فصل‌نامه مطالعات اقتصاد انرژی/ سال چهاردهم / شماره ۵۶/ بهار ۱۳۹۷/ صفحات ۲۲۸-۲۰۳

آزمون نظریه‌های حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران مطالعه موردی شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی

ابوالفضل سمواتی
دانش آموخته اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی abolfazlsamavati@gmail.com

رضا طالبلو[۱]
استادیار اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی taleblou.reza@gmail.com

پریسا مهاجری
استادیار اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی Parisa_m2369@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۱۴ تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۲/۱۵

چکیده

عوامل درون‌زا و برون‌زای متعددی بر عملکرد بنگاه‌ها تأثیرگذار است که ازجمله عوامل درون‌زا می‌توان به ساختار مالکیت و عملکرد مدیران در چارچوب حاکمیت شرکتی اشاره کرد. با توجه به آن‌که بیش از ۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی کشور (بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی، ۱۳۹۵) و ۲۷ درصد از ارزش بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۹۶) به صنعت نفت، گاز و پتروشیمی وابسته است؛ لذا حاکمیت شرکتی در این صنعت بسیار با اهمیت است. در این میان با توجه به دولتی بودن ساختار این صنایع در کشور، اهمیت تصمیمات و مقررات ناظر بر حاکمیت شرکتی در این صنایع دو چندان می‌شود. هدف اصلی مقاله حاضر، بررسی آثار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور از داده‌های تابلویی ۲۳ بنگاه در حوزه نفت، گاز و پتروشیمی فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۴ استفاده و با توجه به ادبیات نظری و تجربی موجود، عملکرد مالی آن‌ها با سنجه نرخ بازده دارایی‌ها بررسی شده است. در تخمین الگوهای تجربی از چارچوب عمومی الگوهای اقتصادسنجی داده‌های پانل و در جهت کنترل ناهمگنی شرکت‌ها از الگوی اثرات تصادفی چند سطحی استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که اهرم مالی، درصد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف، سهام نهادی و سهام متعلق به مدیران اجرایی رابطه معنادار و منفی با عملکرد مالی شرکت‌ها دارند. همچنین نتایج حاکی از رابطه معنادار و مثبت بین سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار، سهام متعلق به دولت، اعمال تحریم‌های بین‌المللی، قیمت نفت و رشد تولید ناخالص داخلی با عملکرد مالی است.

طبقه‌بندی JEL: C23, G23, G34

کلید واژه‌ها: حاکمیت شرکتی، مالیه شرکتی، ساختار مالکیت، ساختار هیئت‌مدیره، ساختار سرمایه، عملکرد بنگاه‌ها، هزینه نمایندگی

---

۱. نویسنده مسئول

۱- مقدمه

هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نمی‌باشد. در راستای نیل به این هدف، در شرکت‌های سهامی عام، تفکیک مدیریت از مالکیت، زمینه را برای رشد سرمایه و توسعه بنگاه‌های اقتصادی فراهم ساخته و در پرتو آن تحولی عظیم در نظام تولید ثروت پدید آمده است. طی سال‌های اخیر نظریه‌ها و پژوهش‌های بسیاری حول این موضوع شکل‌گرفته است که شاخه اول آن به‌عنوان مالیه شرکتی[1] مطرح می‌شود. نظریه‌های مرتبط با این شاخه، بعد از مطرح‌شدن قضیه بی‌اهمیت بودن ساختار سرمایه توسط مودیلیانی و میلر[2] (۱۹۵۱ و ۱۹۵۸) مورد توجه قرار گرفت. شاخه دوم تحت عنوان نظریه‌های حاکمیت شرکتی[3] یاد می‌شود. برل و مینز[4] (۱۹۳۲) بحث‌هایی در خصوص پیامدهای تفکیک مدیریت از مالکیت را مطرح کردند و استدلال اصلی آن‌ها مبنی بر سوءاستفاده مدیران از اختیاراتشان است. درواقع استدلال می‌شود که بهترین مدیران احتمالاً انتخاب نمی‌شوند و اگر انتخاب شوند چندان قابل کنترل نیستند. در دوره فعالیت مدیران، کژمنشی (مخاطره اخلاقی) در شکل‌های مختلفی ظاهر می‌شود؛ از کم‌کاری گرفته تا دنبال نفع شخصی بودن، از سرمایه‌گذاری ناکافی تا دستکاری حساب‌ها و ... . به‌طورکلی، طی سال‌های اخیر، بررسی نحوه انتخاب مدیران و چگونگی نظارت بر عملکرد آن‌ها در مقوله‌ای تحت عنوان حاکمیت شرکتی مطرح گردیده است.

تعاریف مختلفی برای حاکمیت شرکتی مطرح شده است. در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت‌وسوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارت‌اند از سهامداران و ساختار مالکیت آن‌ها، اعضاء هیئت‌مدیره و ترکیب آن‌ها، مدیریت شرکت که توسط مدیرعامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر فعالیت‌های شرکت را دارند (سلمن[5]، ۱۳۸۴).

---

1. Corporate Finance
2. Mudigliani and Miller
3. Corporate Governance
4. Berle and Means
5. Solomon

با توجه به آن‌که بیش از ۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی کشور (بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی، ۱۳۹۵) و ۲۷ درصد از ارزش بورس اوراق بهادار تهران (تارنمای فرابورس ایران،۱۳۹۶) به صنعت نفت، گاز و پتروشیمی وابسته است، تلاش برای یافتن راه‌هایی جهت بهبود عملکرد آن‌ها می‌تواند موجبات رشد اقتصادی و عمرانی کشور را فراهم آورد. به‌عنوان نمونه، میزان مالکیت سهام شرکت‌ها توسط دولت یکی از شاخص‌های مؤثر در عملکرد مالی آن‌هاست (کلاسن و همکاران[1]، ۲۰۰۲). با توجه به حجم بالای مالکیت سهام توسط دولت در شرکت‌های مورد بررسی (سهام شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش در بورس توزیع شده‌اند ولی به‌طور میانگین ۸۶ درصد سهام آن‌ها همچنان در اختیار شرکت‌های دولتی است)، ارزیابی اثر میزان مالکیت سهام دولت بر عملکرد مالی شرکت‌های این حوزه در ایران می‌تواند نتایج مفیدی به همراه داشته باشد.

موضوع مدنظر و نگاه غالب در اقتصاد، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نحوه تنظیم اهرم مالی توسط سرمایه‌گذاران جهت اطمینان از بازدهی سرمایه‌هایشان است (اشلایفر و ویشنی[2]،۱۹۹۷ و بک[3] و دیگران، ۲۰۰۲). در مبانی نظری نئوکلاسیکی، عوامل مؤثر بر کارایی و عملکرد بنگاه در ادبیات مالیه شرکتی تکامل یافته است (تیرول[4]، ۲۰۰۶) و در کنار آن، بر موضوعات حاکمیت شرکتی به‌عنوان عوامل تعاملی با مالیه شرکتی تأکید شده است (ویلیامسون[5]، ۱۹۸۸). به‌عنوان نمونه، می‌توان به نظریه نمایندگی اشاره کرد. بر طبق این نظریه، ساختار سرمایه و اهرم مالی شرکت، نوع ذینفعان و نظارت بر مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ لذا به‌عنوان عاملی مؤثر بر حاکمیت شرکتی می‌باشد (جنسن و مکلینگ[6]، ۱۹۷۶). لذا با توجه به اثرات تعاملی حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی، در این پژوهش تأثیرات همزمان شاخص‌های این دو بر عملکرد مالی شرکت‌های این صنعت مورد بررسی قرار گرفته است.

