

تأثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر نسبت قیمت به سود (P/E) در بورس اوراق بهادار تهران

قدرت‌اله برزگر، استادیار حسابداری دانشگاه مازندران

ghabarzegar@gmail.com

معصومه کاظمی، کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه تهران

masoomekazemi2014@gmail.com

چکیده - فعالان بازار سرمایه در میان روش‌های ارزشیابی سهام به روش ضریب P/E توجه روزافزونی دارند. این نسبت رایج‌ترین نسبتی است که در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، مدیران پرتفوی اهمیت دارد. به جهت کاربرد وسیع نسبت P/E و تأثیرگذاری عمده آن در تصمیمات سرمایه‌گذاری فعالین بازار، شناخت عوامل مؤثر بر آن حائز اهمیت فراوان است. از این‌رو هدف تحقیق حاضر بررسی تأثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر نسبت قیمت به سود (P/E) است. ساختار مالکیت به‌وسیله متغیرهای مشاهده‌پذیر شامل مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی و مالکیت خارجی اندازه‌گیری می‌شود. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۱ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ است برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از روش‌های رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که ۵ وجه ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی) تأثیر معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود ندارند. نتایج تحقیق همچنین نشان داد که مالکیت خارجی و اهرم مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود دارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، اهرم مالی، نسبت قیمت به سود

بیان مسئله

وجود بازار سرمایه موردنیاز عموم است، خصوصاً سرمایه‌گذاران که تمایل دارند در بورس سرمایه‌گذاری نمایند. سرمایه‌گذاران برای گرفتن سیاست سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به برخی اطلاعات همچون عوامل بنیادی شرکت مانند سود ایجادشده شرکت و عوامل کلان اقتصادی کشور نیاز دارند. علاوه بر این، اطلاعات

در مورد قیمت سهام بسیار مورد نیاز سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند منابع مالی^۱ خود را براساس بازدهی که به دست می‌آورند سرمایه‌گذاری نمایند. برای منتشرکنندگان^۲ که به دنبال منابع مالی در بازار سرمایه هستند انتخاب تأمین مالی^۳ است (هرمونیکیش^۴، ۲۰۱۲).

نسبت قیمت به سود (P/E) منعکس کننده قیمت سهام براساس سود هر ورق سهام شرکت است. بازار سهام به عملکرد شرکت در سود^۵ در قالب افزایش قیمت سهام پاسخ خواهد داد. نسبت قیمت به سود (P/E) همچنین منعکس کننده حمایت سرمایه‌گذار به سود شرکت است. سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری دارند که هنگام خرید و فروش سهام به سودهای شرکت توجه کنند؛ بنابراین نسبت قیمت به سود (P/E) عامل ارزیابی^۶ شرکت است. باسو^۷ (۱۹۷۷) دریافت که نسبت قیمت به سود (P/E) یک شاخص عملکرد سرمایه‌گذاری روبه‌جلو شرکت است. (P/E) کیفیت سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد، (P/E) پایین به‌طور ضمنی^۸ به یک سرمایه‌گذاری خوب اشاره نمی‌کند در حالی که (P/E) بالا، نشان‌دهنده یک دورنمای ضعیف برای سرمایه‌گذاری است. اگر نسبت (P/E) شرکتی بالاتر از شرکت‌های دیگر باشد آن به این معنی است که شرکت با (P/E) بالاتر به احتمال زیاد رشد سود بالاتری در آینده در مقایسه با دیگر شرکت‌ها دارد. آن همچنین به مقایسه ارزش سهام و تصمیم‌گیری درست سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

مطالعات قبلی یافته‌های مختلفی را جمع به تفسیر نسبت (P/E) بالا یا پایین حاصل شده است. مک ویلیامز^۹ (۱۹۶۶) دریافت که (P/E) پایین عملکرد سرمایه‌گذاری بهتری نسبت به سهام با (P/E) بالا دارد. با این حال، دیو و همکاران^{۱۰} (۱۹۹۸) دریافتند که (P/E) پایین بازده کمتری می‌دهد و بالعکس.

سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در سهام‌هایی هستند که نسبت (P/E) پایین دارد زیرا نسبت (P/E) پایین بیانگر این است که قیمت سهام با هزینه پایین^{۱۱} در دسترس است. بدین معنی که بازده

-
1. funds
 2. issuers
 3. financing
 4. Hermuningsih
 5. earnings
 6. valuation
 7. Basu (1977)
 8. explicitly
 9. McWilliams (1966)
 10. Dave et al (1998)
 11. low cost

سرمایه‌گذاری بالاتر است. سهام با (P/E) بالاتر سرمایه‌گذاری با جذابیت کم^۱ در نظر گرفته می‌شود. از طرف دیگر، نسبت قیمت به سود نشانگر تغییر قیمت سهم به سود شرکت است. سرمایه‌گذاران درباره رشد سود ایجادشده توسط شرکت بسیار علاقه‌مند^۲ هستند. سود بالای شرکت ارزش‌گذاری بازار را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، نسبت (P/E) به‌طور کلی برای مقایسه ارزیابی شرکت‌های مشابه در همان بخش یا گروه مفید است.

گویال و همکاران^۳ (۲۰۰۳) دریافتند که پرتفوی سهام شرکت نسبی^۴ است داشتن (P/E) پایین معمولاً گردش متوسط بالا را نشان می‌دهد؛ اما مشکل زمانی افزایش می‌باید که پرتفوی سهام با (P/E) پایین است در کل سرمایه‌گذار در این شرایط فرصت سرمایه‌گذاری زیادی را از دست می‌دهد؛ زیرا شرکت با داشتن (P/E) پایین بازده بیشتر نسبت به شرکت با رشد سریع ندارد و مزایای (P/E) بالا را ارائه می‌دهد. عزیزی^۵ (۱۹۹۹) دریافت که (P/E) یک عامل تعیین‌کننده قیمت و یک شاخص مرتبط در جهت توجه سرمایه‌گذاران فعال به سمت شرکت است. (P/E) یک نسبت برای محاسبه ارزش یک شرکت است.

تندلین (۲۰۰۸)^۶ دریافت که از نسبت قیمت به سود (P/E) می‌توان برای اندازه‌گیری ارزش شرکت استفاده کرد. عباسی و پاچه (۲۰۱۳)^۷ دریافتند که نسبت (P/E) تأثیر معنی‌داری بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

ساختار مالکیت به بیان ساده یعنی چه اشخاصی (حقیقی یا حقوقی) بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط و حکم‌فرمایی دارند. ترکیب سهامداران و تمرکز مالکیت، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به‌شمار می‌رود (بیابانی و کاظمی، ۱۳۹۲). ترکیب سهامداران از طریق شش متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی و مالکیت نهادی اندازه‌گیری می‌شود.

مطالعات قبلی نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با نسبت قیمت به سود (P/E) پایین برای کسب بازده سهام بالاتر و شرکت‌هایی که نسبت قیمت به سود (P/E) بالایی دارند برای کسب بازده سهام پایین‌تر، گرایش

-
1. less attractive
 2. very concerned
 3. Goyal et al (2003)
 4. relative
 5. Azizi (1999)
 6. Tandelilin (2008)
 7. Abbazi and Paghe (2013)

سیستماتیک دارند (فاما و فرنچ^۱، ۲۰۰۲). زمانی که نسبت مالکیت درونی بالا باشد، شرکت‌هایی که نسبت قیمت به سود پایین (بالای) دارند، بازده سهام پایین‌تر (بالا‌تر) کسب می‌کنند. در شرکت‌هایی با نسبت مالکیت درونی بالاتر و نسبت قیمت به سود پایین‌تر، سود کاهش و در شرکت‌هایی با نسبت مالکیت درونی پایین‌تر و نسبت قیمت به سود بالاتر، سود افزایش می‌یابد (هومسی و چایرا^۲، ۲۰۱۵).

