

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۳/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۶/۲۶

رابطه نظام راهبری شرکتی با ارزش شرکت

دکتر احمد مدرس *

مریم فعلی **

چکیده

جهانی شدن با پیوند شرکت‌ها به بازارهای بین‌المللی و افزایش فضای رقابتی، تجدید ساختار شرکتها را ضروری کرده است. ادغام شرکت‌ها و گسترش بازارهای هدف، از جمله تلاش‌هایی هستند که شرکت‌ها برای ادامه حیات اقتصادی خود به آن متوسل می‌شوند. این شرکت‌ها همچنین برای تامین منابع مالی خود ناگزیر به استفاده از بازارهای سرمایه داخلی و بین‌المللی هستند و در این میان نظام راهبری شرکتی معیاری است که نقشی اساسی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان ایفا می‌کند.

در این تحقیق برای بررسی نقش سهامداران نهادی و درصد مدیران غیرموظف به عنوان نمونه‌هایی از شاخصهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت، اطلاعات ۴ ساله ۹۷ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد بین شاخص‌های مورد مطالعه (سهامداران نهادی و وجود مدیران غیرموظف) و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج این تحقیق همسو با تحقیقات مشابه از این دیدگاه پشتیبانی می‌کند که

وجود سهامداران نهادی و وجود مدیران غیر موظف در هیئت مدیره شرکتها، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: نظام راهبری شرکتی، سهامداران نهادی، مدیران غیرموظف، ارزش شرکت.

مقدمه

تشکیل شرکت های بزرگ و به دنبال آن، مسائل مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت و پیامدهای خوشایند و ناخوشایند آن، در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم در سطح جهانی مطرح شد. بحث نظام راهبری شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، امریکا، کانادا، در پاسخ به مشکلات ناشی از عدم اثر بخشی هیات مدیره در عملکرد شرکت های بزرگ آغاز گردید. بحران های مالی سال های اخیر نیز به تاکید بیشتری به برقراری مکانیزم های نظام راهبری شرکتی در این کشورها و سایر کشورهای دنیا منجر شد. عامل اصلی در ایجاد بحران های یاد شده، شرکت ها و موسساتی بودند که در آنها معیارهای کنترلی، که به منظور کاهش مشکلات نمایندگی در نظر گرفته شده بود، کارا نبود و در واقع تمامی معیارهای مذکور به صورت ظاهری و فقط در جهت رعایت قوانین بودند بدون اینکه بتوانند از منافع سهامداران در مقابل مدیران حمایت نمایند. (ان بای، ۲۰۰۴)

همسو با رشد اقتصادی و بزرگ شدن واحدهای تجاری، از قدرت کنترل سهامداران در عمل کاسته شده است، زیرا پراکندگی ساختار مالکیت افزایش یافته است و اکثر مالکان را سهامداران جزء تشکیل می دهند. در چنین حالتی تنها تعداد اندکی از سهامداران این امکان را می یابند تا در انتخاب اعضای هیئت مدیره و همچنین مدیرعامل نقشی را ایفا نمایند. این مشکل زمانی حادتر خواهد شد که انگیزه بیشتر سهامداران، سرمایه گذاری در شرکت برای کسب سود (دیدگاه کوتاه مدت) باشد تا اینکه کنترل شرکت (دیدگاه بلند مدت) را بدست گیرند. آنگاه تنها سد دفاعی سرمایه گذاران در مقابل مشکلات نمایندگی، ایجاد تنوع در پرتفویهای سرمایه گذاری خواهد بود یا اینکه در نهایت پس از زیانهای غیرقابل جبران، سرمایه گذاری در آن شرکت را به فروش رسانند. در چنین نظامی، راهبری شرکت ها به صورت کنترل نشده در اختیار مدیریت می باشد. در واقع مدیران شرکت همه

مسئولیت‌ها را به عهده دارند و در این میان، نقش بالاترین مقام اجرایی (مدیر عامل) برجسته تر است. مدیرعامل وظیفه هدایت منابع را بر عهده دارد به نحوی که منافع سهامداران به حداکثر ممکن برسد. بدلیل فقدان معیارهای کنترلی لازم در اثر مشکلات مذکور^۱ و واگذاری اختیار برقراری این معیارها به مدیران، اختیارات مدیرعامل و قدرت نفوذ وی بسیار زیاد شده است. در واقع هیئت مدیره‌ای که سهامداران انتخاب می‌کنند، در بیشتر موارد از میان کسانی است که مدیرعامل آنان را به سهامداران معرفی می‌کند.

