

بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر نسبت P/E شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران

حسین فخری¹ / سید علی نبوی چاشمی² / رضا منصوریان³

چکیده

راهبری شرکتی قوانین، ساختارها، فرآیندها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی و رعایت حقوق ذینفعان توسط واحد تجاری می‌شود. سازوکارهای کارآمد راهبری شرکتی می‌تواند موجب بهبود عملکرد در بازار سرمایه شود. مطالعات پیشین راجع به ارتباط بین سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد نتایج متفاوتی را نشان می‌دهند. لذا هدف اصلی این پژوهش بازآزمونی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی با نسبت P/E در بازار نو ظهور ایران می‌باشد. لذا داده‌های 140 شرکت در فاصله زمانی 1383-1387 با استفاده از روش تحلیل ترکیبی داده‌ها مورد ارزیابی قرار گرفته و یافته‌ها بیانگر رابطه مثبت بین تعداد سهام تحت تملک اعضاء هیئت مدیره و نسبت اعضاء غیرموظف هیأت مدیره با P/E شرکت‌ها است. سایر یافته‌ها نشان می‌دهند بین سرمایه‌گذاران نهادی و نسبت P/E شرکت رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد و همچنین بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با P/E شرکت‌ها رابطه‌ای وجود ندارد. این یافته‌ها بیانگر الزام و توجه بیشتر مسئولان، خصوصاً سیاست‌گذاران بورس به راهبری شرکتی در شرکت‌های ایرانی است.

واژگان کلیدی: راهبری شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی، اعضاء غیرموظف هیأت مدیره، عملکرد شرکت، نسبت P/E (قیمت به سود).

طبقه‌بندی موضوعی: G34, G12, G39, M41

1. استادیار دانشگاه مازندران

2. استادیار دانشگاه آزاداسلامی بابل

3. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی

1- مقدمه

اشاعه اصول راهبری شرکتی می‌تواند به ثبات بازارهای مالی، تشویق سرمایه‌گذاران و رشد اقتصادی منجر شده و به شرکت‌ها در اجرای اصول صحیح راهبری شرکتی در عرصه رقابت کمک کند. سرمایه‌گذاران بخصوص سرمایه‌گذاران نهادی که با وجوه امانی فعالیت می‌کنند نیز نقش مهمی در اجرای این اصول به دلیل توجیه سرمایه‌گذاری‌های خود دارند. در حقیقت این اصول نقش مهمی در بهبود کارایی و رشد اقتصادی و در عین حال افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران دارد. اصول راهبری شرکتی موجب ارتباط بین مدیریت، هیأت مدیره شرکت و سهامداران شده و همچنین منجر به سازوکارهای می‌شود که اهداف شرکتی و نحوه دستیابی به آنها را مشخص می‌کند. اجرای صحیح این اصول انگیزه‌های لازم را برای مدیران شرکت‌ها در دستیابی به اهداف تعیین شده و همچنین نحوه نظارت کارای سهامداران را تبیین می‌کند (حساس یگانه، 1384). در واقع اهداف اولیه راهبری شرکتی به طور مستقیم بهبود عملکرد شرکت‌ها و هم راستا نمودن منافع سهامداران با منافع مدیران در جهت حل مشکل نمایندگی است (بابایی و همکاران، 1385). سازوکارهای راهبری شرکتی به عنوان یک نظام، موجب تعادل بین اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی شده و همچنین موجب ترغیب و تقویت استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال ذینفعان می‌شود. از سوی دیگر اجرای سازوکارهای راهبری شرکتی می‌تواند باعث تخصیص بهینه منابع و ارتقاء ارزش شرکت و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی گردد (نمازی و همکاران، 1387). به طور کلی انتظار می‌رود که نقش راهبری شرکتی کاهش تضاد منافع بین مدیران و سایر ذینفعان در قالب تئوری نمایندگی و تئوری‌های ذینفعان باشد.

از سوی دیگر در بین شاخص‌های عملکردی شرکت‌های بورسی، نسبت P/E ابزاری رایج برای تحلیل وضعیت شرکت‌ها، بازار و صنایع است که از طریق تقسیم قیمت بازار سهم به سود بدست می‌آید و بیانگر مبلغی است که سرمایه‌گذاران باید به ازای هر ریال سود پردازند. نسبت P/E همچنین مبنایی برای ارزش‌گذاری سهام بوده و به روشهای مختلف به ارزیابی سهم و شاخص بازار کمک می‌کند. این نسبت ارزانی یا گرانی قیمت سهم را مشخص کرده و بعنوان یک شاخص متداول و جهانی برای ارزیابی ارزش سهام و عملکرد شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. از آنجا که مقایسه قیمت (P) و سود هر سهم (EPS) شرکت‌ها به تنهایی معنادار نیست، بنابراین P/E این امکان را به وجود می‌آورد که ما بتوانیم یک مقیاس مشترک برای سنجش و ارزیابی ارزش شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها فراهم آوریم. البته این مقیاس باید در چارچوب عوامل موثر بر P/E و نیز عوامل کلان اقتصادی مورد

