

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز  
دوره‌ی هفتم، شماره‌ی اول، بهار و تابستان ۱۳۹۴، پیاپی ۶۸/۳، صفحه‌های ۱-۲۳  
(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

## نقش سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت

دکتر فرزانه حیدرپور\*  
مریم السادات احسانی طباطبایی\*\*  
دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

### چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌ها دارند و می‌توانند رویه‌ی آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. این تحقیق نقش سرمایه‌گذاران نهادی را بر سیاست سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کند. روش تحقیق از نوع همبستگی و با استفاده از رگرسیون چندگانه است. نتایج تحقیق بیان‌گر وجود رابطه‌ی مثبت ضعیف بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه‌گذاری بود؛ همچنین میان جریان نقد عملیاتی و بازده بازار سهم و P/E با سیاست سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنی‌دار وجود نداشت. سه متغیر کنترلی سن شرکت، اندازه‌ی شرکت و نسبت اهرمی رابطه‌ی معنادار داشتند که از این میان دو متغیر اندازه و سن شرکت، رابطه‌ی مثبت و نسبت اهرمی رابطه‌ی منفی با سیاست سرمایه‌گذاری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت اهرمی، سیاست سرمایه‌گذاری، مخارج سرمایه‌ای.

---

\* دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
Fheidarpour@yahoo.com

\*\* کارشناس ارشد حسابداری

پذیرش: ۱۳۹۳/۴/۲۷

دریافت: ۱۳۹۱/۱۱/۳۰

### ۱. مقدمه

یک شرکت می‌تواند با اتخاذ تصمیمات درست در سرمایه‌گذاری، خط مشی شرکت را در زمینه‌ی تأمین مالی مشخص کند. شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده‌ی سیاست سرمایه‌گذاری، یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های ذی‌نفعان بنگاه‌های اقتصادی است. اهمیت این مسأله نزد مدیران شرکت‌ها به دلیل استفاده از اطلاعات حاصل در فرآیند اداره‌ی شرکت و به واسطه‌ی ارزیابی عملکرد آنان جدی است. از همین رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان «سیاست سرمایه‌گذاری» یاد می‌شود. مهم‌تر از سیاست سرمایه‌گذاری، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست سرمایه‌گذاری مشخص از سوی شرکت‌ها است. این موضوع می‌تواند راهگشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های ذی‌نفع، به‌ویژه سرمایه‌گذاران باشد. دلایل و عوامل تعیین‌کننده‌ی به‌دست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک کرده بلکه ابزاری، برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آن‌ها در این حوزه فراهم می‌آورد.

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ چشمگیری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند و می‌توانند سیاست آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند.

شرکت‌های سهامی که در عرصه‌ی اقتصاد کشورها به کسب و کار می‌پردازند، حاصل فرآیند تکامل مالکیت شخصی هستند؛ فرآیندی که طی آن گونه‌های متفاوتی از الگوهای فعالیت اقتصادی جمعی به بوته‌ی آزمایش گذاشته شده و در نهایت الگوی شرکت سهامی (عام) که یک قالب حقوقی است، به‌عنوان گونه‌ی برتر ظهور کرده‌است. سرمایه‌گذاران نهادی روزبه‌روز نقش مهم‌تری در ساختار مالکیت شرکت‌ها کسب می‌کنند. به دلیل مخاطرات مالکیت و افق‌های سرمایه‌گذاری، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های شرکت در شرایط مختلف داشته باشند. هدف اصلی تحقیق حاضر، تعیین رابطه‌ی سهم سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و سیاست سرمایه‌گذاری است. به این منظور، تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیم‌گیری‌های عمده در خصوص هزینه‌های سرمایه‌ای بررسی خواهد شد.

## ۲. پیشینه‌ی تحقیق

هلوج و همکاران<sup>۱</sup> به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و نظام مدیریتی در چندین دهه گذشته به‌منظور درک بهتر این نکته که چگونه حجم معاملات CEO افزایش یافته است، پرداختند. آن‌ها با به‌کارگیری نمونه‌ی حجم معاملات اختیاری و اجباری درباره‌ی تغییرات نقش عملگرا و دست‌کشیدن از حمایت مابین سرمایه‌گذاران نهادی بین سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۹۴ و ۱۹۹۵-۲۰۰۶ پرداختند. نتایج نشان داد با افزایش اندازه‌ی سرمایه‌گذاران، به‌نظر می‌رسد با دست‌کشیدن از حمایتشان منع می‌شوند؛ در حالی که فعال‌گرایان به‌عنوان ابزاری مهم برای تغییر باقی می‌ماند (هلوج و همکاران، ۲۰۱۲).

آگروال و همکاران<sup>۲</sup> به بررسی این امر پرداختند که آیا سرمایه‌گذاران نهادی بر حاکمیت شرکتی با تحلیل دارایی‌های پرتفلیو نهادها در شرکت‌ها از ۲۳ شرکت در طول دوره ۲۰۰۳-۲۰۰۸ مؤثر هستند یا خیر. آن‌ها دریافتند حاکمیت سطحی شرکت به‌طور قطع مرتبط با سرمایه‌گذاری نهادی بین‌المللی است. شواهد نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها مکانیزم حاکمیت شرکتی را تغییر می‌دهند؛ بلکه نتایج را هم تحت تأثیر قرار می‌دهند. نتایج حاکی از این بود که سرمایه‌گذاری بین‌المللی پرتفلیو توسط سرمایه‌گذاران نهادی تمرینات مناسب حاکمیت شرکتی را در سرتاسر جهان ارتقاء می‌دهند (آگروال و همکاران، ۲۰۱۱).

محمد سلیمان<sup>۳</sup>، ارتباط بین ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و سیاست‌های تقسیم سود را با استفاده از داده‌های ترکیبی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس عربستان در سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۸ مورد بررسی قرار داد. وی دریافت ارتباط مثبت و قوی بین مالکیت نهادی، اندازه‌ی هیأت مدیره و عملکرد شرکت، تصمیم تقسیم سود و نسبت تقسیم سود وجود دارد. نتایج نشان داد شرکت‌های با سود بالاتر، برای هر سهم و مالکین نهادی سود بالاتری دارند؛ اما ارتباطی بین خصوصیات دیگر هیأت مدیره و تصمیمات و نسبت تقسیم سود وجود ندارد (محمد سلیمان، ۲۰۱۰).