نظام راهبری شرکتی شیوه‌ای برای هدایت و اداره فعالیت‌های شرکت توسط هیئت مدیره و مدیریت ارشد می‌باشد. این شیوه می‌تواند بر نحوه عمل هیئت مدیره در موارد زیر تاثیر داشته باشد (پیش نویس آیین نامه نظام راهبری شرکتی، ۱۳۸۶):

- تدوین اهداف شرکتی
- انجام کسب و کار روزانه
- انجام مسئولیت پاسخگویی در قبال سهامداران و توجه به منافع سایر ذینفعان
- هم جهت کردن فعالیت‌ها و رفتارهای شرکتی با این توقع عمومی که بورسها به شیوه‌ای درست و ایمن و هماهنگ با قوانین و مقررات لازم الاجرا عمل خواهند کرد
- حمایت از منافع سرمایه گذاران

نظام راهبری شرکتی

بی شک ظهور شرکت‌های سهامی در جهان صنعتی که از قرن ۱۸ میلادی آغاز شد از بزرگترین تحولات اقتصادی و شاید مهمترین عامل پیشرفت صنعتی بشمار می‌آید. از نتایج این پدیده، جدایی مالکیت از مدیریت، وجود تفاوت طبیعی در تابع مطلوبیت آنها و در نتیجه شکل گیری تضاد منافع و به دنبال آن ایجاد رابطه مالک - نماینده و تئوری نمایندگی است. از همان زمان مساله تداخل حقوق به صورت اعم و خطر سلب حقوق سهامداران اقلیت توسط سهامداران بزرگ دارای نفوذ کنترلی به طور اخص، از مشکلات مهم مالک نماینده در بیشتر کشورهای جهان بوده است (کوس و سنبت^۱، ۱۹۹۸).

پایه‌های آغازین نظام راهبری شرکتی با تهیه گزارش کادبری^۲ در انگلستان و گزارش

1- Kose & senbet

2- Cadbury

دی^۱ در کانادا و مقررات هیئت مدیره در جنرال موتورز امریکا شکل گرفت که بیشتر به موضوع راهبرد^۲ شرکتها و حقوق سهامداران متمرکز بود و بعدها با طرح موضوعات و پدید آمدن مشکلات ناشی از فعالیت نادرست شرکت های بزرگ با توجه جدی به حقوق تمام ذینفعان و سایر مسائل مربوط به جامعه تکامل پیدا کرد. موضوع نظام راهبری شرکتی در دو حیطه مجزا یعنی بخش دولتی و خصوصی قابل بحث است (حساس یگانه، ۱۳۸۴). تحقیق حاضر حول محور نظام راهبری شرکتی در بخش خصوصی است.

به طور کلی نظام راهبری شرکتی به ساختارها، فرآیندهای تصمیم گیری، پاسخگویی و رفتار مدیران ارشد سازمان می پردازد. نظام راهبری شرکتی مجموعه ای منظم از مکانیزم های کنترلی داخلی و خارجی است که به مالکان امکان می دهد فعالیت های شرکت و خصوصا مدیران شرکت را کنترل کنند. هدف از اعمال نظام راهبری شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توان مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف شرکت فراهم آورد. یکی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت، نظام راهبری شرکتی است که ناظر بر روابط میان مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت است. نظام راهبری شرکتی ساختاری فراهم می کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می شود و روشهای دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین می گردد. (اصول سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۳، ۲۰۰۴)

در واقع سیستم نظام راهبری شرکتی به مجموعه قوانین، مقررات، نهادها و رویه هایی اطلاق می شود که تعیین می کنند شرکتها به چه نحو و در جهت منافع چه کسانی اداره می شوند. (مگینسون^۴، ۲۰۰۰)

اسلون^۵ در سال ۲۰۰۱ با ارائه یک دیدگاه اقتصادی و حسابداری مالی، نظام راهبری شرکتی را این گونه تعریف می کند: سازوکاری که باعث کم شدن مشکلاتی می شود که از طریق جدا شدن مدیریت از تامین کنندگان منابع مالی شرکت های تجاری ایجاد می شود (اسلون، ۲۰۰۱).

مقامات ناظر بازار سرمایه، در اکثر کشورها گرایش زیادی به نظام راهبری شرکتی درست دارند، زیرا عنصری ضروری در عملکرد مطلوب شرکت است و در صورتی که به

1- Dey

2- Strategy

3- OECD Principle

4- Meggin son

5- Sloan

طور موثر اجرا نگردد ممکن است منجر به بروز ریسک شود. سرپرستی و نظارت کارآمد بر امور و وظایف بورس توسط هیئت مدیره و مدیریت ارشد در حفظ یک سیستم نظارتی مقرون به صرفه و کارآمد نقش دارد. علاوه بر این نظام راهبری شرکتی درست در حمایت از سرمایه گذاران نقش دارد و به ناظران امکان می دهد تا به فرایندهای داخلی شرکت بیشتر اتکا کنند (پیش نویس آیین نامه نظام راهبری شرکتی، ۱۳۸۶).

