

## تأثیر استقلال هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت با توجه به فرصت رشد

مینا بزومی جهرمی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد علوم و تحقیقات فیروزآباد، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزآباد، ایران

### چکیده

ترکیب هیئت‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیئت‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیئت‌مدیره از کارایی بیش‌تری برخوردار خواهد بود همچنین یکی از عواملی که فرض می‌شود بر ساختار سرمایه تأثیر بگذارد فرصت‌های رشد است. بر اساس نظریه توازی ایستا، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم به استقراض کمتری روی می‌آورند. این پژوهش به بررسی نقش تعدیلگر فرصت رشد بر رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاری نهادی با ارزش شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای این منظور چهار فرضیه مطرح گردید. نمونه آماری شامل ۱۱۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران است که دوره ۱۳۹۲-۱۳۹۷ فعال بوده‌اند. روش آماری این پژوهش رگرسیون چندمتغیره می‌باشد. که جهت آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۱ استفاده گردید. نتایج حاکی از این است که: بین استقلال هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاری نهادی با ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود دارد همچنین فرصت رشد تأثیر کاهشی معناداری بر رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره و ارزش شرکت دارد و فرصت رشد تأثیر افزایشی معناداری بر رابطه بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت دارد. که هر چهار فرضیه با درصد بالای نود و پنج درصد تأیید و پذیرفته شدند.

**واژه‌های کلیدی:** فرصت رشد، استقلال هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت

**۱- مقدمه**

امروزه شرکتها برای برنامه‌ریزی‌های آتی و حضور موفق در عرصه فعالیت‌های اقتصادی نیازمند یک ثبات و روند مطمئن در حیطه فعالیت خود می‌باشند. طبعاً نوسانهای شدید ارزش سهام یکی از موانع برنامه‌ریزی‌های بلند مدت و اجرای موفق آن می‌باشد. علاوه بر این شرکتها فعالیت‌های تولیدی و بازرگانی خود را در شرایطی انجام می‌دهند که تغییرات در جوامع تجاری سریع بوده و رقابت در سطح بالایی صورت می‌گیرد. بنابراین مدیران برای تصمیم‌گیری و هدایت فعالیت واحد تجاری باید با جنبه‌ها و ابعاد مختلف فعالیت شرکت آشنایی کامل داشته باشند. مدیران شرکتها اغلب با مسائلی نظیر نحوه اثر استقلال اعضای هیئت‌مدیره، میزان مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی، فرصت‌های رشد و همچنین ارزیابی بازدهی آنها مواجه و درگیر هستند. در این چارچوب مدیران به دیدگاهی وسیع از مسائل مالی، آشنایی با ماهیت و ابعاد مختلف ابزارهای مالی و توانایی درک و بررسی نحوه عملکرد شرکت در شرایط بازار نیازمندند. در سالهای اخیر با توجه به تغییرات سریع تکنولوژی و افزایش انتظارات سهامداران، تصمیم‌گیریهای مالی به تخصص مدیران بستگی دارد. توسعه و تفکیک تخصص مدیران باعث می‌شود تا در شرایط بسیار رقابتی، نسبت به فعالیت شرکت و بازدهی آن بهترین استراتژیها انتخاب شوند. این تغییرات و پیشرفتهای تکنولوژی توجه مدیران را به شیوه‌هایی که سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان توسط آنان به ارزشیابی مؤسسات می‌پردازند و تأثیر هر تصمیم بر نحوه ارزشیابی آنان معطوف کرده‌اند، بنابراین مدل‌های ارزشیابی برای استفاده در تصمیم‌گیریهای مالی توسعه پیدا کرده‌اند. لذا با توجه به اهمیت اطلاعات حسابداری و مالی در تصمیم‌گیریها و تشخیص بهینه منابع چنانچه در بازار تحلیل و تفسیر مناسبی از این اطلاعات به عمل آید و اهداف بلند مدت شرکتها به درستی معین شود از یک طرف باعث تخصیص مطلوب منابع و از طرف دیگر منجر به حداکثر شدن ارزش شرکت در بازار خواهد گردید و در کل بازار سرمایه به نفع اقتصاد ملی خواهد بود. حداکثر کردن ارزش شرکت در بلند مدت به متغیرهای مالی متفاوتی بستگی دارد. در این تحقیق سعی بر آن شده تأثیر استقلال هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاری نهادی بر ارزش شرکتها با توجه به نقش تعدیلگری فرصت رشد مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد.

**۲- مبانی نظری فرضیه‌های پژوهش**

امروزه بازار سرمایه تحت تأثیر عملکرد شرکت‌های ذکر شده در بورس اوراق بهادار قرار دارد. شرکت‌های فهرست شده با سهام‌هایی که در بورس معامله می‌شوند و همچنین عملکرد خوبی را نشان می‌دهند، ارزش شرکت‌های خود را در دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهند. هدف اصلی شرکت، با توجه به نظریه شرکت، به حداکثر رساندن ثروت یا ارزش شرکت است. به حداکثر رساندن ارزش شرکت برای شرکت بسیار مهم است، زیرا به حداکثر رساندن ارزش شرکت به معنی افزایش ثروت سهامداران است که هدف اصلی این شرکت است.

در بازارهای جهانی سرمایه، این شاخص‌های اقتصاد کلان به شدت بر افزایش یا کاهش قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. افزایش تورم و نرخ بهره بعضی از عواملی است که سبب می‌شود قیمت سهام برخی از شرکتها کاهش یابد، زیرا افزایش نرخ تورم برای سرمایه‌گذاران سهام منفی خواهد بود. ارزش شرکت توسط عواملی مانند اعضای هیئت‌مدیره مستقل و مالکیت نهادی تحت تأثیر قرار گیرد. با گسترش سرمایه‌گذاران فعال در بازارهای سرمایه، به تدریج بازار سرمایه شرکتها منسجم تر و مالکیت سهام شرکتها از افراد به نهادها انتقال یافت و این مبنایی برای شکل‌گیری سهامداران نهادی گردید. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که

حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان ها و همچنین ارزش قیمت سهام آنها می تواند داشته باشد. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیتهای مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می باشند و تأثیر مستقیم یا غیر مستقیم سهامداران نهادی می تواند بسیار با اهمیت در ارتباط با ارزش شرکت ها باشد (جیو و نای<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی برای فراهم سازی سرمایه جهت سرمایه گذاری و برنامه ریزی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی محسوب می شود. موضوع استقلال هیئت مدیره به همراه میزان بازدهی مورد انتظار سهام مدت هاست که از مسائل مطرح در مدیریت مالی است و تا کنون عوامل موثر بر آن و آثار آن بر ارزش شرکت ها مشخص نشده است. به عبارتی که اگر هیات مدیره مستقل و از نسبت بالایی از اعضای غیرموظف تشکیل شده باشد، چه تاثیری بر روند قیمت سهام و یا ارزش شرکت دارد (گوش و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). تا جایی که از آن به عنوان معمای دستیابی به ارزش بهینه یاد می کند. تصمیم گیری درباره نحوه پیش بینی بازده مورد انتظار سهام، یکی از مهمترین تصمیمات شرکت هاست (کاناگارتنام و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶) و از این رو تعجب آور نیست که تحقیقات زیادی در مورد آن صورت گرفته باشد. پژوهش مایرز<sup>۴</sup> (۱۹۹۷)، ارزش شرکت را به عنوان ارزش کل دارایی و چشم انداز رشد تصمیمات آینده سرمایه گذاری مشاهده می کند. نظریه ای که توسط جانسن<sup>۵</sup> (۱۹۸۶)، ارائه شده است پیشنهاد می کند که مشکلات در فرصت های رشد شرکت ها ممکن است ناشی از کمبود سرمایه گذاری یا سرمایه گذاری بیش از حد در شرکت باشد. انتظار می رود که این جنبه های مثبت را برای شرکت افزایش داده و در نتیجه فرصت سرمایه گذاری در این شرکت را افزایش دهد. برای سرمایه گذاران، رشد این شرکت چشم انداز سودآور است، زیرا انتظار می رود که سرمایه گذاری در آینده به بازده بالا برسد. فرصت های رشد نیز به عنوان فرصت های سرمایه گذاری اشاره شده است. فرصت های سرمایه گذاری یک گزینه برای سرمایه گذاری در پروژه هایی هستند که ارزش فعلی خالص مثبت دارند. این مطالعه با هدف گسترش آن است. تنها تعداد کمی از محققان با بررسی رابطه بین عوامل داخلی و فرصت های رشد با ارزش شرکت بودند. مطالعات انجام شده چندین فرصت رشد را به عنوان یک اثر تعدیل کننده با ارزش شرکت مورد بررسی قرار دادند. این مطالعه همچنین شامل اندازه شرکت و عمر شرکت به عنوان متغیرهای کنترل است که هدف آن کاهش نفوذ ناشی از عوامل خارجی است که در این مطالعه دقیق نیستند. در این راستا پژوهش حاضر اهمیت بررسی این موضوع را نشان می دهد که آیا رابطه معناداری بین استقلال هیئت مدیره و سرمایه گذاری نهادی با ارزش شرکت وجود دارد؟ آیا فرصت رشد تأثیر معناداری بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و سرمایه گذاری نهادی با ارزش شرکت می گذارد؟

## ۲-۱- ارتباط بین استقلال اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت

از مدیران داخلی (موظف) به عنوان مدیران تصمیم گیرنده و از مدیران بیرونی (غیرموظف) به عنوان افرادی نام برده می شود که قدرت و وظیفه نظارت بر این تصمیم گیری را دارند. هیئت مدیره های شرکت هایی که بیشتر آنان از اعضا غیر موظف تشکیل شده است، به عنوان هیئت مدیره هایی قلمداد می شوند که قدرت نظارت و کنترل مدیریت، کاستن از هزینه های

1 - Guo & Ni

2 - Ghosh et al

3 - Kanagaretnam et al

4 - Myers

5 - Johnson

نماینده‌گی و ایجاد ارزش برای سهامداران را دارند (هرمالین و ویسباچ<sup>۶</sup>، ۱۹۹۱). در نتیجه، ترکیب هیئت‌مدیره می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که بیشتر اعضای هیئت‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهند، هیئت‌مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود. نظریه نمایندگی برای افزایش استقلال هیئت‌مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی میکند که هیئت‌مدیره باید تحت اختیار مدیران بیرونی (غیرموظف) می‌باشد. زیرا رفتارهای فرصت طلبانه یافته‌های پژوهشی یکنی و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۵) نشان دهنده وجود رابطه معنادار بین استقلال هیئت‌مدیره و کیفیت افشا می‌باشد و هم چنین، شرکت‌ها با مدیران غیرموظف بیشتر، تمایل بیشتری به افشای اطلاعات با کیفیت بالاتری دارند و اگر شرکت فرصت رشد بالای داشته باشد، موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود.

## ۲-۲- ارتباط بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت

سرمایه‌گذاران نهادی موسسه‌هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از سهام شرکت‌ها می‌پردازند. بر اساس ادبیات موجود بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... جزء سرمایه‌گذاران نهادی قلمداد می‌شوند. سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از حق رأی، در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیأت مدیره نفوذ کرده و لذا می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها باشند. سرمایه‌گذاران نهادی دریافته‌اند که فروش بخش عمده‌ای از سهام یک شرکت، بدون کاهش قیمت آن میسر نخواهد بود. بنابراین بسیاری از این سرمایه‌گذاران به جای فروش عمده سهام و تحمل زیان مرتبط با آن، در پی نظارت اثربخش بر مدیران شرکت‌ها و در نتیجه بهبود بازده سهام خود بر می‌آیند. به همین دلیل سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از موارد در فرایند تصمیم‌گیری شرکت‌ها مشارکت فعال دارند (آجینکیا و پودپیرا<sup>۸</sup>، ۲۰۰۵). بر اساس نتایج مطالعه چنگ و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۶)، هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت‌ها افزایش یابد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذینفع کاهش خواهد یافت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت نهادی در آنها بیشتر است، قیمت سهام اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را سریع‌تر از شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، منعکس می‌کنند و در نتیجه ارزش شرکت در این شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

## ۳- پیشینه پژوهش

### ۳-۱- پیشینه داخلی

پورزمانی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر استقلال اعضای هیئت‌مدیره بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بدین منظور با استفاده از تجزیه و تحلیل مقطعی ۱۳۳ شرکت در بورس اوراق بهادار برای سال‌های مالی ۱۳۸۵ و ۱۳۸۸ اطلاعات مورد نیاز جمع‌آوری گردید. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که استقلال هیأت مدیره بهبود یافته، به طوری که بهبود سطح استقلال هیأت مدیره با سطوح پایین‌تر مدیریت سود مرتبط می‌باشد. همچنین بین جدایی مدیر عامل شرکت از رئیس هیأت مدیره و میزان مالکیت سهام مدیران موظف در سال ۱۳۸۸ نسبت به سال ۱۳۸۵ با مدیریت سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

