

## رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد

دکتر ناصر ایزدی نیا \*

امیر رسانیان \*\*

تاریخ پذیرش: ۸۹/۱/۲۲

تاریخ دریافت: ۸۸/۹/۲۲

### چکیده

ارزیابی عملکرد شرکتها در تصمیم‌گیریهایی اقتصادی اهمیت زیادی دارد. معیارها و روشهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد شرکتها وجود دارد. هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه بین ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، تعداد ۸۹ شرکت از بین جامعه آماری، که اطلاعات مورد نیاز برای دوره شش ساله مورد پژوهش (۸۶-۸۱) در مورد آنها قابل دسترسی بود، انتخاب شد. با توجه به معیارهای ارزیابی عملکرد در پژوهشهای قبلی، چند معیار ارزیابی عملکرد به عنوان متغیرهای وابسته شامل نرخ بازده داراییها و بازده سالانه سهام به عنوان معیارهای مالی ارزیابی عملکرد و Q توبین و ارزش افزوده بازار به عنوان معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در نظر گرفته شد. سپس اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل، که دو معیار از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی بود،

\* استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

\*\* کارشناس ارشد حسابداری

مورد مطالعه قرار گرفت. به منظور آزمون فرضیه‌ها از شیوه آماری رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شد. روش رگرسیون مورد استفاده در پژوهش، رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی است. آزمونهای آماری توسط چهار الگوی چند متغیره (به ازای هر یک از معیارهای ارزیابی عملکرد، یک مدل) انجام شد. نتایج پژوهش بیانگر این است که ابزارهای نظارتی راهبری شرکت با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطه معنی‌داری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** نظام راهبری شرکتی، Q توبین، بازده سالانه سهام، ارزش افزوده بازار، نرخ بازده داراییها.

## مقدمه

بازار سرمایه در اقتصاد کشورها نقش حیاتی ایفا می‌کند. این بازار نه تنها پولها و سرمایه‌های راكد را از طریق شرکتها به فعالیت می‌اندازد بلکه خود به عنوان شاخص رونق اقتصادی کشورها عمل می‌کند. بنابراین، توجه به این بازار و مبانی اساسی تصمیم‌گیری در آن ضروری است. مسلماً هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در هر شرکت کسب بازدهی متناسب با سرمایه‌گذاریشان است. اگر شرکت در ایجاد ارزش، موفق باشد نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکتها بلکه در سطح وسیعتر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. سنجش عملکرد در فرایند تصمیم‌گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهمترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است؛ پس کارکرد معیارهای مالی و اقتصادی به منظور ارزیابی عملکرد شرکتها ضروری است.

با شکل‌گیری مبحث جدایی مالکیت از مدیریت و پیدایش تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد شرکتها و مدیران از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف مثل اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). نظام راهبری شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود. بنابراین شرکتهایی که کیفیت نظام راهبری شرکتی بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبه‌رو باشند (کاشانی‌پور و رسائیان، ۱۳۸۷).

هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و چند معیار ارزیابی عملکرد شامل نرخ بازده داراییها، Q توبین، بازده سالانه سهام و ارزش افزوده بازار در بورس اوراق بهادار تهران است.

### مبانی نظری پژوهش

کاشانی پور و رسائیان (۱۳۸۶) روشهای مختلف ارزیابی عملکرد را از بعد مالی به چهار دسته ذیل تقسیم کرده‌اند:

الف- روشهایی که در آنها از اطلاعات حسابداری همانند نسبتهای مالی برای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود.

ب- روشهایی که ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار را برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌دهند؛ مانند نسخه‌های مختلف Q توبین و یا نسبت P/E.

ج- نسبتهایی که به استفاده از داده‌های مدیریت مالی می‌پردازند؛ مانند بازدهی هر سهم و بازده اضافی هر سهم.

د- نسبتهایی که به رغم استفاده از اطلاعات حسابداری، معیارهای اقتصادی هستند؛ مانند EVA و REVA<sup>۲</sup> و MVA<sup>۳</sup>.

