



## بررسی رابطه گروه های مالکیت سهام و میزان سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر زهره حاجیها<sup>۱</sup> ©

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

علیرضا زند<sup>۲</sup>

گروه حسابداری، واحد بین المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران.

(تاریخ دریافت: ۳ تیر ۱۳۹۷؛ تاریخ پذیرش: ۲۳ آبان ۱۳۹۷)

در این پژوهش به بررسی رابطه گروه های مالکیت سهام و میزان سرمایه گذاری در شرکت پرداخته شد. به منظور بررسی گروه های مالکیت سهام از پنج طبقه: مالکیت دولتی، نهادی با افق دید کوتاه مدت، نهادی با افق دید بلند مدت، مدیریتی و اقلیت استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه آماری متشکل از ۱۲۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۵، با استفاده از نرم افزار R می باشد. نتایج پژوهشی نشان داد تمرکز مالکیت دولتی، موجب کاهش میزان سرمایه گذاری در شرکت می شود. همچنین بررسی ها حاکی از آن بود که بین مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت و میزان سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنادار ولی ضعیف وجود دارد. از طرفی نتایج دیگر یافته های پژوهشی حاکی از آن بود بین مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت و میزان سرمایه گذاری رابطه قوی تری نسبت به مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت وجود دارد. در نهایت یافته های پژوهشی بیانگر آن بود مالکیت مدیریتی و اقلیت رابطه معناداری با میزان سرمایه گذاری ندارند. بر اساس این نتایج می توان گفت، سهامداران مدیریتی نقش نظارتی خود را در جایگاه راهبری شرکتی به درستی ایفا نمی کنند و ساختار مالکیت می توانند بر قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی و میزان سرمایه گذاری و ارزش شرکت موثر باشند.

**واژه های کلیدی:** مالکیت دولتی، مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت، مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت، مالکیت مدیریتی، مالکیت اقلیت، میزان سرمایه گذاری.

<sup>1</sup> drzhajiha@gmail.com

<sup>2</sup> alirezazand60@gmail.com

## مقدمه

توجه به ساختار مالکیت شرکت‌ها در هنگام تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند کمک موثری برای سرمایه‌گذاران باشد و در نظر نگرفتن آن ممکن است سرمایه‌گذاران را در تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت خود به اشتباه اندازد. همچنین تعیین ترکیب بهینه سهامداران برای مالکان شرکت‌ها سودمند می‌باشد. به طوری که ساختار مالکیت شرکت‌ها به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این موضوع از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف در این ساختار انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد [۲۳]. این تحقیق به این دلیل دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که تفاوت نوع مالکیت و نیز میزان تمرکز مالکیت به واسطه نقشی که می‌تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی داشته باشد، باید در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تفکر و نگاه سنتی که توزیع مالکیت سهام شرکت اثری بر ارزش شرکت ندارد، توسط مطالعات جنس و مکلین به چالش کشیده شده است. جنسن و مکلین [۱۶] اذعان می‌کنند شرکت‌های مدرن امروزی دارای مالکیت وسیعی بوده و بحث جدایی مالکیت از کنترل مطرح است. مسئله کلیدی در این وضعیت، اطمینان از عملکرد مدیران در راستای سهامداران است. مورک [۱۷] بیان می‌کند که در سطوح بالایی مالکیت، بزرگترین سهامدار دارای انگیزه‌های خصوصی جهت کسب منافع بوده که آن را از طریق کنترل هزینه‌های سهام‌داران اقلیت کسب می‌کند. از اینرو، سهامداران دارای کنترل، دارای دو انگیزه و فرصت نامطلوب برای تأثیرگذاری بر گزارشگری و اطلاعات حسابداری هستند. شلیفر و ویشنی [۲۲] بیان می‌کنند که در سطوح پایین مالکیت، افزایش درصد کمی از مالکیت سهام‌داران بزرگ منجر به تأثیر بیشتر نظارت بر تصمیم‌های افشای مدیران و به دنبال آن کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین درون سازمانی‌ها و برون سازمانی‌ها، سهام‌داران دارای کنترل ممکن است شفافیت را از طریق افزایش افشای عمومی یا خصوصی بهبود دهند. جنسن و مکلین [۱۶]، معتقد بودند مالکیت مدیران شرکت در سهام آن، به هم‌سوسازی منافع سهامداران و مدیران کمک می‌کند. این مهم باعث می‌شود تا تعارض بین مدیران و سهامداران کاهش یابد و مدیران تلاش کنند که منابع شرکت به سمت منافع سهامداران میل یابد. حتی اگر مدیران مالکیت بیشتری در اختیار داشته باشند ممکن است تلاش بیشتری برای بهبود عملکرد شرکت انجام دهند [۹]. نویسی و نایکر [۲۰] در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکتی، در نیویورک پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این است که تملک سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی در سطح پایین‌تر مالکیت، رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد؛ هرچند با افزایش مالکیت سهام، تأثیر آن بر ارزش شرکت منفی می‌شود. در نتیجه ارتباط بین ارزش شرکت و نهادها تا سطح مشخصی از تملک سهام، اثر مثبتی بر ارزش شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر از آن سطح، بر ارزش شرکت تأثیر منفی خواهد داشت. چونگ و ژانگ [۳] به بررسی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت در بازارهای آسیا پرداختند و به