هومسی و چایرا (۲۰۱۵) دریافته‌اند که مالکیت داخلی^۳ منجر به PER^۴ بالاتر می‌شود. مالکیت اصلی^۵ موجب نظارت ضعیف شرکت می‌شود، بنابراین عملکرد شرکت ضعیف است. کاهش عملکرد می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. سود کاهش می‌یابد، قیمت شرکت نیز کاهش می‌یابد. علاوه بر آن مایر و ماجلوف (۱۹۷۷)^۶ همچنین دریافته‌اند که قیمت سهام زمانی که شرکت از انتشار سهام جدید خبر داد تمایل به کاهش دارد. با این حال، بای و همکاران (۲۰۰۴)^۷ دریافته‌اند که مالکیت خارجی ارزش‌گذاری بازار را افزایش می‌دهد؛ بنابراین مالکیت خارجی می‌تواند نسبت قیمت به سود را افزایش دهد.

تحقیقات قبلی همچنین شواهد تجربی از تأثیر اهرم مالی، مالکیت خارجی و ارزش شرکت یافتند. آگوستینا (۲۰۰۶)^۸ دریافت که اهرم، مالکیت خارجی را کاهش می‌دهد. لی و همکاران (۲۰۰۹)^۹ دریافته‌اند شرکت‌های چینی که مالکیت خارجی بالا دارند، بدهی بالایی ندارند به طوری که آن با تئوری تجارت^{۱۰} مناسب است. تئوری نمایندگی (جنسن و مکنینگ، ۱۹۷۶)^{۱۱} دریافته‌اند که تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران وجود دارد. یک هزینه نمایندگی برای نظارت کردن بر اقدامات مدیر وجود دارد. تئوری نمایندگی ادعا می‌کند که افزایش مالکیت سهام توسط مدیران هزینه‌های مرتبط با روابط مدیر و نماینده را کاهش می‌دهد. جنسن (۱۹۸۶) دریافت که ساختار سرمایه می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. شرکت با بدهی، از نزدیک توسط طلبکاران نظارت می‌شود به طوری که عملکرد و ارزش شرکت افزایش می‌یابد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نیز به اقدام بدهی شرکت، پاسخ مثبت می‌دهند. بدهی منعکس‌کننده توانایی شرایط آینده

1. Fama and French
2. Houmes, and Chira
3. insider ownership
4. Price-Earnings (P/E) ratio
5. Core ownership
6. Myers and Majluf (1977)
7. Bai et al (2004)
8. Agustina (2006)
9. Li et al (2009)
10. trade off theory
11. Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)

شرکت برای مثبت ماندن است. به غیر از آن، بدهی می‌تواند مالیات را کاهش دهد تا سود شرکت افزایش یابد. بدهی می‌تواند ارزشیابی بازار را بهبود بخشد. بدهی سیگنال مثبتی می‌دهد که شرکت می‌خواهد بازار را گسترش دهد بنابراین، بدهی یک سیگنال مثبت برای بازار سهام است (راس، ۱۹۷۷)^۱؛ بنابراین، بدهی می‌تواند ارزش قیمت به سود (P/E) را افزایش دهد. مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳)^۲ دریافتند که با بدهی، مالیات کاهش می‌یابد پس ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. افزایش در بدهی می‌تواند به علت کاهش مالیات شرکت، سود را افزایش دهد.

تحقیقات قبلی نتایج متفاوتی را در مورد اهرم مالی و نسبت قیمت به سود (P/E) نشان دادند. مولیانی و پیتالوکا (۲۰۱۷)^۳ دریافتند که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E)^۴ تأثیر معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود (P/E) دارد. سارتونو و منیر (۱۹۹۹)^۵ دریافتند که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تأثیر معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود (P/E) دارد. با این حال، ملکیل و کراگ (۱۹۷۰) و محمود و زکریا (۲۰۰۷)^۶ دریافتند ساختار سرمایه می‌تواند نسبت قیمت به سود (P/E) را کاهش دهد. مولیجی (۲۰۱۰)^۷ دریافت که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E) تأثیر معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود (P/E) ندارد. مارلی و همکاران (۲۰۱۰)^۸ دریافتند که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E) نسبت قیمت به سود (P/E) را کاهش می‌دهد.

شرایط کلان اقتصادی نیز بر مقدار نسبت قیمت به سود (P/E) شرکت تأثیر می‌گذارد. تورم یک عامل کلان اقتصادی یک کشور است. در زمان تورم قیمت کالاها به طور کلی افزایش می‌یابد به طوری که این می‌تواند بر درآمد شرکت^۹ و قیمت سهام تأثیر بگذارد. تحقیقات قبلی تفاوت‌هایی در نتایج مربوط به تورم و بازده سهام یافتند. عباسی و پاغه (۲۰۱۳)^{۱۰} دریافتند که شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و شاخص قیمت صنعت (IPI)^{۱۱} متغیرهای توضیحی معنی‌داری برای بازده سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران نیستند.

1. (Ross, 1977)
2. Modigliani and Miller (1963)
3. Mulyani and Pitaloka (2017)
4. debt to equity ratio (D / E)
5. Sartono and Munir (1999)
6. Malkiel and Cragg (1970) and Mahmood and Zakaria (2007)
7. Moeliadji (2010)
8. Marli et al (2010)
9. company's earnings
10. Abbazi and Paghe (2013)
11. Consumer Price Index (CPI) and Industry Price Index (IPI)

بیاتی (۲۰۰۵)^۱ دریافت که تورم تأثیر معنی‌داری به جهت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران نداشته است. یحیی‌زاده‌فر و جعفری صمیمی (۲۰۰۱) دریافتند که تأثیر مثبتی بین تورم و شاخص قیمت سهام وجود دارد.

لذا در پژوهش حاضر قرار است بدین سؤال پاسخ داده شود که اهرم مالی و ساختار مالکیت چه تأثیری بر روی نسبت (P/E) می‌گذارند؟

مبانی نظری پژوهش

نسبت قیمت به سود (P/E)

نسبت قیمت به سود: نسبت قیمت به سود سهم بیانگر آن است که قیمت سهام شرکت، چند برابر میزان سود نقدی که شرکت به هر سهم خود تخصیص می‌دهد. به عبارت دیگر، این نسبت نشان می‌دهد که آیا قیمت سهام به نسبت سودی که بین سهامدارانش توزیع می‌کند، ارزش دارد. این نسبت در تعیین دوره برگشت اصل سرمایه‌گذاری از محل سودهای آتی یک سهم به ما کمک می‌کند. (روشن و همکاران، ۱۳۹۲).