از معیارهای مهم نظام راهبری شرکتی، که در بسیاری از پژوهشها، تأثیر آنها بر عملکرد شرکتها مورد بررسی قرار گرفته است، می‌توان به درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی اشاره کرد. از دیدگاه نظری نمایندگی می‌توان چنین فرض کرد که مدیران غیرموظف وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیأت مدیره را بر عهده دارند. بدون وجود نقش نظارتی مدیران غیرموظف این امکان وجود دارد که مدیران موظف از موقعیت خود سوء استفاده کنند. برخی از پژوهشهای علمی نشان داده است وظیفه نظارت مدیران غیرموظف بر مدیریت به نحو مؤثری اعمال شده است. در مجموع چنین به نظر می‌رسد که بیشتر شواهد در جهت حمایت از نقش نظارتی مدیران غیرموظف بوده است (حساس یگانه، پوریا نسب، ۱۳۸۴).

سهامداران بویژه سرمایه‌گذاران نهادی نیز در نظام راهبری شرکت، نقشی مهم ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند و نفوذشان بر مدیریت شرکت می‌تواند مبنایی برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران باشد. در ادبیات مالی از تمرکز مالکیت به عنوان ساز و کاری مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد (کردتبار، ۱۳۸۷).

### پیشینه پژوهش

گارای و گنزالز<sup>۴</sup> (۲۰۰۸). به بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها همچون درصد تقسیم سود، نسبت P/B (ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) و Q تویین در بورس اوراق بهادار ونزوئلا پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که درصد افزایش در شاخص نظام راهبری شرکتی باعث افزایش ۱۱/۳ درصدی در درصد تقسیم سود، ۹/۹ درصدی در نسبت P/B و ۲/۷ درصدی در Q تویین می‌شود.

لارکر و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۱۰۶ شرکت آمریکایی به بررسی رابطه معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد و کیفیت نظام راهبری شرکتی پرداختند. آنها ۳۹ معیار (شامل ویژگیهای هیأت مدیره، ساختار مالکیت، سهامداران سازمانی، پاداش مدیر عامل و ...) برای نظام راهبری شرکتی در نظر گرفتند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که نظام راهبری شرکتی دارای یک بعد مشخص نمی‌باشد بلکه دارای ابعاد مختلفی است. این مسأله موجب دستیابی به نتایج بی‌ثبات در مورد رابطه نظام راهبری شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها می‌گردد.

ریکاردو<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که بین شاخص نظام راهبری شرکتی و Q تویین در بورس اوراق بهادار برزیل در دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۸ رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

پژوهشهای تجربی اخیر شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین عملکرد شرکتها و کیفیت نظام راهبری شرکتی ارائه می‌کند. درابتز<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۰۴) به توضیح این موضوع پرداختند که کیفیت نظام راهبری شرکتی می‌تواند عملکرد شرکت را توضیح دهد. آنها محیط قانونی بهتر را عاملی برای کیفیت نظام راهبری شرکتی می‌تواند در نظر گرفتند و با انتخاب نمونه‌ای از شرکتهای سهامی عام آلمانی نشان دادند که بین عملکرد شرکت و سطح کیفیت نظام راهبری شرکتی رابطه مثبتی وجود دارد.

گامپرز<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که شرکتهایی که به دلیل نظام راهبری ضعیف، منافع سهامداران در آنها کمتر رعایت می‌شود، سودآوری و رشد فروش کمتری دارند و مخارج سرمایه‌ای آنها زیاد است.

بلک<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۰۲) به وجود رابطه‌ای مثبت بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام پی بردند.

لاپورتا<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که شرکتهایی که نظام راهبری شرکتی بهتری از بعد حمایتهای قانونی از سهامداران دارند و فرصتهای رشد بهتری دارند و تملک سهامداران نشان نسبت به جریانهای نقدی بیشتر است،  $q$  توبین بیشتری دارند.

در ایران نیز پژوهشهایی در مورد رابطه برخی از معیارهای حاکمیت شرکتی و برخی از معیارهای ارزیابی عملکرد انجام شده است ولی این پژوهش به لحاظ دوره زمانی، تعداد و نوع معیارهای حاکمیت شرکتی و هم‌چنین تعداد و روش ارزیابی عملکرد و بعضاً روش پژوهش نسبت به سایر پژوهشها، متفاوت است. برخی از مهمترین پژوهشهای داخلی به شرح ذیل است:

مدرس و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور اطلاعات پنج ساله (۱۳۷۸-۱۳۸۲) برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است، ولی

هیچ گونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. این در حالی است که نتایج پژوهشهای انجام شده در سایر کشورها عموماً وجود رابطه مثبت و یا حتی منفی بین سهامداران نهادی و بازده را مورد تأیید قرار داده است.

