تخمین زده شده برای فرضیات اول و دوم این پژوهش به صورت زیر است:

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 REL_{i,t} + \beta_2 NO_{i,t} + \beta_3 DA_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 PE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$Q = -5.259841 + 0.091733 * REL + 0.002679 * NO + 1.282308 * DA + 0.459354 * SIZE + 0.010680 * PE$$

آزمون نرمال بودن پسماندها



نمودار (۲): نتایج آزمون نرمال بودن پسماندها

با توجه به احتمال آماره جاک-برا، که کمتر از پنج درصد است پسماندها نرمال نمی باشد.

آزمون همخطی عامل تورم واریانس (VIF)

1021 cases used, 9 cases contain missing values

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
Constant	0.1539	0.1192	1.29	0.197	
NO	-0.0000388	0.0002916	-0.13	0.894	1.684
REL	-0.00124	0.03221	-0.04	0.969	1.060
SIZE	0.013234	0.009135	1.45	0.148	1.846
PE	-0.0001473	0.0001136	-1.30	0.195	1.003
DA	-0.26154	0.05904	-4.43	0.000	1.085

جدول (۶): نتایج آزمون همخطی

باتوجه به مقدار آماره VIF مشکل همخطی وجود ندارد.

با توجه به نتایج بالا متغیرهای مستقل تعداد سهامداران نهادی و نسبت مالکیت نهادی، و متغیرهای کنترل نسبت بدهی و اندازه شرکت و قیمت به سود هر سهم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبتی با نسبت کیوتوبین دارند. ضریب تعیین وزنی ۸۸ درصد است. آماره دوربین واتسون نیز حاکی از نبود خود همبستگی مرتبه اول می باشد. احتمال صفر برای آماره F نیز نشان از معتبر بودن رگرسیون تخمین زده شده می باشد. با توجه به نتایج ارائه شده، فرضیات اول و دوم که حاکی از وجود رابطه معنادار بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و تعداد سهامداران نهادی با نسبت کیوتوبین در سطح اطمینان ۹۵ درصد است را نمی توان رد کرد.

آزمون فرضیه سوم و چهارم

فرضیه سوم: بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.

متغیر وابسته: نسبت قیمت به سود PE



مدل:

$$PE_{i,t} = \alpha + \beta_1 REL_{i,t} + \beta_2 NO_{i,t} + \beta_3 DA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

آزمون اضافی اثرات ثابت

(مدل تلفیقی) تمام عرض از مبداها باهم برابرند: H_0

(مدل اثرات ثابت) حداقل یکی از عرض از مبداها با بقیه متفاوت است: H_1

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.367629	(205,812)	0.0000
Cross-section Chi-square	478.898320	205	0.0000

جدول (۷): نتایج آزمون اثرات ثابت

با توجه به احتمال آماره F که کمتر از ۵ درصد است، فرضیه صفر رد می‌شود و نمی‌توان از pooled استفاده کرد.

آزمون اثرات تصادفی (هاسمن)

(مدل اثرات تصادفی) بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد: H_0

(مدل اثرات ثابت) بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد: H_1

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	31.755179	4	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
NO	-0.002932	-0.027281	0.000168	0.0604
REL	1.782622	-0.812909	0.896027	0.0061
DA	1.387836	-0.127461	0.799000	0.0900
SIZE	2.060261	1.127751	0.062579	0.0002

جدول (۸): نتایج آزمون اثرات تصادفی

با توجه به احتمال آماره کاسکوئر که کمتر از پنج درصد است فرضیه صفر رد می‌شود و باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود.

تخمین معادله رگرسیون به روش حداقل مربعات وزنی (GLS)

با توجه به اینکه داده‌های قیمت به سود هر سهم برای ۸ مشاهده - سال در پایگاه‌های داده‌ها موجود نبود، تخمین رگرسیون برای ۱۰۲۲ مشاهده - سال انجام شد.

Dependent Variable: PE

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)



Sample: 1383 1387
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 206
 Total panel (unbalanced) observations: 1022
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23.81115	1.451907	-16.39991	0.0000
NO	-0.001285	0.004052	-0.317040	0.7513
REL	1.671118	0.370618	4.509003	0.0000
DA	2.649106	0.391768	6.761920	0.0000
SIZE	2.182437	0.122914	17.75586	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.802729	Mean dependent var	11.28677
Adjusted R-squared	0.751953	S.D. dependent var	11.97871
S.E. of regression	3.769798	Sum squared resid	11539.64
F-statistic	15.80935	Durbin-Watson stat	2.017570
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.420577	Mean dependent var	5.555298
Sum squared resid	11769.34	Durbin-Watson stat	1.954018