چونگ و زانگ، شواهدی در ارتباط با رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی سهام ارائه نمودند. شواهد این تحقیق نشان داد، نسبت سهام شرکتی که به‌وسیله‌ی سرمایه‌گذاران نهادی نگه‌داری می‌شود، کیفیت ساختار حاکمیت را افزایش می‌دهد. این نتایج با این نظر موافق بود که سرمایه‌گذاران نهادی به سمت سهام شرکت‌هایی گرایش دارند که

ساختار حاکمیتی خوبی در جهت برآورده ساختن مسئولیت‌های مدیریتی دارند (چونگ و زانگ، ۲۰۰۹).

عبدالسلام و همکاران، پیرامون ارتباط ساختار مالکیت با سیاست‌های سود سهام در بازارهای نوظهور نشان دادند که ارتباط مستقیم بین مالکیت نهادی و برخی سیاست‌های شرکت وجود دارد (عبدالسلام و سایرین، ۲۰۰۸).

کرنت و همکاران<sup>۴</sup>، شواهد دیگری در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی یافتند. آن‌ها رابطه‌ی میان درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی را با عملکرد شرکت بررسی نموده و دریافتند بین بازده جریان نقدی عملیاتی و درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد؛ اما این رابطه فقط در مورد نهادهایی صادق است که رابطه‌ی تجاری با شرکت ندارند (کرنت و همکاران، ۲۰۰۷).

چن و همکاران<sup>۵</sup>، بررسی‌هایی در این موضوع انجام دادند و دریافتند وجود سرمایه‌گذاران نهادی منجر به تصمیمات بهتر در شرکت می‌شود؛ اما این تأثیر برای تمام سرمایه‌گذاران نهادی یکی نیست و بیش‌تر در مورد سرمایه‌گذاران نهادی که با شرکت ارتباط تجاری ندارند، صدق می‌کند (چن و همکاران، ۲۰۰۷).

تیساو و گو<sup>۶</sup>، ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگه‌داری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه است و شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت هستند. آن‌ها نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت را کاهش دهند (تیساو و گو، ۲۰۰۷).

ولوری و جنکینز<sup>۷</sup>، به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از طریق آزمون تأثیر سطح مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌ها بر کیفیت سود گزارش شده، پرداختند. یافته‌ها رابطه‌ی مستقیم بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تأیید می‌کند؛ به این معنا که با افزایش سطح سرمایه‌گذاران نهادی، محتوای اطلاعاتی سود بهبود می‌یابد. دلیل این رابطه را ناشی از فعالیت‌های نظارتی می‌دانند که سرمایه‌گذاران نهادی روی شرکت‌ها اجرا می‌کنند (ولوری و جنکینز، ۲۰۰۶).

آلمازان و همکاران<sup>۸</sup>، به بررسی رابطه‌ی میان سرمایه‌گذاران نهادی فعال و هزینه‌های کنترلی پرداختند. اگرچه پیشنهاد شده که سرمایه‌گذاران نهادی نقش اساسی روی کنترل مدیریت دارند؛ ولی اثر سرمایه‌گذاران نهادی یکسان نیست. سرمایه‌گذاران نهادی که با شرکت دارای ارتباط تجاری نیستند، در ساختار مالکیت نقش اساسی در نظم‌بخشی و کنترل صحیح فعالیت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مدیریت دارند (آلمازان و همکاران، ۲۰۰۵).

مهرانی و دیگران، پژوهشی برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود تأثیر دارد، انجام داده‌اند. نتایج تحقیق بیان‌گر روابط متناقضی بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود است؛ به این معنا که از بعد ارزش پیش‌بینی‌کنندگی سود، سرمایه‌گذاران نهادی (تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی) با کیفیت سود رابطه‌ی منفی (مثبت) دارند؛ در حالی که با وقفه‌ی گزارش‌گری رابطه‌ی منفی دارند (مهرانی و دیگران، ۱۳۸۹).

نمازی و سایرین به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. شدت این رابطه در مورد عملکرد جاری در صنعت دارویی و شیمیایی و در مورد عملکرد آتی در صنعت خودرو و ماشین‌آلات بیش‌تر از سایر صنایع انتخابی است اما نوع رابطه در سطح صنایع مشخص نیست.

حساس یگانه و همکاران، در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت» به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارد، پرداختند. در این تحقیق، نگرش‌های مختلف (فرضیه‌ی نظارت کارآمد و فرضیه‌ی همگرایی منافع) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بیان‌گر وجود رابطه‌ی مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و مؤید فرضیه‌ی نظارت کارآمد است. با این وجود، نتایج بیان‌گر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده و فرضیه‌ی همگرایی، منافع را تأیید نمی‌کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

کرمی، به بررسی رابطه‌ی میان مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود، پرداخت. براساس نتایج تحقیق، تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی‌شود و

ممکن است آن را تنزل دهد؛ حال آن که سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد؛ بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز بشود (کرمی، ۱۳۸۷).

نوروش و ابراهیمی کردلر، به بررسی رابطه‌ی سهام‌داران نهادی و تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد قیمت‌های سهام در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیش‌تری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کم‌تری دارند، اطلاعات سودهای آتی را بیش‌تر در بر می‌گیرد. این نتیجه را می‌توان به حرفه‌ای بودن سهام‌داران نهادی ربط داد که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند (نوروش و ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۴).

رحمان سرشت و مظلومی، دریافتند نهادها در نقش مالکان در شرکت‌های سهامی‌عام، قدرت کاهش هزینه‌های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند؛ به علاوه نتایج پژوهش نشان می‌دهد، تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های کوچک‌تر بیش‌تر بوده است (رحمان سرشت و مظلومی، ۱۳۸۴).

نصرم (۲۰۱۳) در تحقیق خود به این نتیجه دست یافت که ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

عمر الفروغ و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان ارتباط بین بازده بازار، حاکمیت شرکتی و مدیریت سود دریافت که مدیریت سود تأثیر منفی قابل‌توجهی بر بازده بازار دارد و اندازه هیئت‌مدیره دارای قدرت بیش‌تری نسبت به مالکیت نهادی در بازدهی مدیریت سود است.