حساس یگانه، رئیسی و حسینی (۱۳۸۸) به رتبه بندی شرکتها از نظر حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش رتبه شرکتهای عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه‌ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی، اندازه‌گیری شده است. این معیارها برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیات مدیره و ساختار مالکیت است. بدین منظور اطلاعات یک ساله ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه‌های پژوهش آزمون شد. نتایج پژوهش حاکی است که هیچ گونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

حساس یگانه، مرادی و اسکندری (۱۳۸۷) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۶۱ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۷۶ به آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از طریق رگرسیون خطی چندگانه پرداختند. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، و موید فرضیه نظارت کارآمد است. با وجود این، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون هر یک از فرضیه‌ها چهار الگو بر اساس متغیرهای وابسته تعریف شد. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶، است. روش آماری مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، رگرسیون «داده‌های ترکیبی» است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار و منفی بین «مالکیت نهادی» و عملکرد شرکت و رابطه معنی‌دار و مثبت بین «مالکیت شرکتی» و عملکرد شرکت وجود دارد. «مالکیت مدیریتی» به صورت معنی‌دار و

منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مورد «مالکیت خارجی» اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکتهای نمونه آماری باشد، مشاهده نشد. در «مالکیت خصوصی» نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به گونه کلی نیز بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

شریعت پناهی (۱۳۸۰) اثر نوع مالکیت را بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۷-۱۳۷۲) بررسی کرد. وی برای جمع‌آوری اطلاعات از روش میدانی و در برخی موارد از پرسشنامه استفاده کرد. نتایج این تحقیق نشان داد که اگرچه بیشتر ساز و کارهای کنترلی شرکت (از قبیل درصد سهام مدیران، تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره، مقدار سهام سرمایه‌گذاران نهادی، وجود بازار نیروی کار مدیریت و...) بر یکدیگر تأثیر گذاشته است (البته بین تعداد مدیران غیرموظف و سهام سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معناداری وجود نداشت)، انواع مالکیت (سهامداران عمده، بخش عمومی و خصوصی و...) بر عملکرد شرکتها تأثیری نداشته و در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از آنها به گونه بهینه‌ای استفاده نشده است.

## روش پژوهش

این تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی بوده و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون حداقل مربعات عادی استفاده شده است. در این پژوهش در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین گردیده است:

### ۱- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به ادبیات موجود و نتایج پژوهشهای قبلی بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه مثبت پیش‌بینی می‌شود. از آنجا که برای کیفیت نظام راهبری شرکتی دو معیار درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی در نظر گرفته شده و برای معیارهای ارزیابی عملکرد به عنوان متغیرهای وابسته، چهار معیار نرخ

بازده داراییها، نسبت Q تویین، بازده سالانه سهام و ارزش افزوده بازار لحاظ شده است، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شد:

۱. نرخ بازده داراییها با درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معنی‌داری دارد.

۲. Q تویین با درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معنی‌داری دارد.

۳. بازده سالانه سهام با درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معنی‌داری دارد.

۴. ارزش افزوده بازار با درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معنی‌داری دارد.

## ۲- سنجش متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل چهار متغیر وابسته است که در الگوهای جداگانه به کار گرفته شده است. متغیرهای مستقل نیز دو معیار از معیارهای نظام راهبری شرکتی شامل درصد مدیران غیرموظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی است.

### ۲-۱- محاسبه نرخ بازده داراییها (ROA)

نرخ بازده داراییها از تقسیم سود خالص به جمع داراییهای شرکت به دست می‌آید.

### ۲-۲- Q تویین

کیوتویین نسبت ارزش شرکت در بازار سهام به ارزش دفتری داراییها منهای بدهی است (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴).

$$Tobin's Q = \frac{MV}{BV - Debt}$$

که در آن MV، ارزش بازار شرکت (تعداد سهام ضرب در قیمت سهام در پایان سال)، BV، ارزش دفتری داراییها و Debt، بدهی شرکت است.