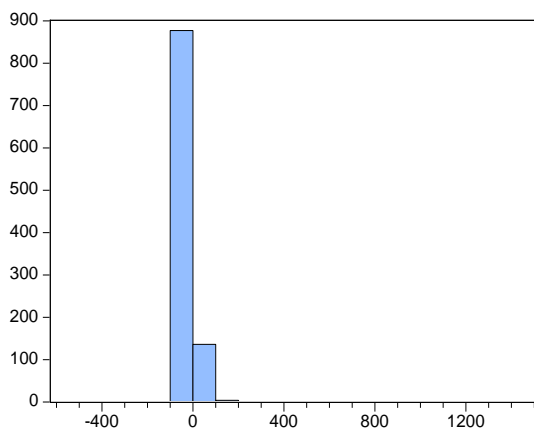
جدول (٩): تخمين رگرسيون

با توجه به جدول فوق رگرسيون تخمين زده شده براي فرضيات سوم و چهارم اين پژوهش به صورت زير است:

$$PE_{i,t} = \alpha + \beta_1 REL_{i,t} + \beta_2 NO_{i,t} + \beta_3 DA_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$PE = -23.81115 + 1.671118 * REL - 0.001285NO + 2.649106DA + 2.182437Size$$

آزمون نرمال بودن پسماندها



Series: Standardized Residuals	
Sample	1990 1994
Observations	1025
Mean	0.055054
Median	-8.113899
Maximum	1483.216
Minimum	-548.3730
Std. Dev.	89.41001
Skewness	13.10946
Kurtosis	204.3447
Jarque-Bera	1760742.
Probability	0.000000



نمودار (۳): نتایج آزمون نرمال بودن پسماندها

با توجه به احتمال آماره جارک-برا، که کمتر از پنج درصد است پسماندها نرمال نمی‌باشد.

آزمون همخطی عامل تورم واریانس (VIF)

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
Constant	-4.935	1.574	-3.13	0.002	
NO	-0.026619	0.003854	-6.91	0.000	1.682
REL	-1.0915	0.4255	-2.57	0.010	1.058
DA	-0.3731	0.7802	-0.48	0.633	1.084
SIZE	1.0090	0.1206	8.36	0.000	1.845

جدول (۱۰): نتایج آزمون همخطی

با توجه به مقدار آماره VIF مشکل همخطی وجود ندارد.

متغیر مستقل نسبت مالکیت نهادی و متغیرهای کنترل نسبت بدهی و اندازه شرکت، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبتی با قیمت به سود هر سهم دارند. اما احتمال آماره t معنادار بودن ضریب تخمینی تعداد سهامداران نهادی را در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌کند ضریب تعیین وزنی در حدود ۸۰ درصد است. آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد ۲ است که نشان از نبود خود همبستگی مرتبه اول می‌باشد. احتمال صفر برای آماره F نیز حاکی از معتبر بودن رگرسیون تخمین زده شده می‌باشد.

در رگرسیون تخمین زده شده با توجه به نتایج ارائه شده، فرضیه سوم که حاکی از وجود رابطه معنادار بین نسبت مالکیت نهادی با نسبت قیمت به سود هر سهم است را در سطح اطمینان ۹۵ درصد نمی‌توان رد کرد.

۱۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق

۱۳-۱- نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول و دوم

فرضیه اول: بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت کیوتوبین شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت کیوتوبین شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.

نتایج آزمون: براساس نتایج بدست آمده از تحلیل رگرسیون، تعداد سهامداران نهادی و نسبت مالکیت آنها، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبتی با نسبت کیوتوبین دارند. نتایج فوق با حضور متغیرهای کنترل اندازه شرکت، نسبت بدهی و نسبت قیمت به سود هر سهم بدست آمده است.

تفسیر نتیجه آزمون: در حقیقت بر اساس تئوری احتمالات وجود رابطه مثبت بین تعداد مالکین نهادی و نسبت مالکیت آنها، با نسبت کیوتوبین با اطمینان ۹۵ درصد مورد حمایت قرار گرفته است. یعنی می‌توان گفت با افزایش تعداد مالکان نهادی و یا نسبت مالکیت سهام آنها در دوره‌های مورد بررسی، شاخص کیوتوبین در همان دوره افزایش یافته است و بالعکس. با توجه به اینکه داده‌های بدست آمده از نمونه مورد بررسی یعنی دویست و شش شرکت بورس در طی پنج دوره زمانی به صورت سالانه، با وسیله معتبر و روا گردآوری شده است، بنابراین نتیجه بدست آمده را می‌توان با استناد به تئوری احتمالات به جامعه آماری تعمیم داد.

۱۳-۲- نتایج حاصل از بررسی فرضیه هفتم و هشتم

فرضیه سوم: بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.



فرضیه چهارم: بین تعداد سهامداران نهادی و نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتها رابطه معنادار وجود دارد.

نتایج آزمون: براساس نتایج بدست آمده از تحلیل رگرسیون، نسبت مالکیت نهادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبتی با نسبت قیمت به سود هر سهم دارد. اما تعداد مالکان نهادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارای ارتباط معناداری با نسبت قیمت به سود هر سهم نیست. نتایج فوق با حضور متغیرهای کنترل نسبت بدهی و اندازه شرکت بدست آمده است.