بررسی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود انجام شده و نتایج حاکی از این امر است که با بیش‌تر شدن تعداد جلسات هیئت‌مدیره و افزایش حضور مدیران غیرموظف در آن، کیفیت (پایداری و توان پیش‌بینی) سود حسابداری افزایش یافته است. این در حالی است که بین تفکیک مسئولیت‌های مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره از یکدیگر و کیفیت (پایداری و توان پیش‌بینی) سود رابطه معناداری وجود ندارد و یافته‌های تحقیق حاکی از نبود رابطه معنادار بین کیفیت اقلام تعهدی، به‌عنوان یکی از سنج‌های کیفیت سود، با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موردبررسی است.

واعظ و رشیدی باغی در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری

حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در هر دو حالت بزرگتر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی و کوچک‌تر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد اما، ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تایید نشد (واعظ و رشیدی باغی، ۱۳۹۳).

ستایش و همکاران آثار ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و میزان نگهداری موجودی‌های کالا رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری موجودی‌های کالا رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. هم‌چنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری وجه نقد رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی با میزان نگهداری وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود ندارد؛ بنابراین می‌توان مالکیت مدیریتی را به عنوان یکی از عوامل مؤثر در بهبود شیوه‌ی مدیریت موجودی کالا و مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت را به عنوان عوامل اثرگذار بر بهبود شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد شرکت دانست (ستایش و همکاران، ۱۳۹۳).

فخاری و همکاران کارآیی ساختار مالکیت و خط‌مشی بدهی به عنوان مکانیزم‌هایی برای کاهش مشکلات نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد که سطح جریان نقدی آزاد با خط‌مشی بدهی و تمرکز مالکیت رابطه‌ی منفی و معناداری داشته اما بر خلاف پیش‌بینی‌ها مالکیت نهادی و مالکیت مدیران با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد.

### ۳. فرضیه‌ی تحقیق

«سهم سرمایه‌گذاران نهادی بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد». با استفاده از ضریب

همبستگی پیرسون، ارتباط دو به دو متغیرها بررسی شده است. این ارتباط در نگاره شماره ۱ آمده است.

## نگاره ۱: ارتباط دو به دو متغیرها با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون

سرمایه‌گذاری به میلیارد ریال			متغیر مستقل
تعداد	مقدار احتمال	مقدار همبستگی	
۳۸۴	۰/۰۰۴	۰/۱۴۶(**)	سرمایه‌گذاران نهادی
۳۸۴	۰/۹۵۱	-۰/۰۰۳	جریان وجه نقد عملیاتی
۳۸۴	۰/۰۰۰	۰/۳۶۱(**)	اندازه‌ی شرکت
۳۸۴	۰/۰۰۰	-۰/۲۴۳(**)	نسبت اهرمی
۳۸۲	۰/۵۷۸	-۰/۰۲۹	P/E
۳۸۲	۰/۵۶۸	۰/۰۲۹	بازده بازار سهام
۳۸۴	۰/۰۰۳	۰/۱۴۹(**)	سن شرکت

## ۳-۱. متغیرهای تحقیق

## ۳-۱-۱. سرمایه‌گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی در ساختار مالکیت شرکت‌ها دارند. آن‌ها از انگیزه‌های کافی برای تلاش به منظور بهبود عملکرد و کسب سود برخوردار نیستند؛ چون در اکثر مواقع هدف سرمایه‌گذاران نهادی منفعت و سود بالا نیست بلکه هدف سرمایه‌گذاران نهادی حمایت جامعه در برابر تجاوز خارجی، برقراری نظم و امنیت در جامعه و ارائه‌ی خدمات عمومی و تسهیلات زیربنایی است. ممکن است حتی برخی از این شرکت‌ها از حمایت‌های خاص دولت مثل یارانه برخوردار باشند؛ بنابراین به نظر می‌رسد برای کسب سود و عملکرد بهتر در شرکت‌ها، باید به تفکر و دیدگاه مالکان آن‌ها توجه شود؛ یعنی اگر شرکتی به دنبال سودآوری و عملکرد بهتر است، باید ساختار مالکیت آن به سمت سرمایه‌گذاران خصوصی سوق پیدا کند. از همین دیدگاه بود که مبحث خصوصی‌سازی در اکثر کشورها از جمله ایران مطرح شد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). از آن‌جا که رسیدن تعداد نمونه به اندازه‌ی مناسب مدنظر محقق بوده است؛ درصد مالکیت نهادی بیش از ۵ درصد مورد توجه بوده است. هرچند این درصد از بعد نفوذ قابل ملاحظه فاصله دارد؛ اما وجود چنین سهام‌دارانی در این حد نیز به‌عنوان عامل اثرگذار بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است. معیار انتخاب سهام‌داری بوده است و معامله با شرکت توسط سهام‌دار نهادی مدنظر نبوده است (سلا، ۲۰۱۰).



سرمایه‌گذار نهادی، موضوع بند ۷۲ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عبارت است از:

- ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها
- ۲- هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار
- ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند.
- ۴- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی
- ۵- شرکت‌های دولتی
- ۶- اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

### ۲-۱-۳. سرمایه‌گذاری

منظور از سرمایه‌گذاری در این تحقیق، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود است و عبارت است از تخصیص منابع برای خرید دارایی ثابت به‌منظور افزایش دارایی‌ها جهت کسب منافع اقتصادی که این امر در نهایت به قصد افزایش ثروت صورت می‌گیرد.