تحلیل قرار گیرد (نبوی چاشمی، 1389). نهایتاً با توجه به بکارگیری نسبت P/E به عنوان شاخصی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، انتظار می‌رود که اجرای سازوکارهای راهبری شرکت بتواند بر نسبت مذکور تأثیر بگذارد. علیرغم تحقیقات گسترده در خصوص موضوع فوق (مینیر 2003، دیتمار و اسمیت 2005، نبوی 89، حساس یگانه 86) در کشورهای دیگر تأثیر سازه‌های راهبری شرکتی بر نسبت P/E شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در بازار سرمایه ایران کمتر مورد توجه قرار گرفته است. بر این اساس هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر (P/E) شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

یافته‌های چنین تحقیقی می‌تواند برای سیاست‌گذاران بورس در جهت الزام و اجرا کردن اصول راهبری شرکتی در شرکت‌های ایرانی مفید بوده و همچنین به سرمایه‌گذاران شاخص جدیدی به جهت انتخاب سرمایه‌گذاری و یا خروج از سرمایه‌گذاری خاص در بازار کمک کند. بر این اساس در ادامه، در ابتدا به ادبیات و پیشینه تحقیق اشاره شده و پس از تعریف متغیرهای مورد مطالعه به روش پژوهش و طرح فرضیه‌ها و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته می‌شود و در نهایت، بر مبنای تحلیل داده‌ها به بیان یافته‌ها و نتیجه‌گیری و پیشنهادات پرداخته می‌شود.

2- ادبیات و پیشینه تحقیق

جهان در ده سال گذشته شاهد تغییرات نقش بخش خصوصی، در توسعه اقتصادی و ایجاد اشتغال بوده است. با تبلور نگرش بازارمحور در سیاست اقتصادی کشورها، آگاهی درباره اهمیت بنگاه‌های خصوصی در زمینه رفاه افراد افزایش یافته و همزمان با اتکای روز افزون اقتصاد به بخش خصوصی در سراسر جهان، مبحث راهبری شرکتی اهمیتی بیش از پیش یافته است (مکرمی، 1385). بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد تعریف مورد توافقی در مورد راهبری شرکتی وجود ندارد و تفاوت‌های چشمگیری در تعاریف ارائه شده در هر کشور وجود دارد. از یک دیدگاه، راهبری شرکتی صرفاً به رابطه بین شرکت و سهامداران محدود می‌شود. در واقع این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود. از طرف دیگر راهبری شرکتی به عنوان شبکه‌ای از روابط تلقی می‌شود که نه تنها بین شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه بین شرکت و همه ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان تعریف شده است. بررسی کلی این تعاریف، نشان می‌دهد که این تعاریف دارای ویژگی‌های مشترک و معینی هستند که مهمترین آنها پاسخگویی است (حساس یگانه، 1384).

مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان به دلیل فاصله مالکیت و مدیریت و سایر ذینفعان از یک سو و وجود هزینه‌های نمایندگی ناشی از قراردادهای بین شرکت و ذینفعان از سوی دیگر سبب می‌شود تا اجرای سازوکارهای راهبری شرکتی به عنوان یک راهکار اساسی مطرح شود. مینتز (Mintz, 2003) معتقد است، سازوکارهای راهبری شرکتی شامل رویه‌ها و روش‌هایی است که منجر به پشتیبانی از منافع ذینفعان و استفاده بهینه از منابع متعلق به آنان در روند فعالیت‌های عملیاتی شرکت می‌گردد. او در این تعریف، به ارتباط دوسویه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و معیارهای عملکرد شرکت اشاره دارد و به نوعی بر ارتباط بین سازه‌های نظارتی و اجرایی در شرکت‌ها تأکید می‌نماید.

چنین تئینی سبب می‌شود تا رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد شرکت، بعنوان یکی از مباحث با اهمیت و بحث برانگیز در حوزه اقتصاد مالی حسابداری و مالیه بنگاه‌ها مطرح شود. این رابطه بارها و بارها در تحقیقات فراوانی با رویکرد تئوری نمایندگی سنتی مورد آزمون قرار گرفته است (حساس یگانه، 1384). اما بدلیل توسعه شرکت‌ها از جنبه‌های مختلف و خلق مسائل و مشکلات نمایندگی جدید در فضای پیرامونی شرکت‌ها و تعامل ذینفعان با یکدیگر، کماکان بررسی این دو موضوع به عنوان موضوعی جذاب در محافل علمی و حرفه‌ای مطرح می‌باشد. از جمله اولین و برجسته‌ترین گزارش و پژوهش‌های صورت گرفته، در انگلستان گزارش کادبری (Cadbury, 1992) در سال 1992 و در آمریکا تصویب قانونی ساربنز آکسلی (Sarbanes-oxley Act) در سال 2001 راجع به حاکمیت شرکتی بود. که به شکل ارتباط بین سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌ها پرداخته است. آمی دیتمار و همکاران (Ami Ditmar, et al., 2007) با بررسی دو معیار از راهبری شرکتی و رابطه آن با ارزش بازار شرکت متوجه شدند که در شرکت‌های با راهبری ضعیف هر واحد تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود 0/42 تا 0/88 در ارزش بازار خواهد شد در حالی که این در شرکت‌هایی با سازوکار راهبری مناسب دو برابر است. برنارد بلک و همکاران (Black, et al., 2006) در تحقیقی در روسیه متوجه شدند که بین راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌ها رابطه وجود دارد. در تحقیقات مشابه نیز بلک (Black, 2001) در روسیه، گامپرز (Gambers, 2003) در آمریکا، دورنف و همکاران (Dornef, et al., 2005) به همین نتیجه رسیده‌اند (نبوی چاشمی، 1389).