یکی از روش‌های اصلی ارزشیابی که اغلب مورد استفاده تحلیل‌گران قرار می‌گیرد، روش ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) است. در واقع اگرچه امروزه مدل‌های تنزیل سود تقسیمی بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران و نشریات سرمایه‌گذاری است، ولی تحلیل‌گران اوراق بهادار این روش را بیشتر از مدل‌های تنزیل سود تقسیمی به کار می‌گیرند. اگرچه استفاده از روش ضریب قیمت به سود هر سهم آسان‌تر به نظر می‌رسد، ولی سهولت این روش نباید باعث شود که سرمایه‌گذاران عدم اطمینان آینده را فراموش کنند. این نکته حائز اهمیت است که هر روش و مدل ارزشیابی، هرچقدر هم از صحت بالایی برخوردار باشد، مستلزم برآورد عدم اطمینان آینده است (تهرانی و نوربخش به نقل از جونز، ۱۳۹۷).

نسبت قیمت به سود، به اندازه کافی با بازده شرکت و همچنین تغییرات نرخ بهره در ارتباط می‌باشد همچنین این نتیجه را حاصل نمود که الزاماً نسبت قیمت سهم به عایدی بالا نشانگر ارزیابی بیش‌ازحد نیست (کمپبل و وولتیناهو^۲، ۲۰۰۴). همچنین دو عامل ریسک و نرخ رشد از عوامل تعیین‌کننده نسبت قیمت به سود ذکر شده‌اند و این نتیجه حاصل شده است که نسبت قیمت سهم به عایدی بر عملکرد بازار تأثیر مثبت

1. Bayati (2005)

2. Campbel & Vuolteenaho

می‌گذارد (توروس^۱ و همکاران، ۲۰۰۴) همچنین متغیر نسبت قیمت به سود از متغیرهایی می‌باشد که قادر به پیش‌بینی بازده متوسط ماهانه سهام می‌باشد (گویال و ولچ^۲، ۲۰۰۳). در صورتی که نسبت قیمت سهم به عایدی در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بالا باشد نسبت بازده سهام، بالاتر از بازده اوراق قرضه خواهد بود (مدسن^۳، ۲۰۰۲). در آخر نیز نتایج به‌دست آمده از پژوهش روشن و همکاران (۱۳۹۱) نشان می‌دهد نرخ رشد سود و ضریب پرداخت سود تأثیر مثبت و ضریب بتا (ریسک سیستماتیک) تأثیر منفی روی نسبت قیمت سهم به عایدی دارد.

نسبت قیمت سهم به عایدی به دلایل زیر قادر است عامل مؤثری جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران باشد:

۱- به کمک این ضریب سرمایه‌گذار می‌تواند مدت زمان استهلاك سرمایه‌گذاری خود را از طریق درآمد حاصل از سهم محاسبه نماید.

۲- نوسانات قیمت بر درآمد مورد تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذار قرار گرفته و طبق نتایج به‌عمل آمده بهترین شرایط را برای سرمایه‌گذاری خود انتخاب می‌کند.

هر چه قیمت سهم افزایش یابد، رقم مربوط به این ضریب نیز افزایش می‌یابد. از طرف دیگر اگر درآمد شرکت افزایش یا کاهش پیدا نماید و قیمت ثابت باشد، این رقم به تناسب و به‌طور معکوس تغییر می‌یابد. چون درآمد سهم در سال یک‌بار تعیین می‌شود، تغییرات قیمت سهام باعث نوسان این نسبت می‌گردد، بنابراین سرمایه‌گذار دلیل کاهش یا افزایش آن‌را برای اتخاذ تصمیم مورد بررسی قرار می‌دهد (فوقی، ۱۳۸۳).

مدل‌های ارزشیابی سهام

از روش‌های ارزشیابی سهام، محاسبه ارزش تئوریک (ارزش ذاتی) سهم با استفاده از ضریب سرمایه‌ای نمودن سود و یا ضریب P/E می‌باشد. در این روش براساس تجزیه و تحلیل بنیادی، ضریب مناسب سرمایه‌ای نمودن سود محاسبه می‌گردد. سپس با استفاده از ضریب مذکور، ارزش سهم محاسبه می‌شود.

به‌طور عملی، دو روش اساسی برای تجزیه و تحلیل ارزشیابی سهام عادی که معمولاً در دنیای اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرند، به شرح توضیحات زیر هستند (نجدی، ۱۳۹۰).

۱- روش ارزش فعلی

1. Torous
2. Goyal & Welch
3. Madsen

۲- روش ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E)

در روش ارزش فعلی، ارزش فعلی جریان‌های آتی بازده‌ای که قرار است از سهام عادی دریافت شود با استفاده از نرخ تنزیل مناسب (نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران) در زمان حال محاسبه می‌شود. تحلیل‌گران ماهر اوراق بهادار در مقایسه با روش ارزش فعلی، بیشتر از روش ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) استفاده می‌کنند. روش ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) نشان می‌دهد که قیمت هر سهم چند برابر سود آن سهم است (نجار، ۱۳۹۸).

عوامل تعیین‌کننده در ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E)

عوامل تعیین‌کننده ضریب قیمت به سود هر سهم را می‌توان از مدل تنزیلی سود تقسیمی با نرخ رشد ثابت (مدل گوردن) که اساس ارزشیابی سهام عادی است، استخراج کرد. برای نشان دادن قیمت برآوردی از مدل P/E استفاده می‌شود.

معادله (۱)

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

از طریق تقسیم طرفین معادله به سود مورد انتظار (E_1) معادله زیر به دست می‌آید:

معادله (۲)

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{\frac{D_1}{E_1}}{k - g}$$

معادله (۲) عواملی را که بر برآورد ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) تأثیر می‌گذارند، نشان می‌دهد:

۱- درصد سود تقسیمی پرداختی

۲- نرخ بازده مورد توقع سهامدار

۳- نرخ رشد مورد انتظار سود تقسیمی

در صورتی که سایر شرایط ثابت باشد، روابط زیر به دست می‌آید:

۱- هرچه درصد سود تقسیمی بیشتر باشد، ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) بیشتر خواهد بود.

۲- هرچه نرخ رشد مورد انتظار (g) بزرگ‌تر باشد، ضریب قیمت به سود هر سهم بیشتر خواهد بود.

۳- هرچه نرخ بازده مورد توقع بیشتر باشد (k)، ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) کمتر خواهد بود.

موارد ۲ و ۳ در تعیین ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) عوامل مهمی به شمار می‌روند. برای اینکه یک تغییر جزئی در هر یک از این موارد می‌تواند باعث تغییرات بزرگی در ضریب P/E شود (نجدی، ۱۳۹۰). براساس آنچه گفته شد به علت سه عامل زیر احتمال دارد که میزان P/E یک شرکت رقم بزرگ‌تری باشد:

۱- شرکت دارای فرصت‌های رشد فراوان باشد

۲- ریسک آن کم باشد

۳- از روش‌های حسابداری محافظه کارانه استفاده کند.

که بین این سه عامل، عامل نخست از اهمیت بالاتری برخوردار است (تهرانی، ۱۳۹۵).

به بیانی دیگر، نسبت P/E منعکس‌کننده عقیده بازار درباره یک شرکت است و معمولاً نسبت P/E شرکت‌های خوب و روبه رشد، بالا است. مقدار بالای این نسبت نشان‌دهنده خوشبینی و مقدار پایین آن نشان‌دهنده بدبینی عموم سرمایه‌گذاران درباره آینده شرکت است و تا زمانی بالا خواهد بود که عموم سرمایه‌گذاران باور به توانایی رشد سود یا افزایش قیمت سهام یک شرکت داشته باشند، اما اگر این اطمینان در قیامت سودآوری شرکت از بین برود، نسبت هم افت خواهد کرد. یکی از عواملی که می‌تواند این اطمینان را دچار خدشه کند، ریسک بالای ناشی از نوسانات سود سهام است (هللیل و همکاران^۱، ۲۰۱۸).