### ۴. روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از جهت شیوه‌ی جمع‌آوری داده‌ها توصیفی و از جهت هدف کاربردی است. از تحلیل رگرسیون چند متغیره، برای آزمون وجود رابطه، بین متغیرها با متغیر وابسته استفاده شد. با استفاده از مدل (ریچاردسون<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۶) هر کدام از متغیرهای تحقیق در رابطه‌ی (۱) به شرح زیر تعریف می‌شوند:

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Insider ownership}_{it-1} + \alpha_2 \text{cash flow}_{it-1} + \alpha_3 \text{Leverage}_{it-1} + \alpha_4 \text{Size}_{it-1} + \alpha_5 \text{Age}_{it-1} + \alpha_6 \text{stock Returns}_{it-1} + \alpha_7 P/E_{it-1} \quad (1)$$

متغیر وابسته:

سیاست سرمایه‌گذاری (*Investment*): مجموعه‌ی مبالغ پرداخت شده بابت مخارج

سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری بلندمدت و مخارج تحقیق و توسعه (برگرفته از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی) منهای دریافتی بابت فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و سرمایه‌گذاری برای نگه‌داری دارایی‌ها در شرایط موجود (استهلاک) برای سال مالی  $t$

متغیر مستقل:

$Insider\ Ownership$  = درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی برای سال مالی  $t-1$

متغیرهای کنترلی:

جریان نقد عملیاتی ( $Cash\ Flows$ ): نسبت خالص وجه نقد عملیاتی به مجموع دارایی‌ها

برای سال مالی  $t-1$

نسبت اهرمی ( $Leverage$ ): جمع کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها برای سال مالی  $t-1$

اندازه‌ی شرکت ( $Size$ ): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها برای سال مالی  $t-1$

سن شرکت ( $Age$ ): تعداد سال‌هایی که شرکت سهام خود را در بورس اوراق بهادار منتشر کرده است.

نرخ بازده بازار سهم سالانه ( $Stock\ Returns$ ): در یک دوره، دربرگیرنده‌ی تمامی مزایایی

است که به دارنده‌ی سهم تعلق می‌گیرد. این مزایا شامل تغییر قیمت پایان دوره نسبت به

قیمت اول دوره، سود نقدی و سایر مزایا نظیر افزایش سرمایه و سود است..

$P/E$  = نسبت قیمت به سود هر سهم برای سال مالی  $t-1$

#### ۴-۱. قلمرو و نمونه‌ی آماری تحقیق

قلمرو زمانی، یک دوره‌ی هشت ساله براساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹

است. قلمرو مکانی شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌هایی

است که شرایط زیر را داشته‌باشند:

- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- در بین این سال‌ها سهام آن‌ها در بورس باشد.
- تغییر سال مالی نداشته باشند.
- اطلاعات آن‌ها در دست باشد.
- وقفه‌ی عملیات نداشته باشند.

تعداد نمونه‌ی لازم برای بررسی میدانی از رابطه‌ی کوکران (۲) به دست می‌آید:

$$n = \frac{Nz_{\alpha/2}^2 PQ}{Nd^2 + z_{\alpha/2}^2 PQ} \quad (2)$$

در این جا  $d$ : خطای مطلق است که برابر با  $0/1$  در نظر گرفته می‌شود.

$p$ : نسبت برابر  $0/5$  در نظر گرفته می‌شود تا اندازه‌ی نمونه‌ی ماکزیمم به دست آید.

$q=1-p$ :  $0/5$  است.

$z_{\alpha/2}$ : صدک  $100 * (1 - \alpha/2)$  توزیع نرمال استاندارد که برابر  $1/96$  است؛ یعنی صدک

نود و پنجم از توزیع نرمال استاندارد.

$N$ = حجم جامعه برابر با  $220$  است.

بدین ترتیب با لحاظ کردن شرایط ذکر شده،  $66$  شرکت به عنوان نمونه به صورت تصادفی

انتخاب شده‌اند.

$$n = \frac{220 \times (1/96)^2 \times 0/25}{220 \times (0/1)^2 + (1/96)^2 \times 0/25} \approx 66$$

## ۵. یافته‌های تحقیق

برای گردآوری اطلاعات از هر دو روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. داده‌های

مربوط به  $66$  شرکت عضو نمونه از منابعی هم‌چون تدبیر پرداز، ره‌آور نوین، سایت بورس و ...

استخراج و مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. با توجه به این که مدل رگرسیون چندگانه

محاسبه شده است؛ بنابراین پس از انجام محاسبات لازم برای تحقیق از نرم افزار

SPSS18 استفاده شد.

### ۵-۱. آمار توصیفی

نگاره شماره‌ی ۲ حاوی آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون است. شاخص‌های مرکزی از

جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی مانند انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای

متغیرهای مختلف محاسبه شده است.

## نگاره ۲: آماره‌های توصیفی

متغیرها	مشاهدات	موارد پرت	میانگین	میان‌ه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سرمایه‌گذاران نهادی	۳۸۴	۰	۷۹/۹۹	۸۳/۹۲	۱۵/۰۷	-۱/۸۱	۱/۶۱
جریان وجه نقد عملیاتی	۳۸۴	۰	۰/۱۷	۰/۳۱	۰/۱۵	۱/۵۰	۲/۰۶
اندازه‌ی شرکت	۳۸۴	۰	۱۱/۶۷	۱۱/۵۳	۰/۶۹	۰/۴۷	۰/۰۹
نسبت اهرمی	۳۸۴	۰	۰/۵۹	۰/۶۴	۰/۲۱	-۰/۶۸	-۰/۳۹
P/E	۳۸۲	۲	۷/۵۵	۶/۰۷	۵/۶۲	۲/۵۱	۷/۸۲
بازده بازار سهام	۳۸۲	۲	۳۲/۹۹	۱۰/۷۴	۷۹/۲۴	۲/۷۴	۱۰/۰۹
سن شرکت	۳۸۴	۰	۱۹/۴۰	۱۶/۰۰	۸/۶۱	۱/۶۶	۱/۵۲
سرمایه‌گذاری به میلیارد ریال	۳۸۴	۰	۱۲۱/۸۱	۹/۴۱	۳۱۶/۵۴	۱/۱۱	۰/۴۹

\*منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

## ۲-۵. آمار تحلیلی

در این قسمت نتایج حاصل از مدل رگرسیونی چندگانه‌ی خطی که ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی را با سیاست سرمایه‌گذاری آزمون می‌کند، بیان می‌شود. رابطه‌ی (۳) نتایج حاصل از مدل برآورد شده را نشان می‌دهد:

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Insider\ ownership_{it-1} + \alpha_2 cash\ flow_{it-1} + \alpha_3 Leverage_{it-1} + \alpha_4 Size_{it-1} + \alpha_5 Age_{it-1} + \alpha_6 stock\ Returns_{it-1} + \alpha_7 P/E_{it-1} \quad (3)$$

فرضیه‌ی  $H_0$ : بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معناداری وجود

ندارد.

فرضیه‌ی  $H_1$ : بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معناداری وجود

دارد.