جاسونگ باک و همکاران (Jasong bag, et al., 2002) به این نتیجه رسیدند که مدیران صلاحیت‌دار موجب راهبری شرکتی بهتر شده و به ذینفعان خود توجه بیشتری می‌کنند، لذا ارزش شرکت‌ها نیز با راهبری شرکتی رابطه مثبت دارد (نبوی چاشمی، 1389).

هوانگ و همکاران (Hwan, et al., 2008) در یک تحقیق جامع، شیوه‌های راهبری شرکتی را در شرکت‌های کره‌ای مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که شیوه‌های راهبری موجب افزایش ارزش شرکت و پرداخت سود بالاتر می‌شود. اما در گروه‌های تجاری شرکت‌هایی با ارزش بالاتر سود کمتری را نسبت به شرکت‌های مستقل می‌پردازند.

این یافته‌ها نشان می‌دهد که راهبری شرکتی ممکن است نقشی را ایفا کند که باعث افزایش کارایی و عملکرد شرکت‌ها شود. لذا طبق تئوری نمایندگی رابطه مستقیمی بین نظارت اثربخش مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی وجود دارد، نظارتی که باعث افزایش کارایی و عملکرد می‌شود (Jasong bag, et al., 1993, 1976).

در داخل کشور حسینی (1386) رابطه بین راهبری شرکتی و بازده سهامداران را مورد مطالعه قرار داده است در این تحقیق با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی شده تا میزان بازده اضافی سهامداران در شرکت‌های با سازوکارهای راهبری خوب محاسبه شود. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه‌ای وجود ندارد (راهبری و همکاران، 1383)

حساس یگانه و همکاران (1386) به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی با عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج تحقیق نشان داد که نسبت حضور اعضاء غیرموظف و شفافیت اطلاعاتی بر عملکرد تأثیری ندارد و سرمایه‌گذاران نهادی و وجود حسابرس داخلی رابطه‌ای مستقیم و معنادار با عملکرد شرکت دارند.

جدا از تحقیقات کلی در خصوص تأثیر سازه‌های راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها و نتایج گاهاً متضاد تحقیقات زیادی در ادبیات مالی و حسابداری در خصوص تأثیر سازه‌های راهبری شرکتی وجود دارد که در این تحقیق با توجه به موضوع که مطالعه تأثیر برخی سازه‌های حاکمیت شرکتی بر نسبت P/E شرکت‌ها می‌باشد به ادبیات مربوطه پرداخته می‌شود.

2-1- سرمایه‌گذاران نهادی: مطابق با تعریف بوش (Bushee) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند. عموماً اینگونه تصور

می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (حساس یگانه و همکاران، 1386)

در خصوص تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر شرکت‌ها دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. بارتو و سایرین (Bartov, et al., 1986) معتقدند که مالکان نهادی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری و مهارت مالکین نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش و عملکرد بلند مدت شرکت گردد (Shleifer, et al., 1986). اگر اول و همکاران (1996) به این نتیجه رسیدند که تمرکز سهامداری در دست سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند نظارت بر مدیریت را افزایش دهد و از این رو عملکرد شرکت را بهبود بخشد (نبوی چاشمی، 1389).

شلیفر و همکاران (Shleifer, et al., 1986) بیان کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت.

2-2- سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره: دمستز و همکاران (Demsetz, et al., 1985) بطور تجربی نشان دادند که دارندگان سهام بیشتر انگیزه بالاتری را برای تحمل هزینه‌های نظارتی بر مدیریت در مقایسه با مالکیت‌های پراکنده دارند.

در ایران رجبی و همکاران در سال 1385 در بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های ایرانی درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. یا به بیانی دیگر شرکت‌هایی که اعضای هیأت مدیره آن‌ها از میان سهامداران عمده شرکت انتخاب گردیده‌اند؛ از ارزش بازار بالاتری برخوردارند. این نشان می‌دهد مدیرانی که خود مالک شرکت باشند، اهتمام و کوشش بیشتری را در جهت راهبری مناسب شرکت و در نتیجه افزایش ارزش شرکت، خواهند داشت.

2-3- نسبت اعضاء غیر موظف هیأت مدیره: به عقیده فاما و همکاران (Fama, et al., 1983)

مدیران غیرموظف به تفکیک تصمیمات مدیریت کمک می‌کند و هنگامی که محدودیت‌های

خارجی بر رفتار مدیران اجرایی ضعیف است، بهتر است تا اکثراً اعضاء هیأت مدیره از مدیران غیرموظف باشند (سلمن و همکاران، 1384).