ساختار مالکیت با نسبت قیمت به سود

مفهوم ساختار مالکیت ابزاری اساسی از سازوکار مدیریت شرکت برای نمایش عرضه‌کنندگان سرمایه شرکت و نشان دادن اندازه سهام است (ایزسایلا^۲، ۲۰۱۴). ساختار مالکیت یکی از مکانیسم‌های داخلی راهبری شرکت به شمار می‌رود که انگیزه‌های مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد بدین ترتیب می‌تواند در کارایی هر شرکتی تأثیر داشته باشد. ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری به معنی نحوه توزیع سهام و حقوق مالکیت به لحاظ حق رأی و سرمایه به‌علاوه‌ی ماهیت و موجودیت مالکان سهام است. ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول برحسب دو متغیر شامل سهام‌داران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر

1. Halil et al

2. İzçiler

درصدی از سهم در دست سهامداران است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد (سارین و همکاران، ۲۰۰۵). ترکیب مالکیت شرکت را علاوه بر درونی یا بیرونی بودن می‌توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیرتی و غیرمدیریتی بودن سهامداران مورد توجه قرارداد (دهقان، ۱۳۹۷).

از دیدگاه عملکرد، ارزش‌گذاری بالا قیمت سهام شواهدی مهم برای رهبری توانا و شایسته است. افزایش قیمت سهام انگیزه‌های آژانس را افزایش می‌دهد زیرا افزایش ثروت شخصی مدیر و سهام شرکت در شرکت همزمان با افزایش مشابه سهامداران خارجی است. برای این شرکت‌ها، عدم توانایی هیئت‌مدیره در تأثیر گذاشتن بر تغییر رهبری مورد نیاز، دارای پیامدهای به‌ویژه کاهش ارزش شدید است، در نتیجه، سطح بالایی از مالکیت مدیریتی تمایل شناخته شده شرکت‌ها را برای کم (زیاد) کردن نسبت قیمت به سود (P/E) جهت بهبود (کاهش) عملکرد مالی را کاهش می‌دهد (هومسی و چایرا، ۲۰۱۵).

تئوری نمایندگی ادعا می‌کند که افزایش مالکیت سهام توسط مدیران هزینه‌های مرتبط با ارتباط مدیر - نماینده را کاهش می‌دهد (جنسن و مک‌کلینگ^۱، ۱۹۷۶). تحقیقات تجربی در مورد اثربخشی این ادعا در چارچوب مالکیت خودی بالا، قطعی نبوده است. اسوالد و جاهرا^۲ (۱۹۹۱) بین مالکیت خودی و بازده دارایی‌ها، بازده سهام و بازده اضافی ارتباط مثبتی پیدا کردند. هادسون و همکاران^۳ (۱۹۹۲) رابطه مثبت بین مالکیت خودی، اندازه شرکت و بازده غیرطبیعی پیدا کردند. در مقابل مطالعات دیگر رابطه غیرخطی بین مالکیت و عملکرد را نشان می‌دهند.

تئوری ترتیب هرمی (تأمین مالی) (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴)^۴ توضیح می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات در شرکت وجود دارد. عدم تقارن اطلاعاتی شکاف در کسب اطلاعات درباره شرکت بین سهامداران و مدیریت شرکت است. مدیریت شرکت درباره شرایط شرکت بیشتر از سهامداران می‌داند. اگر مدیریت شرکت همان کارهایی که هدف سهامداران است را انجام دهد ارزش شرکت می‌تواند افزایش یابد. مالکیت خارجی می‌تواند نظارت نزدیک بر عملکرد شرکت باشد. به‌طوری که مالکیت خارجی می‌تواند ارزش شرکت را بهبود دهد (بای و همکاران، ۲۰۰۴)^۵. اگر سود شرکت افزایش یابد، قیمت سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین،

-
1. Jensen and Meckling
 2. Oswald and Jahera
 3. Hudson et al
 4. Theory of Pecking Order (Myers and Majluf, 1984)
 5. Bai et al, 2004

مالکیت خارجی می‌تواند عملکرد و ارزش‌گذاری شرکت را بهبود بخشد. سالواتوره (۲۰۰۵)^۱ دریافت که سهام مالکیت خارجی اکثریت بازدهی بالاتری نسبت به سهام شرکت با مالکیت داخلی^۲ دارد. مالکیت خارجی تأثیر مثبت بر ارزش‌گذاری شرکت دارد (فاروک و همکاران، ۲۰۰۷)^۳.

اهرم مالی و نسبت قیمت به سود (P/E)

اهرم مالی استفاده از منابع مالی^۴ با هزینه‌های ثابت^۵ به امید استفاده از این منابع مالی برای افزایش درآمد هر سهم (EPS). تبدیل بدهی^۶ (واریز بدهی از طریق صدور بدهی جدید یا از طریق نقدی) مثبت است، اگر تبدیل بدهی برگه سود هر سهم را افزایش دهد (EPS). اهرم مالی بخشی از بدهی، حقوق صاحبان سهام عادی، حقوق صاحبان سهام ممتاز استفاده‌شده برای تبدیل بدهی جمع‌داری‌های شرکت، عملیاتی و رشد مالی است (گوال ۲۰۱۵)^۷.

بدهی می‌تواند مالیات را کاهش دهد پس سود شرکت می‌تواند افزایش یابد. بدهی می‌تواند ارزش‌گذاری بازار را بهبود بخشد. بدهی یک سیگنال مثبت به بازار است (راس، ۱۹۷۷)^۸؛ یعنی شرکت چشم‌اندازهای مثبتی دارد و شرکت در حال گسترش بازار خود است. شرکت‌هایی که بدهی دارند از نزدیک توسط طلبکاران نظارت می‌شوند بنابراین شرکت خوب عمل می‌کند. شرکت‌هایی که عملکرد خوبی دارند می‌توانند سود بالایی کسب کنند؛ بنابراین، بدهی می‌تواند ارزش نسبت قیمت به سود (P/E) را افزایش دهد. (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳) دریافتند که مالیات بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. افزایش در بدهی می‌تواند سود حاصل از کاهش مالیات شرکت‌ها را افزایش دهد. شرکتی که از بدهی استفاده می‌کند ارزش بالاتری نسبت به شرکت بدون بدهی دارد. فیرفیلد (۱۹۹۴)^۹ دریافت که نسبت قیمت به سود (P/E) و رشد سود رابطه مثبت دارند. اگر رشد سود افزایش یابد، آن نسبت قیمت به سود (P/E) را افزایش خواهد داد. مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) دریافتند که ساختار سرمایه شرکت می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد.

-
1. Salvatore (2005)
 2. domestic ownership
 3. Farooque et al., 2007
 4. funds
 5. fixed expenses
 6. Funding
 7. Goel et al, 2015
 8. Ross, 1977
 9. Fairfield (1994)

چندین مطالعه قبلی شواهد تجربی یافتند که تأثیر اهرم مالی بر نسبت قیمت به سود (P/E) را افزایش می‌دهد. مولانی و پیتالوکا (۲۰۱۷) و سارتونو و منیر (۱۹۹۹)^۱ دریافتند که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DER)^۲ تأثیر معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود (P/E) دارد. پیترویت (۲۰۱۶)^۳ دریافت که نسبت قیمت به سود (P/E) بالا نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به رشد درآمد^۴ اعتماد^۵ دارند حتی اگر سود در حال حاضر کم باشد.