پیشینه تحقیق

جاسونگ باک^۱ و همکاران در سال ۲۰۰۲ در تحقیق خود به این نتایج دست یافتند که مدیران بهتر موجب نظام راهبری شرکتی مطلوبتری میشوند و به ذینفعان خود توجه می کنند و ارزش شرکت ها نیز با نظام راهبری شرکتی که یکی از معیارهای آن سهامداران نهادی است، رابطه مثبت دارد.

بلک و دیگران^۲ (۲۰۰۶) در روسیه دریافتند که بین نظام راهبری شرکتی و ارزش بازار شرکت ها رابطه وجود دارد. آنها با استفاده از سریهای زمانی و رگرسیون متوجه شدند که بین سهامداران نهادی و قیمت بازار سهام رابطه مثبت قوی وجود دارد. در تحقیقات مشابه نیز بلک (۲۰۰۱) در روسیه، گومپرز (۲۰۰۳) در امریکا، دورنف و کیم (۲۰۰۵) نیز به همین نتیجه رسیده اند (بلک و دیگران، ۲۰۰۶). دیتمار و مارت اسمیت^۳ (۲۰۰۷) با بررسی دو معیار نظام راهبری شرکتی (سهامداران نهادی و ترکیب هیئت مدیره) و رابطه آن با بازده سهامداران متوجه شدند که در شرکتهای با نظام راهبری ضعیف هر ۱ دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ در ارزش بازار (بازده سهامداران) خواهد شد در حالی که این مبلغ در شرکتهای با نظام راهبری خوب دو برابر است.

رهبری خرازی (۱۳۸۳) به مطالعه میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس پرداخته است و پس از مطالعه میزان رعایت معیارهای موجود در اصل ۲ نظام راهبری شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی با نظر خواهی از اساتید مالی دانشگاه ها، اعضای هیات مدیره و مدیران عامل شرکت های سرمایه گذاری، حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار و کارشناسان مالی، به این نتیجه دست یافته

1- Jae-seung Bak

2- Black et al

3- Ditmar & Mart Esmiite

است که حقوق سهامداران در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران رعایت نمی‌شود.

حسینی (۱۳۸۶) نقش سهامداران نهادی را به عنوان یکی از مهمترین معیارهای نظام راهبری شرکتی بر بازده سهامداران بررسی کرد. یافته‌های این تحقیق نشان داد با وجود آنکه تعداد سهامداران نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می‌باشد ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. در حالی که براساس نتایج بدست آمده از تحقیقات در سایر کشورها این رابطه مثبت و یا حتی منفی نیز بوده است.

فرضیه‌های تحقیق

۱. بین وجود سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین نسبت ترکیب اعضای هیات مدیره (موظف و غیر موظف) و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

متغیر وابسته

متغیر وابسته برای هر دو فرضیه، ارزش شرکت است. با توجه به تاریخچه مدل‌هایی که به منظور ایجاد ارزش بوجود آمده اند می‌توان سیر تاریخی زیر را برای پیدایش این مدل‌ها ترسیم نمود (آملر و همکاران، ۱۹۹۸):

دهه ۱۹۹۰	دهه ۱۹۸۰	دهه ۱۹۷۰	دهه ۱۹۲۰
<ul style="list-style-type: none"> • ارزش افزوده اقتصادی (EVA) • ارزش افزوده بازار (MVA) • امتیازنامه متوازن • بازده جریان نقد سرمایه گذاری 	<ul style="list-style-type: none"> • نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (ROE) • بازده حقوق صاحبان سهام (ROA) • جریانات نقدی 	<ul style="list-style-type: none"> • سود هر سهم (EPS) • ترکیب قیمت و صاحبان سهام 	<ul style="list-style-type: none"> • دیویونت • نرخ بازده سرمایه گذاری (ROI)

از سوی دیگر معیارهای ارزیابی عملکرد از دیدگاه استفاده کنندگان نیز مورد توجه قرار می‌گیرد. بر این اساس، معیارهای ارزیابی عملکرد را می‌توان به شرح زیر طبقه‌بندی نمود (صالحی، ۱۳۸۰):

معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت ها		
دیدگاه اعتباردهندگان	دیدگاه سهامداران	دیدگاه مدیران
<ul style="list-style-type: none"> • نسبت آنی • نسبت جاری • سرمایه در گردش 	<ul style="list-style-type: none"> • Q توبین • بازده حقوق صاحبان سهام • درآمد نقدی هر سهم 	<ul style="list-style-type: none"> • بازده داراییها • ارزیابی طرحهای سرمایه گذاری • بازده قبل از بهره و مالیات

در این تحقیق دو دیدگاه مهم در مورد معیارهای ارزیابی بکار گرفته شده، که از بین معیارهای مختلف در این تحقیق از نسبت Q توبین و نسبت ROA استفاده شده است.

$$Tobin's Q = \frac{MVCS + BVLTD + BVINV + BVCDL - BVCA}{BVTA}$$

MVCS: ارزش بازار سهام عادی

BVLTD: ارزش دفتری بدهی های بلند مدت

BVCDL: ارزش دفتری بدهی های جاری

BVCA: ارزش دفتری داراییهای جاری

BVINV: ارزش دفتری موجودی کالا

BVTA: ارزش دفتری مجموع داراییها

هر قدر این نسبت بالاتر باشد به معنای این است که برای مقدار مشخصی دارایی، ارزش بازار شرکت بالاتر است.

