



Analyzing the Relationship between Institutional Ownership and Corporate Performance Considering the Moderating role of Board of Directors' Compensation

Kourosch Nematnezhad^{1*}

1. M.A, Department of Development and Economic Planning, Firozkoh branch, Islamic Azad University, Firozkoh, Iran (Corresponding Author).

ARTICLE INFORMATION

Type of Article:

Original Research

Pages: 46-55

Corresponding Author's Info

Email: kourosch.n.65@gmail.com

Article history:

Received: 13 April 2022

Accepted: 28 July 2022

Published online: 20 February 2023

Keywords:

Institutional Ownership, Corporate Performance, Board of Directors' Compensation.

ABSTRACT

Institutional owners buy and sell a large amount of company shares in most of the different institutions. Institutional shareholders include banks, insurance companies, social security organizations, pension funds and investment companies. For this reason, institutional investors became the largest group of shareholders in various companies, which directly and indirectly affect the performance of managers and companies. Managers want their company to reach an acceptable level of growth and security; Because they are more concerned about their survival than maximizing the value of the company for its shareholders. But the shareholders leave the decision-making authority to the managers, expecting that the managers will try to maximize their interests. The purpose of this study is to analyze the relationship between institutional ownership and the performance of companies, taking into account the moderating role of the board of directors' remuneration. After collecting the information related to the variables of this study and performing the required tests, the research models were estimated to test the hypothesis and the results show that with the increase in the percentage of institutional ownership, the performance of the companies improved and the bonus of the board of directors also had a positive effect on this relationship.



This is an open access article under the CC BY license.

© 2023 The Authors.

How to Cite This Article: Nematnezhad. K. (2023). "Analyzing the Relationship between Institutional Ownership and Corporate Performance Considering the Moderating role of Board of Directors' Compensation". *Journal of Management, economics and Entrepreneurship*, 3(4): 46-55.

تحلیل ارتباط میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها با در نظر گرفتن نقش تعدیل کننده پاداش هیئت مدیره

کوروش نعمت نژاد^{۱*}

۱. کارشناسی ارشد، گروه توسعه و برنامه ریزی اقتصادی، واحد فیروز کوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروز کوه، ایران (نویسنده مسئول).

چکیده

مالکان نهادی در غالب موسسات مختلف دست به خرید و فروش حجم وسیعی از سهام شرکتها می زنند. از سهامداران نهادی می توان به بانکها، شرکتهای بیمه، سازمان تأمین اجتماعی، صندوق های بازنشستگی و شرکتهای سرمایه گذاری اشاره نمود. به همین دلیل، سرمایه گذاران نهادی تبدیل به بزرگترین گروه سهامدار در شرکتهای مختلف تبدیل شدند که به صورت مستقیم و غیر مستقیم بر عملکرد مدیران و شرکتها تأثیر گذار می باشند. مدیران تمایل دارند که شرکت آنها به سطح قابل قبولی از رشد و امنیت برسد؛ زیرا آنها بیشتر نگران تداوم بقای خودشان هستند تا حداکثر کردن ارزش شرکت برای سهام دارانش. ولی سهام داران با انتظار اینکه مدیران برای حداکثر کردن منافع آنها تلاش می کنند، اختیار تصمیم گیری را به مدیران واگذار می کنند. هدف از انجام این مطالعه تحلیل ارتباط میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها با در نظر گرفتن نقش تعدیل کننده پاداش هیئت مدیره می باشد. پس از گردآوری اطلاعات مربوط به متغیرهای این مطالعه و انجام آزمون های مورد نیاز، مدلهای تحقیق جهت انجام آزمون فرضیه برآورد شد و نتایج نشان می دهند که با افزایش درصد مالکیت نهادی، عملکرد شرکتها بهبود یافته و پاداش هیئت مدیره نیز تأثیری مثبت بر این ارتباط گذاشته است.