پیشینه پژوهش

ساری و هرمونینگیش^۶ (۲۰۱۸) در پژوهش خود تحت عنوان تأثیر مالکیت خارجی و اهرم مالی بر نسبت قیمت سهم به عایدی به این نتیجه دست‌یافته است که مالکیت خارجی و اهرم مالی بر نسبت قیمت سهم به عایدی تأثیر مثبت می‌گذارد.

دوتا و همکاران^۷ (۲۰۱۸)، در تحقیقی با عنوان تعیین‌کننده‌های نسبت P/e بر این نتیجه رسیدند که بازده سهام، اهرم، اندازه و ارزش خالص دارایی هر سهم از عوامل مؤثر نسبت P/e هستند که بازده سود سهام و اندازه تأثیر منفی اما اهرم و ارزش خالص دارایی هر سهم تأثیر مثبت بر نسبت P/e دارد.

هللیل و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان «عوامل تعیین‌کننده نسبت قیمت به سود»، به بررسی عوامل مؤثر بر این نسبت در بازار ترکیه در خلال سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج نهایی مطالعه آن‌ها نشان داد که سود سهام پیش‌بینی‌شده تأثیر مهمی بر این نسبت خواهد گذارد. همچنین، افزایش سرمایه‌گذاری و رشد درآمد نیز تأثیر مستقیمی بر این نسبت دارند؛ و سرانجام اینکه این نسبت از اهرم مالی و نرخ رشد نیز تأثیر می‌پذیرد.

ارسلان و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان عوامل تعیین‌کننده نسبت P/E در بورس اوراق بهادار ترکیه: اثر نوسانات سود به این نتیجه دست‌یافته‌اند که عملکرد سود سهام پیش‌بینی‌شده عامل اصلی P/E است، افزایش سرمایه‌گذاری منجر به افزایش نرخ P/E می‌گردد، با افزایش اهرم مالی و نیاز به سرمایه در گردش

1. Mulyani and Pitaloka (2017) and Sartono and Munir (1999)
2. debt to equity ratio
3. Pietrovit (2016)
4. earnings
5. entrust
6. Sari and Hermuningsih
7. Kumar Debasis Dutta, Mallika Saha, Dibakar Chandra Das

نسبت P/E کاهش می‌یابد. اگرچه تثبیت ریسک‌های ارزی و حاشیه سود ناخالص باعث تسریع در سودآوری می‌شود، اما در نهایت نسبت P/E افزایش می‌یابد.

بنتیموگلی و میرندا^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان مالکیت و عملکرد خارجی: شواهدی از هیئت‌مدیره شرکت‌های ایتالیایی به این نتیجه دست یافته است که مالکیت خارجی شرکت‌ها بر نسبت قیمت سهم به عایدی تأثیر گذار می‌باشد.

اهیبی و همکاران^۲ (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان عوامل تعیین‌کننده قیمت سهام در بخش مواد غذایی و شیرینی در نیجریه دریافتند که بین سود هر سهم و نسبت قیمت به درآمد به‌عنوان متغیرهای مستقل و قیمت سهام شرکت‌های نمونه رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. باین‌حال، بازده دارایی (ROA) و تولید ناخالص داخلی تعیین‌کننده‌های آماری قابل توجهی بر قیمت سهام شرکت‌های مواد غذایی و نوشیدنی در نیجریه نیستند. اندرسون و بروکز (۲۰۱۵)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین اندازه شرکت، نوع صنعت و سال موردبررسی با نسبت قیمت به سود هر سهم پرداختند. نتیجه تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که از بین سه عامل موردبررسی، اندازه شرکت بیشترین همبستگی را با نسبت قیمت به سود هر سهم دارد. همچنین، نوع صنعت و سال موردبررسی نیز با نسبت قیمت به سود هر سهم همبستگی معناداری دارد.

عباسی و پاغه (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان ارتباط میان تورم و نسبت قیمت سهم به عایدی و رفتار قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافته است که نسبت قیمت سهم به عایدی (p/e)، متغیر توضیحی معنی‌داری برای بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و شاخص قیمت صنعت^۳ (IPI) متغیرهای توضیحی معنی‌داری برای بازده سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران نیستند.

نجار، مینا (۱۳۹۸)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی تعیین‌کننده‌های نسبت قیمت به درآمد با تأکید بر نوسان پذیری سود در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافت که نوسانات سود تأثیر منفی و معنی‌داری بر نسبت قیمت به سود P/E خواهد داشت

شمس‌الدینی (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و نسبت قیمت به درآمد سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافته است که بین نسبت

1. Bentivogli and Mirenda

2. Andrew Ehiabhi TAFAMEL & Simon Ayo ADEKUNLE and Kedonojo Patrick AMMEH

3. Consumer Price Index (CPI) and Industry Price Index (IPI)

قیمت سهم به عایدی (P/E) با ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد اما مالکیت مدیریتی بالا بر رابطه بین نسبت قیمت سهم به عایدی و ساختار مالکیتی مذکور در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری ندارد.

ارمکان (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین سود هر سهم و نسبت p/e به این نتیجه دست یافت که بین فعالیت‌های تجاری و سود هر سهم رابطه معنی‌دار وجود دارد. با این وجود نتایج نشانگر این است که ارتباط معنی‌داری بین فعالیت‌های تجاری و نسبت p/e وجود ندارد.

رضایی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه نسبت قیمت سهم به عایدی آتی با ریسک و رشد درآمد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافته است که نسبت قیمت سهم به عایدی جلو رو، تابعی از رشد درآمد و ریسک می‌باشد. در عمل، این نسبت جهت تشکیل استراتژی‌های سرمایه‌گذاری به کار می‌رود و توسط کارگزاران (شرکت در بورس) به عنوان توجیهی برای سبد سهام توصیه‌شده به کار می‌رود از آن مهم‌تر، جامعه سرمایه‌گذاری این نسبت را به عنوان معیاری از انتظارات بازار از رشد آینده تفسیر می‌کنند.

دباغ و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر نسبت‌های مالی گزارش شده بر قیمت به درآمد هر سهم شرکت در سطوح مختلف فرصت‌های رشد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافته‌اند که تأثیر نسبت‌های مالی گزارش شده بر ارزش بازار شرکت در سطوح مختلف فرصت‌های رشد متفاوت است.

فضائلی و فلاح (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین نسبت قیمت به سود P/E و بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در ابتدا به تبیین ارتباط بین نسبت قیمت به سود P/E و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و سپس تبیین تأثیر مالکیت مدیریتی بالا بر رابطه بین نسبت قیمت به سود P/E و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد بین نسبت قیمت به سود P/E و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد اما مالکیت مدیریتی بالا بر رابطه بین نسبت قیمت به سود P/E و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری ندارد.

سرداری و ناصر اخوان (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت و نسبت P/E در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که ساختار مالکیت بالا (مالکیت مدیریتی، شرکتی و نهادی) روی نسبت p/e اثر قابل توجهی ندارد.