1. Claessens et al.
2. Shleifer and Vishny
3. Bock et al.
4. Tirole
5. Williamson
6. Jensen and Meckling

مطالعات پیشین به بررسی اثرات حاکمیت شرکتی بر عملکرد ترکیبی از شرکت‌های بورسی از صنایع مختلف پرداخته است و تاکنون تحقیقی در زمینه حاکمیت شرکتی و چگونگی تأثیر آن بر عملکرد در شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی به‌صورت مجزا صورت نگرفته است. ازآنجاکه نوع و ماهیت صنعت بر نحوه اثرگذاری شاخص‌های حاکمیت شرکتی مؤثر است (جعفری و همتی،۱۳۹۴)؛ لذا با بررسی موضوع در یک صنعت اثر متغیر نوع صنعت را حذف کرده تا نتایج قابل قبولی برای این حوزه‌ی خاص حاصل گردد. با توجه به ویژگی‌های منحصربه‌فرد این صنعت مانند نقل‌وانتقال سرمایه با محدودیت بالا (ویلیامسون، ۱۹۸۸)، زنجیره‌ی گسترده‌ی استخراج تا تولید و با توجه به آن‌که صنعت نفت ازجمله صنایع استراتژیک اقتصادی در کشور است، انجام پژوهشی در این زمینه و استخراج نحوه اثرگذاری شاخص‌های حاکمیت و مالیه شرکتی بر عملکرد مالی در این حوزه می‌تواند مورد توجه قرار گیرد.

۲- مبانی نظری مالیه شرکتی و حاکمیت شرکتی

یکی از موضوعات مهمی که در سال‌های اخیر مورد توجه سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها قرارگرفته است موضوع حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی است. از یک‌سو، شرکت‌ها برای رشد و توسعه، نیازمند منابع مالی هستند و تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه که موجب حداکثر شدن ثروت سهامداران می‌گردد، یکی از مهم‌ترین مسائلی است که مدیران همواره با آن روبرو هستند؛ و از سوی دیگر حاکمیت شرکتی به لزوم نظارت بر مدیریت و تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و درنهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذینفعان می‌پردازد (بنویدی، ۱۳۸۵). لذا بررسی همزمان مالیه شرکتی و حاکمیت شرکتی و اثرات آن‌ها بر عملکرد مالی شرکت‌ها امری ضروریست (ویلیامسون، ۱۹۸۸). لذا در این بخش به مهم‌ترین نظریات درخصوص این مفاهیم پرداخته شده است.

مالیه شرکتی

شرکت‌ها ناچارند ساختار سرمایه اولیه خود را هنگام تأسیس طرح‌ریزی نمایند و پس‌ازآن، هنگام نیاز به تأمین مالی برای انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید، در تصمیمات ساختار سرمایه خود تجدیدنظر کنند (جباری و همکاران، ۱۳۹۲).

تئوری‌های متعددی در زمینه ساختار سرمایه (به مفهوم ترکیب منابع مالی به‌کاررفته شده توسط بنگاه‌ها) وجود دارد که به سه دسته کلی می‌توان طبقه‌بندی نمود؛

- تئوری توازن ثابت یا پایدار: این تئوری بیان می‌دارد که مزیت مالیاتی بدهی، ارزش شرکت بدهی‌دار را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر هزینه‌های بحران‌های مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم پرداخت به‌موقع تعهدات بدهی، ارزش شرکت (بدهکار) را کاهش می‌دهد؛ بنابراین ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به‌منزله توازن بین مزیت‌های مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی (ناشی از بدهی) تلقی نمود. ازاین‌رو این دو عامل خنثی‌کننده یکدیگر (توازن مزایا و مخارج ناشی از بدهی)، به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه منجر می‌شود (بریلی و مایرز[1]، ۲۰۰۰).

- تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی: بر اساس این تئوری، شرکت‌ها در تأمین مالی موردنیاز خود، سلسله‌مراتب معینی را طی می‌کنند و شکل‌گیری این سلسله‌مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. (مایرز و ماجلوف[2]، ۱۹۸۴).

- تئوری هزینه نمایندگی: این تئوری برای نخستین بار توسط جنسن و مکلینگ در سال ۱۹۷۶ ارائه شد. ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذینفعان مختلف شرکت تعیین می‌گردد. بدین ترتیب به نظر آنان می‌توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی بدهی، به یک ساختار مطلوب (بهینه) سرمایه دست پیدا کرد. (جباری و همکاران، ۱۳۹۲).

به‌طورکلی به استناد تئوری‌ها و شواهد تجربی، می‌توان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را در سه گروه متمایز به شرح زیر طبقه‌بندی نمود:

- ملاحظات مالیاتی: شرکت‌هایی که سود مشمول مالیاتی بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود مشمول مالیاتی کمتری دارند، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند.

- نوع دارایی‌های شرکت: شرکت‌هایی که دارایی‌های نامشهود، سهم بیشتری از دارایی‌های آن‌ها را تشکیل می‌دهند، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند و بالعکس.

---

1. Brealey and Myers
2. Myers and Majluf

- نوسان سود عملیاتی: شرکت‌هایی که سود عملیاتی آن‌ها با عدم قطعیت یا نوسان بیشتری همراه است، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند (راس و همکاران[1]، ۲۰۰۲).

از طرفی ویلیامسون (۱۹۸۸) تئوری مبنی بر بررسی هم‌زمان حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی را پیشنهاد کرد. ویلیامسون معتقد است بدهی و سهام اساساً نه تنها به‌عنوان ابزارهای مالی بلکه به‌عنوان ساختارهای حاکمیتی و سازوکار ساماندهی کاربرد دارند. از نظر وی، ویژگی دارایی که شرکت در پی اکتساب آن است نقش مهمی در انتخاب نوع تأمین مالی ایفا می‌کند. به عبارت دیگر براساس تئوری هزینه مبادلاتی، تأمین مالی دارایی‌های قابل نقل‌وانتقال از طریق بدهی و تأمین مالی دارایی‌های غیرقابل نقل‌وانتقال و با محدودیت بالا از طریق انتشار سهام اولویت‌دارند.

حاکمیت شرکتی

بررسی علل و شرایط پدیدآورنده رسوایی‌های گسترده مالی در شرکت‌های بزرگ دنیا نشان داده‌اند که فقدان نظارت بر مدیریت، حاکمیت ضعیف سهامداران شرکت‌ها بر نحوه اداره امور و سپردن اختیارات نامحدود به مدیران اجرایی زمینه مساعدی را برای سوءاستفاده آنان فراهم خواهد ساخت (تیرول، ۲۰۰۶). جلوگیری از بروز چنین شرایطی مستلزم اعمال حاکمیت صحیح سهامداران از طریق نظارت دقیق بر مدیریت اجرایی و حسابرسی منظم شرکت‌ها است که درمجموع تحت عنوان فرآیند حاکمیت شرکتی شناخته می‌شود (بنویدی، ۱۳۸۵). مشکلات زیادی نیز درنتیجه جدایی مالکیت از کنترل به وجود آمد و درنتیجه‌ی تضاد منافع بین مالکان و مدیران شرکت‌ها، موضوع هزینه نمایندگی پدیدار شد (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶).

- جدایی کنترل از مدیریت به‌عنوان یکی از مشکلات اساسی شرکت‌های بزرگ مطرح گردید. برل و مینز (۱۹۳۲) دریافتند که طی سال‌های ۱۹۲۰، مالکیت در شرکت‌ها به‌طور گسترده‌ای پراکنده است. تعداد زیادی از سهامداران به دلیل آن‌که تنها سهم کوچکی از شرکت‌های بزرگ را در اختیار داشتند، قدرت معرفی یک فرد به‌عنوان نماینده جهت اداره و کنترل شرکت را نداشتند و از سوی دیگر سهامداران خرد نیز نمی‌توانستند فعالیت‌ها و عملیات روزانه واحد تجاری را که توسط مدیران حرفه‌ای اداره

1. Ross et al.

می‌شد، خودشان مدیریت کنند. طرح این مشکل، تئوری جدایی مالکیت از کنترل را مطرح نمود (اشلایفر و همکاران، ۱۹۸۷).