سلمون (Solomon, 2007) با شواهد تجربی نشان داد که هرچه نسبت مدیران غیرموظف در شرکت افزایش یابد استقلال هیأت مدیره نیز افزایش می‌یابد و در نتیجه عملکرد شرکت نیز بهبود پیدا می‌کند.

ارگان و همکاران (Organ, et al., 2005) در بررسی نقش مدیران غیرموظف در تصمیم‌گیری به این نتیجه رسیدند که از دیدگاه مدیران مالی اعضاء غیرموظف در حکمرانی خوب نقش مهمی را ایفا می‌کنند (Solomon, 2007).

2-4- تفکیک مدیرعامل از اعضاء هیأت مدیره: اگر مدیرعامل از اعضاء هیأت مدیره باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می‌گردد، در واقع در این حالت مدیرعامل بطور بالقوه اختیار بیشتری دارد. ساختار دوگانه همچنین به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضاء هیأت مدیره را بطور موثری کنترل کند و از نظارت موثر جلوگیری به عمل آورد (آقایی و همکاران، 1387)

چانگ و سان (Chang & sun) بر این عقیده‌اند که پس از رسوائی‌های مالی، سرمایه‌گذاران به این موضوع بیشتر توجه کردند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل ممکن است وظیفه امانتداری هیأت مدیره در نظارت بر گزارشگری مالی را به مخاطره اندازد (احمدپور و همکاران، 1388).

حساس یگانه (1386) معتقد است علیرغم وجود تضاد منافع بین نبود بعضی از سازوکارهای راهبری شرکتی و وجود کیفیت گزارشگری مطلوب کمیته حسابرسی و حسابرس داخلی از جمله سایر عوامل سازوکارهای راهبری شرکتی‌اند که می‌توانند در بلندمدت هزینه نمایندگی را کاهش داده و بهبود عملکرد و در نهایت افزایش P/E شرکت‌ها را به دنبال داشته باشد (حساس یگانه و همکاران، 1386).

با آگاهی از چگونگی ارتباط بین سازوکارهای راهبری شرکتی و P/E شرکت‌ها این تحقیق درصدد است با طرح این سوال که آیا رابطه‌ای بین سازوکارهای راهبری شرکتی و نسبت P/E شرکت وجود دارد به بررسی بیشتر تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی پردازد. بر این اساس در ادامه به روش پژوهش اشاره شده و پس از طرح فرضیه به بررسی فرضیات پرداخته می‌شود.

3- روش پژوهش

پژوهش حاضر در صدد پاسخ‌گویی به این سوال است که تأثیر سازه‌های راهبری شرکتی بر P/E شرکت‌های سهامی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران چیست؟ بنابراین تحقیق حاضر، تحقیقی تجربی و از نظر گردآوری داده‌ها تحقیقی توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است اگر چه از نظر هدف، تحقیقی کاربردی تلقی می‌شود.

4- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده در قسمت‌های قبلی و پیشینه پژوهش، این پژوهش دارای یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اصلی: رابطه معناداری بین سازه‌های راهبری شرکتی و P/E شرکت‌ها وجود دارد.

برای مطالعه فرضیه اصلی برخی از سازوکارهای راهبری شرکتی مورد بررسی قرار گرفته است.

فرضیه‌های فرعی:

۱. رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاران نهادی با P/E وجود دارد.
 ۲. رابطه معناداری بین نسبت سهام تحت تملک اعضاء هیأت مدیره با P/E وجود دارد.
 ۳. رابطه معناداری بین تفکیک مدیرعامل از اعضاء هیأت مدیره با P/E وجود دارد.
 ۴. رابطه معناداری بین تعداد اعضاء غیر موظف هیأت مدیره با P/E وجود دارد.
- متغیر کنترلی:** از آنجائیکه اندازه شرکت به عنوان یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر نسبت P/E شرکت‌هاست، لذا اثر اندازه شرکت در این تحقیق به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

5- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی سالهای 83 تا 87 سهامشان بطور فعال در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است. روش نمونه‌گیری حذفی بوده و ویژگی‌های نمونه آماری مورد مطالعه شرکت‌هایی هستند که:

- در فاصله زمانی بین سالهای 83 تا 87، در بورس حضور داشته باشند.
- تا پایان اسفندماه سال 1382 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- شرکت‌ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر دهند.

- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام پژوهش رادر دوره زمانی 1383 تا 1387 بطور کامل ارائه کرده باشند و سودده باشند.
- با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد 140 شرکت بعنوان نمونه نهایی انتخاب شدند بنابراین کل داده‌های مورد مطالعه 700 مورد (سال - شرکت) می‌باشد.