اطلاعات مقاله

نوع مقاله: علمی - پژوهشی

صفحات: ۵۵ - ۴۶

اطلاعات نویسنده مسئول

ایمیل: kouros.n.65@gmail.com

سابقه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۵/۰۶

تاریخ انتشار: ۱۴۰۱/۱۲/۰۱

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، عملکرد

شرکتها، پاداش هیئت مدیره.

خوانندگان این مجله، اجازه توزیع، ترکیب مجدد، تغییر جزئی و کار روی حاضر به صورت غیرتجاری را دارند.



© تمامی حقوق انتشار این مقاله، متعلق به نویسنده می باشد.

مقدمه

با پیدایش انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم میلادی، شرکت‌های سهامی محدودی شکل گرفتند و مالکیت این شرکتها برای همه مردم میسر شد. مکانیزم بازار به شکلی بود که مالکان شرکتها نحوه اداره نمودن امور را به مدیران شرکتها سپردند و جدایی مالکیت از مدیریت منجر به پیدایش مسئله نمایندگی گردید. برای کاستن از مشکلات نمایندگی که ممکن بود از همسو نبودن منافع مدیران و سهامداران شکل گیرد می‌بایست روی مطلوبیت هر کدام از طرفین و نحوه سهم بندی منافع تمرکز می‌شد. لذا مدیران در راستای بکار بستن توانایی و مهارت‌های خود ترغیب شدند. پرداخت پاداش بر پایه عملکرد آنان بعنوان بخشی از حق الزحمه مدیران بصورت یکی از راه‌های موثر برای افزایش انگیزه آنان مطرح گردید. همزمان با افزایش مطالعات در رابطه با نوع مالکیت و عملکرد شرکتها نظریه‌های فراوانی در رابطه با ارزیابی عملکرد مالی پدیدار گشت. طرق مختلف محاسبه عملکرد شرکتها و پیدا کردن راه‌های کنترل آن معمولاً به نوع مالکیت سهام در شرکت‌های مختلف ارتباط دارد. تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتها محور بسیاری از مطالعات در ایران و سایر کشورهای جهان گشته است (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۰)

در شرکت‌های با مالکیت نامناسب، سهامداران نهادی و عمده سازمان‌های تجاری مسئولیت تغییر پاداش مدیران را دارا می‌باشند و اثر مالکیت نهادی بر انگیزه‌های مدیران تفاوت دارد. در واقع سهامداران نهادی انگیزه بالایی برای افزایش پاداش به مدیران برای بهبود عملکرد مالی شرکتها دارند (کائو^۱ و همکاران، ۲۰۱۱)

در سالهای اخیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به شکل قابل توجهی افزایش پیدا کرده است. مقصود از سرمایه‌گذاران نهادی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، موسسات مالی، بانکها و شرکت‌های سهامی است که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری میکنند. از این رو، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام شده‌اند. این روند سوالات جالبی را در مورد رابطه بین مالکیت

نهادی با عملکرد شرکت مطرح کرده است. (دروبتز^۲ و همکاران، ۲۰۲۱)

حال در این مطالعه با توجه به مبانی نظری موجود و دیدگاه‌های مختلف به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که مالکیت نهادی چه ارتباطی با عملکرد مالی شرکتها دارد؟ پاداش هیئت مدیره چه تأثیری بر این ارتباط می‌گذارد؟

مبانی نظری و پیشینه

ارزیابی شرایط مالی یک شرکت طی فرایند تصمیم‌گیری یک امر حیاتی و ضروری به شمار می‌آید. زیرا عملیات مختص به یک شرکت یا سازمان تجاری تا حد فراوانی به موقعیت مالی آن سازمان بستگی دارد تا حدی که ممکن است یک شرکت با وجود تولید منظم و با کیفیت محصولات خود گرفتار بحران مالی شده و در خطر ورشکستگی قرار گیرد. ارزیابی عملکرد مالی شرکتها از اقدامات اساسی در زمینه برنامه ریزی و هدف گذاری توسط مدیران می‌باشد. ارزیابی عملکرد تنها در انتخاب یک استراتژی صحیح به مدیران کمک نمی‌کند بلکه چگونگی تأثیر استراتژی‌های اتخاذ شده بر ارزش بازار را نیز در بر می‌گیرد. (همتی و همکاران، ۱۳۹۲)