### ۲-۳- بازده سالانه سهام

منظور از بازده سالانه سهام، تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام و تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره است (رسائیان و اصغری، ۱۳۸۶).

$$K_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_n) * N_c}{N_t} + \frac{N_e * P_1}{N_t}}{P_{t-1}}$$

که در آن :

$K_t$  = بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهم

$P_t$  = قیمت سهم در انتهای سال مالی

$P_{t-1}$  = قیمت سهم در ابتدای سال مالی

$P_n$  = ارزش اسمی سهم

$D_t$  = سود نقدی ناخالص هر سهم

$N_e$  = تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته

$N_c$  = تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده نقدی  $N_t$  = تعداد سهام قبل از افزایش

سرمایه است.

### ۲-۴- ارزش افزوده بازار

ارزش افزوده بازار به صورت زیر محاسبه خواهد شد:

سرمایه به کار گرفته شده در شرکت - ارزش بازار شرکت = MVA

سرمایه به کار گرفته شده = داراییهای ثابت پس از کسر استهلاک انباشته (+ داراییهای

جاری - بدهیهای جاری)

### ۲-۵- درصد سرمایه‌گذاران نهادی

نسبت (درصد) سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه‌گذاری عمده نگهداری

می‌شود به کل سهام منتشر شده و در دست سهامداران است.

## ۲-۶- درصد اعضای غیرمؤلف هیأت مدیره

نسبت (درصد) اعضای غیرمؤلف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره است.

## ۳- جامعه، نمونه و روش گردآوری اطلاعات و داده‌ها

قلمرو مکانی پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف نظام‌مند استفاده شد. به منظور انتخاب نمونه آماری، شرکتهایی که دارای ویژگیهای زیر بودند به عنوان نمونه آماری انتخاب و بقیه حذف شدند:

الف) به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکتهای سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانکها، فعالیت شرکتهای انتخابی، تولیدی باشد.

ب) برای انتخاب نمونه‌ای همگن، قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۱، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.

ج) به منظور انتخاب شرکتهای فعال، معاملات این شرکتها در طول سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۱ در بورس، دچار وقفه نشده باشد؛ به عبارت دیگر، سهام این شرکتها باید در طول این سالها در بورس، فعال باشد و طول وقفه، نباید بیشتر از سه ماه باشد.

د) به منظور امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده باشد و نباید در فاصله سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۱ تغییر سال مالی داده باشند.

ه) صورتهای مالی و یادداشتهای توضیحی همراه آنها قابل دسترس باشد. با لحاظ کردن شرایط یاد شده، تعداد نمونه انتخابی از جامعه آماری، ۸۹ شرکت و به عبارتی ۵۳۴ (سال- شرکت) انتخاب شد.

روش مورد استفاده برای جمع‌آوری داده‌ها، روش اسنادکاوی است. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از اطلاعات صورتهای مالی و یادداشتهای همراه استفاده خواهد شد. بدین منظور از نرم‌افزار تدبیرپرداز و هم‌چنین سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

## ۴-۴- آزمون فرضیه‌ها

برای برآورد الگوهای رگرسیون خطی معمولاً از روش کمترین مجذورات معمولی (OLS)<sup>۱۱</sup> استفاده می‌شود. این روش دارای ویژگیهای مطلوب آماری مانند بهترین برآورد کننده خطی بدون تورش است؛ اما برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته (GLS)<sup>۱۲</sup> استفاده می‌شود. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی است. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت به منظور تعیین معنی‌دار بودن الگو رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگو از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده است. آزمونهای آماری نشان می‌دهد که مشکل همخطی نیز بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. از آزمون دوربین واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. آماره دوربین- واتسون به دست آمده از نرم‌افزار در تمامی آزمونها بیانگر این است که مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

## ۴-۵- الگوهای مورد استفاده در پژوهش

با توجه به مطالب یاد شده در مورد متغیرهای توضیحی، الگوهای تحقیق شامل الگوی مربوط به آزمون فرضیه اول تا الگوی مربوط به آزمون فرضیه چهارم، چهار الگوی رگرسیون چند متغیره است که به طور کلی به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 OUTD + \beta_2 INSTOWN + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