ساختار مالکیت شرکت‌ها مجموعه‌ای از شاخص‌های مهم حاکمیت شرکتی را شامل می‌شود. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست و واکاوی نقش ساختار مالکیت در حل مشکل نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت‌ها، ریشه در نظرات برل و مینز (۱۹۳۲) دارد. ساختار مالکیت شرکت‌ها را از دو جنبه می‌توان تحت بررسی قرار داد؛ یکی از زاویه اندازه مالکیت و تعداد سهام (تمرکز و پراکندگی مالکیت) و دیگری از جنبه هویت مالکان و این‌که ساختار مالکیت شرکت‌ها را بیشتر افراد حقوقی تشکیل می‌دهند یا افراد حقیقی، سرمایه‌گذاران نهادی یا سایر مؤسسات و نهادها.

ساختار هیأت مدیره به‌عنوان رابط بین سهامداران و مدیران یکی از ارکان اصلی مباحث حاکمیت شرکتی است. ازجمله مهم‌ترین شاخص‌های اثرگذار در ساختار هیئت‌مدیره می‌توان به تعداد اعضای هیئت‌مدیره و درصد اعضای غیرموظف آن اشاره نمود. رویکرد غالب در بررسی رابطه بین استقلال هیئت‌مدیره (درصد مدیران غیرموظف) و عملکرد شرکت، نظریه نمایندگی است. بر اساس این نظریه، عدم تقارن اطلاعات و تفاوت بین اهداف مالکان (سهامداران) و نماینده (مدیریت) باعث می‌شود نماینده بتواند به‌جای فعالیت در راستای اهداف مالک در راستای اهداف شخصی خود اقدام نماید که این امر هزینه‌هایی بر مالک تحمیل می‌کند. طبق نظریه نمایندگی، شرکت‌ها می‌توانند با ایجاد سامانه‌های نظارتی مناسب و استفاده از هیئت‌مدیره برای نظارت مؤثر بر مدیران، این‌گونه هزینه‌های نمایندگی را به حداقل برسانند (پیبلز[1]، ۲۰۰۷).

۳- شواهد تجربی

بررسی تحقیقات انجام‌شده پیشین نشان می‌دهد، عملکرد آتی یک شرکت از ویژگی‌هایی غیر از مواردی که ماهیت مالی دارند، تأثیر می‌گیرد (زوپونیدیس[2]، ۱۹۸۲).

1. Peebles
2. Zopounidis

در بسیاری از یافته‌های تجربی، رابطه بین عملکرد شرکت، متغیرهای ساختار مالکیت و نیز حاکمیت شرکتی، یافته‌های غیرشفاف، مبهم و حتی متناقض داشته است.

نتایج مطالعات خارجی حاکی از آن است که:

- در حوزه شرکت‌های نفت و گاز، مقالات منتشر شده مؤید آن است که بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی این شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد (محمد اعظم و همکاران[1]، ۲۰۱۱ برای پاکستان) و تعداد اعضای هیئت‌مدیره، استقلال کمیته انتصابات و استقلال هیئت‌مدیره به‌ترتیب اثر مثبت، منفی و مثبت بر عملکرد مالی در شرکت‌های بورسی مالزی دارند (سان اُنگ و همکاران[2]، ۲۰۱۵). این در حالی است که نورلان اورازالین و همکاران[3] (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای برای شرکت‌های نفت و گاز روسیه، دریافتند که میزان مالکیت مدیران، مالکیت دولتی و مالکیت خارجی رابطه مثبت با عملکرد مالی دارد اما اندازه و استقلال هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌ها بی‌تأثیر است.

- در خصوص تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت، نتایج برخی مطالعات مؤید آن است که ساختار مالکیت متمرکزتر با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط مستقیم دارد (کاپوپولس و لازاری‌تو[4]، ۲۰۰۷)، همچنین مالکیت نهادی می‌تواند به رفع مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک کنترل و مالکیت یاری رساند (تسای و گو[5]، ۲۰۰۷) و بر ارزش شرکت، تأثیر مثبت داشته باشد (نایکر[6]، ۲۰۰۶)

- یافته‌ها در خصوص تعداد اعضای غیرموظف در تقابل با یکدیگر بوده است به‌طوری‌که روزنشتاین و وایت[7] (۱۹۹۰) و اوکانل و کرامر[8] (۲۰۱۰) از یک اثر مستقیم بر ثروت سهامداران یاد می‌کنند اما در مقاله بینر و همکاران[9] (۲۰۰۴) هیچ رابطه‌ای میان تعداد اعضای غیرموظف و ارزش شرکت گزارش نمی‌شود.

- در حوزه تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها، مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) بر این اعتقاد بودند که بین تأمین مالی از طریق سهام و بدهی با توجه به ارزش شرکت

1. Muhammad Azam et al.
2. San Ong et al.
3. Nurlan Orazalin
4. Kapopoulos and Lazaretou
5. Tsaia and Gu
6. Naiker
7. Rosenstein and Wyatt
8. O'Cannell and Cramer
9. Beiner

هیچ تفاوتی نیست؛ اما شواهد تجربی بعدی نشان داد که این موضوع در عمل وجود ندارد و مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۶۳ نیز به نتایج جدیدی دست یافتند و اهمیت ساختار سرمایه شرکت‌ها بیش‌ازپیش مشخص گردید.

در مطالعات تجربی صورت گرفته در ایران نیز مشاهدات زیر گزارش شده است:

- تأثیر مثبت و معنادار تمرکز مالکیت بر کارایی شرکت‌ها (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴)، وجود رابطه معنادار بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین فقدان ارتباط معنادار بین جدایی مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت (آرین‌تبار و اشعه، ۱۳۹۱)، رابطه مثبت بین وجود سهامداران نهادی و عملکرد شرکت‌ها و رابطه منفی بین حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره با عملکرد شرکت‌ها (وکیلی فرد و باوندپور، ۱۳۸۹)، ارتباط معنی‌دار بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷)، ارتباط معنی‌دار بین حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت‌ها (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۳) تأیید شده است.

- درحالی‌که نتایج برخی مطالعات دیگر حاکی از فقدان رابطه‌ای بین اهرم مالی و هزینه نمایندگی (جباری و همکاران، ۱۳۹۲)، نبود رابطه معنی‌دار بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۳)، عدم معناداری رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها (رئیسی، ۱۳۸۷)، فقدان رابطه معنادار بین سهامداران نهادی و وجود رابطه معنادار بین مدیران غیرموظف و ارزش شرکت (فعلی، ۱۳۸۷)، عدم تأیید میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیأت مدیره یک شرکت بر بازده آن (صادقی شریف و کفاش پنجه شاهی، ۱۳۸۸)، عدم وجود رابطه میان سهامداران نهادی و بازده بنگاه‌ها (مدرس و همکاران، ۱۳۸۸) است.

۴- روش‌شناسی تحقیق

روش پژوهش

در این مطالعه از روش رگرسیون چندمتغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. برای برآورد اثرات هر یک از متغیرهای الگوی این مقاله در چارچوب اقتصادسنجی

داده‌های پانل مورداستفاده قرارخواهدگرفت. در الگوهای داده‌های پانل هـر دو مجموعـه متغیر وابسته و توضیحی با دو زیرنویس همراه هستند، یعنی:

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \; ; \; t = 1, \dots, T \qquad (۱)$$

زیرنویس i نفت‌خام شرکت در مقطع زمان است و t نشان دهندهٔ زمان است. β بردار (k×1) و X_{it} مشاهده‌ی it ام روی k متغیـر توضـیحی اسـت. تصـریح عناصـر خطـا نیـز می‌تواند به شکل زیر باشد؛

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \qquad (۲)$$

که درآن μ_i نشان‌دهنده‌ی اثر خاص مقطع زمانی[1] و v_{it} نفـت‌خـام اثـر باقیمانـده‌ی جزء اخلال است. برای مثال μ_i می‌تواند نشان‌دهنده مهارت مدیریتی یـا پتانسـیل‌هـا و تفاوت‌های یک شرکت باشد. بایستی توجه شود که μ_i در طی زمان بدون تغییـر[2] و بـه عبارت دیگر نسبت به زمان ثابت است.