غلامی، خالد (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت قیمت به سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که بین معیارهای ساختار مالکیت (درصد مالکیت سهامداران حقوقی، درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و درصد مالکیت دارندگان بیش از پنج درصد سهام شرکت) و نسبت قیمت به سود سهام رابطه وجود دارد و بین درصد مالکیت سهامداران حقیقی و نسبت قیمت به سود سهام هیچ‌گونه رابطه‌ی وجود ندارد.

شهیکی تاش و همکاران (۱۳۸۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت براساس معیارهای نوین عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و Q توپین در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. فرضیه‌های این تحقیق مبتنی بر رابطه بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد شرکت است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های ارزش افزوده اقتصادی و Q توپین استفاده شده است. نمونه آماری شامل ۱۰۳ شرکت طی سال‌های (۱۳۸۹-۱۳۸۵) می‌باشد. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق پانل دیتا داده‌های ترکیبی می‌باشد. یافته‌های تحقیق براساس هر دو مدل ارزش افزوده اقتصادی و Q توپین نشان می‌دهد که رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و منفی بین مالکیت حقیقی و عملکرد شرکت وجود دارد. در مورد تمرکز مالکیت که بیانگر درصد سهام بزرگ‌ترین سهامدار شرکت می‌باشد رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت وجود دارد.

قائمی و همکاران (۱۳۸۹)، در تحقیقی با عنوان «تأثیر محافظه‌کاری بر پایداری سود و نسبت قیمت به سود (P/E)» بیان می‌کنند که در پیش گرفتن روش‌های محافظه‌کاری در هر شرکت موجب تطابق نادرست درآمدها و هزینه‌ها شده و این سبب می‌شود که اجزای تشکیل‌دهنده درآمد موقتی بوده و در نتیجه درآمد از ثبات کمتری برخوردار باشد. طبق الگوی اولسون که قیمت را براساس یک ترکیب خطی از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم محاسبه می‌کند، سودهای باثبات بیشتر به نسبت قیمت به سود بیشتر منجر می‌شوند. لذا فرض می‌شود که پایداری سود در شرکت‌هایی که سود محافظه‌کارانه‌تری ارائه می‌کنند کمتر است و نسبت P/E آن‌ها نیز کمتر است. این مطالعه با بررسی داده‌های ۸۸ شرکت بورسی درستی این فرضیه‌ها را تأیید می‌کند.

عزیزیان (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان بررسی عوامل تعیین‌کننده ضریب قیمت به سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با شناسایی هفت متغیر عمدتاً مبتنی بر پایه الگوی گوردن، استخراج الگوهای رگرسیون خطی و لگاریتمی از ضریب قیمت به سود و هم‌چنین آزمون الگوها و ضرایب استخراجی متغیرها را مورد هدف قرارداد. یافته‌های این تحقیق حاکی از اثر تعیین‌کننده رشد و ریسک شرکت بر ضریب قیمت به سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

خالقی مقدم و سهمانی اصل (۱۳۸۴)، در پژوهشی تحت عنوان تأثیر متغیرهای اقتصادی و حسابداری مؤثر بر ضریب p/e بیان می‌کنند که ضریب p/e شرکت‌ها با متغیرهای اقتصادی رابطه قوی داشته و تحت تأثیر افزایش یا کاهش متغیرهای اقتصادی رابطه معنی‌داری دارد. علاوه بر آن یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که ضریب p/e شرکت‌ها تحت تأثیر شدید متغیرهای حسابداری می‌باشد.

فرضیات پژوهش

- بین مالکیت خارجی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- بین مالکیت نهادی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- بین مالکیت شرکتی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- بین مالکیت مدیریتی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- بین مالکیت خصوصی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- بین مالکیت دولتی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- بین اهرم مالی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با در نظر گرفتن محدودیت‌های زیر است:

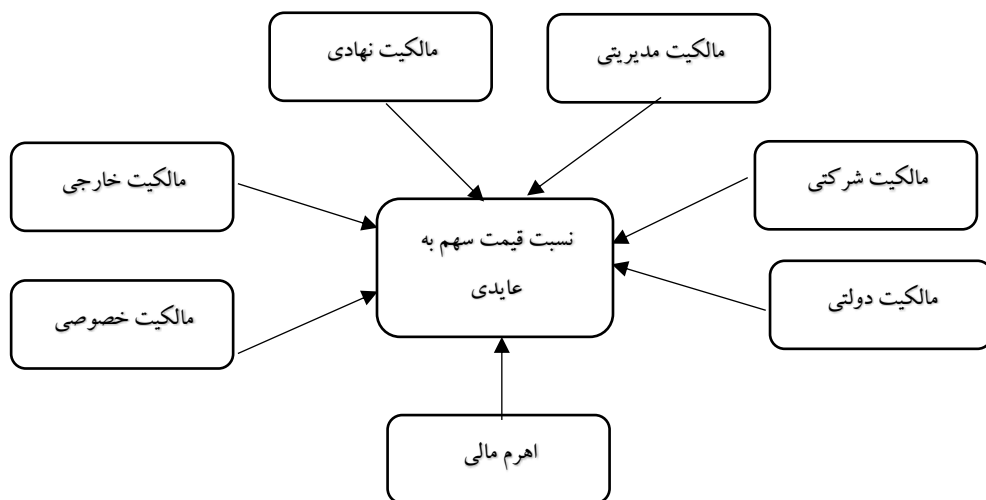
- اطلاعات مالی شرکت در دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد.
- سال مالی شرکت به پایان اسفند ختم شود و در دوره بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.
- سهام شرکت از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار معامله شده باشد.
- شرکت‌ها نباید در گروه شرکت‌های واسطه‌گری‌های مالی و سرمایه‌گذاری باشند.

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی به تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی‌های مهم داده‌ها گفته می‌شود. در این قسمت داده‌های مختلف به صورت جدول و نمودار نشان داده شده و به دنبال آن شاخص‌های مختلف در این زمینه اندازه‌گیری می‌شوند. جدول ۲، آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر میانگین، میانه، بیشینه و کمینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده می‌شود. در آزمون داده‌های تلفیقی، قبل از اجرای مدل‌های رگرسیونی باید آزمون اف لیمر (آزمون چاو) به اجرا درآید تا مشخص شود که باید از مدل تجمیعی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده کنیم یا از مدل داده‌های تابلویی. در صورتی که نتایج آزمون چاو نشان دهد مدل‌های تجمیعی مناسب است، نیازی به اجرای آزمون هاسمن نخواهد بود و چنانچه نتایج آزمون چاو گویای مناسب بودن مدل داده‌های تابلویی باشد، باید آزمون هاسمن اجرا شود تا مناسب بودن مدل اثرهای تصادفی و ثابت بررسی شود.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

مدل مفهومی پژوهش



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

مدل رگرسیونی پژوهش

مدل اول

$$P/E_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OWS_{i,T} + \beta_2 ROA_{i,T} + \beta_3 SIZE_{i,T} + \beta_4 RATE_{i,T} + \beta_5 AGE_{i,T} + \beta_6 INDI_{i,T} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل دوم

$$P/E_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,T} + \beta_2 ROA_{i,T} + \beta_3 SIZE_{i,T} + \beta_4 RATE_{i,T} + \beta_5 AGE_{i,T} + \beta_6 INDI_{i,T} + \varepsilon_{i,t}$$

اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

نسبت قیمت به سود سهم (P/E): برای اندازه‌گیری نسبت قیمت به سود هر سهم از فرمول زیر استفاده خواهد شد:

$$\text{نسبت قیمت به سود هر سهم} = \frac{\text{قیمت هر سهم}}{\text{سود هر سهم}}$$

متغیر مستقل:

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت بدهی کل به جمع حقوق صاحبان سهام
 ساختار مالکیت (OWS): در تحقیق حاضر ساختار مالکیت به ۶ طبقه مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی و مالکیت خارجی طبقه‌بندی می‌شود.
 مالکیت نهادی (ONI): به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگ‌ترین مالک آن اشخاص حقوقی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات و صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، واحدهای نیمه‌دولتی و بنیادهای خیریه، دایره امانی بانک و مؤسسات مالی تأمین سرمایه و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و ...) باشند (عباسی و رستگاریان، ۱۳۹۰). در تحقیق حاضر برابر است با تعداد سهام متعلق به اشخاص حقوقی به کل سهام شرکت.
 مالکیت شرکتی (COR): شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر مؤسسات تجاری به‌عنوان سرمایه‌گذاران شرکتی تعریف شده‌اند مالکان شرکتی در تحقیق حاضر اشخاص حقوقی غیردولتی مانند شرکت‌های تجاری و صنعتی هستند.

مالکیت مدیریتی (MAN): مالکیت مدیران به‌عنوان درصدی از سهام تعریف می‌شود که توسط هیئت‌مدیره و مدیران نگهداری می‌شود. در این پژوهش درصد سهام در تملک مدیران از طریق تقسیم مجموع سهام در دست مدیران و هیئت‌مدیره بر کل سهام منتشره محاسبه می‌شود (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۳).

مالکیت دولتی (GOV): دولت به‌واسطه یک سازمان دولتی یا یک شرکت دولتی مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت باشد. در این تحقیق اگر واگذاری شرکت‌ها به سازمان‌های دولتی و نهادهای وابسته باشد یعنی به‌اصطلاح شبه‌دولتی را به‌عنوان مالکیت دولتی لحاظ می‌شود. همچنین شرکت‌های که به‌واسطه رد دیون به سازمان‌های دولتی و نهادهای وابسته واگذار شده را همچنان دولتی نامیده می‌شود (طالب‌نیا و صدیقی‌کمال، ۱۳۹۴).

مالکیت خصوصی (IPI): افراد حقیقی یا حقوقی خصوصی مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت باشند و مالکیت آن‌ها طبق اصل ۴۴ واگذار شده، شرکت غیردولتی محسوب می‌شود، به‌عبارتی شرکت نه دولتی است نه عام‌المنفعه (طالب‌نیا و صدیقی‌کمال، ۱۳۹۴). برابر است با درصد مالکیت سهامداران نهادی غیردولتی.

مالکیت خارجی (EXT): برابر است با درصد سهام نگهداری شده توسط خارجی‌ها از کل سهام سرمایه شرکت است که شامل شرکای خارجی، موسسه‌های مالی خارجی، ملیت‌های خارجی و غیر مقیم‌های ایران است (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴).

متغیر کنترلی:

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم کل دارایی شرکت در پایان سال مالی شرکت.

تورم (RATE): نرخ تورم از آمارهای شاخص قیمت تولیدکننده موجود در سایت بانک مرکزی ایران گزارش شده است.

بازده دارایی (ROA): برابر است با نسبت سود خالص بعد از کسر مالیات به کل دارایی شرکت در پایان سال مالی.

سن شرکت (AGE): برابر است با لگاریتم تعداد سال‌هایی که شرکت شروع به فعالیت کرده است.

نوع صنعت (INDI): برای عضویت صنعت از دو گروه صنایع که نسبت به محیط‌زیست حساس هستند و صنایعی که نسبت به محیط‌زیست حساسیت کمتری دارند، استفاده شد. شرکت‌های حساس به محیط‌زیست شرکت‌هایی هستند که مواد اولیه آن‌ها به‌طور مستقیم از منابع طبیعی استخراج می‌شود، صنایع شیمیایی،

پتروشیمی، فلزات، معادن، اکتشاف نفت، کاغذ و نفت خام. به صناعی که نسبت به محیط‌زیست حساس هستند متغیر مصنوعی یک و به صناعی که نسبت به محیط‌زیست حساسیت کمتری دارند متغیر مصنوعی صفر داده شده است (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۴).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی تحقیق اعم از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی از داده‌های ۷ ساله (۱۳۹۱-۱۳۹۷) گردآوری شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه، حداقل و حداکثر و از شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام پذیرفته است. میانگین نسبت قیمت به سود تقریباً ۸/۸۵۷ و میانه‌ای در حدود ۶/۵۴۸ دارد. مقدار انحراف معیار آن ۹/۷۲۳ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن ۲۴/۱۵۳- و ۳۴/۶۲۵ است. این بیانگر این مطلب است که به‌طور متوسط شرکت‌ها به ازای یک ریال سود هر سهم معادل ۸/۸۵۷ از قیمت سهام شرکت استفاده شده است. کمترین میانگین در بین متغیرهای تحقیق مربوط به متغیر مالکیت خارجی است که تقریباً برابر ۰/۰۰۲ و بیشترین میانگین مربوط به متغیر نرخ تورم برابر با ۱۸/۵۱۳ است. کمترین میانه مربوط به متغیر مالکیت خارجی برابر با ۰/۰۰۰ و بیشترین میانه مربوط به متغیر نرخ تورم در حدود ۱۵/۶۰۰ است. کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر مالکیت خارجی که برابر ۰/۰۲۴ است که با توجه به اینکه میانگین آن برابر ۰/۰۰۲ بیانگر این است که داده‌ها نزدیک به میانگین هستند و دارای کمترین پراکندگی هستند. بیشترین انحراف معیار مربوط به نسبت قیمت به سود که برابر ۹/۷۲۳ بیانگر این است که داده‌ها نزدیک به میانگین نبوده و دارای بیشترین پراکندگی هستند.

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	میانگین	میانه	ماکسیمم	مینیمم	انحراف معیار	تعداد مشاهدات
نسبت قیمت به سود	۸/۵۲۷	۶/۵۴۸	۳۴/۶۲۵	-۲۴/۱۵۳	۹/۷۲۳	۷۷
اهرم مالی	۰/۷۵۸	۰/۶۸۷	۱/۹۹	-۱/۹۲۸	۰/۵۷۳	۷۷
مالکیت نهادی	۰/۳۷۴	۰/۲۹۴	۰/۹۸۹	۰/۰۰۰	۰/۳۲۱	۷۷
مالکیت شرکتی	۰/۲۶۹	۰/۰۹۰	۰/۹۹۴	۰/۰۰۰	۰/۳۰۳	۷۷
مالکیت مدیریتی	۰/۵۸۲	۰/۶۶۷	۰/۸۹۴	۰/۰۰۰	۰/۲۸۷	۷۷
مالکیت دولتی	۰/۰۲۹	۰/۰۰۰	۰/۵۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۶۶	۷۷