نرخ بازده داراییها (ROA) با فرمول زیر محاسبه شده است:

$$ROA = \frac{EBIT}{BVTA}$$

EBIT: سود قبل از کسر بهره و مالیات

BVTA: ارزش دفتری مجموع داراییها

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل عبارتند از:

• نسبت ترکیب اعضای هیات مدیره (موظف و غیر موظف)

- مدیران غیر موظف (DIR): عضو پاره وقت هیات مدیره است که فاقد مسئولیت

نظارت بر سایر اعضای هیات مدیره را بر عهده دارند و حقوق آنان بر اساس ساعات حضور آنان در جلسات پرداخت می گردد. برای محاسبه درصد مدیران غیرموظف در هر شرکت تعداد مدیران غیرموظف بر کل تعداد اعضای هیئت مدیره تقسیم شده است.

• میزان مالکیت سهامداران نهادی

- سهامداران نهادی (INST):

در این تحقیق به موسسات سرمایه گذاری یا سایر شرکتها که سهام عادی دیگر شرکتها را در اختیار دارند سهامداران نهادی گفته می شود مثل صندوقهای بازنشستگی، بانکها، شرکتهای بیمه و سازمان تامین اجتماعی، شرکتهای سرمایه گذاری و بنیادها و نهادهای انقلاب اسلامی.

لازم به ذکر است که برای محاسبه درصد مالکیت سهامداران نهادی در هر شرکت تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در انتهای دوره تقسیم شده است.

$$INST = \frac{n}{m}$$

INST: درصد مالکیت سهامداران نهادی

n: تعداد سهام عادی شرکت در اختیار سهامداران نهادی در انتهای دوره

m: تعداد کل سهام عادی شرکت در انتهای دوره

اطلاعات مربوط به ترکیب سهامداران از نرم افزار پارس پرتفولیو استخراج شده است.

قلمرو و تحقیق، جامعه مورد مطالعه و نمونه آماری

قلمرو تحقیق شامل یک دوره زمانی چهار ساله از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴ می باشد.

جامعه آماری تحقیق حاضر کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده اند که حائز کلیه شرایط زیر باشند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۱ وارد بورس شده باشند.

۲. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده و طی قلمرو زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

۳. در طی فاصله زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴ معاملات سهام آن به استثنای دوره معمول برای برگزاری مجمع عمومی، متوقف نشده باشد.

۴. در صنعت سرمایه گذاری فعال نباشند.

با توجه به شرایط مذکور جامعه آماری برابر ۱۳۰ شرکت بود که با استفاده از جدول مورگان تعداد نمونه، ۹۷ شرکت انتخاب شد.

روش های گردآوری اطلاعات

داده های مورد نیاز از صورتهای مالی شرکتهای استخراج شد. به منظور جمع آوری داده ها از لوح فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره آورد نوین و پارس پرتفولیو استفاده شد. در مواردی که نرم افزارهای مذکور حاوی داده های مورد نیاز نبوده اند، از صورتهای مالی شرکتهای استفاده شد که در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران موجود بود.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون یک متغیره و چند متغیره و سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شد. نکته قابل ذکر این است که قبل از استفاده از مدل رگرسیونی و بررسی نتایج آزمونهای F و β با استفاده از آماره t انجام شد تا بتوان به مدل و نتایج حاصل از آن اتکا نمود.

یافته ها و نتایج تحقیق

آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول وجود یا عدم وجود ارتباط معنادار بین درصد مدیران غیرموظف و ارزش شرکت بررسی شد. برای آزمون فرضیه اول، از معادله رگرسیون زیر مورد استفاده شد:

$$\text{Firm Value} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIR}$$

از آنجا که طی سال های مورد بررسی آماره F مربوط به آزمون معناداری رگرسیون بیشتر از ۵ درصد بود رابطه معنی داری بین دو متغیر درصد مدیران غیرموظف و هر یک از معیارهای ارزش شرکت دیده نشد. دلیل این مسئله را می توان پراکندگی بیش از حد طی تک تک سال ها بیان نمود که در میانگین این سال ها، پراکندگی کم می شود. نتایج آزمون های آماری بر حسب سال ها و میانگین سال ها در جداول (۱) و (۲) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون آماری رابطه بین درصد مدیران غیرموظف و ROA