معادله (۱) می‌تواند با ساختار برداری زیر نیز نوشته شود:

$$y = \alpha\, \iota_{NT} + X\beta + u = Z\delta + u \qquad (۳)$$

در ایـــن عبـــارت،y بـــردار $(NT \times 1)$، X مـــاتریس$(NT \times K)$، $Z = [\iota_{NT}, X]$، $\delta' = (\alpha', \beta')$ و ι_{NT} برداری از یک‌ها با بعد NT است. برای تخمین این الگوها ابتدا باید پانل بودن الگو با استفاده از آزمون F لیمر بررسی شود و سپس اثرات تصادفی و یا ثابت بودن آن با استفاده از آزمون هاسمن و آزمون LM بررسی شود. نتایج این آزمـون‌هـا در بخش تخمین الگو نشان داده شده است. همچنین بـرای تخمـین اثـرات تصـادفی از دو روش GLS و MLE به‌صورت زیر استفاده شده است. تخمین GLS به‌صورت زیر انجـام شده است:

$$\hat{\beta}_{GLS} = \left[\left(X'QX/\sigma_v^2\right) + X'\left(P - \bar{J}_{NT}\right)X/\sigma_1^2\right]^{-1}\left[\left(\frac{X'Qy}{\sigma_v^2}\right) + \left(X'\left(P - \bar{J}_{NT}\right)y/\sigma_1^2\right)\right]$$

و با استفاده از تابع لگاریتم درست‌نمایی به‌صورت زیر:

$$L\left(\alpha, \beta, \phi^2, \sigma_V^2\right) = \text{Constant} - \frac{NT}{2}\log\sigma_V^2 + \frac{N}{2}\log\phi^2 - \frac{1}{2\sigma_V^2}u'\sum^{-1}u$$

روش MLE نیز به‌صورت زیر اجرا شده است

$$\hat{\beta}_{MLE} = \{X'[Q + \emptyset^2(P - \bar{J}_{NT})]X\}^{-1}X'[Q + \emptyset^2(P - \bar{J}_{NT})]y$$

1. Cross-section specifice effect component
2. time-invariant

داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیز از طریق مراجعه به سامانه جامع اطلاع‌رسانی کُدال[1] و با استفاده از صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها برای دوره زمانی نه ساله (۱۳۹۴-۱۳۸۶) گردآوری و جهت محاسبه متغیرهای تحقیق، در یک بانک اطلاعاتی ذخیره شده است (روش میدانی). جهت تجزیه‌وتحلیل اطلاعات گردآوری‌شده از نرم‌افزار Excel و برای آزمون فرضیه‌ها و همچنین آزمون‌های تکمیلی جهت اطمینان از مدل رگرسیونی پژوهش از نرم‌افزار Stata 14 استفاده شده است.

۵- جامعه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که داده‌های آن‌ها منتشرشده‌اند. به دلیل محدود بودن تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده این حوزه در بورس، از داده‌های کل شرکت‌های فعال این صنایع در بورس استفاده شده است. اطلاعات استفاده‌شده در این تحقیق با توجه به قلمرو مکانی و محدودیت‌های اطلاعاتی موجود، مربوط به ۲۳ شرکت و ۹ سال از سال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۹۴ می‌باشد.

۶- الگوی مورداستفاده و روش برآورد الگو

به‌منظور آزمون فرضیه‌های مطروحه و دست یافتن به نحوه تأثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی از الگوی اشلایفر و ویشنی (۱۹۸۷) استفاده شده است. این الگو که از نظریه‌های مالیه شرکتی استخراج شده است با در نظر گرفتن متغیرهای حاکمیت شرکتی، تأثیر حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی را به‌طور همزمان بر عملکرد بنگاه نشان می‌دهد. بعدها مشایخی[2] و همکاران (۲۰۰۸)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸)، اورازالین و همکاران (۲۰۱۴) و رستمی و همکاران (۲۰۱۵) اثر شاخص‌های حاکمیت شرکتی و مالیه شرکتی بر عملکرد را با استفاده از این الگو بررسی کردند.

1. Www.Codal.ir
2. Mashayekhi et al.

با توجه به آن‌که ماهیت این پژوهش از نوع تجربی می‌باشد، لذا اثر متغیرهای مطروحه در مقالات نظری مشابه در مدل لحاظ شده و اثر آن‌ها بر عملکرد مالی بررسی شده است. نتایج بررسی الگوهای مختلف شامل متغیرهای مستقل و کنترلی متفاوت، منتج به استخراج الگوی زیر شده است:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 NET_{it} + \beta_3 SL_{it} + \beta_4 NSC_{it} + \beta_5 NSG_{it} + \beta_6 SI_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 VGDP_{it} + \beta_9 SAN_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن؛ Dr نسبت بدهی، NET درصد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف، SL درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار، NSC سهام متعلق به مدیرعامل، NSG سهام متعلق به دولت، SI سهام نهادی، OP قیمت نفت خام، VGDP تغییرات تولید ناخالص داخلی، SAN اعمال تحریم‌های بین‌المللی و ε جزء اخلال است.

در ابتدا جهت انتخاب میان الگوی تلفیقی[1] و الگوی داده‌های پانل[2] از آزمون F (آزمون F لیمر) استفاده شده است. همچنین به‌منظور تشخیص الگوی اثر تصادفی[3] از الگوی اثر ثابت[4] از آزمون هاسمن[5] بهره برده‌ایم. در این تحقیق با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه‌وتحلیل آماری موجود از روش "داده‌های پانل" استفاده‌شده است. با توجه به نتایج آزمون‌های مختلف، مناسب‌ترین الگو برای داده‌های موجود، الگوی اثر تصادفی است.

۷- تعریف عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته

متغیرهای رایج ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها در مقالات و مراجع مختلف نسبت بازده دارائی‌ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و نسبت سود هر سهم (EPS) هستند. با توجه به محدودیت داده‌های مالی شرکت‌های موردبررسی و برتری نسبی نسبت بازده دارائی‌ها در مقایسه با دیگر متغیرهای مطروحه در توصیف عملکرد مالی شرکت‌ها (بریک[6]، ۲۰۰۶)، در همه‌ی فرضیه‌ها نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) به‌عنوان شاخصی از عملکرد مالی شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. نسبت بازده دارایی‌ها، حاصل تقسیم سود خالص به کل دارائی‌های شرکت است. این متغیر درواقع

1. Pooled model
2. Panel Data
3. Random effects model
4. Fixed effects model
5. Hausman test
6. Brick et al.

توانایی بنگاه اقتصادی در استفاده از دارائی‌های خود و ایجاد سود از محل آن‌ها را نشان می‌دهد.