هم‌چنین جهت آزمون این مدل از شش متغیر کنترلی که عبارتند از: جریان وجه نقد

عملیاتی، نسبت اهرمی، اندازه و سن شرکت، بازده بازار سهام و P/E استفاده شده است. در

نگاره ۳ نتایج تحلیل رگرسیونی آورده شده است.

## نگاره ۳: آزمون تحلیل واریانس

منبع تغییرات	مجموع مربعات	درجه‌ی آزادی	میانگین مربعات	مقدار F	سطح معناداری
رگرسیون	۷۲۸۸۴۸۰/۷۷	۷	۱۰۴۱۲۱۱/۵۴	۱۲/۴۸	۰/۰۰
باقی‌مانده	۳۱۰۳۰۹۸۴/۶۲	۳۷۲	۸۳۴۱۶/۶۳		
کل	۳۸۳۱۹۴۶۵/۳۹	۳۷۹			

مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقادیر کم‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد.

برای تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. در این روش ابتدا با استفاده از تحلیل واریانس معناداری مدل سنجیده شده است. در مرحله‌ی بعدی با استفاده از ضریب تعیین شدت ارتباط متغیرهای مستقل با متغیر وابسته بررسی گردیده است؛ سپس با استفاده از آزمون t استونت معنادار بودن تک‌تک ضرایب مدل آزمون شده است. با توجه به این که برخی متغیرها در مدل، معنادار نبوده‌اند با استفاده از روش گام به گام مدل مناسب انتخاب گردیده است. در این روش تنها متغیرهای معنادار در مدل وارد می‌شوند و متغیرهای بی‌معنی از مدل خارج خواهند شد. در انتها فروض کلاسیک رگرسیون با استفاده از آزمون‌ها و نمودارهای مناسب بررسی و کنترل شده است که هیچ کدام از فرض‌های کلاسیک به صورت جدی نقد نگردیده است؛ بنابراین نتایج رگرسیون چندگانه مرتبط و قابل استناد است. در ادامه دلایل اثبات فروض رگرسیون ذکر گردیده است:

**بررسی اعتبار مدل:** میزان اعتبار مدل‌های برآورد شده به میزان برقراری پیش

فرض‌های لازم برای برآورد مدل است. مهم‌ترین این پیش فرض‌ها عبارتند از:

(۱) نرمال بودن باقی‌مانده‌ها (نگاره شماره ۴).

(۲) همسانی واریانس. نمودار باقی‌مانده در مقابل مقادیر برآورد شده و نداشتن الگو در این

نمودار نشان از همسانی واریانس است. در نمودار ۱ این نتیجه حاصل می‌شود.

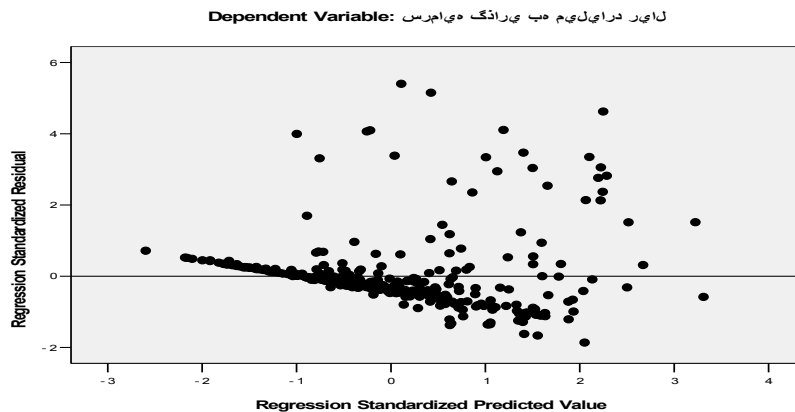
(۳) عدم خود همبستگی باقی‌مانده‌ها. با استفاده از آزمون دوربین - واتسون مقادیر نزدیک

به ۲، نشان‌گر عدم خودهمبستگی است (نگاره شماره ۵).  
 (۴) وجود ارتباط خطی و نداشتن نقاط پرت و تأثیرگذار.  
 (۵) عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل.  
 برای بررسی هم‌خطی از آماره‌ی VIF استفاده شده است. اگر مقدار این آماره کم‌تر از ۱۰ باشد، حاکی از عدم هم‌خطی است (نگاره شماره ۶).  
 در این تحقیق با آزمون‌ها و نمودارهای تشخیصی، برقراری پیش فرض‌ها بررسی گردیده است.

#### نگاره ۴: آزمون کلموگروف - اسمیرنف

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف - اسمیرنف	بیش‌ترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	سال
		منفی	مثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانگین		
۰/۰۴	۱/۴۲	-۰/۳۴	۰/۴۱	۰/۴۱	۳۳۳/۳۰	۱۰۷/۷۹	۴۸	۱۳۸۲
۰/۲۵	۱/۰۲	-۰/۳۰	۰/۳۶	۰/۳۶	۳۴۴/۶۷	۱۴۶/۲۵	۴۸	۱۳۸۳
۰/۳۵	۰/۹۳	-۰/۳۱	۰/۳۳	۰/۳۳	۲۴۱/۴۷	۱۱۳/۵۳	۴۸	۱۳۸۴
۰/۳۲	۰/۹۵	-۰/۲۹	۰/۳۷	۰/۳۷	۳۵۴/۱۷	۱۴۶/۰۵	۴۸	۱۳۸۵
۰/۵۰	۰/۸۳	-۰/۲۷	۰/۲۹	۰/۲۹	۲۵۹/۸۹	۱۲۳/۲۹	۴۸	۱۳۸۶
۰/۴۶	۰/۸۶	-۰/۲۶	۰/۳۲	۰/۳۲	۳۲۲/۱۳	۱۱۸/۴۳	۴۸	۱۳۸۷
۰/۶۰	۰/۷۶	-۰/۲۱	۰/۳۶	۰/۳۶	۲۶۲/۳۴	۶۴/۱۰	۴۸	۱۳۸۸
۰/۰۸	۱/۲۶	-۰/۲۶	۰/۳۶	۰/۳۶	۳۹۵/۸۹	۱۵۵/۰۷	۴۸	۱۳۸۹
۰/۲۸	۱/۰۱	-۰/۲۷	۰/۳۳	۰/۳۳	۳۱۶/۵۴	۱۲۱/۸۱	۳۸۴	تمام سال‌ها