k-s	دوربین واتسون	معناداری ضرایب			معناداری رگرسیون		R ² تعدیل شده	
		ضریب درصد مدیران غیرموظف	مقدار ثابت	sig	sig	آماره F		
—	—	—	—	—	۰/۱۰۳	۲/۶۹۸	۰/۰۱۷	سال ۸۱
—	—	—	—	—	۰/۱۴۱	۲/۱۹۷	۰/۰۱۲	سال ۸۲
—	—	—	—	—	۰/۳۶۵	۰/۸۳۰	۰/۰۰۲	سال ۸۳
—	—	—	—	—	۰/۱۶۵	۱/۹۵۷	۰/۰۱۰	سال ۸۴
۰/۱۶۷	۱/۵۰۵	۰/۱۵۸	۰/۱۲۲	۰/۰۲۸	۰/۰۲۸	۴/۹۳۰	۰/۰۳۹	میانگین سال ها

جدول ۲. نتایج آزمون آماری رابطه بین درصد مدیران غیرموظف و Q توبین

k-s	دوربین واتسون	معناداری ضرایب			معناداری رگرسیون		R ² تعدیل شده	
		ضریب درصد مدیران غیرموظف	مقدار ثابت	sig	sig	آماره F		
—	—	—	—	—	۰/۴۴۱	۰/۵۹۷	۰/۰۰۴	سال ۸۱
—	—	—	—	—	۰/۱۵۰	۲/۱۱۴	۰/۰۱۱	سال ۸۲
—	—	—	—	—	۰/۲۳۶	۱/۴۲۰	۰/۰۰۴	سال ۸۳
—	—	—	—	—	۰/۲۴۲	۱/۳۸۴	۰/۰۰۴	سال ۸۴
۰/۳	۱/۷۷۳	۱/۹۳۹	۰/۶۱۹	۰/۰۳۹	۰/۰۳۸۴	۴/۴۰۴	۰/۰۳۴	میانگین سال ها

با توجه به اطلاعات جداول (۱) و (۲) برای میانگین سالها فرضیه اول تایید شد.

آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم وجود یا عدم وجود ارتباط معنادار بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت بررسی شد. برای آزمون فرضیه اول، از معادله رگرسیون زیر مورد استفاده قرار شد:

$$\text{Firm Value} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST}$$

نتایج آزمونهای آماری بر حسب سالها و میانگین سالها در جداول ۳ و ۴ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون آماری رابطه بین سهامداران نهادی و ROA

k-s	دوربین واتسون	معناداری ضرایب			معناداری رگرسیون		R ² تعدیل شده	
		ضریب سهامداران نهادی	مقدار ثابت	sig	sig	F آماره		
—	—	—	—	—	۰/۱۰۴	۲/۷۰۱	۰/۱۷	سال ۸۱
۰/۱۷۲	۱/۶۴۲	۰/۰۰۱	۰/۱۸۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱۱/۲۷۹	۰/۰۹۷	سال ۸۲
۰/۱۹	۱/۶۵۰	۰/۰۰۱	۰/۱۶۶	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱۲/۴۰۸	۰/۱	سال ۸۳
۰/۳	۱/۶۱۱	۰/۰۰۱	۰/۱۴۵	۰/۰۰۶	۰/۰۰۶	۸/۰۵۶	۰/۰۶۸	سال ۸۴
۰/۱۱۸	۱/۵۶۶	۰/۰۰۲	۰/۱۲۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱۶/۲۲۵	۰/۱۳۷	میانگین سال ها

از آنجا که مقدار sig در آزمون معناداری رگرسیون بیشتر از ۵ درصد می باشد در سال ۱۳۸۱ نمی توان رابطه معنادار بین دو متغیر مذکور مشاهده کرد. از سوی دیگر، طی سالهای دیگر و میانگین سالها این رابطه معنی دار و مثبت می باشد.

جدول ۴. نتایج آزمون آماری رابطه بین سهامداران نهادی و Q توبین

k-s	دوربین واتسون	معناداری ضرایب			معناداری رگرسیون		R ² تعدیل شده	
		ضریب سهامداران نهادی	مقدار ثابت	sig	sig	F آماره		
—	—	—	—	—	۰/۰۵۱	۳/۹۲۲	۰/۰۳	سال ۸۱
۰/۴۲	۱/۶۴۴	۰/۰۱۸	۱/۵۱۲	۰/۰۱۵	۰/۰۱۵	۶/۱۱۹	۰/۰۵۱	سال ۸۲
۰/۰۸۴	۱/۹۳۷	۰/۰۱۵	۱/۲۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۱۰/۱۵۷	۰/۰۸۷	سال ۸۳
۰/۳۴	۱/۹۱۱	۰/۱۳	۰/۸۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱۱/۵۰۵	۰/۰۹۹	سال ۸۴
۰/۲۲۲	۱/۸۰۷	۰/۰۲۲	۰/۷۰۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱۲/۵۷۶	۰/۱۰۸	میانگین سال ها