متغیرهای مستقل

- درصد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف (NET): نسبت اعضای غیرموظف به تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره را درصد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف[1] می‌نامند.
- درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار (SL): یکی از شاخص‌های تمرکز مالکیت، درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهام‌دار است که به درصدی از سهام که به‌عنوان بزرگ‌ترین بلوک سهام، متعلق به یک فرد یا یک شرکت باشد، اطلاق می‌شود.
- سهام متعلق به مدیرعامل (NSC): به قسمتی از سهام یک شرکت که متعلق به مدیرعامل و یا شرکت او باشد سهام متعلق به مدیرعامل می‌گویند.
- سهام متعلق به دولت (NSG): به قسمتی از سهام که متعلق به دولت و یا شرکت‌های دولتی باشد، سهام متعلق به دولت می‌گویند.
- سهام نهادی (SI): به درصدی از کل سهام که متعلق به شرکت‌ها، اداره‌ها، نهادها و دولت می‌باشد، سهام نهادی می‌گویند.
- نسبت بدهی (DR): نسبت بدهی از طریق تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی

همچنین متغیرهایی نیز برای کنترل ناهمگنی و سایر عوامل به‌عنوان متغیرهای کنترلی وارد الگو شده است که عبارتند از:

- قیمت نفت (OP): در این مطالعه قیمت جهانی نفت خام بر اساس قیمت نفت سبد اوپک آورده شده است که اطلاعات آن نیز از وب‌سایت اوپک[2] استخراج گردیده است.
- تغییرات تولید ناخالص داخلی (VGDP): در این تحقیق از تغییرات سالانه تولید ناخالص داخلی به‌عنوان معیاری از تغییرات فضای کسب‌وکار کشور استفاده‌شده است.

---

۱. اعضای موظف علاوه بر مسئولیت‌های عضویت در هیأت مدیره دارای حضور فیزیکی (همانند تصدی سمت مدیریت اجرایی در شرکت) می‌باشند ولی عضو غیرموظف، حضور فیزیکی در شرکت ندارد و فقط در تصمیم‌سازی‌ها و تصمیم‌گیری‌ها شرکت می‌کند.

2. www.Opec.org

- اعمال تحریم‌های بین‌المللی (SAN): تحریم‌های بین‌المللی علیه ایران از سال ۲۰۱۲ میلادی شدت یافت و ازآنجاکه اعمال تحریم‌ها شرایط اقتصادی و بازرگانی ایران را تحت تأثیر قرار داده است، می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها نیز اثرگذار باشد؛ لذا در این مطالعه اعمال تحریم‌ها به‌عنوان یک متغیر مجازی[1] آورده شده است.

۸- پایه‌های آماری و توصیف داده‌های پژوهش

تمامی شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای دوره زمانی مورداستفاده در دسترس بوده است، مجموعه داده‌های یک پانل نامتوازن شامل ۲۳ شرکت را تشکیل داده‌اند.[2]

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مستقل و کنترلی

	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
حقوق صاحبان سهام (میلیون دلار)	۳۶۷/۲۳۵۷	۳۶۵/۶۲۷	۱/۸	۱۵۰۳/۵۴
کل دارایی‌ها (میلیون دلار)	۸۴۵/۴۷۱	۷۲۵/۴۴	۱۵/۹۷	۳۵۸۲/۵۵
کل بدهی (میلیون دلار)	۴۷۸/۲۳۵	۴۹۰/۴۵۳	۹/۴۴	۲۷۱۷/۷۲
نسبت بدهی	۵۶/۳۳	۲۱/۷	۱۰/۸۲	۹۹/۷۷
تعداد اعضای هیئت‌مدیره (نفر)	۵/۱۹	۰/۵۸	۵	۸
درصد اعضای غیرموظف (درصد)	۷۱/۵۶	۱۸/۱۲	۲۰	۱۰۰
درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار (درصد)	۴۹/۶۱	۲۰/۰۵	۲۰	۱۰۰
سهام متعلق به مدیرعامل (میلیون دلار)	۹۶۷۲/۵۲	۱۷۳۷۸/۶۴	۰	۹۸۲۴۰/۸۱
سهام متعلق به دولت (میلیون دلار)	۳۱۹۵۲/۷۴	۳۳۷۱۹/۹۹	۱۶۲/۵۵	۱۴۰۳۴۴
سهام نهادی (درصد)	۹۲/۵۸	۷/۵۷	۶۰/۹۱	۱۰۰
قیمت نفت (دلار)	۸۸/۹۵	۲۲/۵۴	۴۹/۴۹	۱۰۹/۴۵
تغییرات تولید ناخالص داخلی (میلیارد دلار)	-۲/۰۶	۷۱/۱۲	-۸۶/۳	۱۲۴/۲۵

منبع: یافته‌های تحقیق

1. Dummy variable

۲. این شرکت‌ها عبارتند از پتروشیمی فجر، پتروشیمی زاگرس، پتروشیمی شازند اراک، پتروشیمی آبادان، پتروشیمی نوری (برزویه)، پتروشیمی مبین، پتروشیمی پردیس، پتروشیمی خارک، پتروشیمی خراسان، پتروشیمی غدیر، پتروشیمی فارابی، پتروشیمی فن‌آوران، پتروشیمی شیراز، پتروشیمی امیرکبیر، پتروشیمی مارون، پتروشیمی کرمانشاه، پالایش نفت لاوان، پالایش نفت تبریز، پالایش نفت بندرعباس، پالایش نفت اصفهان، پالایش نفت تهران، پالایش نفت شیراز، پالایش نفت کرمانشاه

با توجه به مقادیر ارائه شده در جدول (۱) می‌توان به سهم بالای دولت در مالکیت سهام شرکت‌های فعال در این حوزه پی‌برد. میانگین درصد مالکیت سهام توسط دولت در شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی ۸۶ درصد است. از طرفی هیچ شرکت کاملاً خصوصی در این صنعت وجود ندارد و حداقل درصد مالکیت سهام توسط دولت در این شرکت‌ها ۳۰ درصد است. با نگاهی به آمار ارائه شده در جدول بالا می‌توان دریافت، درصورتی‌که وظایف نظارتی کافی برای اعضای غیرموظف هیأت مدیره مطابق با دستورالعمل OECD تعریف و اجرا شود، میانگین ۷۱ درصدی تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره می‌تواند یک نقطه قوت در صنعت نفت ایران به‌حساب آید.

میانگین درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار در مجموعه شرکت‌ها حدود ۵۰ درصد است که نشان‌دهنده تمرکز مالکیت بالا در این شرکت‌هاست. البته باید توجه داشت که در بیشتر شرکت‌های مورد بررسی، دولت بزرگ‌ترین سهامدار است.

۹- ارزیابی نتایج

بر اساس نتایج آزمون فیشر[1] چون مقدار P-Value کمتر از ۵٪ است، کل متغیرهای وابسته و توضیحی پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح مانا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

برای تعیین روش به‌کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن از آزمون چاو[2] و آماره F لیمر استفاده شد. در آزمون F لیمر، H_0 یکسان بودن عرض از مبدأها (روش Pooled) در برابر فرضیه مخالف H_1، ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های پانل) قرار می‌گیرد؛ بنابراین در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود (گجراتی، ۱۳۸۵). نتایج این آزمون در جدول (۲) نشان می‌دهد احتمال به‌دست‌آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است که بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از داده‌های پانل هست.

1. Fisher type
2. Chow

آزمون بروش-پاگان[1] به‌منظور آزمودن واریانس ناهمسانی در مدل‌های رگرسیون خطی استفاده می‌شود و وابستگی واریانس جملات پسماند به‌دست‌آمده از رگرسیون خطی را به مقادیر متغیرهای توضیح‌دهنده مدل بررسی می‌کند. ازآنجاکه مقدار P-Value کمتر از ۵٪ است، لذا فرضیه صفر رد شده و استفاده از الگوی اثرات تصادفی تأیید می‌شود.

براساس آزمون هاسمن[2] انجام شده بر روی داده‌های موردمطالعه، با توجه به این‌که مقدار P-Value بیشتر از ۵ درصد است، فرضیه‌ی صفر مبنی بر استفاده از روش اثر تصادفی برای تخمین الگو تأیید شده و روش اثر تصادفی برای برآورد الگو معتبر و قابل استناد است.