6 - Hermalin & Weisbach

7 - Yekini & et al

8 - Ajinkya & Podpiera

9 - Cheng et al

نمازی و شکرالهی (۱۳۹۳)، در تحقیقی به بررسی تعامل بین سیاست بدهی و مالکیت نهادی در شرکت های دارویی و غیردارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم زمان در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش تفاوت عمده ای در روابط مورد بررسی در شرکت های دارویی نسبت به شرکت های غیردارویی را نشان می دهد. به این معنا که رابطه متقابل معنادار بین متغیرهای تمرکز مالکیت نهادی، سطح مالکیت نهادی و سیاست بدهی در شرکت های دارویی وجود ندارد؛ در صورتی که این روابط در شرکت های غیردارویی، به استثنای اثرگذاری متغیر سطح مالکیت نهادی بر متغیر سیاست بدهی، با اهمیت و منفی تشخیص داده شده است.

مشکی و هاشمی (۱۳۹۴) در پژوهشی که متشکل از نمونه آماری ۱۳۵ که در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۳ از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس انتخاب شده و آزمون فرضیه ها نیز با استفاده از روش رگرسیون لجستیک، انجام دادند. پژوهش نشان داد که از پنج مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، مکانیزم های نوع گزارش حسابرس، میزان پاداش هیات مدیره، نسبت مالکیت نهادی و استقلال هیات مدیره با احتمال عملکرد مالی شرکت دارای رابطه معنادار و مثبت می باشد؛ با این وجود هیچگونه رابطه معنی داری بین متغیر اندازه هیأت مدیره با عملکرد مالی مشاهده نشد.

ساسانی و نوروزی (۱۳۹۴)، این پژوهش بررسی نقش حاکمیت شرکتی در کاهش اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶-۱۳۹۱، می باشد. با استفاده از روش تاپسیس شاخصی به منظور رتبه بندی شرکت های نمونه بر اساس حاکمیت شرکتی، ساخته شده است. شاخص مزبور متشکل از شش معیار اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حسابرس مستقل می باشد. هم چنین برای محاسبه ارزش شرکت از شاخص  $Q$  توبین و برای محاسبه مدیریت سود از مدل جونز تعدیل شده استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که سهامداران مدیریت سود را فرصت طلبانه تلقی کرده و مدیریت سود دارای اثری منفی بر ارزش شرکت می باشد ولی در شرکت های دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می یابد. به عبارت دیگر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد و شرکت های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کمتری مواجه هستند.

حسینی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی اثر فرصت های رشد شرکت و پایداری سود بر ارزش گذاری بازار از جریان های نقد آزاد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به این منظور، یک الگوی ارزش گذاری بر مبنای حسابداری ایجاد شده که در آن از بازده سهام و جریان های نقد آزاد و واکنش متقابل آن با رشد و ناپایداری سود رگرسیون گرفته شده و متغیرهای ارزش دفتری، سود تقسیمی و سود هر سهم کنترل شده است. نمونه این پژوهش شامل ۶۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی ۱۳ سال در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۲ است. یافته های پژوهش نشان می دهد که شرکت های با جریان های نقد آزاد مثبت و فرصت های رشد جذاب به وسیله سهامداران به مبلغ بیشتری ارزش گذاری می شوند.

عابدینی و خلفیان (۱۳۹۷)، در پژوهش حاضر به بررسی معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت پرداخته شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که با استفاده از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۰۴ شرکت در بازه زمانی بین سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ (در مجموع ۶۲۴ سال شرکت) انتخاب و مورد تجزیه و تحلیل - قرار گرفت نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان داد معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت ها دارای اثر منفی و معناداری است. ضمن اینکه، در ارتباط با ساختار مالکیت شرکت نتایج نشان می دهد

مالکیت مدیریت و نهادی دارای اثر مثبتی بر ارزش شرکت‌ها می‌باشند و این در حالی است که مالکیت خانوادگی دارای اثری منفی بر ارزش شرکت است.

## ۲-۳- پیشینه خارجی

تانگجیت‌پرم<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین رتبه حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و ارزش شرکت پرداخت. نتایج وی مدرکی را فراهم می‌کند که اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی خوب کمتر است. اما اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف بیشتر است زیرا چنین شرکت‌هایی نسبت به فرصت طلبی مدیران آسیب پذیرتر هستند.

امارنه و کیلانی<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای تحت عنوان «سرمایه‌گذاران نهادی و قیمت سهام شرکت» به بررسی رابطه میان مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد، که میزان مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت رابطه مثبتی وجود دارد. آنها سرمایه‌گذاران نهادی را به کوتاه مدت، اختصاصی و شبه شاخص‌گذار تقسیم کردند. نتایج آنها نشان داد، که رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت به گونه عمده ناشی از مؤسسات موقتی است. مؤسسات اختصاصی نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند. همچنین مالکیت نهادی به وسیله حساب‌های صندوق‌های بازنشستگی (بانک‌های امین، شرکتهای سرمایه‌گذاری و مشاوران مستقل سرمایه‌گذاری) با ریسک آتی قیمت سهام، ارتباط منفی دارد.

پارک و شین<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سیاست سود سهام در کانادا پرداختند. بر اساس پیش‌بینی‌های تئوری نمایندگی، اثر دو فرضیه متضاد پیرامون حاکمیت شرکتی بر پرداخت سود سهام را در نظر گرفتند. فرضیه‌های نتیجه و جانشینی از طریق شاخص سالیانه حاکمیت شرکتی گلوب و میل و چهار زیر شاخه امتیازات (اندازه هیئت‌مدیره، موضوعات سهام و استقلال اعضای هیئت‌مدیره)، سودمندی سازوکارهای سطح شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته شد. نتایج با استفاده از یک نمونه ۷۱۴ شرکت لیست شده در بورس تورنتو نشان داد که شرکتهای با حاکمیت شرکتی قوی‌تر پرداخت سود سهام بالاتری دارند. در میان ۲ جزء شاخص حاکمیت شرکتی، ارتباط مثبت سیاست اندازه هیئت‌مدیره با نسبت‌های پرداخت سود سهام نشان دادند. همچنین، پژوهشگران ارتباط مثبتی بین استقلال اعضای هیئت‌مدیره و پرداخت‌های سود سهام پیدا کردند.