با توجه به اطلاعات جداول (۳) و (۴) فرضیه دوم برای سالهای ۸۲ تا ۸۴ تایید می شود. همچنین تاثیر همزمان دو متغیر درصد مدیران غیرموظف و سهامداران نهادی بر ارزش شرکت نیز بررسی شد. نتایج این تحقیق در جداول (۵) و (۶) ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون آماری رابطه سهامداران نهادی - مدیران غیرموظف و ROA

Model	R ² تعدیل شده	دوربین - واتسون	آزمون معناداری رگرسیون		k-s
			F	Sig	
۱	۰/۱۷۴	۱/۵۶	۱۱/۰۹۲	۰/۰۰۰	۰/۲۰۲

میزان آماره F برابر ۱۱/۰۹۲ و میزان سطح معناداری برابر ۰/۰۰۰ است. چون میزان سطح معناداری کوچکتر از میزان خطای نوع اول در سطح ۰/۰۵ است لذا فرضیه اول یعنی وجود رابطه خطی معنادار بین میانگین DIR، میانگین INST به عنوان متغیر مستقل و متغیر میانگین ROA به عنوان متغیر وابسته تایید شد. در هنگام استفاده از رگرسیون نباید متغیرهای مستقل بر یکدیگر اثر داشته باشند. اگر همبستگی بین متغیرهای مستقل زیاد باشد از اعتبار رگرسیون کاسته خواهد شد. هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است.

با توجه به نتایج آزمون هم خطی از آنجا که تولرانس ضرایب نزدیک به صفر نبوده و عامل تورم واریانس نیز عددی بزرگ نمی باشد، بنابراین معادله رگرسیون برای پیش بینی مناسب می باشد. آماره مقادیر ویژه و شاخص وضعیت برابر کمتر از ۱۵ می باشد بنابراین احتمال وجود همبستگی داخلی در بین متغیرها تایید نشد.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون معناداری ضرایب

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	۰/۰۳۸	۰/۰۴۷		۰/۸۰۱	۰/۴۲۵
average of directors	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۳۶۳	۳/۹۰۱	۰/۰۰۰
average of institutional investors	۰/۱۵۱	۰/۰۶۶	۰/۲۱۳	۲/۲۸۸	۰/۰۲۴

میزان سطح معناداری ضریب متغیر DIR و INST از میزان خطای نوع اول در سطح ۰/۰۵ کمتر شد، لذا تاثیر گذاری این دو متغیر بر متغیر وابسته ROA_M تایید گردید. همچنین نتایج اثر متغیرهای DIR و INST بر Q توین در جداول (۷) و (۸) ارائه شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون آماری سنجش چگونگی ارتباط سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف و Q توبین

Model	R ² تعدیل شده	دوربین - واتسون	آزمون معناداری رگرسیون		k-s
			F	sig	
۱	۰/۱۳۲	۱/۸۵۸	۸/۳۲۵	۰/۰۰۰	۰/۲۰۲

از آنجا که میزان سطح معناداری کوچکتر از میزان خطای نوع اول در سطح ۰/۰۵ است، لذا فرضیه اول یعنی وجود رابطه خطی معنادار بین میانگین DIR، میانگین INST به عنوان متغیر مستقل و متغیر میانگین Q توبین به عنوان متغیر وابسته، تایید شد. از آنجا که تولرانس ضرایب نزدیک به صفر و عامل تورم واریانس نیز عددی بزرگ نیست، بنابراین معادله رگرسیون برای پیش بینی مناسب می باشد. آماره مقادیر ویژه و شاخص وضعیت کمتر از ۱۵ است بنابراین احتمال وجود همبستگی داخلی در بین متغیرها تایید نمی شود.

جدول ۸. نتایج آزمون معناداری ضرایب

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-۰/۳۱۲	۰/۶۳۴		-۰/۴۹۱	۰/۶۲۴
average of directors	۰/۰۲۱	۰/۰۰۶	۰/۳۲۶	۳/۴۱۵	۰/۰۰۱
average of institutional investors	۱/۷۱۲	۰/۸۸۸	۰/۱۸۴	۱/۹۲۸	۰/۰۴۷

میزان سطح معناداری ضریب متغیر DIR و INST از میزان خطای نوع اول در سطح ۰/۰۵ کمتر است، لذا تاثیر گذاری این متغیرها بر متغیر وابسته TQM تایید گردید.