که در آن  $Y_i$  متغیرهای وابسته شامل نرخ بازده داراییها (ROA)، کیوتوبین ( $QTobin's$ )، بازده سالانه سهام (SRE)، و ارزش افزوده بازار (MVA) است. OUTD متغیر مستقل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و INSTOWN متغیر مستقل درصد

سرمایه گذاران نهادی است.  $\beta_0$  ضریب ثابت و  $\varepsilon$  ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال، و مستقل از عوامل رگرسیونی است. در صورت رد فرض  $H_0$ ، فرض  $H_1$  پذیرفته خواهد شد که بیانگر وجود رابطه معنی دار بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل مورد آزمون است.

### ۵- آمار توصیفی

جدول شماره ۱ آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. جدول شماره ۱ حاوی آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی است. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی هم برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌کنیم، تعداد مشاهدات سال - شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۵۳۴ مشاهده بوده است. بررسی متغیرهای توضیحی نشان می‌دهد که به طور میانگین ۶۴/۴۸٪ از اعضای هیأت مدیره در شرکت‌های عضو نمونه، غیرموظف هستند که بررسی این درصد در سالهای مختلف بیانگر ثبات میانگین این متغیر طی سالهای تحقیق است. از سوی دیگر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی عمده به طور میانگین ۴۶/۶۷٪ است که بیشترین درصد مالکیت سهامداران نهادی عمده ۹۶/۸۶٪ و کمترین این نسبت، صفر مربوط به زمانی است که سرمایه گذار نهادی عمده وجود ندارد. میانگین نرخ بازده داراییها، معادل ۰/۱۱۸۸۶۵ است و شاخص پراکندگی انحراف معیار ۰/۱۴۹۳۹۰ نشان می‌دهد که میزان پراکندگی این متغیر در شرکت‌های مختلف کم است. میانگین نسبت Q تویین، معادل ۳/۹۷۳۲۰۱ است و شاخص پراکندگی انحراف معیار ۶/۴۷۶۶۰۶ نشان

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	درصد سرمایه گذاران نهادی عمده	بازده سالانه سهام	ارزش افزوده بازار	Qتوبین	نرخ بازده داراییها
تعداد مشاهدات سال	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴
حداقل	۰/۱۴	۰	۰/۰۵۸	-۱۳۰۳۳۵۹	-۲۶/۵۳۰۲۴	-۰/۳۱۷۴۹۹
حداکثر	۱	۰/۹۶۸۶	۰/۳۵۰۴	۲۴۵۲۴۷۱۹	۴۲/۰۵۱۸۱	۰/۹۰۹۵۱۲
میانه	۰/۶	۰/۵۱۹	۰/۰۰۰	۱۰۷۴۴۱	۲/۱۵۶۷۶۹	۰/۰۹۱۳۳۱
میانگین	۰/۶۴۴۸۴	۰/۴۶۶۷۸	۰/۲۰۴۹	۸۲۸۷۴۰/۲	۳/۹۷۳۲۰۱	۰/۱۱۸۸۶۵
انحراف معیار	۰/۱۷۳۵۹۴	۰/۳۳۱۲۲۱	۱/۱۳۵۸	۲۵۹۹۱۹۰	۶/۴۷۶۶۰۶	۰/۱۴۹۳۹۰
چولگی	-۰/۱۵۱۰۷۲	-۱/۵	۱۷/۰۲	۶/۰۹۵۱۴۱	۳/۱۳۶۷۵۳	۱/۲۱۷۲۶۱
کشیدگی	۲/۹۱۸۱۵۶	۳/۲۵	۴۸۰/۷۹	۴۵/۷۷۴۵۶	۱۶/۹۸۰۱۶	۷/۷۰۳۲۴۶
آماره جاگ- براگا	۲/۴۵۸۸۹۲۲	۱/۸۸۸۰۲۱	۱/۲۷۸۴۷۹	۲/۲۶۵۹۹۵	۱/۷۵۶۱۱۲	۱/۴۸۳۲۴۵
(p- value)	۰/۳۴۲۱	۰/۳۸۹۱	۰/۴۸۳۱	۰/۳۲۲۱	۰/۳۹۸۷	۰/۴۵۲۶