چنگ و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی متوجه شدند که شرکتهای عضو بورس چین به دلیل نظارت سهامداران بیرونی دارای فرصت رشد کمتری در خصوص جریانهای نقد آزاد هستند. آنها نشان دادند که شرکتهای عضو نسبت به شرکتهای غیر عضو، هنگام داشتن جریانهای نقد آزاد سعی می‌کنند سود تقسیمی خود را افزایش داده تا احتمال مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهند. همچنین شرکتهای عضو هنگامیکه دارای فرصت رشد بیشتری هستند، سود تقسیمی را کاهش می‌دهند تا احتمال مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش دهند.

10 - Tangjitprom

11 - Amarneh & Kilani,

12 - Park & Shin

سیتیواتی و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۷)، به بررسی نقش تعدیل گر فرصت رشد بر رابطه بین سیاست تقسیم سود، سیاست بدهی، استقلال هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاری نهادی با ارزش شرکت‌ها در تمام شرکت‌های تولیدی ثبت‌شده در بورس اوراق بهادار اندونزی و با ۲۸ نمونه در دوره ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۲، نتایج نشان می‌دهد که سیاست سود سهام رابطه معناداری با ارزش شرکت ندارد همچنین سیاست بدهی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاری نهادی رابطه معناداری با ارزش شرکت دارد. علاوه بر آن فرصت رشد تأثیر معناداری را بر رابطه بین سیاست تقسیم سود، سیاست بدهی، استقلال هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاری نهادی با ارزش شرکت دارد.

#### ۴- روش پژوهش

انتخاب روش تحقیق بستگی به اهداف، ماهیت و موضوع و روش اجرا پژوهش دارد. این تحقیق در تقسیم‌بندی تحقیق از منظر هدف تحقیق حاضر از نوع تحقیق کاربردی طبقه‌بندی می‌شود. همچنین بر اساس نحوه گردآوری داده‌ها و روش اجرا در تقسیم‌بندی تحقیق از منظر نحوه گردآوری داده‌ها و روش اجرا تحقیق حاضر توصیفی از نوع کاربردی می‌باشد. علاوه بر این از میان انواع تحقیق توصیفی از نوع تحقیق همبستگی است که بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها را از طریق رگرسیون می‌سازد.

#### ۴-۱- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد، که باید دارای ویژگی‌های زیر باشند: ۱. باید شرکت‌ها از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ در بورس حضور فعال داشته باشند؛ ۲. شرکت‌های انتخابی نباید جزو بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و لیزینگ باشد؛ ۳. ناقص نبودن داده‌ها. قلمرو زمانی ابتدای ۱۳۹۲ تا پایان ۱۳۹۷ می‌باشد. با توجه به محدودیت‌های فوق ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

#### ۴-۲- فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش فرضیه‌ها به شرح زیر تدوین شده‌اند:

- فرضیه‌ی اول: بین استقلال هیئت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌ی دوم: بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌ی سوم: فرصت رشد تأثیر معناداری بر رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره و ارزش شرکت دارد.
- فرضیه‌ی چهارم: فرصت رشد تأثیر معناداری بر رابطه بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت دارد.

#### ۴-۳- مدل‌های پژوهش

مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش به صورت جداگانه برای هر فرضیه به شرح زیر ارائه شده است. الگوی پژوهش بر اساس پژوهش چی چنگ و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۶) و وانگ<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۰) به صورت زیر است:

13 - Setiyawati et al

14 - Chi Cheng et al

15 - Wang

مدل (۱):

$$QT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 KI_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$QT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INTS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳):

$$QT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DKI_{it} + (\beta_2 DKI_{it} * MBV_{it}) + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۴):

$$QT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INTSI_{it} + (\beta_2 INTSI_{it} * MBV_{it}) + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

## ۴-۴-۴- متغیرهای پژوهش

متغیرهایی که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند، به شرح زیر می‌باشند.

## ۴-۴-۱- متغیر وابسته

ارزش شرکت (QT): برای محاسبه ارزش شرکت به پیروی از پارک و جانگ<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۳) از رابطه زیر استفاده میشود.

$$QT_t = \frac{(\text{Stock Price} \times \text{Number of Stocks})_t + \text{Debt}_t}{TA_t}$$

که در آن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی (QT) از (قیمت سهام \* تعداد سهام)، مبلغ دفتری مجموع بدهی‌ها (Debt) و مبلغ دفتری مجموع دارایی‌ها (TA) است.

## ۴-۴-۲- متغیر مستقل:

الف: استقلال اعضای هیئت‌مدیره (KI): برای اندازه‌گیری استقلال هیئت‌مدیره نسبت اعضای هیئت‌مدیره مستقل به کل اعضای هیئت‌مدیره استفاده شده است.

ب: سرمایه‌گذاری نهادی (INTS): مالکیت نهادی نقش مهمی در اجرای قیمت سهام شرکت ایفا می‌کند. هرچه مالکیت نهادی بالاتر و بیشتر باشد، کنترل خارجی شرکت قوی‌تر خواهد بود و در نتیجه ارزش شرکت کاهش می‌یابد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۶). اندازه‌گیری متغیر در این پژوهش از طریق درصد تعداد سهام نهادی تقسیم بر کل سهام محاسبه می‌شود (سیتیواتی و همکاران، ۲۰۱۷).

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Institutional Shares}}{\text{Total Shares}} * 100\%$$

Institutional Ownership: مالکیت نهادی

Institutional Sh: تعداد سهام نهادی



**TotalSh**: تعداد سهام منتشر شده

#### ۴-۴-۳- متغیر تعدیلگر:

فرصت رشد (MBV): فرصت های رشد از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکتها بدست می آید.

#### ۴-۴-۴- متغیرهای کنترل

در این پژوهش از متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی برای مدل پژوهش استفاده می شود:  
 Size= اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت.  
 AGE= عمر شرکت، لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس شرکت.