توجه به ترکیب سهامداران شرکتها در هنگام تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند راهنمای مناسبی برای سرمایه‌گذاران باشد و در نظرنگرفتن آن ممکن است سرمایه‌گذاران را در تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت خود دچار اشتباه نماید. ضمن اینکه تعیین ترکیب بهینه سهامداران شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای مالکان آنها بسیار سودمند است. (صادقی شریف و همکاران، ۱۳۸۸)

مدیران تمایل دارند که شرکت آنها به سطح قابل قبولی از رشد و امنیت برسد؛ زیرا آنها بیشتر نگران تداوم بقای خودشان هستند تا حداکثر کردن ارزش شرکت برای سهام‌دارانش. ولی سهام‌داران با انتظار اینکه مدیران برای حداکثر کردن منافع آنها تلاش می‌کنند، اختیار تصمیم‌گیری را به مدیران واگذار می‌کنند (بنازی^۳ و همکاران، ۲۰۰۷)

³ Bonazzi

¹Cao

²Drobtz

پرداختند. این مطالعه تأثیر کلان ساختار مالکیت بانکی و عملکرد مالی را با استفاده از داده‌های ۴۴ کشور در حال توسعه طی سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۱۷ تجزیه و تحلیل می‌کند. اگرچه مشارکت بانک‌های خارجی کارایی بخشی بانکی را افزایش می‌دهد، اما با واسطه‌گری محدود و انحصاری، مزایا کاهش می‌یابد و در نتیجه سرانه تولید ناخالص داخلی و رشد تولید کاهش می‌یابد. استفاده و دسترسی به خدمات و محصولات مالی، از جمله در دسترس بودن دستگاه‌های خودپرداز و حساب‌های سپرده‌گذار، تأثیر مثبتی بر عملکرد اقتصادی دارد. برای تأثیر مثبت بر اقتصاد، عملکرد مالی و مالکیت بانک نیاز به حداقل سطح کیفیت مالکیت نهادی دارد. ناطقی و کاظمی (۱۴۰۰) رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت و رویکرد ارزیابی متوازن مورد بررسی قرار گرفت. هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتی بود. عملکرد شرکت با ارزیابی متوازن محاسبه شد. روش تحقیق در این پژوهش تحلیلی از نوع همبستگی و توصیفی می‌باشد و جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که نمونه‌ها به روش حذفی و داده‌های ۱۰۵ شرکت طی ۸ سال ۱۳۹۰ انتخاب شده است. نتایج رگرسیون نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، سهام شناور آزاد، استقلال هیئت مدیره و نوع حسابرس با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت و این فرضیه رد می‌شود.

روش پژوهش

این مطالعه از نظر روش کار از نوع علی پس از وقوع (پس رویدادی) می‌باشد. در این تحقیق، جهت آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. سه فرضیه در راستای اهداف این مطالعه تدوین شده است که تأثیر احتمالی اندازه، استقلال و جنسیت هیئت مدیره را بر مسئولیت اجتماعی شرکتها مورد بررسی قرار می‌دهد. در روش داده‌های ترکیبی، داده‌های سری زمانی (سال‌های مورد بررسی) و مقطعی

تحقیقات زیادی بر نقش سرمایه‌گذاران نهادی از جنبه توجه به هویت مالکان انجام شده است. شواهد زیادی برای مؤثر بودن فعالیت این سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت و نظارت مدیریت وجود دارد و بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی و تخصص لازم را برای نظارت مناسب بر تصمیمات مدیریت دارند؛ برای مثال صندوق‌های بازنشستگی، صندوقهای مشاع، شرکت‌های بیمه و بانکها اغلب سهام زیادی از شرکت‌ها را خریداری می‌کنند و می‌توانند نقش مؤثری در نظارت مدیریت ایفا کنند. (آلوارز^۱ و همکاران، ۲۰۱۸)