می‌دهد که میزان پراکندگی این متغیر در شرکتهای مختلف کم است. میانگین ارزش فزوده بازار، معادل ۸۲۸۷۴۰/۲ است که بیشترین آن مثبت و برابر ۲۴۵۲۴۷۱۹ و کمترین آن منفی و برابر ۱۳۰۳۳۵۹، است. میانگین بازده سالانه سهام، معادل ۰/۲۰۴۹ است که بیشترین آن مثبت و برابر ۰/۳۵۰۴ و کمترین آن منفی و برابر ۰/۰۵۸، است. بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه آن با توزیع نرمال با استفاده از آماره جاگ-براگا نشان می‌دهد که تمام متغیرهای پژوهش به صورت نرمال توزیع شده است.

### تجزیه و تحلیل نتایج

رابطه بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و نرخ بازده داراییها: نتایج این پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین نرخ بازده داراییها و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بین نرخ بازده داراییها و درصد سرمایه گذاران نهادی نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مربوط به آزمون این فرضیه برابر با  $0/437142$  و آماره F مدل نیز برابر با  $173/4158$  است.

رابطه بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و Q توبین: نتایج این پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین Q توبین و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بین Q توبین و درصد سرمایه گذاران نهادی نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مربوط به آزمون این فرضیه برابر با  $0/418319$  و آماره F مدل نیز برابر با  $160/6523$  است.

رابطه بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و بازده سالانه سهام: نتایج این پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین بازده سالانه سهام و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بین بازده سالانه سهام و درصد سرمایه گذاران نهادی نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مربوط به آزمون این فرضیه برابر با  $0/323852$  و آماره F مدل نیز برابر با  $380/1759$  است.

رابطه بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و ارزش افزوده بازار: نتایج این پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین ارزش افزوده بازار و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بین ارزش افزوده بازار و درصد سرمایه گذاران نهادی نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مربوط به آزمون این فرضیه برابر با  $0/672407$  و آماره F مدل نیز برابر با  $912/339$  است. نتایج آزمون فرضیهها در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول شماره ۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون داده های ترکیبی برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۱

متغیر وابسته	متغیر مستقل	خطای استاندارد	p-value	$R^2$ تعدیل شده	آماره F	دوربین واتسون
نرخ بازده داراییها	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	۰/۰۵۳۲۲۸	۰/۰۱۷۱۷۱	۰/۴۳۷۱۴۲	۱۷۳/۴۱۵۸	۲/۰۹۸۴۰۳
	درصد سرمایه گذاران نهادی	۰/۰۰۰۵۰۵	۰/۰۰۰۰۰			
Q توبین	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	۲/۳۰۴۱۹۴	۰/۰۰۰۰۰	۰/۴۱۸۳۱۹	۱۶۰/۶۵۲۳	۲/۰۸۲۱۴۴
	درصد سرمایه گذاران نهادی	۰/۰۲۳۰۵۹	۰/۰۰۰۰۰			
بازده سالانه سهام	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	۳/۴۲۶۵۳۱	۰/۰۰۷۴۷	۰/۳۲۳۸۵۲	۳۸۰/۱۷۵۹	۱/۹۰۰۹۷۷
	درصد سرمایه گذاران نهادی	۱۳/۹۵۷۳۴	۰/۰۰۰۰۶			
ارزش افزوده بازار	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	۱۰۳۵۷۳۳	۰/۰۰۰۰۰	۰/۶۷۲۴۰۷	۹۱۲/۳۳۹	۱/۸۹۲۳۴۴
	درصد سرمایه گذاران نهادی	۳۲۵۳/۶۸۲	۰/۰۰۰۰۸			

### ۷- نتیجه گیری و پیشنهادها

ارزیابی عملکرد شرکتها و مدیران آنها در تصمیم گیریهای مالی اهمیت زیادی دارد و از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف مثل اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران است. نظام راهبری شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می شود. این تحقیق به

بررسی رابطه بین معیارهای نظام راهبری شرکتی و شاخصهای ارزیابی عملکرد همچون نرخ بازده داراییها، Q توین، بازده سالانه سهام و ارزش افزوده بازار در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. فرضیه‌های پژوهش به تشریح این موضوع پرداخت که کیفیت نظام راهبری شرکتی، عملکرد شرکت را می‌تواند توضیح دهد. معیارهای نظام راهبری شرکتی به کار گرفته شده در این پژوهش شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی است. نتایج پژوهش بیانگر این است که بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و نرخ بازده داراییها، Q توین، بازده سالانه سهام و ارزش افزوده بازار در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی‌داری وجود دارد.