#### ۵- یافته های پژوهش

پس از گردآوری داده های مورد نیاز پژوهش، جهت محاسبه و آماده سازی متغیرها از نرم افزار آفیس ۲۰۱۰ استفاده می گردد و برای آزمون فرضیه ها از داده های ترکیبی استفاده خواهد شد. برای تعیین نوع داده های ترکیبی از آزمون های F لیمر و هاسمن<sup>۱۷</sup> استفاده می شود. همچنین برای آزمون معنی داری کلی مدل رگرسیون برازش شده از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و برای آزمون معنی داری هر یک از متغیرهای مستقل از آزمون (t) استیودنت استفاده می شود. همچنین برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل، از آزمون ولد ریچ استفاده خواهد شد. همچنین از نرم افزار Eviews برای تحلیل آزمون های فوق، همبستگی بین متغیرها و رگرسیون خطی چند متغیره و سایر آزمون ها استفاده می شود.

#### ۵-۱- آمار توصیفی

آماره های توصیفی به مجموعه ای از معیارها گفته می شود که می توانند مشخصات کلی از اطلاعات جمع آوری شده را برای پژوهش گر ارائه دهند. باید توجه داشت که از آماره های توصیفی نمی توان نتایج را به حالت های کلی تعمیم داد بلکه فقط برای ارائه یک دید کلی از پژوهش، از این معیارها استفاده می شود (جدول ۱).

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
ارزش شرکت	۲,۱۸۴	۱,۴۶۲	۱,۲۷۸	۱,۲۵۱	۴,۲۱۲	۰,۸۳۶	۵,۷۱۹
استقلال اعضاء هیات مدیره	۰,۵۳۱	۰,۶۰۰	۰,۲۳۴	-۰,۷۲۹	-۰,۱۲۹	۰,۰۰۰	۱
سرمایه گذاری نهادی	۰,۲۶۱	۰,۲۱۰	۰,۲۰۲	۱,۰۴۱	۰,۶۲۰	۰,۰۱۰	۰,۹۶۰
فرصت رشد	۲,۴۸۲	۱,۸۲۸	۲,۱۷۴	۱,۴۵۲	۱,۳۵۳	۰,۰۴۴	۸,۹۲۵

اندازه شرکت	۶,۲۹۶	۶,۲۲۴	۰,۶۲۱	۰,۸۳۵	۱,۱۷۲	۴,۸۱۱	۸,۳۸۸
عمر شرکت	۱,۵۷۳	۱,۶۲۳	۰,۱۶۳	-۰,۷۲۸	-۰,۴۳۰	۱,۱۱۴	۱,۸۳۳

مأخذ: محاسبات پژوهش

اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است، با نگاهی به (جدول ۱)، می‌توان دریافت که میانگین عمده متغیرها فاصله چندانی با هم ندارد. در بین متغیرها، اندازه شرکت با مقدار ۶,۲۹۶ دارای بالاترین میانگین و متغیر سرمایه‌گذاری نهادی با مقدار ۰,۲۶۱ دارای کمترین میانگین می‌باشد. همچنین انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی و معیاری است برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین. مقدار این پارامتر برای متغیر ارزش شرکت برابر ۱,۲۷۸ است به عبارت دیگر مقدار انحراف معیار فوق نشان می‌دهد، متوسط میزان پراکندگی مقادیر متغیر ارزش شرکت حول میانگین برابر ۱,۲۷۸ است. همچنین بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت برابر ۰,۶۲۱ است، که نشان می‌دهد پراکندگی این متغیر نسبت به بقیه متغیرها بیشتر است.

## ۵-۲- آمار استنباطی

علاوه بر این آمار توصیفی در این بخش به بررسی آمار استنباطی پرداخته شده است.

### ۵-۲-۱- آزمون F لیمر و هاسمن

با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال - شرکت) می‌باشند و داده‌های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می‌باشد، لذا به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. همچنین برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در (جدول ۲) ارائه شده است.

### جدول ۲. آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل	آزمون F لیمر			آزمون هاسمن		
	مقدار آماره	احتمال	نتیجه	مقدار آماره	احتمال	نتیجه
۱	۱/۹۲۰	۰/۰۰۰	روش تابلویی	۳۴/۱۸۵	۰/۰۰۰	روش اثرات
۲	۱/۸۸۳	۰/۰۰۰	روش تابلویی	۱۰/۰۵۵	۰/۰۱۸	روش اثرات
۳	۱/۹۶۶	۰/۰۰۰	روش تابلویی	۲۶/۹۱۷	۰/۰۰۰	روش اثرات
۴	۱/۸۱۹	۰/۰۰۰	روش تابلویی	۱۳/۰۸۳	۰/۰۰۰	روش اثرات

منبع: یافته پژوهش

احتمال آماره مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تابلویی و اثرات ثابت پذیرفته شده است.

## ۵-۲-۲-آزمون همسانی واریانس و عدم خود همبستگی

برای بررسی همسانی واریانس در این پژوهش با توجه به اینکه مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت تخمین زده شده‌اند از آزمون بروش-پاگان-گودفری استفاده شده است.

## جدول ۳. آزمون همسانی واریانس و عدم خود همبستگی

مدل	آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا (بروش-پاگان-گودفری)			آزمون دوربین-واتسون (عدم وجود خود همبستگی جزء خطا)	
	مقدار آماره	احتمال	نتیجه	مقدار آماره	نتیجه
۱	۲۹/۹۴	۰/۰۰۰	نا همسانی واریانس	۲/۰۶۶	عدم خود همبستگی
۲	۲۹/۹۲	۰/۰۰۰	نا همسانی واریانس	۲/۰۵۵	عدم خود همبستگی
۳	۱۸/۴۷	۰/۰۰۰	نا همسانی واریانس	۲/۰۶۴	عدم خود همبستگی
۴	۱۶/۹۹	۰/۰۰۰	نا همسانی واریانس	۲/۰۵۹	عدم خود همبستگی

منبع: یافته پژوهش

با توجه به (جدول ۳) احتمال آماره بدست آمده برای آزمون عدم ناهمسانی واریانس برای مدل‌های پژوهش از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است. بنابراین، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد نا همسانی واریانس وجود دارد. همچنین با توجه به اینکه آماره دوربین-واتسون بین (۱/۵ تا ۲/۵) می‌باشد، یافته‌ها نشان دهنده این است که مشکل خود همبستگی ندارند.

## ۵-۲-۳-آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از اینکه فروض کلاسیک مربوط به رگرسیون ارائه شد، نوبت آن است که فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد که در این بخش ارائه می‌شود.