این نتیجه رسیدند راهبری خوب شرکت به تصمیم های سرمایه گذاری بهتر و کارا تر منجر می شود. نصرم [۲۱] در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، تصمیم های سرمایه گذاری، تصمیم های تأمین مالی و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت های تولیدی پذیرفته در بورس اوراق بهادار اندونزی پرداخت و نتیجه گرفت ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر تصمیم های سرمایه گذاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد. میخالیو و زانر [۱۹] در پژوهشی به بررسی رفتار سرمایه گذاری و ساختار مالکیت در اوکراین در شرکت های مالی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد به طور قابل توجهی مالکیت دولتی تأثیر منفی بر سرمایه گذاری شرکت دارد و مالکیت شرکت های واسطه گری و مالی تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه گذاری دارد. چن و همکاران [۱۱] با استفاده از داده های مربوط به شرکتهای تازه خصوصی شده در ۶۴ کشور جهان رابطه نوع مالکیت و کارایی سرمایه گذاری را مورد کنکاش قرار دادند. بر اساس شواهد حاصل از این تحقیق، مالکیت دولتی موجب کاهش کارایی سرمایه گذاری و مالکیت خارجی موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود. شواهد حاصل از این تحقیق مؤید نقش با اهمیت نوع مالکیت در رفتار و کارایی سرمایه گذاری در شرکت می باشد. میخالیو و زانر [۱۸] در پژوهشی به بررسی تأثیر گروه های مالکیت سهام و سرمایه گذاری در کشور اکراین پرداختند. نتایج آنها نشان داد میزان سودآوری در سال های گذشته به طور قابل توجهی روی سرمایه گذاری تأثیر می گذارد. آنها دریافتند که افزایش در مالکیت دولتی و مالکیت سهامداران خارجی تأثیر منفی بر سرمایه گذاری شرکت دارد و مالکیت مدیریتی هیچ تاثیری در سرمایه گذاری شرکت ندارد. سجادی و همکاران [۵] در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت ها با استفاده از روش داده های تابلویی پرداختند. نتایج آنها نشان داد که متغیر های تمرکز مالکیت و میزان مالکیت تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سرمایه گذاری دارند و میزان مالکیت سهامداران نهادی تاثیری بر ریسک سرمایه گذاری شرکتهای ندارد. محمدزاده سالطه و همکاران [۷] در پژوهشی به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها نشان داد سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت، تأثیر معناداری نشان نداد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش تجربی با استفاده از روش همبستگی خطی به توصیف ارتباط بین گروه های مالکیت سهام و میزان سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در پژوهش های همبستگی سعی می شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین شود. روش شناسی پژوهش نیز از نوع پس رویدادی می باشد، زیرا از اطلاعات واقعی گذشته استفاده شده است. اطلاعات مربوط به صورت های مالی از نرم افزار ره آورد نوین و نیز شرکت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران تهیه و پس از مقایسه و حصول اطمینان از مطابقت آنها مورد استفاده قرار گرفت. در نهایت با استفاده از نرم افزار اکسل متغیر های تحقیق

محاسبه و سپس در نرم افزار R آزمون های لازم انجام خواهد شد. الگوهای رگرسیون چند متغیره برای آزمون ارتباط متغیرهای پژوهش استفاده شده و سپس سطح معنی داری توسط آزمون t مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### فرضیه های پژوهش

مرور ادبیات پیشین روشن می کند که ساختار مالکیت می تواند موجب تغییر عملکرد شرکت و هزینه نمایندگی و نهایتاً اثرگذاری بر سرمایه گذاری ها گردد؛ ولیکن این اثر به شکل دقیق مشخص نیست. بنابراین با توجه به ادبیات نظری پژوهش و اثری که هر یک از گروه های مالکیت می تواند بر میزان سرمایه گذاری شرکت موثر باشد؛ فرضیه های پژوهش به شرح زیر تبیین می گردد:

**فرضیه اصلی:** بین گروه های مالکیت سهام و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین مالکیت دولتی و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی سوم:** بین مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی چهارم:** بین مالکیت مدیریتی و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی پنجم:** بین مالکیت اقلیت و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

### جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰-۱۳۹۵ می باشد، که نمونه انتخابی با استفاده از نمونه گیری حذفی سیستماتیک انجام می گیرد و نمونه انتخابی دارای شرایط زیر می باشد:

۱. سال مالی به پایان اسفند منتهی باشد.
  ۲. در دوره ی مورد بررسی، تغییر سال مالی نداده باشد.
  ۳. تمامی اطلاعات مربوط به اجزای محاسبه متغیرهای معادلات در دسترس و افشا شده باشد.
  ۴. شامل شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی و بیمه ها و بانک ها نباشد.
- با توجه به محدودیت های اعمال شده، تعداد ۱۲۰ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات این شرکتهای از سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای رهاورد نوین جمع آوری شده است.