6- روش گردآوری داده‌ها

ابتدا برای مباحث تئوریک و ادبیات مربوط به تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شد و سپس با استفاده از داده‌های جمع آوری شده از صورت‌های مالی و لوح‌های فشرده شرکت تدبیر پرداز و ره آورد نوین، پردازش در صفحه گسترده Excel انجام شده و در نهایت با استفاده از نرم افزار Eviews تحلیل‌های اقتصادسنجی به عمل آمد.

7- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از تحلیل رگرسیون و همبستگی بهره گرفته شد و همچنین معنی‌دار بودن الگوها از طریق آزمون آماری F و آزمون T و ضریب تعیین و ضریب همبستگی و آزمون دوربین واتسن مورد سنجش قرار گرفت. بدلیل نوع داده‌ها و الزام در بکارگیری روش‌های تجزیه و تحلیل جدید، از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است، زیرا در این روش تحلیل پویایی متغیرها و داده‌ها در طی سال‌ها در سطح شرکت‌ها بطور همزمان مدنظر قرار می‌گیرد.

مدل تحقیق حاضر بر اساس مدل کومار (2004) در تحقیقی با عنوان تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت و حساس یگانه و دیگران (1387) استخراج شده تا تأثیر سازه‌های راهبری شرکتی بر P/E شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران را مورد مطالعه قرار دهد. رابطه فوق به صورت زیر می‌باشد:

$$P/E = Performance_{it} = \alpha + \beta_1 INOWN_{it} + \beta_2 TOP_{it} + \beta_3 CEO_{it} + \beta_4 BRDIND_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + e_{it}$$

که در آن:

Performance: P/E شرکت i در زمان t

INOWN: سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در زمان t

TOP: نسبت سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره شرکت i در زمان t

BRDIND: تعداد اعضا غیرموظف هیأت مدیره شرکت i در زمان t

CEO: تفکیک مدیرعامل شرکت از اعضاء هیأت مدیره شرکت \hat{t} در زمان t که بصورت متغیر

مجازی است

SIZE: لگاریتم مجموع دارایی های شرکت \hat{t} در زمان t

e: ضریب خطا یا جز اخلاص

8- آماره توصیفی

جدول شماره (1) حاوی آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است.

جدول (1): خلاصه آماره های توصیفی مورد استفاده در تحقیق

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	مشاهدات	کمیت آماری متغیر
33.036	0	99.08	27.1	37.69	700	سرمایه گذاران نهادی
0.2195	0	2	0.6	0.254	700	تعداد اعضا غیرموظف هیأت مدیره
0.3903	0	1	0	0.187	700	تفکیک مدیرعامل شرکت از اعضاء هیأت مدیره
23.596	0	100	68.2	63.93	700	نسبت سهام تحت تملک اعضاء هیأت مدیره
0.6346	4.2549	7.87	5.47	5.561	700	لگاریتم مجموع دارایی ها
30.881	1.08	266.9	5.59	8.907	700	نسبت قیمت به سود هر سهم

همانطور که در جدول یک مشاهده می شود میانگین بالای سرمایه گذاران نهادی و نسبت سهام تحت تملک هیئت مدیره بیانگر بالا بودن سهم این گروه از سهامداران در مالکیت شرکت است. همچنین انحراف معیار بالای سرمایه گذاران نهادی بیانگر پراکندگی درصد این گروه از سهامداران در بین نمونه های مورد بررسی است دلیل صفر بودن حداقل سرمایه گذاران نهادی و سهام تحت تملک اعضا هیئت مدیره عدم دسترسی به داده های بعضی از شرکت ها در سال خاص بوده است که بدلیل تحلیل داده ها بصورت ترکیبی قادر به حذف آن ها نبوده ایم اگرچه اثر توازن داده ها در بعضی از سال ها در مدل نهائی بصورت اجرای تحلیل ترکیبی غیر متوازن لحاظ شده است.

همچنین با مشاهده جدول 1 معلوم می شود که انحراف معیار نسبت P/E شرکت ها از پراکندگی زیادی برخوردار است که این پراکندگی با بالا بودن انحراف معیار لگاریتم مجموع دارایی ها به عنوان متغیر اندازه شرکت همسو است و بیانگر این موضوع است که اندازه شرکت با نسبت P/E رابطه

معناداری دارد که با یافته‌های نهائی در جدول 2 مطابقت دارد. سایر متغیرها که دارای مقادیر صفر و یک می‌باشند از جهت آماری ارائه شده‌اند که دارای تفسیر مشخصی نمی‌باشند.

9- آمار تحلیلی

برای انجام آزمون‌ها و انتخاب مدل مناسب از الگوهای داده‌های ترکیبی، ابتدا مدل در قالب دو روش ضرایب مشترک و ضرایب با اثرات ثابت تخمین زده شد و با توجه به آماره F بدست آمده مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی برای آزمون فرضیات تحقیق انتخاب شد. همچنین با توجه به تخمین مدل بر مبنای الگوی داده‌های ترکیبی با بکارگیری روش GLS برآورد بهتری از روابط بین متغیرها بدست آمد، لذا در این تحقیق از مدل EGLS استفاده شده است.