## جدول ۴. نتایج حاصل از تخمین مدل اول پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	-۰,۱۵۴	۰,۰۹۳	-۱,۶۴۸	۰,۰۹۹
استقلال اعضا هیات مدیره	۰,۲۲۹	۰,۰۳۰	۷,۶۳۸	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۱۱۴	۰,۰۱۱	۱۰,۰۲۶	۰,۰۰۰
عمر شرکت	-۰,۰۵۳	۰,۰۴۴	-۱,۱۹۷	۰,۲۳۱
ضریب تعیین	۰,۳۹۴			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۲۷۰			
آماره F	۳,۱۸۴			
احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به (جدول ۴)، مقدار احتمال اماره  $T$  مربوط متغیر استقلال اعضا هیات مدیره برابر  $0,000$  کوچکتر از  $0,05$  بوده و ضریب آن برابر  $0,229$  مثبت و معنی دار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت استقلال هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی‌داری دارد. بطوریکه با افزایش استقلال هیئت‌مدیره، ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش می‌یابد، لذا فرضیه اول با اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

#### جدول ۵. نتایج حاصل از تخمین مدل دوم پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره $t$	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	$-0,071$	$0,096$	$-0,742$	$0,457$
سرمایه‌گذاری نهادی	$-0,321$	$0,032$	$-8,563$	$0,000$
اندازه شرکت	$0,130$	$0,130$	$11,807$	$0,000$
عمر شرکت	$-0,039$	$-0,039$	$-0,922$	$0,356$
ضریب تعیین		$0,403$		
ضریب تعیین تعدیل شده		$0,281$		
آماره $F$		$3,302$		
احتمال (آماره $F$ )		$0,000$		

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به (جدول ۵)، مقدار احتمال اماره  $T$  مربوط متغیر سرمایه‌گذاری نهادی برابر  $0,000$  کوچکتر از  $0,05$  بوده و ضریب آن برابر  $-0,321$  منفی و معنی دار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت سرمایه‌گذاری نهادی بر ارزش شرکت تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد. بطوریکه با افزایش سرمایه‌گذاری نهادی، ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد، لذا فرضیه دوم با اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

#### جدول ۶. نتایج حاصل از تخمین مدل سوم پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره $t$	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	$0,197$	$0,092$	$2,122$	$0,034$
استقلال اعضا هیات مدیره	$0,091$	$0,027$	$3,396$	$0,000$
فرصت رشد	$0,435$	$0,024$	$18,125$	$0,000$
فرصت رشد * استقلال اعضا هیات مدیره	$-0,039$	$0,023$	$-0,169$	$0,005$
اندازه شرکت	$0,065$	$0,010$	$6,302$	$0,000$
عمر شرکت	$-0,051$	$0,041$	$-1,261$	$0,207$
ضریب تعیین		$0,619$		
ضریب تعیین تعدیل شده		$0,534$		

۷,۳۹۳	آماره F
۰,۰۰۰	احتمال (آماره F)

با توجه به (جدول ۶)، مقدار احتمال آماره T مربوط متغیر استقلال اعضای هیات مدیره برابر ۰,۰۰۰ کوچکتر از ۰,۰۵ بوده و ضریب آن برابر ۰,۰۹۱ مثبت و معنی دار می‌باشد. همچنین مقدار احتمال آماره T مربوط به حاصل ضرب متغیر فرصت رشد در استقلال اعضا هیات مدیره برابر ۰,۰۰۹ کوچکتر از ۰,۰۵ و معنی دار می‌باشد و مقدار ضریب آن برابر ۰,۰۳۹- است که کمتر از ضریب متغیر استقلال اعضا هیات مدیره به تنهایی می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که متغیر فرصت رشد شدت ارتباط بین استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. لذا نقش تعدیل کنندگی متغیر فرصت رشد در رابطه بین استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت تایید شده و فرضیه سوم با اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

#### جدول ۷. نتایج حاصل از تخمین مدل چهارم پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	۰,۱۲۴	۰,۰۹۹	۱,۲۴۵	۰,۲۱۳
سرمایه‌گذاری نهادی	-۰,۲۹۹	۰,۰۳۶	-۸,۱۵۲	۰,۰۰۰
فرصت رشد	۰,۰۸۰	۰,۰۲۲	۳,۵۸۴	۰,۰۰۰
فرصت رشد * سرمایه‌گذاری نهادی	۰,۶۲۹	۰,۰۴۵	۱۳,۹۷۷	۰,۰۰۳
اندازه شرکت	۰,۰۸۸	۰,۰۱۱	۷,۷۲۶	۰,۰۰۰
عمر شرکت	-۰,۰۳۵	۰,۰۴۳	-۰,۷۹۹	۰,۴۲۴
ضریب تعیین	۰,۴۸۳			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۳۸۲			
آماره F	۴,۴۶۴			
احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به (جدول ۷)، مقدار احتمال آماره T مربوط متغیر سرمایه‌گذاری نهادی برابر ۰,۰۰۰ کوچکتر از ۰,۰۵ بوده و ضریب آن برابر -۰,۲۹۹ منفی و معنی دار می‌باشد. همچنین مقدار احتمال آماره T مربوط به حاصل ضرب متغیر فرصت رشد در سرمایه‌گذاری نهادی برابر ۰,۰۰۰ کوچکتر از ۰,۰۵ و معنی دار می‌باشد و مقدار ضریب آن برابر ۰,۶۲۹ است که بیشتر از ضریب متغیر سرمایه‌گذاری نهادی به تنهایی می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که متغیر فرصت رشد شدت ارتباط بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. لذا نقش تعدیل کنندگی متغیر فرصت رشد در رابطه بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت تایید شده و فرضیه چهارم با اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

#### ۶- نتیجه گیری

از مدیران داخلی (موظف) به عنوان مدیران تصمیم گیرنده و از مدیران بیرونی (غیرموظف) به عنوان افرادی نام برده می شود که قدرت و وظیفه نظارت بر این تصمیم گیری را دارند. هیئت مدیره های شرکت هایی که بیشتر آنان از اعضا غیر موظف تشکیل شده است، به عنوان هیئت مدیره هایی قلمداد می شوند که قدرت نظارت و کنترل مدیریت، کاستن از هزینه های نمایندگی و ایجاد ارزش برای سهامداران را دارند در نتیجه، ترکیب هیئت مدیره می تواند بر ارزش شرکت ها اثرگذار باشد. در صورتی که بیشتر اعضای هیئت مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهند، هیئت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود. نظریه نمایندگی برای افزایش استقلال هیئت مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می کند که هیئت مدیره باید تحت اختیار مدیران بیرونی (غیرموظف) می باشد.