معیارهای نظام راهبری شرکتی بیشترین توضیح دهنده‌گی را به ترتیب در مورد تغییرات ارزش افزوده بازار، نرخ بازده داراییها، Q توین و بازده سالانه سهام دارند.

به طور کلی نتایج این پژوهش مانند نتایج برخی از پژوهشهای خارجی همچون گارای و گنزالز (۲۰۰۸)، ریکاردو و همکاران (۲۰۰۵)، درابتز و همکاران (۲۰۰۴)، گامپرز و همکاران (۲۰۰۳)، بلک و همکاران (۲۰۰۲) و لاپورتا و همکاران (۲۰۰۰) و برخلاف برخی دیگر همچون لارکر و همکاران (۲۰۰۷) بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین معیارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها است.

نتایج این پژوهش همچون نتایج پژوهش حساس یگانه، مرادی و اسکندری (۱۳۸۷) بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت است. به طور کلی نتایج برخی از پژوهشهای قبلی همچون شریعت پناهی (۱۳۸۰)، حساس یگانه، رئیسی و حسینی (۱۳۸۸) و مدرس و همکاران (۱۳۸۸) برخلاف نتایج این پژوهش به دلیل عواملی همچون دوره زمانی متفاوت، روش پژوهش متفاوت به عنوان مثال استفاده از روش پرسشنامه‌ای در برخی از پژوهشهای قبلی و کم بودن دوره زمانی و حجم نمونه آماری و بعضاً به کارگیری معیارهای متفاوت برای حاکمیت شرکتی یا ارزیابی عملکرد بیانگر عدم وجود رابطه معنی‌دار بین معیارهای حاکمیت شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها



است در حالی که نتایج این پژوهش به طور کلی بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین معیارهای حاکمیت شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها است.

هم‌چنانکه در پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز نشان داده شده است بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکتها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. نتایج این پژوهش بر خلاف نتایج پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، که رابطه ساختار مالکیت را با عملکرد شرکتها بارس تهران بررسی کردند، رابطه‌ای مثبت را بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکتها بارس تهران نشان می‌دهد. البته نمازی و کرمانی (۱۳۸۷، ص ۹۱) به طور کلی سرمایه‌گذاران نهادی را از سرمایه‌گذاران خصوصی جدا کرده‌اند و در واقع روش محاسبه سرمایه‌گذاران نهادی در این پژوهش با چگونگی محاسبه متغیر سرمایه‌گذاران نهادی در پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) متفاوت است. معیار دیگر حاکمیت شرکتی که در پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و همچنین پژوهش حساس یگانه، مرادی و اسکندری (۱۳۸۷) به کار گرفته نشده و در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره است که بیانگر رابطه مثبت و معنی‌دار با معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها است.

با توجه به نتایج این پژوهش و به منظور ارتقای کارایی بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهادهایی به صورت زیر ارائه می‌شود:

در ایران نیز در خصوص نظام راهبری شرکتی اقداماتی صورت گرفته است اما بسط و گسترش فعالیتهای مربوط به برقراری نظام راهبری شرکتی مناسب، ضروری است. استقرار مناسب این ساختارها، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و رعایت حقوق همه ذی‌نفعان شرکتها است.

با توجه به موج جهانی خصوصی سازی و ضرورت اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشور بر مبنای عدالت اجتماعی و فقرزدایی، تدوین و به کارگیری اصول نظام راهبری شرکتی در کشور ما نیز برای توسعه بازار سرمایه، مهم و اجتناب ناپذیر است.