## مدل پژوهش

به منظور بررسی فرضیه های پژوهش بر اساس پژوهش میخالیو و زانر [۱۵] از مدل زیر استفاده می شود:

$$I_{it} / A_{it} = \alpha_i + \beta_1 MBV_{it} + \beta_2 CF_{it} / A_{it} + \beta_3 Assets_{it} / A_{it} + \beta_4 L_{it} / A_{it} + \beta_5 \log(Assets_{it}) + \beta_6 Gov\_Own_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$I_{it} / A_{it} = \alpha_i + \beta_1 MBV_{it} + \beta_2 CF_{it} / A_{it} + \beta_3 Assets_{it} / A_{it} + \beta_4 L_{it} / A_{it} + \beta_5 \log(Assets_{it}) + \beta_6 Short Term\_Own_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$I_{it} / A_{it} = \alpha_i + \beta_1 MBV_{it} + \beta_2 CF_{it} / A_{it} + \beta_3 Assets_{it} / A_{it} + \beta_4 L_{it} / A_{it} + \beta_5 \log(Assets_{it}) + \beta_6 long-term\_Own_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$I_{it} / A_{it} = \alpha_i + \beta_1 MBV_{it} + \beta_2 CF_{it} / A_{it} + \beta_3 Assets_{it} / A_{it} + \beta_4 L_{it} / A_{it} + \beta_5 \log(Assets_{it}) + \beta_6 Manag\_Own_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

$$I_{it} / A_{it} = \alpha_i + \beta_1 MBV_{it} + \beta_2 CF_{it} / A_{it} + \beta_3 Assets_{it} / A_{it} + \beta_4 L_{it} / A_{it} + \beta_5 \log(Assets_{it}) + \beta_6 Min\_Own_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۵)}$$

که در مدل های فوق؛

$I_{it}$  میزان سرمایه گذاری شرکت که برابر است با اختلاف دارایی های ثابت اول دوره و پایان دوره؛  $A_{it}$  دارایی های ثابت در اول دوره؛  $MBV_{it}$  ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛  $CF_{it}$  جریان وجه نقد شرکت؛  $Assets_{it}$  کل دارایی های شرکت در اول دوره؛  $L_{it}$  اهرم مالی شرکت که از نسبت بدهی ها به کل دارایی ها بدست می آید [۱۸]. همچنین گروه های مالکیت سهام (متغیرهای مستقل) عبارتند از:  $Gov\_Own_{it}$  درصد مالکیت دولتی است که نشان دهنده مجموع سهام در اختیار ارگان های دولتی و شبه دولتی می باشد [۴].  $Short Term\_Own_{it}$ ، بیانگر مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت که از درصد سهامداران نهادی با استفاده از شاخص اقتصادی هرفیندال هریشمن بدست آمده است.  $long-term\_Own_{it}$  بیانگر مجموع مربع سهامداران نهادی کوتاه مدت حاصل می شود [۴]. بدین ترتیب که درصد سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان ۲ می رسد و با هم جمع می شوند. حاصل که بین ۰ تا ۱ می باشد، هرچقدر به ۱ نزدیک باشد بیانگر تمرکز و در مقابل هر چقدر به صفر نزدیک باشد، نشاندهنده عدم تمرکز است.  $Manag\_Own_{it}$  بیانگر میزان سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره می باشد. برای اندازه گیری این متغیر از میزان سهام در تملک مدیران شرکت  $i$  در سال  $t$  استفاده می شود [۷].  $Min\_Own_{it}$  میزان درصد سهام، سهامدار عادی که در تملک سهامدار جز می باشد [۱۲].  $\alpha_i$  عرض از مبدأ مدل رگرسیون؛  $\beta$  بردار سطری ضرایب شیب رگرسیون و  $\epsilon_{it}$  جزء اخلاص مدل می باشد.

## تجزیه و تحلیل یافته های پژوهش

**آمار توصیفی:** به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می پردازد و شامل شاخص های مرکزی و پراکنندگی جامعه و ... می باشد. در جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و ... آورده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
میزان سرمایه گذاری	1.53994	0.17477	123.59370	0.00223	9.25905
ارزش بازار به ارزش دفتری ح.ص.س	2.46448	2.27867	5.93840	0.01344	1.37758
کل دارایی شرکت در اول دوره	15.13167	5.24647	497.01140	0.14309	47.34477
جریان وجه نقد شرکت	0.50883	0.14411	12.03563	0.00168	1.14123
لگاریتم کل دارایی در اول دوره	13.69514	13.50598	19.00830	9.94970	1.50038
اهرم مالی	0.57287	0.59972	0.99991	0.00205	0.22946
مالکیت دولتی	15.78887	15.83	37.97	0.16	10.11790
مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت	0.224116	0.2	0.35	0.02	0.06754
مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت	0.054782	0.04	0.1225	0.0005	0.03274
مالکیت مدیریتی	0.950449	0	8.13	0	1.87713
مالکیت اقلیت	22.57351	20.36	84.14	0	16.33991

با توجه به جدول شماره (۱)، میانگین میزان سرمایه گذاری (۱,۵۳۹۹۴)، مالکیت دولتی (۱۵,۷۸۸۸۷)، و اهرم مالی (۰,۵۷۲۸۷) می باشد. میانه نقطه ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می کند طبق جدول میانه مالکیت اقلیت (۲۰,۳۶) و جریان وجه نقد (۰,۱۴۴۱۱) است. همچنین می توان از انحراف معیار داده های تحقیق پی به این موضوع برد که انحراف معیار کل دارایی های شرکت در اول دوره، دارای بیشترین انحراف می باشد. این موضوع بیان کننده این واقعیت است که داده های این متغیر پراکندگی زیادی نسبت به سایر متغیرها دارند.