10- آزمون فرضیات تحقیق

در این قسمت نتایج هریک از فرضیات با استفاده از رگرسیون و مدل تحلیل ترکیبی داده‌ها ارائه شده است که متغیر وابسته نسبت P/E می‌باشد.

جدول (2): نتایج الگوی کلی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد (P/E) شرکت‌ها

متغیر وابسته: عملکرد شرکت بر مبنای نسبت P/E			
Method: panel EGLS			متغیر مستقل
P – value	آماره t	ضریب	
0	12.55	19.33	ضریب ثابت
0	-4.98	-0.01	سرمایه‌گذاران نهادی
0	10.50	0.03	سهام تحت تملک اعضاء هیأت مدیره
0.86	0.17	0.06	تفکیک مدیرعامل از اعضاء هیأت مدیره
0	6.10	0.99	تعداد اعضاء غیرموظف هیأت مدیره
0	-16.48	-2.46	اندازه شرکت
1.83	آماره دوربین واتسون	39.16	آماره F
0.35	R2 تعدیل شده	0	P- value
-	آزمون هاسمن	0	آماره F آزمون همگنی

بنابراین الگوی کلی تحقیق بصورت زیر خواهد بود:

$$\text{Performance}_{it} = 19.33 - 0.01 \text{ INOWN}_{it} + 0.99 \text{ BRDIND}_{it} + 0.03 \text{ TOP}_{it} - 2.4 \text{ SIZE}_{it} + e_{it}$$

همانطور که در جدول 2 مشاهده می شود سطح معنی داری اکثر متغیرهای تحقیق کمتر از 5 درصد می باشد لذا فرضیه اصلی تحقیق پذیرفته می شود و این نشان دهنده این است که بین برخی از سازه های راهبری شرکتی و P/E شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. معنی داری رگرسیون نیز توسط آماره F تأیید می شود. با توجه به R^2 تعدیل شده مدل می توان ادعا کرد که حدود 35% از تغییرات P/E شرکت (متغیر وابسته) توسط متغیرهای مستقل (سازه های راهبری شرکتی) توضیح داده می شود و آماره دوربین واتسون بیانگر نبود خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل و آزمون همگنی واریانس بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در اجزا اختلال در دوره های مختلف مورد بررسی است که برای رفع آن از روش GLS استفاده شده است. همچنین آماره هاسمن بیانگر بکارگیری مناسب بودن روش اثر ثابت در مقابل روش تصادفی است.

10-1- بررسی وجود رابطه معنی دار بین سرمایه گذاران نهادی با P/E در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نتیجه آزمون پژوهش نشان می دهد با توجه به سطح معنی داری 5% یک رابطه معنادار بین سرمایه گذاران نهادی و P/E وجود دارد و ضریب آن برابر با 0.01- می باشد که دلیلی بر ارتباط منفی بین سرمایه گذاران نهادی با P/E شرکت می باشد و آماره t مساوی با 4/ - می باشد که در منطقه موجه می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین سرمایه گذاران نهادی با P/E در سطح اطمینان 95% رابطه منفی معنادار وجود دارد. یعنی با یک درصد افزایش در نسبت سهامداران نهادی P/E شرکت به میزان یک درصد کاهش می یابد که بیانگر نقش با اهمیت سهامداران نهادی در P/E شرکت های ایرانی است شاید دلیل این امر به تأثیر منفی و برداشت بازار از نقش سهامداران نهادی در شرکت های ایرانی مربوط شود در هر حال این نتیجه از لحاظ معناداری با بسیاری از پژوهش ها همچون با نتایج تحقیقات شلیفر و همکاران (1986)، کومر - جایش (2004)، مطابقت دارد ولی از لحاظ ارتباط معکوس با یافته های احمدپور و دیگران (1388)، سلمن (1384) و مکرمی (1385) همسو است.

10-2- بررسی وجود رابطه معنادار بین سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره با P/E در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به سطح معنی داری 5% بین نسبت سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره با P/E یک رابطه معنادار وجود دارد. آماره t برابر با 0.5 که در منطقه قبول فرض H_0 قرار دارد و ضریب مثبت 0.03 نشان دهنده وجود ارتباط مثبت بین دو متغیر می‌باشد پس می‌توان نتیجه گرفت که بین نسبت سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره با عملکرد یک رابطه مثبت معنادار وجود دارد و این نشان دهنده‌ی این است که با افزایش تعداد سهام اعضای هیأت مدیره، عملکرد افزایش خواهد یافت. این نتیجه با نتایج شلیفر و همکاران (1986) مطابقت دارد.

10-3- بررسی وجود رابطه معنادار بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره با عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به سطح معنی داری 5% رابطه معناداری بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره با P/E شرکت وجود دارد. آماره t برابر با 6.10 می‌باشد که در منطقه قبول فرض H_0 می‌باشد و ضریب مثبت 99 درصد نشان دهنده وجود ارتباط مستقیم و مثبت بین این دو متغیر می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان 95 درصد بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره با P/E شرکت یک رابطه مثبت معنادار وجود دارد. این نتیجه بیانگر این موضوع است که با افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بدلیل افزایش کنترل بر تصمیمات مدیریت و استقلال اعضای هیأت مدیره نسبت، P/E شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این نتیجه با یافته اکثر محققان که در تحقیق خود به یک رابطه مثبت معنادار رسیدند مطابقت دارد، از جمله: گلین (1998) و همچنین برخلاف یافته‌های احمدپور و همکاران (1386) می‌باشد.