سازمان بورس اوراق بهادار تهران در ارزیابی سهام شرکتهای، معیارهای نظام راهبری شرکتی از جمله معیارهای به کار گرفته شده در این پژوهش را در کنار سایر معیارها به کار گمارد تا سرمایه گذاران نیز با الگوگیری از بورس، این معیار را در انتخاب سهام مدنظر قرار دهند.

### پیشنهاد برای پژوهشهای آینده

۱- ۵۰ شرکت برتر از لحاظ ثروت آفرینی که نرخ بازده داراییها، نسبت  $Q$  توین و ارزش افزوده بازار بیشتری دارند به همراه ۵۰ شرکت که از لحاظ زایل نمودن ارزش در صدر هستند و نرخ بازده داراییها، نسبت  $Q$  توین و ارزش افزوده بازار کمتری دارند انتخاب شود و بین معیارهای نظام راهبری شرکتی و شاخصهای ارزیابی عملکرد این دو دسته، مقایسه تطبیقی صورت گیرد.

۲- اجرای این پژوهش در صنایع مختلف موجود در بورس اوراق بهادار تهران می تواند رهنمودهایی را در خصوص وضعیت و تفاوت های نظام راهبری شرکت به ارمغان بیاورد.

۳- رابطه بین نرخ بازده داراییها، نسبت  $Q$  توین و ارزش افزوده بازار و دیگر معیارهای نظام راهبری شرکتی به کار گرفته شده در پژوهشهای خارجی نیز در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

<sup>1</sup> - Jensen and Meckling

<sup>3</sup> - Market Value Added

<sup>5</sup> - Larcker

<sup>7</sup> - Drobetz

<sup>9</sup> - Black

<sup>11</sup> - Ordinary Least Squares Method

<sup>2</sup> - Refined Economic Value Added

<sup>4</sup> - Garay and Gonzalez

<sup>6</sup> - Ricardo

<sup>8</sup> - Gompers

<sup>10</sup> - Laporta

<sup>12</sup> - Generalized Least Squares Method

## منابع

- حساس یگانه، یحیی و امیر پوریانسب، (۱۳۸۴)، نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتهای سهامی، ماهنامه حسابداری، شماره های ۱۶۴ و ۱۶۵، مهر و آبان ۱۳۸۴.
- حساس یگانه، یحیی؛ ریسی، زهره و سید مجتبی حسینی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴(۱۳): ۱۰۱-۱۳۰.
- حساس یگانه یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ص. ۱۰۷-۱۲۲.
- رسائیان، امیر و جعفر اصغری، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در بورس اوراق بهادار تهران، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۰، ص. ۸۸-۶۱.
- شریعت پناهی، مجید، (۱۳۸۰). اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۲-۱۳۷۷)، پایان نامه دکتری دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
- کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۶). بررسی رابطه بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، سال هفتم، شماره ۲۵، ص. ۱۳۸-۱۲۱.
- کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و کنترل، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ویژه نامه حسابداری، سال بیستم، شماره ۳، ص. ۱۶۹-۱۴۲.

کردتبار، حسین، (۱۳۸۷). بررسی ارتباط بین اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سرمایه گذاران نهادی عمده با رفتار مدیریت سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران*.

- مدرس، احمد؛ حسینی، سید مجتبی و زهره رئیسی، (۱۳۸۸). بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهشنامه اقتصادی*، ص. ۲۲۳-۲۵۰.

- مهدوی، ابوالقاسم و احمد میدری، (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکتهای فعال در بازار اوراق بهادار تهران، *مجله تحقیقات اقتصادی*، شماره ۷۱، ص. ۱۳۲-۱۰۳.

- نمازی، محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۳)، ص. ۸۳ تا ۱۰۰.

- Black, B., Jang, H., and Kim, W. (2002). Does Corporate Governance Affect Firm Value?, Working paper 327, *Stanford Law School*.

- Drobetz, D; Schillhofer, A and Zimmermann, H., (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 267-293.

- Garay, U. and Maximiliano G., (2008), Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela, *Corporate Governance, An International Review*, Vol. 16, Issue 3, pp. 194-209.

- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

- Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structures, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.

- Larcker, D., Richardson, F; Scott A; and A. Irem T., (2007), Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance, *Accounting Review*.

- Ricardo P. Leal C. and Andre L., (2005), Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile), available at *ssrn.com*, id=726261