در طرف مقابل نقش و تأثیر مالکان در بهبود عملکرد مدیران ارشد و اجرایی نقشی تأثیر گذار است. معمولاً سهامداران نهادی و عمده‌سازمانهای تجاری با در نظر گرفتن پاداش‌های متنوع برای مدیران عامل و اجرایی شرکتها تلاش می‌کنند تا مدیران بهترین عملکرد خود را در جهت پیشبرد منافع یک سازمان بر جای گذارند و تا بدین وسیله عملکرد مالی شرکتها بهبود یابد. (چن^۲ و همکاران، ۲۰۱۷)

دروبتز و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی در شرکت‌های بین‌المللی کشتیرانی پرداختند. آنها تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی را بر ارزش‌گذاری شرکت‌های کشتیرانی فهرست شده بررسی می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبتی بر ارزش بازار شرکت‌های حمل و نقل دارند، که تأیید می‌کند که مالکیت نهادی یک مکانیسم حاکمیت شرکتی "جهانی" است. این اثر ارزش‌گذاری در شرکت‌هایی که تحت سلطه سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت هستند، آشکارتر است. همچنین در شرکت‌هایی با نقدینگی سهام بالا قوی‌تر است، و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، از طریق تهدید خروج، می‌توانند تضادهای نمایندگی را کاهش دهند و حاکمیت شرکتی را بهبود بخشند. رگرسیون‌های سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که شرکت‌های کشتیرانی با کسر بیشتری از سرمایه‌گذاران کوتاه مدت بهتر می‌توانند از فرصت‌های رشد بهره‌برداری کنند. مارسلین^۳ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی عملکرد بانک، ساختار مالکیت، مالکیت نهادی و عملکرد اقتصادی در کشورهای توسعه‌یافته

³ Marcelin

¹ Alvarez

² Chen

فرضیه اول : مالکیت نهادی ارتباط معناداری با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

فرضیه دوم : پاداش هیئت مدیره تأثیر معناداری بر رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 BONUS_{it} + \beta_3 INST_{it} * BONUS_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل ارائه شده :

۱. PER: عملکرد مالی
 ۲. INST: سهامداران نهادی
 ۳. ROA: نرخ بازده دارایی ها
 ۴. BONUS: پاداش هیئت مدیره
 ۵. SIZE: اندازه شرکت
 ۶. LEV: اهرم مالی
 ۷. INST*BONUS: اثر تعدیلی پاداش هیئت مدیره
- عملکرد مالی در این مطالعه از طریق نسبت کیو توین محاسبه می گردد که برابر است با : مجموع ارزش دفتری بدهی و ارزش روز سهام تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها . مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها شامل شرکت‌های دولتی ، بانک‌های دولتی و غیره می باشد . نرخ بازده دارایی ها از نسبت سود خالص تقسیم بر کل دارایی ها بدست می آید . پاداش هیئت مدیره برابر است با لگاریتم پاداش پرداختی به اعضای هیئت مدیره که از طریق یادداشت های همراه صورتهای مالی شرکتها استخراج می گردد. اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت بدست می آید . اهرم مالی از تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها بدست می آید.

(شرکت های مورد مطالعه) با هم ترکیب می شوند. داده های ترکیبی بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و مطالعه پویای تغییرات، استفاده می شود. به منظور تخمین کارای یک مدل رگرسیونی با استفاده از داده های ترکیبی، یکی از مدل های اثرات مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی با استفاده از آزمون هایی مناسب، انتخاب می شوند. آزمون های مورد استفاده برای انتخاب یکی از مدل های بالا، آزمون F لیمر برای انتخاب بین مدل های اثرات مشترک و اثرات ثابت می باشد که در صورت انتخاب مدل اثرات ثابت، از آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می شود. همچنین خودهمبستگی جز اخلاص مدل و ناهمسانی واریانس بررسی خواهد شد. برای تبیین قدرت توضیح دهنده متغیرهای توضیحی از ضریب تعیین و برای بررسی کفایت کلی مدل از آماره F فیشر استفاده خواهد شد. همچنین تحلیل های آماری با استفاده از نرم افزارهای اکسل و ایویوز انجام می شود. جامعه آماری این مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند و نمونه گیری در این تحقیق از روش حذفی سیستماتیک و با اعمال محدودیتهای زیر ، انجام خواهد شد :