Scatterplot



نمودار شماره‌ی ۱

نگاره ۵: آزمون دوربین - واتسون

همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	انحراف معیار	دوربین واتسون
۰/۴۴	۰/۱۹	۰/۱۷	۲۸۸/۸۲	۲/۰۲

نگاره ۶: نتایج حاصل از مدل چندگانه‌ی خطی

متغیرها	مقدار بتا	انحراف معیار	بتای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری	تولرانس	VIF
مقدار ثابت	-۱۶۰۶/۱۸	۲۹۳/۱۸		۵/۴۸-	۰/۰۰		
سرمایه‌گذاران نهادی	۳/۵۳	۱/۱۴	۰/۱۷	۳/۱۰	۰/۰۰	۰/۷۷	۱/۳۰
جریان وجه نقد عملیاتی	۲۰/۳۴-	۱۰۰/۵۵	۰/۰۱-	۰/۲۰-	۰/۸۴	۰/۹۳	۱/۰۸
اندازه‌ی شرکت	۱۲۵/۱۷	۲۴/۵۳	۰/۲۷	۵/۱۰	۰/۰۰	۰/۷۸	۱/۲۸
نسبت اهرمی	۲۵۱/۲۷-	۷۶/۶۴	۰/۱۷-	۳/۲۸-	۰/۰۰	۰/۸۴	۱/۱۹
P/E	۰/۵۲	۲/۷۶	۰/۰۱	۰/۱۹	۰/۸۵	۰/۹۱	۱/۰۹
بازده بازار سهام	۰/۳۱	۰/۱۹	۰/۰۸	۱/۵۹	۰/۱۱	۰/۹۷	۱/۰۴
سن شرکت	۶/۳۸	۱/۸۴	۰/۱۷	۳/۴۷	۰/۰۰	۰/۸۸	۱/۱۳

۰/۱۹ آماره دوربین واتسون: ۲/۰۱ آماره فیشر: ۱۲/۴۸ معناداری آماره:  $R^2 = ۰/۰۰$

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

آماره‌ی F در نگاره شماره‌ی ۳، نشان دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیون برازش شده است؛ زیرا مقدار سطح معناداری F برابر ۰/۰۰ است. با توجه به  $R^2$  مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد حدود ۱۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. در مورد ضرایب متغیر، شیوه‌ی داوری به این صورت است که اگر مقدار t در ناحیه‌ی رد قرار گیرد، فرض صفر رد می‌شود. مقدار آماره‌ی t برای سرمایه‌گذاران نهادی ۳/۱۰، جریان وجه نقد عملیاتی ۰/۲۰، اندازه‌ی شرکت ۵/۱۰، نسبت اهرمی ۳/۲۸،  $P/E$  ۰/۱۸۷، بازده بازار سهم ۱/۵۹ و برای سن شرکت برابر با ۳/۴۷ است؛ بنابراین ضرایب متغیرهای سرمایه‌گذاران نهادی، اندازه و سن شرکت مثبت و نسبت اهرمی؛ منفی و معنادار هستند. مقدار آماره‌ی t برای عرض از مبدأ برابر با ۵/۴۸- است و در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه‌ی رد فرض صفر قرار دارد؛ یعنی مقدار ثابت معنادار است. جریان وجه نقد عملیاتی و بازده بازار سهم و  $P/E$  رابطه‌ی معناداری ندارند. برای برآورد مدل مناسب از روش گام به گام استفاده شده است. در این روش متغیرهای مستقل به ترتیب معناداری وارد مدل می‌شوند تا تمامی متغیرهای معنادار وارد مدل گردند. این روش دارای مزایایی است که در زیر آورده شده است:

- ۱- مدل بهینه است؛ در عین سادگی میزان ضریب تعیین بالایی دارد و یا کاهش ضریب تعیین در آن محسوس نیست.
  - ۲- در صورتی که متغیرها هم‌خطی داشته باشند، به صورت همزمان وارد مدل نمی‌شوند.
- میزان  $R^2$  تعدیل شده در مرحله‌ی سوم (در مدل نهایی، ۴ متغیر از ۷ متغیر معنادار شده است) برابر با ۰/۱۸ است. پس از حذف متغیرهای بی‌معنی با استفاده از روش رگرسیون گام به گام در سطح اطمینان ۹۵ درصد نتایج مندرج در نگاره شماره ۷ به‌دست می‌آید.

#### نگاره ۷: نتایج حاصل از مدل چندگانه‌ی خطی پس از حذف متغیرهای بی‌معنی

پارامترها	مقدار بتا	انحراف معیار	بتای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری	تولرانس	VIF
(Constant)	-۱۸۲۶/۷۱	۲۶۰/۵۰		-۷/۰۱	۰/۰۰		
اندازه‌ی شرکت	۱۶۶/۹۹	۲۲/۲۷	۰/۳۶	۷/۵۰	۰/۰۰	۱/۰۰	۱/۰۰
(Constant)	-۱۴۵۲/۲۰	۲۸۹/۵۷		-۵/۰۱	۰/۰۰		



پارامترها	مقدار بتا	انحراف معیار	بتای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری	تولرانس	VIF
اندازه‌ی شرکت	۱۴۵/۸۶	۲۳/۲۸	۰/۳۱	۶/۲۷	۰/۰۰	۰/۹۰	۱/۱۱
نسبت اهرمی	-۲۱۵/۲۸	۷۵/۵۰	-۰/۱۴	-۲/۸۵	۰/۰۰	۰/۹۰	۱/۱۱
(Constant)	-۱۵۳۳/۶۰	۲۸۹/۰۲		-۵/۳۱	۰/۰۰		
اندازه‌ی شرکت	۱۴۴/۴۰	۲۳/۱۰	۰/۳۱	۶/۲۵	۰/۰۰	۰/۹۰	۱/۱۱
نسبت اهرمی	-۱۹۹/۳۳	۷۵/۱۷	-۰/۱۳	-۲/۵۶	۰/۰۱	۰/۸۹	۱/۱۲
سن شرکت	۴/۶۰	۱/۷۶	۰/۱۲	۲/۶۲	۰/۰۱	۰/۹۹	۱/۰۱
(Constant)	-۱۵۴۴/۸۶	۲۸۵/۷۳		-۵/۴۱	۰/۰۰		
اندازه‌ی شرکت	۱۲۱/۲۷	۲۴/۰۱	۰/۲۶	۵/۰۵	۰/۰۰	۰/۸۱	۱/۲۳
نسبت اهرمی	-۲۵۰/۷۴	۷۶/۱۱	-۰/۱۷	-۳/۲۹	۰/۰۰	۰/۸۵	۱/۱۸
سن شرکت	۶/۴۰	۱/۸۳	۰/۱۷	۳/۵۰	۰/۰۰	۰/۸۹	۱/۱۲
سرمایه‌گذاران نهادی	۳/۴۶	۱/۱۱	۰/۱۶	۳/۱۲	۰/۰۰	۰/۸۱	۱/۲۳