سرمایه گذاران نهادی موسسه هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از سهام شرکت ها می پردازند. بر اساس ادبیات موجود بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، شرکت های سرمایه گذاری و ... جزء سرمایه گذاران نهادی قلمداد می شوند. سرمایه گذاران نهادی با استفاده از حق رأی، در تصمیم گیری ها و ساختار هیأت مدیره نفوذ کرده و لذا می توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت ها باشند. سرمایه گذاران نهادی دریافته اند که فروش بخش عمده ای از سهام یک شرکت، بدون کاهش قیمت آن میسر نخواهد بود. بنابراین بسیاری از این سرمایه گذاران به جای فروش عمده سهام و تحمل زیان مرتبط با آن، در پی نظارت اثربخش بر مدیران شرکت ها و در نتیجه بهبود بازده سهام خود بر می آیند. به همین دلیل سرمایه گذاران نهادی در بسیاری از موارد در فرایند تصمیم گیری شرکت ها مشارکت فعال دارند. بر اساس نتایج هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت ها افزایش یابد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذینفع کاهش خواهد یافت. بنابراین در شرکت هایی که میزان مالکیت نهادی در آنها بیشتر است، قیمت سهام اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را سریع تر از شرکت هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، منعکس می کنند و در نتیجه ارزش شرکت در این شرکت ها افزایش می یابد.

**فرضیه اول:** بین استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. بر اساس نتایج ارائه شده مقدار احتمال اماره T مربوط متغیر استقلال اعضا هیات مدیره برابر  $0,000$ ، کوچکتر از  $0,05$  بوده و ضریب ان برابر  $0,229$  مثبت و معنی دار می باشد. بنابراین می توان گفت استقلال هیئت مدیره بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی داری دارد. بطوریکه با افزایش استقلال هیئت مدیره، ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش می یابد، لذا فرضیه اول با اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود، که با نتایج مشکلی و هاشمی (۱۳۹۴)، پورزمانی و همکاران (۱۳۹۳)، سیتیواتی و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۷)، پارک و شین (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

**فرضیه دوم:** بین سرمایه گذاری نهادی و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. بر اساس نتایج ارائه شده مقدار احتمال اماره T مربوط متغیر سرمایه گذاری نهادی برابر  $0,000$ ، کوچکتر از  $0,05$  بوده و ضریب ان برابر  $-0,321$  منفی و معنی دار می باشد. بنابراین می توان گفت سرمایه گذاری نهادی بر ارزش شرکت تأثیر معکوس و معنی داری دارد. بطوریکه با افزایش سرمایه گذاری نهادی، ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می یابد، لذا فرضیه دوم با اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود، که با نتایج ساسانی و نوروزی (۱۳۹۴)، نمازی و شکرالهی (۱۳۹۳)، چنگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

**فرضیه سوم:** فرصت رشد تأثیر کاهشی معناداری بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت دارد. احتمال اماره T مربوط متغیر استقلال اعضا هیات مدیره برابر  $0,000$ ، کوچکتر از  $0,05$  بوده و ضریب ان برابر  $0,091$  مثبت و معنی دار می -

باشد. همچنین مقدار احتمال اماره  $T$  مربوط به حاصل ضرب متغیر فرصت رشد در استقلال اعضا هیات مدیره برابر  $۰,۰۰۹$  کوچکتر از  $۰,۰۵$  و معنی دار می‌باشد و مقدار ضریب آن برابر  $۰,۰۳۹$ - است که کمتر از ضریب متغیر استقلال اعضا هیات مدیره به تنهایی می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که متغیر فرصت رشد شدت ارتباط بین استقلال هیئت‌مدیره و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. لذا نقش تعدیل‌کنندگی متغیر فرصت رشد در رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره و ارزش شرکت تایید شده و فرضیه سوم با اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود، که با نتایج حسینی و همکاران (۱۳۹۶)، سیتیواتی و همکاران (۲۰۱۷)، امارنه و کیلانی (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

**فرضیه چهارم:** فرصت رشد تأثیر افزایش معناداری بر رابطه بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت دارد. احتمال اماره  $T$  مربوط به متغیر سرمایه‌گذاری نهادی برابر  $۰,۰۰۰$  کوچکتر از  $۰,۰۵$  بوده و ضریب آن برابر  $۰,۲۹۹$ - منفی و معنی دار می‌باشد. همچنین مقدار احتمال اماره  $T$  مربوط به حاصل ضرب متغیر فرصت رشد در سرمایه‌گذاری نهادی برابر  $۰,۰۰۰$  کوچکتر از  $۰,۰۵$  و معنی دار می‌باشد و مقدار ضریب آن برابر  $۰,۶۲۹$  است که بیشتر از ضریب متغیر سرمایه‌گذاری نهادی به تنهایی می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که متغیر فرصت رشد شدت ارتباط بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. لذا نقش تعدیل‌کنندگی متغیر فرصت رشد در رابطه بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت تایید شده و فرضیه چهارم با اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود، که با نتایج عابدینی و خلفیان (۱۳۹۷)، تانگجیتپرم (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