جدول ۲. نتایج آزمون‌ها

نام آزمون	فرضیه پژوهش	آماره محاسبه شده	احتمال محاسبه شده	نتیجه آزمون
آزمون چاو	یکسان بودن عرض از مبدأها	۶/۱۲	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه صفر و استفاده از داده‌های پانل
آزمون بروش-پاگان	یکسان بودن U_iها برای همه‌ی مقاطع	۴۷/۴	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه صفر و استفاده از الگوی اثرات تصادفی
آزمون هاسمن	همبستگی جزء خطا با متغیرهای توضیحی	۹/۱۵	۰/۲۴۲۱	قبول فرضیه صفر و استفاده از الگوی اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های تحقیق

۱۰- برآورد الگو

با استفاده از مطالعات پیشین، اثر متغیرهای تأثیرگذار بر عملکرد مالی شرکت‌ها در قالب الگوهای مختلف بررسی‌شده است که نتایج آن به‌صورت خلاصه در جدول (۳) ارائه شده است. تحلیل حساسیت بر اساس نتایج الگوهای مختلف بیانگر باثبات بودن ضرایب رگرسیون است. متغیرهایی چون تورم، یارانه‌ها و نرخ ارز به مدل اضافه شدند که به

1. Breusch Pagan test
2. Hausman Test

دلیل ایجاد هم‌خطی با متغیرهای دیگر از مدل حذف گردیدند. همچنین اثر متغیرهایی مانند عمر شرکت، تعداد کارمندان، دارائی کل شرکت، تعداد اعضای هیئت‌مدیره و مجذور اهرم مالی نیز در مدل‌ها بررسی شد ولی به دلیل معنی‌دار نبودن ضرایب در الگو آورده نشده است. همچنین در راستای یافتن بهترین الگو، برهمکنش متغیرهای مدل با مقاطع و زمان‌های مختلف نیز بررسی شد که بهترین نتایج در دو الگوی آخر آمده است. با توجه به معناداری ضرایب متغیرها و مقادیر ضریب تعیین در الگوهای مختلف، الگوی (۴) به‌عنوان بهترین الگو مدنظر قرار می‌گیرد.

جدول ۳. نتایج بررسی مدل‌های مختلف

	الگوی ۱	الگوی ۲	الگوی ۳	الگوی ۴
الگوی مدل	**Random Effects**	**Random Effects**	**Random Effects**	**Random Effects**
Age	۰/۶۷۱ *			
LnAs				
dr	-۰/۶۰۱*	-۰/۵۹۹*	-۰/۵۹۹*	-۰/۵۴*
NET	-۰/۱۵۴**	-۰/۱۲۸***		-۰/۲۱۴*
SL			۰/۲۳۲**	۰/۲۶۹**
NSC	-۰/۰۰۰۴*	-۰/۰۰۰۴*	-۰/۰۰۰۴*	-۰/۰۰۰۵*
NSG		۰/۰۰۰۱**		۰/۰۰۰۲**
SI		-۰/۳۸۶***	-۰/۵۳۳**	-۰/۴۸۳***
SAN	۱۲/۲۲۱*	۱۳/۴۸۱*	۱۲/۰۵*	۱۴/۷۳۸*
OP	۰/۱۳۳*	۰/۱۲۳۱*	۰/۱۱۸*	۰/۱۸۷**
VGDP	۰/۴۳۹**	۰/۰۵۰۴*	۰/۰۵۴*	۰/۰۵۳۸*
interactions			cs#c.nsg	cs#c.op
R^2	۰/۵۴۹۴	۰/۵۵۴	۰/۵۱۸	۰/۵۶۸
Within	۰/۶۴۵۷	۰/۵۷۱	۰/۹۹۳	۰/۹۹۷
Between	۰/۶۰۷۹	۰/۵۶۲	۰/۷۹۵	۰/۸۲۱
overall				
Prob>chi2	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

اعداد نفت‌خام ضرایب متغیرها می‌باشند.

*بیانگر معنی‌داری ضرایب در سطح ۱٪ می‌باشد. ** بیانگر معنی‌داری ضرایب در سطح ۵٪ می‌باشد.

*** بیانگر معنی‌داری ضرایب در سطح ۱۰٪ می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون بیان‌شده در جدول (۴) بیانگر آن است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره کای-دو به‌دست‌آمده، فرضیه H_0 که همان بی‌معنی بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل معنی‌دار می‌باشد.

جدول ۴. نتایج آزمون معناداری کل مدل ارائه‌شده

فرضیه	کای-دو محاسبه‌شده	احتمال محاسبه‌شده	نتیجه آزمون
صفر بودن همه ضرایب متغیرهای مستقل	۴۹۴/۳۶	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه صفر و معنی‌دار بودن کل مدل

منبع: یافته‌های تحقیق

در این مدل ضریب تعیین (R^2) ۸۲/۰۷ درصد می‌باشد. ازاین‌رو می‌توان اظهار کرد که ۸۲/۰۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

۱۱- نتایج تخمین‌ها و آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق به بررسی وجود رابطه بین میزان مالکیت سهام مدیران اجرایی و عملکرد اقتصادی شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی در ایران می‌پردازد. با توجه به نتایج موجود در جدول (۳) و الگوی ۴، ضریب متغیر مالکیت سهام مدیران اجرایی (NSC) منفی بوده و در سطح ۱٪ معنادار است. لذا مدل ذکرشده بیانگر رابطه‌ی معکوس و معنی‌دار بین مالکیت سهام مدیران اجرایی و عملکرد می‌باشد.

با توجه به آن‌که در ایران اکثر سهام بنگاه‌ها سهام نهادی و متعلق به شرکت‌هاست، منظور از سهام متعلق به مدیرعامل است در این مطالعه درواقع سهام متعلق به شخص مدیرعامل نیست بلکه سهام متعلق به شرکتی است که مدیرعامل در استخدام آن شرکت بوده است. در بیشتر شرکت‌ها به دلیل ضعف ساختارهای حقوق و پاداش، مدیران متناسب با عملکردشان بهره‌مند نمی‌شوند؛ لذا منافع آن‌ها در تضاد با منافع شرکت‌های خودشان خواهد بود. با افزایش مالکیت سهام مدیران اجرایی و شرکت‌های

آنان، اختیارات مدیران در تصمیم‌گیری‌ها افزایش‌یافته و از طرفی به دلیل نفوذ و قدرت بالای آن‌ها، قدرت هیئت‌مدیره و کمیته‌ها در نظارت بر عملکرد آن‌ها کاهش خواهد یافت؛ لذا مدیران در راستای منافع شخصی خود تصمیماتی اتخاذ می‌کنند که در تضاد با منافع شرکت خواهد بود و موجب کاهش عملکرد مالی را فراهم می‌آورد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به بررسی نوع ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی پرداخته است. مقدار ضریب متغیر در جدول (۳) و الگوی ۴ نشان می‌دهد که در شرکت‌های موردبررسی، با افزایش میزان مالکیت نهادی عملکرد آن‌ها کاهش می‌یابد. ضریب متغیر مالکیت نهادی منفی و در سطح ۱۰٪ معنی‌دار است.

یافته‌های نویسی و نایکر[1] (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که در سطوح پایین مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند و بنابراین حضورشان رابطه مثبت بر عملکرد شرکت خواهد داشت ولی در سطوح بالای مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است هیئت‌مدیره را به اخذ تصمیمات غیربهینه ترغیب کنند؛ یعنی مالکیت سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی در سطوح پایین‌تر مالکیت، رابطه مثبتی با عملکرد شرکت داشته و با افزایش مالکیت سهام، تأثیر آن بر عملکرد شرکت منفی خواهد بود. ازآنجاکه میانگین مالکیت نهادی در شرکت‌های تحت بررسی ۹۲/۵۸٪ است؛ لذا در سطوح بالای مالکیت نهادی قرار داریم و مطابق با یافته‌های نویسی و نایکر با افزایش مالکیت نهادی، عملکرد بنگاه‌ها کاهش می‌یابد.