۱. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۲. شرکت قبل از سال ۱۳۹۶، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 ۳. اطلاعات مورد نیاز در رابطه با اینگونه شرکتها در دسترس باشد.
 ۴. شرکتها جزء بانکها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه-گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارها در آنها متفاوت است.
 ۵. شرکت طی دوره قلمرو زمانی، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداده باشد.
 ۶. شرکتها وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشند.
- با توجه به محدودیتهای اعمال شده تعداد ۱۰۸ شرکت برای بررسی انتخاب گردیدند.
- برای انجام آزمون فرضیه های تحقیق مدل های زیر ارائه می‌گردد:

یافته های پژوهش

جدول آمار توصیفی متغیرها بصورت زیر ارائه می گردد :

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	PER	INST	ROA	SIZE	LEV	BONUS	INSTBONUS
میانگین	۰.۹۹۲۹۵۴	۰.۵۰۱۷۱۰	۰.۰۶۱۲۱۹	۱۲,۲۴۶۸۵	۰.۵۹۴۵۲۹	۱.۵۲۱۸۷۱	۰.۷۷۲۲۴۷
میانه	۰.۷۶۷۴۰۲	۰.۵۲۰۰۰۰	۰.۰۵۰۹۸۳	۱۰,۳۱۷۷۶	۰.۵۷۱۴۴۶	۱.۳۹۰۰۰۰	۰.۷۲۳۱۶۰
بیشترین	۷.۹۷۷۷۶۹	۰.۹۸۹۴۰۰	۰.۵۱۷۹۸۷	۱۳,۸۷۳۶۴	۱.۴۲۲۷۶۸	۴.۱۴۰۰۰۰	۲.۹۴۲۲۵۰
کمترین	۰.۱۱۹۱۶۸	۰.۱۱۰۰۰۰	-۰.۵۴۱۲۰۳	۸.۰۶۴۴۵۸	۰.۰۷۲۷۷۹	۱.۰۱۰۰۰۰	۰.۱۲۰۸۷۰
انحراف معیار	۰.۷۹۷۹۴۳	۰.۲۷۰۰۰۸	۰.۱۲۹۴۹۶	۰.۹۹۲۹۸۸	۰.۱۹۶۳۸۱	۰.۴۶۸۸۶۱	۰.۵۰۴۳۱۰
ضریب چولگی	۳.۰۰۲۳۹۶	۰.۰۷۲۲۰۱	-۰.۳۴۶۴۶۳	-۰.۰۰۵۱۹۶	۰.۱۸۵۵۷۸	۲.۲۶۴۹۷۰	۱.۰۴۳۰۵۶
ضریب کشیدگی	۱۸.۶۹۳۱۱	۱.۵۹۲۹۰۳	۴.۹۳۵۳۵۶	۲.۹۹۸۱۲۶	۳.۴۸۸۶۰۱	۱۰.۰۲۰۷۶	۴.۴۲۰۰۱۸
مشاهدات	۵۴۰	۵۴۰	۵۴۰	۵۴۰	۵۴۰	۵۴۰	۵۴۰

مانایی متغیرها (عدم وجود ریشه واحد) مطمئن شویم تا دچار رگرسیون کاذب نشویم. با توجه به جدول مانایی، همه متغیرهای این مطالعه در سطح مانا می باشند.