10-4- بررسی وجود رابطه معنادار بین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به سطح معنی داری بدست آمده چون این آماره کوچکتر از 5 درصد نمی‌باشد بنابراین فرض معناداری بین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره وجود ندارد. آماره t برابر با 0.17 و ضریب محاسبه شده 0.06 می‌باشد و نتیجه‌ای که حاصل شده این است که هیچ ارتباط معناداری بین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با P/E وجود ندارد. نتیجه این تحقیق با یافته‌های رجبی (1385) مطابقت دارد و بر خلاف نتایج دیچو و همکاران (1996) می‌باشد. دلیل این امر شاید به عضویت

مدیرعامل به عنوان یکی از اعضای هیئت مدیره در شرکت‌های ایرانی مربوط باشد. نکته‌ای که در جدول یک در داده‌های توصیفی با میانگین نزدیک به صفر این متغیر تأیید می‌شود.

11- نتایج آزمون متغیرهای کنترلی

بررسی وجود رابطه معنادار بین اندازه شرکت با P/E در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به سطح معنی‌داری 5% رابطه معنادار بین اندازه شرکت با P/E شرکت‌ها وجود دارد، آماره t محاسبه شده برابر است با -16.48- می‌باشد که در منطقه قبول فرض H_0 می‌باشد و ضریب منفی (2.46-) نشان دهنده وجود یک ارتباط منفی بین دو متغیر می‌باشد، پس در سطح اطمینان 95 درصد میتوان گفت که یک رابطه منفی معنادار بین اندازه شرکت با P/E شرکت‌ها وجود دارد. یعنی با افزایش اندازه شرکت P/E شرکت ضعیف‌تر خواهد شد. دلیل این امر به تصور بازار از نبود فرصت‌های جدید و قدیمی شدن شرکت‌ها مربوط می‌باشد.

12- نتایج کلی

جدول (3): خلاصه‌ای از نتایج تحقیق

فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نتیجه
1	سرمایه‌گذاران نهادی شرکت	نسبت قیمت به سود	منفی، معنادار - تایید
2	نسبت سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره	نسبت قیمت به سود	مثبت، معنادار - تایید
3	تعداد اعضا غیرموظف هیأت مدیره	نسبت قیمت به سود	مثبت، معنادار - تایید
4	تفکیک مدیرعامل شرکت از اعضای هیأت مدیره	نسبت قیمت به سود	ندارد - رد
5	لگاریتم مجموع دارایی‌ها	نسبت قیمت به سود	منفی، معنادار - تایید

با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان گفت که با افزایش درصد سهام اعضای هیأت مدیره P/E شرکت افزایش و بهبود خواهد یافت. همچنین وقتی تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره افزایش می‌یابد طبق تئوری نمایندگی، حضور این اعضا باعث کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شده و در نتیجه P/E شرکت هم افزایش می‌یابد. وجود سرمایه‌گذاران نهادی بطور معنادار ولی بصورت منفی با P/E رابطه دارد. یعنی با افزایش سهامداران نهادی P/E شرکت به گونه معنی‌داری ضعیف‌تر می‌گردد. شاید دلیل آن به همسوئی مدیران با منافع سهامداران نهادی با افزایش

مالکیت نهادی باشد در رابطه با اندازه شرکت هم نتایج حاکی است که با افزایش اندازه شرکت P/E شرکت به گونه معنی‌داری ضعیف می‌شود و در رابطه با تفکیک وظایف مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره هیچگونه رابطه‌ی معناداری بدست نیامده است این یافته نشان می‌دهد که سازه‌های راهبری شرکتی تا میزان 35% تغییرات در P/E شرکت‌های بورسی را توجیه می‌کند این موضوع با یافته‌های اکثر محققان در سایر کشورها مطابقت دارد.

13- بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به یافته‌های پژوهش می‌توان گفت که بین سازوکارهای راهبری شرکتی با P/E رابطه معناداری وجود دارد. بر اساس آزمون فرضیات، نتایج حاصله بیانگر ارتباط منفی معنادار بین سرمایه‌گذاران نهادی با نسبت P/E می‌باشد بنابراین، به نظر می‌رسد بر ای کسب سود و عملکرد بهتر در شرکت‌ها، باید به تفکر گسترده‌تری سهامداران توجه شود، یعنی اگر شرکتی به دنبال سودآوری و عملکرد بهتر است، باید ساختار مالکیت آن به سمت سرمایه‌گذاران انفرادی سوق پیدا کند از همین روست که مبحث خصوصی سازی و اجرای اصل 44 و گنجاندن سهام شرکت‌ها در سبد سرمایه‌گذاری مردم در اغلب کشورها از جمله ایران به دلیل روند جهانی مطرح شده است همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که نسبت سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره رابطه مثبت معناداری با P/E شرکت دارد بنابراین هر چه قدر سهام در دست اعضای هیأت مدیره افزایش یابد کنترل آن‌ها افزایش یافته و انگیزه لازم را برای ارتقاء و بهبود عملکرد بنگاه در اختیار دارند. همچنین تعداد اعضای غیرموظف در شرکت‌های مورد مطالعه تحقیق طبق تئوری نمایندگی و اصول بنیادی سازو کارهای راهبری شرکتی نقش خود را به خوبی اجرا می‌کنند و باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی شده و باعث افزایش بهبود P/E شرکت می‌شود لذا توصیه می‌شود تا حد امکان اعضای هیأت مدیره از میان مدیران غیر موظف انتخاب گردند. در مورد تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با عملکرد شرکت هیچ رابطه‌ی یافت نشد. این موضوع می‌تواند ناشی از این امر باشد که در شرکت‌های ایرانی، اغلب مدیرعامل از میان اعضای هیأت مدیره انتخاب می‌شوند به طور کلی نتایج آزمون اندازه شرکت نشان می‌دهد که اندازه (بزرگی) شرکت دلیلی بر افزایش عملکرد شرکت نمی‌باشد دلیل آن شاید به ناکارآمدی شرکت‌های بزرگ و نحوه مالکیت آن که بیشتر دولتی است مربوط باشد یافته‌های این تحقیق بیانگر نقش و اهمیت سازه‌های راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ایران است. این یافته‌ها تأکید مجددی بر اهمیت و ضرورت بکارگیری سازه‌های راهبری شرکتی در

شرکت‌های ایرانی و توجه بیش از پیش سازمان بورس اوراق بهادار در نظارت بر شرکت‌ها در اجرایی کردن اصول راهبری شرکت علیرغم طرح پیشنهادی آن از سال 86 می‌باشد.

14- پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

در نهایت با توجه به یافته‌های این تحقیق، به نظر می‌آید که انجام تحقیقات در زمینه سایر سازوکارهای راهبری شرکتی همراه با سایر معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری همچون ROI، ROE یا Q_t توین می‌توانند به تبیین بهتر موضوع و اهمیت سازوکارهای راهبری شرکتی کمک کند.



منابع و مأخذ:

1. احمدپور، احمد و همکاران (1388). "بررسی تأثیر مدیران غیر موظف و سرمایه‌گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود" تحقیقات حسابداری، شماره 3، ص 68 - 87.
2. آقایی، محمدعلی و چالاکی، پری (1387). "بررسی رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود" تحقیقات حسابداری، شماره 3، ص 78-54.
3. بابایی، محمد علی، احمدوند، ژیلا (1385). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
4. حساس یگانه، یحیی (1384). "فلسفه حسابرسی"، تهران، انتشارات علمی و فرهنگی.
5. حساس یگانه، یحیی (1385). "حاکمیت شرکتی در ایران"، حسابرس، شماره 32، ص 32 - 39.
6. حساس یگانه، یحیی و همکاران (1387). "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره 52، ص 107 تا 122.
7. حساس یگانه، یحیی و رئیس، زهره (1387). "بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
8. حساس یگانه، یحیی و قنبری، فرحناز (1386). "بررسی تأثیر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
9. رجیبی، محمد (1385). "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه"، پایان نامه کارشناسی ارشد، واحد علوم و تحقیقات تهران.
10. رهبری خرازی، مهسا (1385). "اصول شرکتی سازمان همکاری توسعه اقتصادی (OECD)". تهران، شرکت اطلاع رسانی بورس.
11. سلمن، جیل و آریس سلمن (1384). "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی" ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریانسب، ماهنامه حسابدار، سال 19 شماره 4، ص 46-56.
12. مکرمی، یدالله (1385). "اصول نظام راهبری بنگاه"، فصلنامه حسابرسی، سال 8، شماره 3، ص 40 - 45.
13. نبوی چاشمی، سید علی (1391). "ارائه الگوی سنجش تأثیر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره دوازدهم.

14. نمازی، محمد و کرمانی، احسان (1387). " تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت " فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره 53، ص 83 - 100.
15. Ami ditmart and yan mart smit (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics* 83, 599-634.
16. Dechow, PM, Sloan, RG & Sweeney, AP (1996). "Causes and Consequences of Earnings Manipulation" *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, no. 1, pp. 1-36.
17. Demsetz, H., Lehn, K. (1985). "The structure of corporate ownership causes and consequences", *Journal of Political Economy*, 93: 1155- 77
18. Gillan, S.G. and L.T. Starks (1998). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence, *Contemp Finance Dig*, 10-38.
19. Jensen, M. (1993). "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-80.
20. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *managerial and decision economics*, 25: 537 - 547.
21. Mintz, S., (2003). "Improving Corporate Governance Systems: A Stakeholder Theory Approach". Available at SSRN.
22. Solomon, J., (2007). *Corporate governance & Accountability*. 2 Edition.
23. Shleifer, A. and Vishny, R. (1986). "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-