**آمار استنباطی:** پژوهش حاضر با استفاده از روش داده های ترکیبی در ۱۲۰ شرکت برآورد شده است. پیش از تخمین مدل باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده ها (تفاوتها یا اثرات خاص شرکت) وجود دارد یا اینکه می توان داده های مربوط به شرکت های مختلف را ادغام کرد و از آن در تخمین مدل استفاده نمود. در تخمین های تک معادله ای، برای اخذ تصمیم اخیر از آماره آزمون F (لیمر) استفاده شد. به منظور اینکه مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن؛ برای کشف خودهمبستگی سریالی از آزمون بروش گادفری ولدربچ و جهت بررسی آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان و برای بررسی وجود خودهمبستگی نیز از آزمون دوربین\_واتسون استفاده شده است.

**آزمون فرضیه فرعی اول:** پس از بررسی فروض کلاسیک، به منظور برآورد مدل از مدل حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) جهت بررسی استفاده گردید. نتایج حاصل از برآورد مدل اول تحقیق به شرح جدول (۲) می باشد.

جدول ۲. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	ضرایب	خطای معیار	آماره t	سطح معناداری
C (عرض از مبدأ)	۱۵,۷۷۶۹۲	۳,۴۵۶۲۸۲	۴,۵۶۵	۰,۰۰۰
مالکیت دولتی	-۰,۱۱۱۱	۰,۰۳۴۶۸۳	-۳,۲۰۳	۰,۰۰۱۴۲۱
ارزش بازار به ارزش دفتری ح.ص.س	-۰,۱۱۴۹	۰,۲۵۶۲۸۱	-۰,۴۴۸	۰,۶۵۴۰۴
کل دارایی شرکت در اول دوره	۰,۰۱۰۴۸۷	۰,۰۰۸۶۷۴	۱,۲۰۹	۰,۲۲۷۰۸
جریان وجه نقد شرکت	۰,۱۴۸۸۶	۰,۳۵۴۹۶	۰,۴۱	۰,۶۸۱۸۸
لگاریتم دارایی شرکت در اول دوره	-۰,۹۰۰۳۷	۰,۲۳۵۵۸	-۳,۸۲۲	۰,۰۰۰۱۴
اهرم مالی	-۰,۲۳۴۳۳	۱,۵۳۹۸۷	-۰,۱۵۲	۰,۸۷۹۰۹
آماره معنی داری مدل	۲۰۲۵,۲	دوربین واتسون	۱,۶۴۰۱	
سطح معناداری	۰,۰۰۰۴۳	ضریب تعیین	۰,۰۳۴	
آزمون F- لیمر	۰,۹۰۰۵(۰,۴۸۰۲)	نتیجه	مدل تلفیقی	
آزمون نرمال بودن توزیع باقی مانده ها (k-s)	۰,۳۳۴۲۵(۰,۰۰۰)	نتیجه	عدم توزیع نرمال اجزای اخلاص	
آزمون ناهمسانی واریانس	۱۶,۳۰۷(۰,۰۱۲۲)	نتیجه	ناهمسانی واریانس	

بررسی مقدار آماره t، متغیر مالکیت دولتی (-۳,۲۰۳) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای رابطه معنی‌داری بر میزان سرمایه‌گذاری است. بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان از ۹۵ درصد رد می‌گردد. از این‌رو با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد هرچه مالکیت دولتی افزایش (کاهش) یابد، سرمایه‌گذاری کاهش (افزایش) پیدا می‌کند. نتیجه گرفته می‌شود بین مالکیت دولتی و میزان سرمایه‌گذاری رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین بررسی متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد متغیر لگاریتم دارایی‌های شرکت در اول دوره دارای رابطه منفی و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری دارد.

آزمون فرضیه فرعی دوم: به منظور برآورد مدل از پانلی تعمیم یافته با اثرات ادغام شده (PGLM) استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم تحقیق به شرح جدول می باشد.

جدول ۳. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم

متغیر	ضرایب	خطای معیار	آماره $t$	سطح معناداری
C (عرض از مبدأ)	۱۸,۴۴۷۸۱	۵,۳۵۹۲۶	۳,۴۴۲	۰,۰۰۰۵۷
مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت	۱۵,۰۶۵۰۷	۵,۷۰۲۳۲	۲,۶۴۲	۰,۰۰۸۲۴
ارزش بازار به ارزش دفتری ح.ص.س	-۰,۲۲۹۷۵	۰,۱۹۳۱۷	-۱,۱۸۹	۰,۲۳۴۲۹
کل دارایی شرکت در اول دوره	۰,۰۲۵۲	۰,۰۱۰۰۹	۲,۴۹۹	۰,۰۱۲۴۷
جریان وجه نقد شرکت	۰,۳۹۱۳۹	۰,۲۶۸۰۴	۱,۴۶	۰,۱۴۴۲۴۶
لگاریتم کل دارایی شرکت در اول دوره	-۱,۳۶۷۵۸	۰,۴۰۵۱۴	-۳,۳۷۶	۰,۰۰۰۷۳
اهرم مالی	-۲,۵۳۰۰۸	۱,۳۱۲۲۷	-۱,۹۲۸	۰,۰۵۳۸۵
آماره معنی داری مدل	۶۰۹۶,۳	دوربین واتسون	۱,۶۵۰۹	
سطح معناداری	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۱۰۳	
آزمون F- لیمر	۱۰,۹۱۴۹(۰,۰۰۰)	نتیجه	مدل اثرات ثابت	
آزمون هاسمن	۷۴,۸۶۹(۰,۰۰۰)	نتیجه	مدل اثرات ثابت	
آزمون خود همبستگی سریالی خطای مدل	۳۲,۰۸۴۹(۰,۰۰۰)	نتیجه	وجود خود همبستگی سریالی خطا	
آزمون نرمال بودن توزیع باقی مانده ها (k-s)	۰,۲۸۸۶۳(۰,۰۰۰)	نتیجه	عدم توزیع نرمال اجزای اخلاص	
آزمون ناهمسانی واریانس	۴۶,۰۸(۰,۰۰۰)	نتیجه	ناهمسانی واریانس	

بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت (۲,۶۴۲) نشان می دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای رابطه مثبت معنی داری بر میزان سرمایه گذاری دارد. بنابراین می توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان از ۹۵ درصد رد می گردد. از این رو با توجه به نتایج بدست آمده می توان بیان کرد



هرچه مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت افزایش (کاهش) یابد، میزان سرمایه‌گذاری افزایش (کاهش) پیدا می‌کند. همچنین با توجه به نتایج جدول ۳، متغیرهای لگاریتم کل دارایی‌های شرکت در اول دوره رابطه منفی و معناداری با سرمایه‌گذاری دارند زیرا سطح معناداری مربوط به آزمون آن‌ها، کمتر از میزان خطا ۰،۰۵ می‌باشد. همچنین، رابطه مثبت و معناداری بین کل دارایی‌های شرکت در اول دوره و سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

**آزمون فرضیه فرعی سوم:** به منظور برآورد مدل از پانلی تعمیم یافته با اثرات ادغام شده (PGLM) استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل سوم تحقیق به شرح جدول می‌باشد.

جدول ۴. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل سوم

متغیر	ضرایب	خطای معیار	آماره $t$	سطح معناداری
C (عرض از مبدأ)	۲۰۷۸۸۲۴	۵,۴۸۵۶۵	۳,۷۹	۰,۰۰۰۱
مالکیت مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت	۳۴,۸۶۲۲۷	۱۲,۱۶۷۷۹	۲,۸۶۵	۰,۰۰۴۱۶
ارزش بازار به ارزش دفتری ح.ص.س	-۰,۲۳۳۹۴	۰,۱۹۲۹	-۱,۲۱۳	۰,۲۲۵۲۱۴
کل دارایی شرکت در اول دوره	۰,۰۲۵۳۷	۰,۰۱۰۰۷	۲,۵۱۹	۰,۰۱۱۷۷
جریان وجه نقد شرکت	۰,۳۹۶۰۱	۰,۲۶۷۸	۱,۴۷۹	۰,۱۳۹۲۱
لگاریتم کل دارایی شرکت در اول دوره	-۱,۴۳۲۹۳	۰,۴۰۸۵۳	-۳,۵۰۸	۰,۰۰۰۴۵
اهرم مالی	-۲,۴۸۷۸۹	۱,۳۱۲۱۴	-۱,۸۹۶	۰,۰۵۷۹۵
آماره معنی داری مدل	۶۶۱۹,۷	دوربین واتسون	۱,۶۴۸۶	
سطح معناداری	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۱۱۲	
آزمون F- لیمر	۱۰,۷۷(۰,۰۰۰)	نتیجه	مدل اثرات ثابت	
آزمون هاسمن	۸۵,۷۳۹(۰,۰۰۰)	نتیجه	مدل اثرات ثابت	
آزمون خود همبستگی سریالی خطای مدل	۳۴,۵۱۴۲(۰,۰۰۰)	نتیجه	وجود خود همبستگی سریالی خطا	
آزمون نرمال بودن توزیع باقی مانده ها (k-s)	۰,۲۸۹۴۶(۰,۰۰۰)	نتیجه	عدم توزیع نرمال اجزای اخلال	
آزمون ناهمسانی واریانس	۴۹,۵۰۳(۰,۰۰۰)	نتیجه	ناهمسانی واریانس	

بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت (۲,۸۶۵) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای رابطه مثبت و معنی داری بر میزان سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد می‌گردد. از این‌رو با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد هرچه مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت افزایش (کاهش) یابد، میزان سرمایه‌گذاری

افزایش (کاهش) پیدا می‌کند (جدول ۴). همچنین با توجه به نتایج جدول متغیرهای دارایی‌های شرکت در اول دوره رابطه مثبت و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری دارد و رابطه منفی و معناداری بین لگاریتم دارایی‌ها و میزان سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

**آزمون فرضیه فرعی چهارم:** پس از بررسی فروض کلاسیک، به منظور برآورد مدل از مدل حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) جهت بررسی استفاده گردید. نتایج حاصل از برآورد مدل چهارم تحقیق به شرح جدول می‌باشد.