#### ۷- پیشنهادها بر اساس نتایج به دست آمده

- به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود هنگام تصمیم‌گیری درباره‌ی خرید و فروش سهام خود به ساختار مالکیت شرکت‌ها توجه کنند، زیرا بر اساس نتایج این تحقیق ساختار مالکیت شرکت‌ها بر ارزش و بهره‌وری شرکت تأثیرگذار است.
- توصیه می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای تمرکز مالکیت بیشتری هستند، زیرا هر چه تمرکز مالکیت در شرکت بیشتر باشد، موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران شده و این امر موجب افزایش در رشد شرکت و شکوفایی و رونق بنگاه اقتصادی می‌شود.
- شرکت‌ها تعداد اعضای غیرمؤلف در هیئت‌مدیره خود را حفظ و افزایش دهند، زیرا بر اساس نتایج این تحقیق استقلال هیئت‌مدیره بر بهره‌وری شرکت تأثیرگذار است و حضور مدیران غیرمؤلف و مستقل در هیئت‌مدیره شرکت‌ها که تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم را برای نظارت بر عملکرد شرکت دارند، می‌تواند باعث بهبود رشد و ارزش شرکت شود.
- به شرکت‌ها توصیه می‌شود شرایط حضور فعالانه سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین افزایش سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی را در بازارهای سرمایه فراهم آورند. حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران دارای آثار مثبت بر بهره‌وری شرکت‌ها است. سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران، عملکرد مدیران شرکت را کنترل می‌کنند و معمولاً خواهان آرایه اطلاعات صحیح و به موقع در مورد شرکت می‌باشند و به طور مستمر به تجزیه و تحلیل اطلاعات می‌پردازند. در واقع وجود سهامداران نهادی می‌تواند موجب همسوس شدن منافع سهامداران شود و این همسویی باعث افزایش نفوذ سهامداران بر مدیریت گردد که این موضوع موجب افزایش در فرصت‌های رشد و ارزش شرکت‌ها می‌شود.

۱. پورزمانی، زهرا؛ اولی، محمدرضا و عبدالهیان، جواد. (۱۳۹۳). در پژوهشی به بررسی تأثیر استقلال اعضای هیات مدیره بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار " فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره بیستم، بهار ۱۳۹۳.
۲. حسینی، سید مجتبی؛ مقدم، عبدالکریم؛ رئیسی، زهره و احمدی، غلامرضا. (۱۳۹۶). بررسی اثر فرصت‌های رشد شرکت و پایداری سود بر ارزش گذاری بازار از جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۵، شماره ۳، صص ۷۴-۴۵.
۳. ساسانی، مهرانی و نوروزی، سونا. (۱۳۹۴). بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوره ۲، شماره ۳، صفحه ۱۰۵-۱۲۲.
۴. عابدینی، بیژن و خلفیان، حدیث. (۱۳۹۷). بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره چهارم، شماره ۱، صص ۵۱-۶۵.
۵. مشکی میاوقی، مهدی و هاشمی سعادت، مریم. (۱۳۹۴). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش حسابداری، دوره ششم، شماره ۱، صص ۶۰-۴۷.
۶. نمازی، محمد و شکرالهی، احمد. (۱۳۹۳). بررسی تعامل بین سیاست بدهی و مالکیت نهادی در شرکت‌های دارویی و غیردارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوره ۳، شماره ۴، صص ۸۰-۱۰۳.
7. Ajinkya, J. and Podpiera, R. (2005). Informed Trading and the Bid-Ask Spread: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Comparative Economics*, 31 (2): 275-296.
8. Amarneh, V. Kilani, X. (2014). Does Institutional Ownership Increase Stock Return Volatility? Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 45 (C): 54-61.
9. Cheng, Z., Charles, P., & Junrui, Z. (2016). Free cash flow, growth opportunities, and dividends: does cross-listing of shares matter? *The Journal of Applied Business Research*, Vol.30(2), 587-598.
10. Chi Cheng, J. Chi Lu and N. Ting Kuo. (2016). Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting.
11. Ghosh, A., Marra, A., Moon, D. (2013). Corporate boards, audit committees, and earnings management: pre- and post-SOX evidence. *J. Bus. Finan. Acc.* 37, 1145-1176.
12. Guo, W & Ni, J. (2008). Institutional ownership and firm's dividend policy. *Corporate Ownership & Control*, 5(2), 128-136.
13. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm
14. Jensen, M., and Meckling, W. (1986). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of financial Economic*, 305-360.
15. Kanagaretnam, K., Lobo, G. and Dennis, W. (2006). "Corporate governance quality and market liquidity around quarterly earnings announcements " Working Paper, McMaster University Kao EC, Johnston WM. Fracture incidence on debonding of orthodontic brackets from porcelain veneer laminates. *The J of Prosthet Dent* 1991; 66(5):631-637.
16. Myers, S. C. (1997). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, PP. 147-175.
17. Park, K & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance. *International Journal of Hospitality Management* 33: 51-63.



18. Park, Y. W & Shin, H. H. (2015). Impact of Ownership Structure and Capital Structure on free cash flows, *Research in financial accounting and auditing*, 7(25), P. 15-32.
19. Setiyawati, I, Wahyudi, S, Mawardi, W, (2017). "THE INFLUENCE OF DIVIDEND POLICY, DEBT POLICY, INDEPENDENT COMMISSIONER, AND INSTITUTIONAL OWNERSHIP ON THE FIRM VALUE WITH GROWTH OPPORTUNITIES AS MODERATOR VARIABLES", *Jurnal Bisnis STRATEGI*. Vol. 26 No. 2 Desember 2017, halaman 146 – 162, P-ISSN: 1410-1246, E-ISSN
20. Tangjitprom, N. (2013). The Role of Corporate Governance in Reducing the Negative Effect of Earnings Management. *International Journal of Economics and Finance*, 5(3): 213-220.
21. Yekini, K, C. and Adelojo, I. (2015). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, Vol. 2, 291- 334.

# The Impact of Board Independence and Institutional Investors on Firm Value with Respect to Growth Opportunity

Mina Bazmi Jahromi

MA. Graduate Financial Management, Department of Financial Management, Firuzabad Science and Research Branch, Islamic Azad University, Firuzabad, Iran

---

## Abstract

The composition of the board of directors can affect the financial performance of companies. If the majority of board members are independent non-executive directors, the board will be more efficient. Also, one of the factors that is assumed to affect the capital structure is growth opportunities. According to static equilibrium theory, companies with more future growth opportunities borrow less than low-growth companies. This study investigates the moderating role of growth opportunity on the relationship between board independence and institutional investment with the value of companies in companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, four hypotheses were proposed. The statistical sample includes 112 companies active in the Tehran Stock Exchange that were active in the period 1392-1397. The statistical method of this study is multivariate regression. Eviews software version 11 was used to test the hypotheses. The results indicate that: There is a significant relationship between board independence, institutional investment and company value. Also, growth opportunity has a significant decreasing effect on the relationship between board independence and company value and growth opportunity has a significant incremental effect on the relationship between institutional investment and company value. All four hypotheses were confirmed and accepted with a percentage of over ninety-five percent.

**Keywords:** Growth Opportunity, Board Independence, Institutional Investment and Firm Value.

---