برای مثال میانگین داده های مالکیت نهادی ۰.۵۰۱۷۱۰ درصد، میانه داده های عملکرد شرکت ۰.۷۶۷۴۰۲ و انحراف معیار اهرم مالی ۰.۱۹۶۳۸۱ می باشد. در ادامه باید باید از

جدول ۲- نتایج آزمون مانایی (HADRI)

متغیر	آماره آزمون	سطح احتمال
BONUS (پاداش هیئت مدیره)	۱۶,۵۶	۰,۰۰۰۰
INSTBONUS (اثر تعدیلی پاداش هیئت مدیره)	۱۴,۵۱	۰,۰۰۰۰
LEV (اهرم مالی)	۱۶,۱۳	۰,۰۰۰۰
SIZE (اندازه شرکت)	۱۵,۰۲	۰,۰۰۰۰
ROA (نرخ بازده دارایی ها)	۱۲,۸۸	۰,۰۰۰۰
INST (مالکیت نهادی)	۱۴,۷۲	۰,۰۰۰۰
PER (عملکرد مالی)	۱۵,۵۴	۰,۰۰۰۰

پذیرش فرضیه برابری آثار ثابت خاص شرکتها و در نهایت درباره انتخاب روش کلاسیک یا روش داده های پانل تصمیم گیری می شود.

پیش از تخمین مدل با استفاده از داده های ترکیبی، باید در مورد روش مناسب بکارگیری این گونه داده ها در تخمین، تصمیم گیری نمود. براساس نتایج این آزمون، درباره رد یا

جدول ۳- نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی (Pooling) یا تلفیقی (Panel)

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره F	p-value	نتیجه آزمون
۱	اثرات خاص شرکت معنی دار نیستند (روش Pooling مناسب است)	۶/۱۸	۰,۰۰۰۰	H_0 رد می شود (روش داده‌های پانل انتخاب می شود)
۲	اثرات خاص شرکت معنی دار نیستند (روش Pooling مناسب است)	۶/۱۵	۰,۰۰۰۰	H_0 رد می شود (روش داده‌های پانل انتخاب می شود)

با توجه به نتایج بدست آمده باید از روش داده‌های پانل استفاده نمود، در نتیجه بحث انتخاب از بین مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی پیش می‌آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره χ^2	p-value	نتیجه آزمون
۱	روش اثرات تصادفی مناسب است	۲۲/۶۲	۰/۰۰۴۴	H_0 رد می شود (روش اثرات ثابت مناسب است)
۲	روش اثرات تصادفی مناسب است	۲۳/۰۷	۰/۰۰۹۱	H_0 رد می شود (روش اثرات ثابت مناسب است)

با انتخاب روش اثرات ثابت آزمون ناهمسانی واریانس به منظور یافتن روش درست برآورد مدل انجام می‌گیرد.

جدول ۵- نتایج آزمون هاروی برای کشف ناهمسانی واریانس

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره F	p-value	نتیجه آزمون
۱	واریانس‌ها همسانند	۴,۹۸	۰,۰۰۱۱	H_0 رد می شود (ناهمسانی واریانس وجود دارد)
۲	واریانس‌ها همسانند	۳,۰۱	۰,۰۱۰۱	H_0 رد می شود (ناهمسانی واریانس وجود دارد)

بنابر نتایج حاصله در مدل پژوهش فرض همسان بودن واریانس جملات اخلاص (خطا) رد می‌شود و مدل با روش GLS برآورد خواهد شد که نتایج آن بصورت زیر ارائه می‌گردد:

جدول ۶- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول پژوهش (متغیر وابسته : عملکرد شرکتها)

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
INST	۱.۸۶۴۶۲۴	۰.۱۵۱۰۱۸	۱۲.۳۴۷۰۲	۰.۰۰۰۰۰	۱.۳۶۷۲۷۶
ROA	۰.۰۲۶۰۴۴	۰.۰۳۷۵۸۱	۰.۶۹۳۰۰۵	۰.۴۸۸۷	۱.۱۵۹۱۶۹
SIZE	-۰.۰۵۲۰۲۳	۰.۰۱۷۵۳۵	-۲.۹۶۶۷۴۳	۰.۰۰۰۳۲	۱.۲۵۰۱۲۱
LEV	-۰.۰۲۶۸۵۲	۰.۰۹۸۸۶۱	-۰.۲۷۱۶۱۰	۰.۷۸۶۱	۱.۰۴۶۶۷۷
C	۱.۴۶۶۷۹۵	۰.۲۰۹۱۶۸	۷.۰۱۲۵۱۰	۰.۰۰۰۰۰	-----
آماره F فیشر	۱۸,۶۹۷۹۹		آماره دوربین واتسن	۲,۲۴	
(سطح معنی داری)	۰,۰۰۰۰		ضریب تعیین	۰,۸۲	