جدول ۵. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل چهارم

متغیر	ضرایب	خطای معیار	آماره $t$	سطح معناداری
C (عرض از مبدأ)	۱۳۹۹۳۵۱	۳,۴۷۵۵۱۱	۴,۰۲۶	۰,۰۰۰
مالکیت مدیریتی	۰,۰۱۳۳۸	۰,۱۸۷۳۸۴	۰,۰۷۱	۰,۹۴۳۱
ارزش بازار به ارزش دفتری ح.ص.س	-۰,۱۲۰۸۳	۰,۲۶۰۰۷۱	-۰,۴۶۵	۰,۶۴۲۳۸
لگاریتم کل دارایی شرکت در اول دوره	۰,۰۱۱۷۹۶	۰,۰۰۸۷۶۵	۱,۳۴۶	۰,۱۷۸۸
اهرم مالی	۰,۱۳۴۹۶۶	۰,۳۵۹۰۵۸	۰,۳۷۶	۰,۷۰۷۱۱
جریان وجه نقد شرکت	-۰,۸۷۲۸۱	۰,۲۴۱۸۳۹	-۳,۶۰۹	۰,۰۰۰۳۳
کل دارایی شرکت در اول دوره	-۰,۸۰۷۲۹	۱,۵۵۱۲۰۱	-۰,۵۲	۰,۶۰۲۹۳
آماره معنی داری مدل	۱۲۵۳,۵	دوربین واتسون	۱,۶۴۶۹	
سطح معناداری	۰,۰۲۱۸	ضریب تعیین	۰,۰۲۱	
آزمون F- لیمر	۰,۸۴۸۲(۰,۵۱۵۸)	نتیجه	مدل تلفیقی	
آزمون نرمال بودن توزیع باقی مانده ها (k-s)	۰,۳۵۲۵۱ (۰,۰۰۰)	نتیجه	عدم توزیع نرمال اجزای اخلاص	
آزمون ناهمسانی واریانس	۱۱,۲۸۲(۰,۰۸۰۰۳)	نتیجه	همسانی واریانس	

بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر مالکیت مدیریتی (۰,۰۷۱) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای رابطه معنی داری بر سرمایه‌گذاری نمی‌باشد؛ زیرا سطح معناداری مربوط به آن، بیشتر از میزان خطای ۰,۰۵ می‌باشد. در نتیجه بین مالکیت مدیریتی و سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه پژوهش

رد گردید. همچنین با توجه به نتایج جدول ۵ متغیر جریان وجه نقد شرکت رابطه منفی و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری دارد.

آزمون فرضیه فرعی پنجم: به منظور برآورد مدل از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل پنجم تحقیق به شرح جدول می باشد.

جدول ۶. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل پنجم

متغیر	ضرایب	خطای معیار	آماره $t$	سطح معناداری
C (عرض از مبدأ)	۱۳,۱۵۴۸۳	۳,۴۳۷۴۶۲	۳,۸۲۷	۰,۰۰۰۱۴
مالکیت اقلیت	۰,۰۰۵۵۳۸	۰,۰۲۱۸۷۶	۰,۲۵۳	۰,۸۰۰۲۳۳
ارزش بازار به ارزش دفتری ح.ص.س	-۰,۱۰۸۱۶	۰,۲۵۹۲۴۹	-۰,۴۱۷	۰,۶۷۶۶۶۱
لگاریتم کل دارایی شرکت در اول دوره	۰,۰۱۱۲۷۱	۰,۰۰۸۸۶۱	۱,۲۷۲	۰,۲۰۳۸۱
اهرم مالی	۰,۱۳۸۳۹۸	۰,۳۵۸۲۱۶	۰,۳۸۶	۰,۶۹۹۳۵۳
جریان وجه نقد شرکت	-۰,۸۲۳۸۲	۰,۲۳۶۲۹۴	-۳,۴۸۶	۰,۰۰۰۵۲
کل دارایی شرکت در اول دوره	-۰,۸۱۰۵۳	۱,۵۵۱۷۰۳	-۰,۵۲۲	۰,۶۰۱۵۹
آماره معنی داری مدل	۱۱۸۰,۹	دوربین واتسون	۱,۶۴۷۵	
سطح معناداری	۰,۰۲۹۰۴	ضریب تعیین	۰,۰۲	
آزمون F- لیمر	۰,۸۳۷۱(۰,۵۲۳۵)	نتیجه	مدل تلفیقی	
آزمون نرمال بودن توزیع باقی مانده ها (k-s)	۰,۳۵۵۳۲(۰,۰۰۰)	نتیجه	عدم توزیع نرمال اجزای اخلال	
آزمون ناهمسانی واریانس	۱۰,۹۷۷(۰,۰۸۹۰۷)	نتیجه	همسانی واریانس	

بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر مالکیت اقلیت (۰,۲۵۳) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای رابطه معنی‌داری بر میزان سرمایه‌گذاری نیست. زیرا سطح معناداری مربوط به این فرضیه، بیشتر از میزان خطای ۰,۰۵ می باشد. در نتیجه فرضیه پژوهش رد گردید. همچنین بررسی نتایج متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد، رابطه منفی و معناداری بین جریان وجه نقد شرکت و میزان سرمایه‌گذاری وجود دارد.