نتیجه گیری

نتایج بررسی انجام شده درباره تاثیر معیارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت در جدول (۹) ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج حاصل از تحقیق

متغیر وابسته	تحلیل	ROA	Q توبین
			متغیر مستقل
مدیران غیرموظف	مقطعی	رابطه ای بین درصد مدیران غیرموظف و ROA وجود ندارد.	رابطه ای بین درصد مدیران غیرموظف و Q توبین وجود ندارد
	تجمعی	رابطه مثبت معناداری بین دو متغیر وجود دارد.	رابطه مثبت معناداری بین دو متغیر وجود دارد.
سهامداران نهادی	مقطعی	به استثنای سال ۸۱ در بقیه سالها رابطه مثبت معناداری وجود دارد.	به استثنای سال ۸۱ در بقیه سالها رابطه مثبت معناداری وجود دارد.
	تجمعی	رابطه مثبت معناداری بین دو متغیر وجود دارد.	رابطه مثبت معناداری بین دو متغیر وجود دارد.
سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف	تجمعی	رابطه مثبت معناداری بین سه متغیر وجود دارد.	رابطه مثبت معناداری بین سه متغیر وجود دارد.

آنچه از نتایج این تحقیق و سایر تحقیقات مشابه برمی آید آن است که بین معیارهای نظام راهبری شرکتی و ارزش شرکت رابطه معناداری برقرار است.

تفکیک مالکیت و کنترل شرکتها، نه تنها ناشی از مسائل نمایندگی بین سهامداران و مدیران است بلکه جزء لاینفک مالکیت در شرکت‌هایی را تشکیل می دهد که سهام آن‌ها بین تعداد زیادی از سهامداران توزیع شده است. هیچ یک از مالکان، انگیزه ای برای نظارت بر مدیریت شرکت ندارد زیرا مالکان خود باید کل هزینه‌های نظارتی را تحمل نمایند. اما با این وجود کلیه سهامداران از منافع شرکت منتفع می شوند. درحالی که در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت آنها از سوی سهامداران عمده تعیین می شود مشکلات نمایندگی کمتر می شود. سهامداران عمده همواره درگیر فعالیت های کنترلی و نظارتی شرکت شده و به طور بالقوه مسائل و مشکلات مربوط به نمایندگی را محدود می سازند. در چنین حالتی کلیه سهامداران از نقش نظارتی سهامدار عمده منتفع می شود. شواهد تجربی در مورد نقش نظارتی سهامداران عمده از این تئوری پشتیبانی می نماید. برای مثال بتل، لیبسکیند و اپلر (۱۹۹۸) گزارش نمودند که عملکرد شرکت‌ها پس از خرید بخشی از سهام آن توسط یک سهامدار فعال، بهبود می یابد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که نقش سهامداران نهادی در ایران با تئوری های موجود هماهنگ است.

از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیئت مدیره

شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها به عنوان افرادی مستقل، تضاد منافع موجود میان سهامداران و نیز مدیران شرکت در جلسات هیئت مدیره را کاهش می‌دهد هر چند باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیرموظف، در میان اعضای هیئت مدیره، ایفا می‌کنند. وجود چنین ترکیبی، از عناصر اصلی یک هیئت مدیره کارا و موثر محسوب می‌شود. وجود مدیران غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره از این جهت حائز اهمیت است که منافع آنها با منافع شرکت در تضاد نمی‌باشد لذا می‌توانند نقش موثرتری را ایفا کنند و با دیدگاهی حرفه‌ای و بیطرفانه در مورد تصمیم‌گیری‌های مدیران قضاوت نمایند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که نقش مدیران غیر موظف در ایران مطابق دیدگاه تئوری نمایندگی می‌باشد.

محدودیت‌های تحقیق

این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات با محدودیت‌هایی روبرو بوده است که در استفاده از یافته‌های تحقیق و تعمیم‌پذیری نتایج توجه به آنها ضروری می‌باشد.

۱. به دلیل محدود بودن دوره‌های فعالیت بورس و تعداد شرکت‌های نمونه، آزمون فرضیات به صورت تجمعی یا سال - شرکت انجام شده است. لذا ممکن است نتایج حاصله با نتایج مبتنی بر آزمون بر اساس اطلاعات هر شرکت متفاوت باشد که در تعمیم‌پذیری باید مد نظر قرار گیرد. بخصوص از آنجا که موضوع تحقیق بررسی ارزش شرکت با توجه به نوع ساختار مالکیت و نوع ترکیب هیئت مدیره در طی دوره‌های زمانی متعددی می‌باشد، مطالعه به صورت سال - شرکت نتایج مناسب‌تری را ارائه می‌نمود.

۲. با توجه به عدم دسترسی به اطلاعات لازم قلمرو زمانی تحقیق محدود شده است که می‌تواند بر نتایج تحقیق اثر گذار باشد، در صورتی که سال‌های بیشتری جهت انتخاب نمونه در نظر گرفته می‌شد، ممکن بود نتایج، قابلیت تعمیم بیشتری را داشته باشد.