نتایج آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم به بررسی ارتباط بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های هدف می‌پردازیم. پرکاربردترین شاخص تمرکز مالکیت، درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار است که در این تحقیق مورداستفاده قرار گرفته است. نتایج الگو برای متغیر مستقل موردبحث نشان می‌دهد رابطه مستقیم و در سطح ۵٪ معنی‌دار بین درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهامدار (SL) و عملکرد مالی وجود دارد.

مطابق با تحقیقات اشلایفر و ویشنی (۱۹۹۷)، تمرکز مالکیت سبب ایجاد ارتباط قوی بین مالکیت و کنترل شرکت می‌شود؛ از طرفی وقتی پراکندگی سهامداران زیاد

1. Navissi and Naiker

شود، اطلاعات نامتقارن زیادی بین مدیران و سهامداران جزء به وجود می‌آید که می‌تواند منجر به کاهش عملکرد شود.

براساس نتایج تحقیق لی (۲۰۰۹) نیز، هرچه مالکیت سهامداران عمده نسبت به سهامداران پراکنده افزایش یابد، سهامداران عمده انگیزه بیشتری برای افزایش ارزش شرکت و نظارت بر مدیریت پیدا می‌کنند. وقتی پراکندگی سهام زیاد باشد، هیچ‌یک از سهامداران انگیزه نظارت بر عملکرد مدیران را نداشته و هریک به امید نظارت سهامداران دیگر خواهند بود. بنابراین تمرکز مالکیت یکی از راه‌حل‌های رفع مشکلات نمایندگی و افزایش عملکرد شرکت‌هاست.

نتایج آزمون فرضیه چهارم

هدف از بیان فرضیه چهارم بررسی چگونگی ارتباط بین مالکیت دولتی و عملکرد مالی شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی است. نتایج حاصل از مدل نشان می‌دهد بین سهام متعلق به دولت و عملکرد مالی رابطه مثبت و معنی‌دار در سطح ۵٪ وجود دارد؛ یعنی افزایش سهام دولتی یک شرکت موجب بهبود عملکرد مالی این شرکت‌ها می‌شود.

شرکت‌های مورد بررسی همگی در مسیر خصوصی‌سازی قرار گرفته و سهامشان در بورس اوراق بهادار تهران عرضه می‌شود؛ ولی در بعضی از این شرکت‌ها قسمتی از سهام در اختیار شرکت‌ها و ارگان‌های دولتی است.

ازجمله دلایل توجیه‌کننده ارتباط مثبت بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱- شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی برای فعالیت و تولید، نیازمند مواد اولیه از شرکت‌های بالادستی و برای فروش محصولات، وابسته به شرکت‌های پایین‌دستی خود هستند و قادر به فعالیت به‌صورت مستقل نیستند. ازآنجاکه زنجیره تولید در این صنعت از اکتشاف و استخراج تا بازار مصرف (دولت به‌عنوان بزرگ‌ترین مصرف‌کننده) در اختیار دولت است، لذا شرکت‌های دولتی نفت، گاز و پتروشیمی در دریافت مواد اولیه و خدمات دیگر در اولویت قرار می‌گیرند.

۲- شرایط دسترسی به منابع مالی بودجه‌ای و تسهیلات بانکی کم‌بهره برای بنگاه‌های دولتی در مقایسه با بنگاه‌های خصوصی آسان‌تر است. از طرفی شرکت‌های

دولتی پایبند به بازپرداخت وام‌های دریافتی نبوده و دست اعتباردهندگان در وصول مطالبات و اعلام ورشکستگی آن‌ها نیز بسته است.

۳- گروه وسیعی از شرکت‌های دولتی در حوزه‌های مالیاتی و عوارض استثنا هستند و پرداختی در این زمینه ندارند.

۴- شرکت‌های دولتی به دلیل عدم ترس از ورشکستگی و نداشتن ریسک، قادر به سرمایه‌گذاری در حوزه‌های پرریسک می‌باشند.

۵- دولت در تنظیم مقررات بازرگانی به‌صورت جانب‌دارانه و بیشتر در راستای منافع حاکمیتی خود و شرکت‌های زیرمجموعه‌اش عمل می‌کند.

نتایج به‌دست‌آمده در این تحقیق در مورد رابطه مستقیم مالکیت دولتی با عملکرد مالی، مطابق با نتایج کلاسن و همکاران (۲۰۰۲)، سولانگ و متنور[1] (۲۰۱۰) و عمران[2] (۲۰۰۸) می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه پنجم

در فرضیه پنجم به تحقیق در مورد تأثیر نسبت بدهی در عملکرد شرکت‌های صنعت نفت، گاز و پتروشیمی پرداخته‌ایم. همان‌طور که در جدول (۳) و الگوی ۴ آمده است، ضریب متغیر اهرم مالی منفی و در سطح ۱٪ معنی‌دار است. نتایج مدل نشان می‌دهد با افزایش نسبت بدهی عملکرد مالی کاهش می‌یابد.

رابطه معکوس بین نسبت بدهی و عملکرد مالی شرکت‌ها می‌تواند ناشی از دلایل زیر باشد:

- بر اساس نظریه ویلیامسون (۱۹۸۸) و بر اساس تئوری هزینه مبادلاتی، استفاده از بدهی در تأمین مالی دارایی‌های قابل نقل‌وانتقال و استفاده از سهام در تأمین مالی دارایی‌های غیرقابل نقل‌وانتقال و با محدودیت بالا اولویت‌دارند. با توجه به آن‌که بیشتر دارایی‌های شرکت‌های صنعت نفت، گاز و پتروشیمی، از نوع غیرقابل نقل‌وانتقال و با محدودیت بالا هستند، لذا استفاده از سهام در تأمین مالی برای آن‌ها اولویت دارد.

1. Sulong and Matnor
2. Omran

- مطابق با تحقیقات رأس و همکاران (۲۰۰۲)، یکی از عوامل مؤثر در تشکیل سرمایه، نوسان سود عملیاتی است. شرکت‌های با سود عملیاتی پرنوسان مانند شرکت‌های فعال در حوزه نفت، گاز و پتروشیمی، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند.

- طبق تئوری توازن ثابت یا پایداری بریلی و مایرز (۲۰۰۰)، ترکیب بهینه ساختار سرمایه وابسته به هزینه روش‌های تأمین مالی مختلف است. با توجه به آن‌که نرخ بهره در ایران بالا می‌باشد؛ لذا هزینه بدهی بالا بوده و بر مزیت بدهی یعنی عدم مالیات غالب است. لذا شرکت‌ها تمایلی به تأمین سرمایه از طریق بدهی ندارند.

۱۲- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

حاکمیت شرکتی یکی از مهم‌ترین و مؤثرترین عوامل تأثیرگذار بر عملکرد مالی است که با بهبود آن می‌توان موجبات ارتقای عملکرد مالی بنگاه‌ها را فراهم نمود. ازجمله شاخص‌های حاکمیت شرکتی بررسی‌شده در این مطالعه می‌توان به میزان مالکیت سهام مدیران اجرایی، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت دولت و نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره اشاره نمود. همچنین در این تحقیق از متغیرهای قیمت نفت، اعمال تحریم‌ها و رشد تولید ناخالص داخلی به‌عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است.

نتایج به‌دست‌آمده از الگوی ارائه‌شده حاکی از تأثیر مثبت و معنی‌دار شاخص‌های تمرکز مالکیت، سهام متعلق به دولت، اعمال تحریم‌ها، قیمت نفت و رشد تولید ناخالص داخلی بر عملکرد مالی شرکت‌های حوزه نفت، گاز و پتروشیمی است. همچنین مدل ارائه‌شده رابطه معکوس و معنی‌دار بین نسبت بدهی، نسبت اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف، سهام متعلق به مدیران اجرایی و سهام نهادی با عملکرد مالی را نشان می‌دهد.