### بحث و نتیجه گیری

بحث مالکیت سهام در شرکتها و نحوه تاثیر بر آن بر سرمایه گذاری و عملکرد شرکت، موضوعی است که برای چنددهه مورد توجه محققان بوده است. در واقع این مورد به معضلات زیر بنایی مربوط می شوند که مبحث ساختار مالکیت در باب نظریه اصول راهبری شرکتها، بر آن اساس توین یافته است. تضاد منافع میان سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل از سوی سهامداران مختلف، منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران و تزییع حقوق سهامداران از جمله این موارد به شمار می رود. با توجه به اهمیت این موضوع، در این پژوهش به بررسی رابطه گروه های مالکیت سهام و میزان سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج بررسی های پژوهشی نشان داد بین مالکیت دولتی و سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بدین معنا که تمرکز مالکیت دولتی در شرکت، موجب کاهش میزان سرمایه گذاری در شرکت می شود. یکی از دلایل این امر می تواند موانع قانونی در نظر گرفت و یکی از دلایل اینکه شرکت های دولتی فاقد بازدهی انتظاری مناسبی هستند، همین امر می باشد. این نتایج مطابق با نتایج میخالیو و زانر [۱۸] می باشد. آنها دریافتند افزایش در مالکیت دولتی تاثیر منفی بر حجم سرمایه گذاری شرکت دارد. همچنین بررسی ها حاکی از آن است که بین مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت و میزان سرمایه گذاری رابطه مثبت معناداری وجود دارد و افزایش این مالکیت موجب افزایش در میزان سرمایه گذاری می شود. اما از طرفی نتایج دیگر یافته های پژوهشی حاکی از آن بود که بین مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت و سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نکته قابل توجه در مقایسه با فرضیه قبل (رابطه مثبت بین مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت و میزان سرمایه گذاری) این است که با توجه به بزرگتر بودن ضرایب بدست آمده می توان بیان کرد که مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت همبستگی و رابطه قوی تری را نشان می دهد. یکی از دلایل این نتیجه این می باشد که مالکیت نهادی با افق دید کوتاه مدت عمدتاً با دیدی کوتاه نگر وارد شرکت می شوند و معیار آنها برای سرمایه گذاری سود جاری شرکت است. این سهامداران مدیران شرکت را برای رسیده به اهداف کوتاه مدت سودآوری تحت فشار می گذارند. این رفتار، سهامداران نهادی را از هزینه های نظارت دور نگه می دارد (به عنوان نمونه، هزینه های حسابرسی)؛ زیرا منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب این سهامداران نمی شود. از این رو تمرکزی بر رفتار مدیران وجود نخواهد داشت و در نهایت موجب سرمایه گذاری کمتر می شود. از طرفی دیگر مالکیت نهادی با افق دید بلند مدت، با توجه به حجم زیاد سرمایه گذاری آنها، موجب نظارت بر مدیریت می شوند. زیرا انگیزه زیادی برای حضور در فعالیت های حاکمیت شرکتی دارند و از هزینه های نمایندگی و نظارت پشتیبانی می کنند. این موضوع به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت، موجب توجه به حداکثر سازی ارزش شرکت می شود. این نتیجه مطابق با نتایج گریوز [۱۴]، دوبرزینسکی [۱۳] و اسکندری [۲] می باشد. از طرفی بررسی نتایج مالکیت مدیریتی نشان داد که این متغیر رابطه معناداری با میزان سرمایه گذاری ندارد و این فرضیه رد گردید. بر اساس این نتایج می توان گفت، مالکیت مدیریتی انگیزه یکسانی برای نظارت بر سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ندارند. به عبارتی سهامداران مدیریتی نقش نظارتی خود را در جایگاه راهبری شرکتی به درستی ایفا نمیکنند. این یافته

همسو با نتایج میخالیو و زانر [۱۵] مبنی بر عدم رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و حجم سرمایه گذاری می باشد. در نهایت نتایج نهایی نشان داد بین مالکیت اقلیت و میزان سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. این نتایج حاکی از عدم تاثیر گذاری مالکیت جز بر سرمایه گذاری شرکت می باشد. بر این اساس می توان بیان نمود ساختار مالکیت می توانند بر قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی و میزان سرمایه گذاری و ارزش شرکت موثر باشد. با توجه به بررسی های انجام شده در این پژوهش تا حدودی به اهمیت ترکیب و ساختار مالکیت و تاثیراتی که می تواند بر میزان سرمایه گذاری داشته باشد، پی برده شد. علی رغم این موضوع، به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل توصیه می شود که جهت سرمایه گذاری، تجزیه و تحلیل و بکار گیری پیش بینی های لازم برای تصمیمات معقول، با دقت بیشتری به ابعاد ساختار مالکیت و ترکیب آن بپردازند. همچنین توصیه می شود در پژوهشی به بررسی سایر ویژگی های سهامداران شامل رابطه آن با شرکت، مدت زمان مالکیت بر میزان سرمایه گذاری پرداخته شود. همچنین پیشنهاد می شود در پژوهشی به بررسی رابطه ساختار مالکیت و میزان سرمایه گذاری با توجه به نقش عوامل اقتصادی و تئوری چرخه عمر پرداخته شود. در این پژوهش به بررسی رابطه گروه های مالکیت سهام و میزان سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد.

#### فهرست منابع

۱. اسعدی، عبدالرضا، (۱۳۹۷). "معیارهای ارزیابی عملکرد در ساختارهای مختلف مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران. سال ۷، شماره ۲۶
۲. اسکندری، هدا، (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت"، **مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی**. شماره ۵۲، ۱۰۷-۱۲۲.
۳. حسینی، سیدعلی، سیدی، سیدجلال، اسماعیل زاده، حجت، سروستانی، امیر، (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر عملکرد شرکت و مالکیت نهادی بر سرمایه فکری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران. سال ۶، شماره ۲۲.
۴. رشیدیان، مینا، پاک مرام، عسگر و بیک زاده، جعفر، (۱۳۹۳). "رابطه بین مالکیت دولتی و محافظه کاری شرطی حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهش های حسابداری**، شماره ۱۳، ۶۱-۷۹
۵. سجادی، سیدحسین، فرازند، حسن و نیک کار، جواد، (۱۳۹۲). "تاثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت ها"، **مجله پژوهش های حسابداری و حسابرسی**. سال ۵، شماره ۲۰، ۲۹-۵۶.