پیشنهادات به استفاده‌کنندگان از نتایج تحقیق

کاهش مشکلات نمایندگی در شرکتها، حداکثر سازی منافع سهامداران، توجه به منافع ذینفعان، افزایش کارایی و اثربخشی و مصرف منابع به بهترین شکل ممکن، از اهداف اساسی اقتصاد هر کشوری است. امروزه در اکثر کشورها بوسیله بهبود نظام راهبری

شرکتها به دنبال رسیدن به این مهم می باشد. بنابراین پیشنهاد می شود برای رسیدن به اهداف فوق زمینه های ایجاد نظام راهبری مناسب در شرکتها به وسیله بورس اوراق بهادار فراهم شود. از مهمترین این زمینه ها، تشویق و یا حتی الزامی کردن مداخله سهامداران نهادی و افزایش عملکردی نظارت مدیران غیرموظف در امور شرکتها می باشد.

پیشنهادهای برای تحقیقات آتی

۱. در این تحقیق معیارهای نظام راهبری شرکتی در صنایع مختلف بطور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است. پیشنهاد می شود که نقش معیارهای مذکور بر ارزش شرکت در صنایع مختلف بررسی شود.
۲. در این تحقیق تمایزی بین نوع سهامداران نهادی در نظر گرفته نشده است. ضمن آنکه طبق تعریف انجام شده، فقط شرکتها و سازمانها به عنوان سهامداران نهادی در نظر گرفته شده اند. پیشنهاد می شود سهامداران نهادی از یکدیگر متمایز شده (سرمایه گذاران دولتی و خصوصی و نهادهای فرهنگی یا اشخاص حقیقی و حقوقی) و اثر آن بر ارزش شرکت به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گیرد.
۳. با عنایت به اینکه در بورس اوراق بهادار تحقیقات بسیار کمی در زمینه معیارهای نظام راهبری شرکتی انجام شده است، پیشنهاد می شود تحقیقات زیر در بورس انجام شود:
 - تاثیر سهامداران نهادی بر ساختار سرمایه
 - تاثیر سهامداران نهادی بر ترکیب هیئت مدیره
 - تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر کیفیت سود
 - اثر معیارهای نظام راهبری شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی
 - اثر معیارهای نظام راهبری شرکتی بر کیفیت حسابرسی

منابع و ماخذ

۱. حسینی، مجتبی. (۱۳۸۶). "بررسی اثر میزان سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۲. حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۴)، "مبانی نظری حاکمیت شرکتی"، حسابدار، سال بیستم، شماره ۱۶۹، صص ۱۳-۱۰.
۳. رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۳). "مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه با کشورهای جهان". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
۴. شرکت بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۶). "پیش نویس آیین نامه اصول راهبری شرکتها"، آبانماه.
۵. صالحی، عبدالعلی. (۱۳۸۰). "تاثیر وجود همبستگی بین Q توپین و سایر نسخه‌های Q در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبایی.
6. Ampller, Marco and et.al, (1998), "*Solving the Measurement Dilema. Strategic Performance Management series*". Vol 2. p 10.
7. Battle.Leora.F.Libsskand.Steven.Opler.M.(1998)."*Corporate overnance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*". Journal of Corporate Finance .195: 1_26.
8. Black. Bernard, Love. Inessa, Rachinsky. Andrei. (2006)."*Corporate governance indices and firms' market values*".Erning Market Review.Vol7.pp 361-379
9. Ditmarr. L. D. Esmiite.Mart. (2004) "*Corporate Governance And Firm Performance*". Available at SSRN: <http://ssrn.com>.
- 10.En Bai. Chong. Liu Qiao. Joelu. Song Frank M. Zhang. Junxi. (2004). "*Corporate governance and market valuation in china*". Journal of Comparative Economics. 32: 599-616 .
- 11.Jae-Seung, Bak. Jun-Koo K andKyung-Suh P. (2004)."*Corporate Governance and Firm value: evidence from Korean financisl crisis*". Journal of Financial Economics. 265-313.
- 12.Kose. John and senbet. L.W. (1998). "*Corporate Governance and board Effectiveness*." Journal of Banking Finance. 22: 371_403.
- 13.Megginson. W.M. (2000). "*Corporate Governance in Publicly Quoted Privatized Companies. Presented at the OECD Conference*". Corporate

- Governance of State- Owned Enterprises in china. Beijing: OECD.
14. "*OECD Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*". See at www.oecd.org.
 15. "*OECD Principles of Corporate Governance*". (2004). Paris: OECD ([www.oecd.org / dataoecd/32/18/31557724.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf)).
 16. Sloan. R. G. (2001). "*Financial Accounting and Corporate governance: A discussion*". Journal of Accounting and Economics. 32.