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

مطابق با پیش‌بینی ضریب و آماره‌ی t، متغیر سرمایه‌گذاران نهادی از وجود یک رابطه‌ی مستقیم و معنادار بین سهم سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد خبر می‌دهد. اگر میزان سهم سرمایه‌گذاران نهادی یک واحد افزایش یابد، مقدار سرمایه‌گذاری ۳/۴۵ واحد (میلیارد ریال) افزایش می‌یابد. در بین متغیرهای کنترلی، سه متغیر جریان وجه نقد عملیاتی، P/E و بازده بازار سهم؛ رابطه‌ای با سیاست سرمایه‌گذاری نداشتند. تنها متغیرهای اندازه و سن شرکت رابطه‌ی مستقیم و نسبت اهرمی رابطه‌ای معکوس و معنادار با سیاست سرمایه‌گذاری داشتند؛ یعنی هرچه بدهی‌های شرکت بیش‌تر باشد، سرمایه‌گذاری کم‌تری صورت می‌گیرد. در آنالیز اطلاعات مشخص شد که سهم اندازه‌ی شرکت ۱۲۱/۲۷ واحد مثبت و سهم سن شرکت ۶/۳۹ واحد مثبت در سرمایه‌گذاری مؤثر است و تنها سهم سهام‌داران نهادی ۳/۴۵ واحد است. از مدل استخراجی می‌توان استنباط کرد؛ هر چه شرکت بزرگ‌تر و سن آن بیش‌تر باشد (به علت جایگزینی و تغییر فناوری)، سرمایه‌گذاری بیش‌تر صورت می‌گیرد. علاوه بر این عدد ثابت و منفی ۱۵۴۴/۸۶ - و عدد منفی ۲۵۰/۷۴ - برای نسبت

اهرمی خود از عوامل بسیار محدودکننده هستند.

بنابراین مدل برآوردی به صورت رابطه‌ی (۴) است:

$$Investment_{it} = -1544/86 + 3/45 Insider\ ownership_{it-1} - 250/74Leverage_{it-1} + 121/27 Size_{it-1} + 6/39 Age_{it-1} \quad (۴)$$

بیان شد که دو متغیر کنترلی اندازه و سن شرکت رابطه‌ای مستقیم با سیاست سرمایه‌گذاری دارند؛ یعنی با بزرگ شدن اندازه‌ی شرکت مجموع دارایی‌های شرکت بیش‌تر می‌شود. در این صورت نیز تأثیر بیش‌تری روی متغیر وابسته دارد. هر چه تعداد سال‌هایی که شرکت سهم خود را در بورس منتشر کرده است بالاتر باشد؛ به این معنی است که با افزایش سن شرکت بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت افزوده می‌شود. با عنایت به نتایج فوق، فرضیه‌ی تحقیق هرچند با اندازه‌ی ضعیف نسبت به سایر متغیرها مورد تأیید قرار گرفت؛ ولی این نتایج با بسیاری از تحقیقات متفاوت است. زیرا چو<sup>۱۱</sup>، در پژوهشی بر سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز شد و نتیجه گرفت که این‌گونه سرمایه‌گذاران، هیچ تأثیری بر سرمایه‌گذاری ندارند (چو، ۱۹۹۸). در آخرین تحقیقات سلا (۲۰۱۰) که مبنای این پژوهش بود، وی بیان کرد هیچ‌گونه شواهدی دال بر این که سطوح بالا یا پایین سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران نهادی بیش‌تر یا کم‌تری را جلب کند وجود ندارد و مالکین نهادی هیچ تأثیری بر روی سرمایه‌گذاری ندارند؛ در حالی که نتیجه‌ی به دست آمده از تحقیق حاضر، با تحقیق واهال و مک کنل<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۰) مشابه است. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی اثر مثبتی روی سرمایه‌گذاری دارند. در پژوهشی بحرن و همکاران (۲۰۰۷) جست و جو کردند که چگونه حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری، در دارایی‌های واقعی موثر است و پی بردند افزایش کیفیت حاکمیت (اندازه‌گیری با استفاده از شاخص G) به طور مثبتی مطابق با سطوح بالای سرمایه‌گذاری است.

## ۶. بحث و نتیجه‌گیری

یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده است، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. این تحقیق با یافتن شواهدی در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی به ادبیات موضوع می‌افزاید. مالکین نهادی دارای نظارت کارآمد و مؤثری بر مدیران شرکت‌ها هستند؛ بنابراین هر چه سهام آن‌ها

بیش‌تر باشد، نهادها می‌توانند فرصت‌های بیش‌تری برای تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت و در نتیجه سود بیش‌تری ناشی از این تصمیمات درست داشته باشند. در این تحقیق تلاش گردید تا تأثیر سهم سرمایه‌گذاران نهادی بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از شش متغیر کنترلی بررسی شود.