۶. کاشانی پور، محمد، احمدپور، احمد، باقرپور، سید محمد، (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت و مدیریت سود فزاینده شرکتها"، **مجله دانش حسابداری**، شماره ۳، ۲۹-۷.
۷. محمدزاده سالطه، حیدر، بادآور نهنندی، یونس و اسماعیل نژاد، مجید، (۱۳۹۴). "بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی**. دوره ۲۲، شماره ۱، ۱۲۵-۱۴۲.
۸. مرادی، جواد، ولی پور، هاشم، موسوی، سارا، (۱۳۹۰). "سیاست سود تقسیمی از منظر تئوری نمایندگی"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**. سال ۳، شماره ۱۲.
۹. مرادی، مهدی، رستمی، امین، (۱۳۹۱). "ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی**. سال ۱۹، شماره ۴، ۱-۲۳.
10. Anderson, R.W. and Hamadi, M., (2016). "Cash holding and control-oriented finance". **Journal of Corporate Finance**. Vol 41. pp 410 - 425
11. Chen, R., Ghoul, S.E., Ghoul, O. and Wang, H., (2014), "Do State and Foreign Ownership Affect Investment Efficiency? Evidence From Privatization". **Journal of Corporate Finance**, In Press, Corrected Proof, Available online 18 September 2014
12. Chung, K. & Zhang, H., (2011). "Corporate governance and institutional ownership". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 46 (1): 247- 273.
13. Dobrzynski, J., (1993). "Relationship Investing :A New Shareholder Is Emerging Patient and Involved". **Business Week** .Vol 15 ,pp 68 -75.
14. Garaws, S., (1998). "Institutional Ownership and corporate R&D in the computer industry". **Academy of Management Journal** .Vol31 ,pp 417 – 428
15. Jaiswall, Sudhir S. and Bhattacharyya, Asish K., (2016). "Corporate Governance and CEO Compensation in Indian Firms". **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, **Forthcoming**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2797904>
16. Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". **Journal Financ. Economic**. 3, 305–360.
17. Morck, R.K., (1996). "On the economics of concentrated ownership". **Can. Bus. Law J.** 26, 63–85.
18. Mykhayliv, D., Zauner, K., (2013). "Investment behavior and ownership structures in Ukraine: soft budget constraints, government ownership and private benefits of control". **Journal Comp Economic**. 41, 265–278.

19. Mykhayliv, Dariya and Zauner, Klaus G., (2017). "The impact of equity ownership groups on investment: Evidence from Ukraine". **Journal Economic Modelling** .Vol 64. pp20-25.
20. Navissi, F. & Naiker, V., (2006). "Institutional Ownership and corporate value", **Journal Managerial Finance**, 32 (3): 247- 256.
21. 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.
22. Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997). "A survey of corporate governance". **Journal Financ.** 52(2), 737-783.
23. Velury, U. and D.S.Jenkins., (2006). "Institutional Ownership and The Quality of Earnings". **Journal of Business Research**, 59: PP.1043-1051

تهران، میرداماد، نرسیده به میدان محسنی، خیابان حصاری، نبش کوچه دهم پلاک ۳۴

کد پستی: ۱۵۴۷۷۳۳۹۱۱

تلفن: ۲۲۲۲۷۲۲۱

فکس: ۲۲۹۰۷۶۷۲

وبسایت

[www.iaaaar.com](http://www.iaaaar.com)

ایمیل

[iranianiaa@yahoo.com](mailto:iranianiaa@yahoo.com)



## **Relationship between equity ownership groups and the amount of investment in companies admitted to the Tehran Stock Exchange**

**Zohre Hajiha (PhD)<sup>1</sup> ©**

Department of Accounting, East Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

**Alireza Zand<sup>2</sup>**

Accounting Department, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish Island, Iran

(Received: 24 June 2018; Accepted: 14 November 2018)

This study investigated the relationship between equity ownership groups and the amount of investment in the company. In order to examine the equity ownership groups of five categories: governmental ownership, institutional with short-term vision horizons, institutional with long-term vision, managerial, and minority. The statistical population of this research includes all companies accepted in Tehran Stock Exchange and a statistical sample of 120 companies in the period 2012-2017 using R software was examined. Research results showed that the concentration of governmental ownership would reduce the amount of investment in the company. Also, study showed that there is a positive, meaningful but weak relationship between institutional ownership and short-term vision horizons. On the other hand, other research findings suggest that there is a stronger relationship between institutional ownership with a long-term vision horizons and investment rate than institutional ownership with a short-term vision horizon. Finally, research findings indicate that managerial ownership and minority have no meaningful relationship with the amount of investment. Based on these results, it can be said that management shareholders do not properly play their supervisory role in corporate governance, and the ownership structure can be effective on the ability of managers to pursue their personal interests and the company's investment and value.

**Keywords:** Government ownership, Institutional ownership with short-term vision, Institutional ownership with long-term vision, Management ownership, Minority ownership, Investment volume.

---

<sup>1</sup> Drzhajiha@gmail.com © (Corresponding Author)

<sup>2</sup> Alirezazand60@Gmail.com