بر اساس ادبیات موضوع، برای اثر شاخص‌های مختلف بر عملکرد، نتایج گوناگونی در مطالعات مختلف به‌دست‌آمده است که برخی با هم در تناقض هستند؛ لذا نتایج هر مطالعه صرفاً در همان شرایط مکانی و زمانی بررسی‌شده و در همان صنعت قابل‌بررسی هستند. با توجه به اهمیت صنعت نفت، گاز و پتروشیمی در کشور، با استفاده از نتایج به‌دست‌آمده و تقویت حاکمیت شرکتی می‌توان زمینه‌های رشد اقتصادی این صنعت را بیش‌ازپیش فراهم نمود؛ لذا پیشنهاد می‌گردد به‌منظور بهبود عملکرد اقتصادی

بنگاه‌های صنعت نفت، شاخص‌های حاکمیت شرکتی در راستای یافته‌های این تحقیق تغییر یابند.

منابع

جعفری، فرزین، همتی، حسن (۱۳۹۴). مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روی روابط حاکمیت شرکتی و بهره‌وری شرکت‌ها. مدیریت بهره‌وری. سال ۹، شماره ۳۴، صص ۷-۲۶.

حساس یگانه، یحیی، رئیسی، زهره، حسینی، سید مجتبی (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران. دوره ۴، شماره ۱۳، صص ۷۵-۱۰۰.

سلمن، جیل و سلمن، آریس (۱۳۸۴). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی. ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریانسب. ماهنامه حسابدار. دوره ۱۹، شماره ۱۶۵، صص ۴۷-۵۶.

شورورزی، محمدرضا، خلیلی، محسن، سلیمانی، حمید، فروتن، امید (۱۳۹۴). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۳۹.

صادقی شریف، سیدجلال و کفاش پنجه‌شاهی، محمد (۱۳۸۸). تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۵۱-۶۶.

مدرس، احمد، حسینی، سید مجتبی، رئیسی، زهره (۱۳۸۸). بررسی اثر سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهشنامه اقتصادی. دوره ۹، شماره ۵، صص ۲۲۳-۲۵۰.

معین‌الدین، محمود، سعیدا اردکانی، سعید، فاضل یزدی، علی و زین‌الدینی، لیلی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. سال ۳، شماره ۹، صص ۱۰۱-۱۳۲.

نصیری اقدم، علی. (۱۳۸۵) اقتصاد هزینه مبادله. نشریه جستارهای اقتصاد. دوره ۳، شماره ۵، صص ۱۵۷-۲۰۸.

نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.

وکیلی فرد، حمیدرضا و باوندپور، لیدا. (۱۳۸۹). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۳، شماره ۸، صص ۱۱۹-۱۳۹.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. and Zimmermann, H. (2004). ‘‘Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? Kyklos, 3(57): 327-57.

Berle, A. and Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property, Macmillan: New York.

Brealey, R. & S. Myers. (2000).”Principles of Corporate Finance”. 6th Edition, McGraw Hill.

Claessens, S. & Djankov, S. (2002). “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, The journal of finance, 7(6):2741-2771.

http://tsd.cbi.ir/Display/Content.aspx

http://www.ifb.ir/

Jensen, M. C. and W. H. Meckling. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, the Journal of Financial Economics, 3(4): 305-360.

Kapopoulos, P. and S. Lazaretou. (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms, Corporate Governance: An International Review, 15(2): 144-158.

Lee, Sanghoon. (2009). “Corporate Governance and Firm Performance”, faculty of The University of Utah, Department of Economics.

Mashayekhi,B. and Bazaz, M. (2008). “Corporate Governance and firm performance in Iran”, Journal of contemporary accounring and economics, 4(2): 156-172.

Miller, M.H. and F. Modigliani. (1966). “Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-57.” American Economic Review, 48: 333-391.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: an empirical analysis. Journal of Financial Economics, 20:293–315.

Myers, S., and Majluf, N. (1984).” Corporate Finance And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, Journal Of Financial Economics, 13: 187-221.

Navissi, Farshid. and Naiker, Vic. (2006). "Institutional Ownership and Corporate Value", Managerial Finance, 32(3): 247-256.

Orazalin, N., Makarov, R. and Ospanova, M. (2014). “Corporate Governance and Firm Performance in the Oil and Gas Industry of Russia”, Proceeding of Eurasia Business Research Conference, Istanbul, Turkey, ISBN: 978-1-922069-54-2.

OECD, (2004), “Principles of Corporate Governance” Paris: OECD, Available at URL: http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf.

Oliver Williamson. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance, The journal of Finance, 1988, 43(3): 567-591.

Omran, M. (2008). “Corporate Governance and Firm Performance in Arab Equity Markets: Does Ownership Concentration Matter? “ International Review of Law and Economics, 28: 1-42.

Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2008). Financial Management (1st edition). New Delhi New Age International (P) Ltd.

Rosenstein, S., and J. Wyatt. (1990). “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth.” Journal of Financial Economics, 26: 175-84.

Ross, S. A. Westerfield, R. W. And Jaffe, J. F. (2002). ”Coroprate Finance”, Mcgraw-Hll, Sixth International Edition.

Rostami, S., Rostami, Z., Kohansal, S., (2016). “The effect of Corporate Governance components on Return on Assets and Stock Return of companies listed in Tehran Stock Exchange”, Procedia Economics and Finance, 36: 137-146.

Shleifer, A., Vishney, R. (1997). “A Survey of Corporate Governance”, The journal of Finance, Cambridge, 52(2): 737-744

Sulong, Z, Mat Nor, F. (2010). “Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed", Journal of Modern Accounting and Auditing, 6(1): 18-36.

Tirole, J. (2006). "Corporate Governance", Econometrica, 69(1): 1-35.

Tsaia, H. and Z. Gu. (2007)."The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", Hospitality Management, 26(2): 517-530.

Tze San Ong, Teh Boon Heng, Nuranisma A., Haslinah M. (2015). “Relation between Corporate Governance Attributes and Financial Performance in Oil and Gas Industries”, Institutions and Economies, 7(2): 56-84.

Testing Theories of Corporate Governance and Corporate Finance in Tehran Stock Exchange; Case Study of Oil, Gas and Petrochemical Companies

Abolfazl Samavati
Post-Graduate Student of Economics, Allameh Tabataba'i University,
abolfazlsamavati@gmail.com

Reza Taleblou[1]
Assistant Professor of Economics, Allameh Tabataba'i University,
taleblou.reza@gmail.com

Parisa Mohajeri
Assistant Professor of Economics, Allameh Tabataba'i University
Parisa_m2369@yahoo.com
Received: 2017/09/10 Accepted: 2017/12/25

Abstract

Many endogenous and exogenous factors affect performance of firms. The ownership structure and performance of managers are two important endogenous factors. Corporate governance structures of oil, gas and petrochemical industries are particularly important in Iran, given that the sector accounts for more than 20% of gross domestic production and 27% of the Tehran stock exchange value. The predominance of the State in these industries in Iran further increases the importance of decisions and regulations governing their corporate governance. The main objective of this paper is to investigate the effects of corporate governance indices on the financial performance of oil, gas and petrochemical firms listed in the Tehran Stock Exchange. For this purpose, we use panel data of 23 active firms in the field of oil, gas and petrochemical industries listed in Tehran Stock Exchange during the period 1386-1394 to measure financial performance based on the rate of return on assets (ROA). We use multilevel random effects pattern to control for heterogeneity of companies. The results indicate that financial leverage, the percentage of non-executive board members, institutional shares and shares owned by executives have significant negative effect on the financial performance of these companies. Furthermore the results show positive and significant relationship between stock owned by the largest shareholder, state-owned shares, international sanctions, oil prices and GDP growth with financial performance.

JEL Classification: C23, G23, G34

Keywords: Corporate Governance, Corporate Finance, Ownership structure, Board structure, Capital Structure, Firm Performance, Agency Costs.

---

1. Corresponding Author