تفسیر نتیجه آزمون: در حقیقت بر اساس تئوری احتمالات وجود رابطه مثبت بین نسبت مالکیت نهادی با نسبت قیمت به سود هر سهم با اطمینان ۹۵ درصد مورد حمایت قرار گرفته است. یعنی می‌توان گفت با افزایش نسبت مالکیت نهادی در دوره‌های مورد بررسی، شاخص قیمت به سود هر سهم در همان دوره افزایش یافته است و بالعکس. با توجه به اینکه داده‌های بدست آمده از نمونه مورد بررسی یعنی دویست و شش شرکت بورس در طی پنج دوره زمانی به صورت سالانه، با وسیله معتبر و روا گردآوری شده است، بنابراین نتیجه بدست آمده را می‌توان با استناد به تئوری احتمالات به جامعه آماری تعمیم داد.

۱۴- پیشنهادهای کاربردی مرتبط با یافته‌های تحقیق

- ۱- با توجه به اینکه نتایج این تحقیق وجود رابطه مثبت میان برخی شاخصهای عملکردی شرکت و تعداد سرمایه گذاران نهادی و میزان نسبت مالکیتشان را تایید نمود، به کلیه فعالین بازار، خصوصا سهامداران حقیقی پیشنهاد می‌گردد برای انتخاب پرتفوی خود علاوه بر بررسی ریسک و بازده به اطلاعات در مورد ساختار مالکیت سهام شرکت توجه ویژه‌ای داشته باشند و با در نظر گرفتن کم و کیف حضور سهامداران نهادی در جمع هیئت حاکمه شرکت اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند.
- ۲- با توجه به اثرات مثبت حضور سهامداران نهادی فعال در جمع مالکین بر عملکرد شرکتها، که طی پژوهش حاضر بررسی گردید و با توجه به سیاستهای دولت در رابطه با اصل ۴۴ و خصوصی سازی، پیشنهاد می‌گردد زمینه حضور و مشارکت هر چه بیشتر این نهادها در جریان واگذاریهای دولتی فراهم شود.

۱۵- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- ۱- با توجه به اینکه عملکرد شرکتها از بعد حسابداری مد نظر این پژوهش بود و با توجه به اهمیت عملکرد اقتصادی شرکتها پیشنهاد می‌گردد پایان نامه‌ای تحت عنوان بررسی اثر حضور مالکان نهادی بر عملکرد اقتصادی شرکتها در بورس تهران انجام شود.
- ۲- با توجه به اینکه برخی سهامداران حقوقی با شرکتهایی که سهام آنها را در دست دارند وارد مبادلات تجاری می‌شوند و اهمیت و توجه به معاملات با این اشخاص در مبانی حسابداری و حسابرسی، لذا پیشنهاد می‌گردد پایان نامه‌ای تحت عنوان بررسی اثر حضور مالکان نهادی بر عملکرد اقتصادی و حسابداری شرکتهایی که با آنها روابط (بالفعل یا بالقوه) تجاری دارند در بورس تهران انجام شود.
- ۳- در تحقیقی دیگر می‌توان به بررسی اثر وجود مالکان نهادی خاص در جمع صاحبان سهام شرکت به عنوان مثال صرفا بانکها یا بیمه‌ها، بر عملکرد آن شرکتها پرداخت.

منابع

- [۱] آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۷۹)؛ آمار و کاربرد آن در مدیریت، انتشارات سمت، تهران، جلد دوم، چاپ چهارم.
- [۲] جهانخانی، علی و سجادی، اصغر (۱۳۷۴)؛ «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی» فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال دوم شماره ۵ و ۶.
- [۳] جهانخانی، علی و ظریف فرد (۱۳۷۴)؛ «آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می‌کنند؟» تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۷.
- [۴] گجراتی، دامودار (۱۳۷۷)؛ مبانی اقتصاد سنجی، ابریشمی، حمید، انتشارات دانشگاه تهران، جلد اول و دوم.
- شریعت پناهی، مجید، (۱۳۸۰)، اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۲-۱۳۷۷)، پایان نامه دکتری دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
- [۵] حساس یگانه، یحیی؛ ریسی، زهره و سید مجتبی حسینی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴(۱۳): ۱۰۱-۱۳۰.
- [۶] مدرس، احمد؛ حسینی، سید مجتبی و زهره ریسی، (۱۳۸۸)، بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، ص. ۲۲۳-۲۵۰.

References

Hartzell, J.C., and L.T. Starks (2003). "Institutional investors and executive compensation", The Journal [v] of Finance 58 (6), 2351-2374



Andres C. (2008). Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding- [٨]
family ownership. *Journal of Corporate Finance* 14, 431-445

Tsaia, H. and Z. Gu (2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm [٩]
Performance." *Hospitality Management*. Vol. 26, pp. 517-530.

Mondher Kouki and Moncef Guizani,(2009). "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence [١٠]
from the Tunisian Stock Maket" , *European journal of scientific research*, Vol.25 No.1 , pp.42-53.

Sanghoon Lee, 2009, CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE, *A dissertation* [١١]
submitted to the faculty of The University of Utah.