این تحقیق از آن منظر دارای اهمیت است که در ایران تحقیقات اندکی پیرامون این موضوع صورت گرفته است. با توجه به تحقیقات انجام شده در خارج از ایران، سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت برای سهام‌داران حیاتی است؛ زیرا طبق یافته‌های جنسن و مک‌لینگ<sup>۱۳</sup>، تأثیر مستقیم بر ارزش شرکت دارد. یک مؤلفه‌ی مهم از آن سیاست‌ها مربوط به مخارج سرمایه‌ای است. در تحقیقات قبلی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر مخارج تحقیق و توسعه (بوش<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۸ و آجیون<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۸) و فعالیت‌های قبضه کردن شرکت‌ها (ماسا<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۵ و چن<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۷) مورد بررسی قرار گرفته است؛ اما تأثیر بالقوه‌ی آن‌ها بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بررسی نشده است. مخارج سرمایه‌ای به‌طور مستقیم نشان دهنده‌ی توانایی شرکت در تبدیل فرصت‌های سرمایه‌گذاری به بازده واقعی است؛ بنابراین یک مشخصه‌ی کلیدی برای ارزش شرکت‌ها است. از این‌رو در این تحقیق تأثیر استراتژی‌های شرکت در دارایی‌های واقعی که بخش اعظم آن مخارج سرمایه‌ای است، بررسی شد و شواهد تحقیق حاکی از آن است که رابطه‌ی مستقیم و معنادار؛ اما ضعیف بین سهم سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ به این معنا که هرچه درصد سهام در اختیار سهام‌داران نهادی بیش‌تر باشد، میزان سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

### ۱-۶. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

- رابطه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی با سیاست سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به تفکیک هر صنعت، بررسی شود.
- در این تحقیق برخی متغیرهای کنترلی نظیر نسبت اهرمی، اندازه‌ی شرکت و ... در نظر گرفته شدند، پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های بعدی، متغیرهایی نظیر نوع صنعت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز به‌عنوان متغیر کنترلی معرفی شوند.
- پیشنهاد می‌شود در مطالعات بعدی، تأثیر عوامل دیگر مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی

از قبیل عمر، نوع و مدت زمان مالکیت آن نیز بر سیاست سرمایه‌گذاری بررسی شود.

### یادداشت‌ها

- |                         |                       |
|-------------------------|-----------------------|
| 1. Helwage et al.       | 2. Aggarwal et al.    |
| 3. Mohammad Soleiman    | 4. Cornett et al.     |
| 5. Chen et al.          | 6. Tsai & Gu          |
| 7. Velruy & Jenkins     | 8. Almazan et al.     |
| 9. Cella                | 10. Richardson        |
| 11. Cho                 | 12. Wahal & McConnell |
| 13. Jensen and Meckling | 14. Bushee            |
| 15. Aghion              | 16. Massa             |
| 17. Chen                |                       |

### منابع

#### الف. فارسی

- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران*، ۱۵ (۵۲): ۱۰۷-۱۲۲.
- رحمان سرشت، حسین و مظلومی، نادر. (۱۳۸۴). رابطه‌ی عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصل‌نامه‌ی مدیریت*، ۴۷: ۸۵-۱۰۰.
- سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۵). متن کامل پیش‌نویس آئین‌نامه اصول راهبری شرکت. *مجله‌ی بورس*، ۵۲: ۴.
- ستایش، محمدحسین؛ رضایی، غلامرضا و حسینی راد، سید داوود. (۱۳۹۳). بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۶ (۱): ۲۹-۶۲.
- فخاری، حسین؛ کاشانی پور، محمد و رجب بیگی؛ محمد علی. (۱۳۹۳). بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های

- نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۶ (۱)، ۶۳-۹۰.
- کرمی، غلامرضا. (۱۳۸۷). بررسی رابطه‌ی بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران*، ۱۵ (۵۴): ۸۱-۱۰۰.
- مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت گزارش‌گری مالی. *مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری*، ۲ (۱): ۲۲۷-۲۴۹.
- نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۳: ۸۳-۱۰۰.
- نمازی، محمد و حلاج، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۸۸). تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۸): ۱۱۳-۱۳۰.
- نوروش، ایرج و ابراهیمی‌کردلر، علی. (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه‌ی ترکیب سهام‌داران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۴۲: ۹۷-۱۲۴.
- واعظ، سید علی و رشیدی باغی، محسن (۱۳۹۳). تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۶ (۲)، ۱۶۷-۱۹۵.

#### ب. انگلیسی

- Abu-Tapanjeh, A. M. (2008). Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles. *Critical Perspective on Accounting*. 20 (5), 556-567.
- Aggarwal, R. Erel, I. Ferreira, M. & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100 (1), 154-181.
- Aghion, P., Van Reenen, J., and Zingales, L. (2008). Innovation and Institutional Ownership, *National Bureau of Economic Research*, 14769: 488. Available at eprints.ucl.ac.uk

- Almazan, A., J. Hartzell and Starks, L.T. (2005). Active institutional shareholders and cost of monitoring: Evidence from managerial compensation. *Journal of the Financial Management Association International*, Vol. 2, 5-34.
- Bohren, O., Cooper, I., and Priestley, R. (2007). Corporate Governance and Real Investment Decisions. *Working Paper*. Available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891060](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891060).
- Bushee, B.J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73, 305-334.
- Cella, Cristina. (2010). Institutional Investor and Corporate Investment. *Working Paper*. Available at <http://ssrn.com/abstract=1572814>.
- Chen, Zhilan, Cheung, Yan- Leung, Stouraitis, Arise and Wong, Anita. (2005). Ownership concentration, firm performance and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Financial Journal*, 13: 431-449.
- Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Chung K. H., & Zhang, H. (2009). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis; forthcoming*.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A. and Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31, 1771-1794.
- Helwege, J. J., Intintoli, V. J. & Zhang, A. (2012). Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 18 (1), 22-37.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Managerial and Decision Economics*, 25, 537-547.
- Massa, M., Gaspar, J., Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 76, 135-165.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., and Starks, L. T. (2009). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Working Paper*. *Social Science Research Network*.

*SSRN.27* (5&6), 733-759.

- Mohammad Suleiman. (2010). Ownership Structure, Board Composition, and Dividend Policies from Saudi Arabia. *Working Paper*. Available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=15518](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=15518)
- Nasrum, M. (2013). The influence of ownership structure, corporate governance, investment decision, financial decision and dividend policy on the value of the firm manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange. *Journal Managerial*, 1(1):1-10.
- Omar Al Farooque. (2014). Link between Market Return, Governance and Earnings Management: An Emerging Market Perspective, UNE Business School, University of New England, Australia.
- Richardson, S.(2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11,159-189.
- Tsia, H. and Gu, Z. (2007). The relationship between institutional ownership and casino firm performance. *Hospitality Management*, 26, 517-530.
- Velruy, U. and Jenkins, D. S. (2006). Institutional ownership and The quality of earning. *Journal of Business Research*, 59, 1043-1051.
- Wahal, S., and Mc Connell, J. J. (2000). Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Corporate Finance*, 6, 307-329.