دارای مشکل هم خطی نمی باشد. نتایج تخمین مدل نشان می دهد که روابط آماری فرضیه های تحقیق مورد تأیید قرار می گیرند و مالکیت نهادی ارتباط مثبت و معناداری با عملکرد شرکتها داشته است.

با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۸۲ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (عملکرد شرکتها)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. با توجه به مقدار آماره دوربین - واتسن که ۲,۲۴ می باشد می توان نتیجه گرفت که مدل دارای مشکل خود همبستگی در جملات خطا نمی باشد. همچنین نتایج نشان دهنده این است که مدل

جدول ۷- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش (متغیر وابسته : عملکرد شرکتها)

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
INST	۱.۸۹۲۷۰۶	۰.۱۶۶۷۰۱	۱۱.۳۵۳۸۹	۰.۰۰۰۰۰	۱.۴۸۸۸۷۲
BONUS	۰.۰۳۲۰۰۸	۰.۰۱۴۰۶۴	۲.۲۷۵۸۸۱	۰.۰۰۰۰۴	۱.۶۱۳۳۴۲
INSTBONUS	۰.۰۳۹۸۷۵	۰.۰۱۴۸۰۷	۲.۶۹۲۹۸۳	۰.۰۰۰۰۶	۱.۰۵۶۱۳۱
LEV	-۰.۰۰۷۸۰۷	۰.۰۹۹۲۲۰	-۰.۰۷۸۶۸۵	۰.۹۳۷۳	۱.۳۲۶۱۹۲
ROA	۱.۸۶۴۱۳۸	۰.۱۵۲۴۴۲	۱۲.۲۲۸۴۷	۰.۰۰۰۰۰	۱.۲۲۲۷۷۳
SIZE	-۰.۰۴۸۳۶۵	۰.۰۱۷۱۸۹	-۲.۸۱۳۶۳۱	۰.۰۰۰۵۲	۱.۳۸۹۹۵۰
C	۱.۴۷۵۲۴۴	۰.۲۱۳۵۵۱	۶.۹۰۸۱۶۴	۰.۰۰۰۰۰	-----
آماره F فیشر	۱۹,۵۶۲۲۱		آماره دوربین واتسن	۲,۲۴	
(سطح معنی داری)	۰,۰۰۰۰		ضریب تعیین	۰,۸۳	

توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. با توجه به مقدار آماره دوربین - واتسن که ۲,۲۴ می باشد می توان نتیجه گرفت که مدل دارای مشکل خود همبستگی در جملات خطا نمی باشد. همچنین نتایج نشان دهنده این است که مدل

با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۸۳ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (عملکرد شرکتها)،

خواهند شد. از طرفی تضاد نمایندگی میان مالکان و مدیران شرکت های سهامی موجب شده است تا سهامداران به فکر همسو نمودن منافع مدیران در جهت منافع مالکان شرکت ها بر آیند، و برای رسیدن به این مهم، بهترین راه حل را در پرداخت پاداش به مدیران بر اساس عملکرد شرکت ها یافتند. نتایج این فرضیه از حیث مفهوم با نتایج مطالعه دروبتز و همکاران (۲۰۲۱) در یک طبقه بندی قرار می گیرد.

ملاحظات اخلاقی: موارد مربوط به اخلاق در پژوهش و نیز امانت داری در استناد به متون و ارجاعات مقاله تماماً رعایت گردید.

تعارض منافع: تدوین این مقاله، فاقد هرگونه تعارض منافی بوده است.

سهم نویسندگان: نگارش مقاله تماماً توسط نویسندگان بصورت مشترک و برابر انجام گرفته است.

تشکر و قدردانی: از تمام کسانی که ما را در تهیه این مقاله یاری رسانده‌اند، سپاسگزاریم.

تأمین اعتبار پژوهش: این پژوهش بدون تأمین اعتبار مالی سامان یافته است.

منابع و مأخذ

- Alvarez, Roberto, Jara, Mauricio, Pombo, Carlos, 2018. Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets. *J. Corp. Financ.* 53, 38–64.
- Bonazzi, L. and Islam, S. M.N., 2007. Agency theory and corporate governance, a study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO”, *Journal of Modelling in Management*, 2 (1):7-23.
- Cao, J., Pan, X., Tian, G. (2011). Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China’s listed firms. *J. Corporate Finance*. 17: 541-554.
- Chen, Ruiyuan, El Ghouli, Sadok, Guedhami, Omrane, Wang, He, 2017.

دارای مشکل هم خطی نمی باشد. نتایج تخمین مدل نشان می دهد که روابط آماری فرضیه های تحقیق مورد تأیید قرار می گیرند و پاداش هیئت مدیره تأثیر مثبت و معنی داری بر رابطه مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها داشته است.

نتیجه گیری

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها در آزمون فرضیه اول تحقیق نشان می دهد که بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد. به طور کلی یافته های تحقیق شواهدی قوی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر عملکرد شرکت فراهم می آورد که موید فرضیه نظارت کار آمد است و بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند. این امر می تواند بیانگر آن باشد که مالکین نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت کرده و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می کنند. به عبارت دیگر، وجود سرمایه گذاران نهادی سبب بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران می شود. مالکین نهادی برای تحقق افزایش ارزش پرتفوی خود، مدیران شرکت های سرمایه پذیر را به اخذ تصمیمات بهینه و به تبع آن بهبود عملکرد شرکت ترغیب می کنند. نتایج این فرضیه از حیث مفهوم با نتایج مطالعه دروبتز و همکاران (۲۰۲۱) در یک طبقه بندی قرار می گیرد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها در آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان می دهد که پاداش هیئت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر ارتباط مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکتها داشته است. مالکان نهادی که اکثریت سهامداران آن ها را شرکت های دولتی تشکیل می دهند نقش با اهمیتی را در اطمینان دهی نسبت به بهبود عملکرد مالی و در نتیجه استفاده درست از جریانهای نقد آزاد در طرحهای سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا میکنند. شرکت های با مالکیت نهادی بالاتر، مکانیزم نظارتی موثرتری فراهم می آورند، از این رو باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران و با جهت گیری اهداف بلند مدت موجب بهبود تصمیمات سرمایه گذاری در زمینه عملکرد مالی

Sadeghi Sharif, Seyed Jalal, Kafash Panjeshahi, Mohammad. (1388). The effect of the composition of shareholders on the efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and auditing reviews*, 16(2), 51-66.

Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *J. Corp. Financ.* 42, 408-421.

Drobetz, Wolfgang, Sebastian Ehlert, Henning Schröder (2021) Institutional ownership and firm performance in the global shipping industry, *Transportation Research Part E*, 146: 1-16.

Hemmati, Hassan, Kazemi, Hossein, Rostami, Zeinab (2013) The impact of corporate governance system mechanisms on financial performance and information transparency, *applied research in financial reporting*, 2(2): 123-148.

Marcelin, Isaac, Aklesso Y.G.Egbendewe, Djoulassi K.Oloufade, WeiSun (2021) Financial inclusion, bank ownership, and economy performance: Evidence from developing countries, *Finance Research Letters*, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102322>.

Mashaikh, Shahnaz and Mohin Abdollahi, (2013) Investigating the relationship between ownership concentration, company performance and dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research*, 10: 71-86.

Natghi, Elmira and Kazemi, Hossein (1400) Investigating the relationship between the mechanisms of the corporate governance system and the performance of the company with a balanced evaluation approach, *Management and Industrial Engineering Research Quarterly*, 3(6): 1-13.