۷۷۷	۰/۳۱۹	۰/۰۰۰	۰/۹۸۹	۰/۲۷۵	۰/۳۵۳	مالکیت خصوصی
۷۷۷	۰/۰۲۴	۰/۰۰۰	۰/۴۹۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	مالکیت خارجی
۷۷۷	۰/۶۸۱	۳/۱۴۳	۸/۳۸۷	۶/۱۴۵	۶/۱۵۷	اندازه شرکت
۷۷۷	۹/۴۸۵	۹/۰۰۰	۳۴/۷۰۰	۱۵/۶۰۰	۱۸/۵۱۳	نرخ تورم
۷۷۷	۰/۲۲۴	-۰/۷۷۸	۰/۹۶۸	۰/۰۸۶	۰/۱۲۹	بازده دارایی
۷۷۷	۰/۱۲۷	۱/۱۴۶	۱/۸۱۹	۱/۶۵۳	۱/۶۱۱	سن شرکت
۷۷۷	-	-	-	-	-	نوع صنعت

آزمون فرضیه‌ها

جدول ۲ تحلیل فرضیه اول

بین مالکیت خارجی و نسبت قیمت به سود (P/E) رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.					
متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال		
خارجی	۷۵/۴۹۷	۷/۹۲۲	۰/۰۰۰		
اندازه شرکت	-۱/۶۳۹	-۰/۶۸۹	۰/۰۰۰۵		
نرخ تورم	-۰/۱۲۱	-۴/۵۱۷	۰/۰۰۰		
بازده دارایی	-۲/۳۱۸	-۲/۰۱۸	۰/۰۴۳		
سن شرکت	-۱/۲۹۸	-۰/۶۸۹	۰/۴۹۰		
نوع صنعت	-۰/۹۴۳	-۱/۴۲۸	۰/۱۵۳		
ضریب ثابت	۲۳/۴۷۲	۵/۳۳۳	۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۳۲۴				
دوربین واتسون	۲/۰۸				
آماره F	۴۴/۸۸۰				
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰				
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن				
آماره آزمون	نتیجه	آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲/۲۳۸	مدل پنلی	۹/۲۰۴	۰/۱۶۲	نتیجه	مدل اثر تصادفی
آزمون خودهمبستگی					
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه
۲۷/۸۹۸	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۱۰/۵۷۰	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۲ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین مالکیت خارجی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۳۲۴ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دوربین واتسون به دست آمده (۲/۰۸) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مالکیت خارجی (۷۵/۴۹۷) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) بوده است بنابراین رابطه بین مالکیت خارجی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری بوده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش همسو با پژوهش ساری و هرمونینگیش (۲۰۱۸)، بای و همکاران (۲۰۰۴) و بتیموگلی و میرندا (۲۰۱۶) است.

جدول ۳ تحلیل فرضیه دوم

بین مالکیت نهادی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
مالکیت نهادی	۱/۳۸۶	۰/۸۵۵	۰/۳۹۲
اندازه شرکت	-۰/۷۴۷	-۳/۲۶۵	۰/۰۰۱
نرخ تورم	-۰/۱۳۸	-۱۷/۲۱۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۳۵۵	-۰/۵۶۱	۰/۵۷۵
سن شرکت	-۲۵/۱۷۵	-۴/۵۵۳	۰/۰۰۰
نوع صنعت	-۱/۹۸۵	-۰/۸۵۹	۰/۳۹۰
ضریب ثابت	۵۷/۳۲۰	۷/۵۵۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۶۳۸		
دوربین واتسون	۲/۱۶		
آماره F	۸/۲۲۹		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	
۲/۲۵۱	۰/۰۰۰۰	مدل پنبلی	۲/۲۱۲
آزمون خودهمبستگی	آزمون ناهمسانی واریانس		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	
۲۸/۱۲۵	۰/۰۰۰		۱۰/۵۳۸

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۲ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین مالکیت نهادی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۶۳۸ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دوربین واتسون به دست آمده (۲/۱۶) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مالکیت نهادی (۱/۳۸۶) و سطح معناداری آن (۰/۳۹۲) بوده است بنابراین رابطه بین مالکیت نهادی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری نبوده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش همسو با پژوهش سرداری و ناصر اخوان (۱۳۹۴) است.

جدول ۴ تحلیل فرضیه سوم

بین مالکیت مدیریتی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
مالکیت مدیریتی	۱/۵۴۶	۰/۷۹۳	۰/۴۲۸
اندازه شرکت	-۰/۷۲۷	-۱/۲۸۰	۰/۰۲۰
نرخ تورم	-۰/۱۳۸	-۶/۸۳۸	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۴۵۰	-۰/۴۴۰	۰/۶۶۰
سن شرکت	-۲۴/۳۳۹	-۲/۹۲۳	۰/۰۰۳
نوع صنعت	-۲/۱۲۶	-۰/۳۶۵	۰/۵۱۴
ضریب ثابت	۵۵/۵۵۸	۴/۰۴۹	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۶۴۸		
دوربین واتسون	۲/۱۵		
آماره F	۸/۶۰۲		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲/۳۲۹	۰/۰۰۰۰	مدل پنلی	۲/۹۴۳
		احتمال آماره	نتیجه
		۰/۷۱۵	مدل اثر تصادفی
آزمون خودهمبستگی	آزمون ناهمسانی واریانس		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۳۰/۳۲۹	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۱۰/۷۱۹
		وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۲ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین مالکیت مدیریتی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۶۴۸ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دوربین واتسون به دست آمده (۲/۱۵) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مالکیت مدیریتی (۱/۵۴۶) و سطح معناداری آن (۰/۴۲۸) بوده است بنابراین رابطه بین مالکیت مدیریتی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری نبوده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش همسو با پژوهش سرداری و ناصر اخوان (۱۳۹۴)، شمس‌الدینی (۱۳۹۷) و فضائلی و فلاح (۱۳۹۴) است.

جدول ۵ تحلیل فرضیه چهارم

بین مالکیت شرکتی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
مالکیت شرکتی	۲/۱۴۸	۰/۶۸۴	۰/۴۹۳
اندازه شرکت	۰/۶۹۰	-۳/۱۶۵	۰/۰۰۱
نرخ تورم	-۰/۱۳۶	-۱۴/۳۶۹	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۱۹۱	-۰/۳۱۰	۰/۷۵۶
سن شرکت	-۲۵/۱۷۲	-۴/۳۱۹	۰/۰۰۰
نوع صنعت	-۱/۲۸۹	-۰/۵۳۱	۰/۵۹۵
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۵۸۱		
دوربین واتسون	۲/۱۵۵		
آماره F	۸/۸۴۹		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲/۳۱۱	۰/۰۰۰۰	مدل پنبلی	۲/۴۴۱
		احتمال آماره	۰/۶۴۰
		نتیجه	مدل اثر تصادفی
آزمون خودهمبستگی	آزمون هاسمنی واریانس		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲۹/۵۹۳	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۱۰/۴۳۲
		وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۵ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین مالکیت شرکتی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۵۸۱ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دوربین واتسون به دست آمده (۲/۱۵۵) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مالکیت شرکتی (۲،۱۴۸) و سطح معناداری آن (۰/۴۹۳) بوده است بنابراین رابطه بین مالکیت شرکتی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری نبوده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش مطابق با پژوهش سرداری و ناصر اخوان (۱۳۹۴) است.

جدول ۶ تحلیل فرضیه پنجم

بین مالکیت خصوصی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
مالکیت خصوصی	۲/۶۸۳	۱/۸۴۵	۰/۰۶۵
اندازه شرکت	-۰/۴۰۷	-۱/۴۸۲	/۱۳۸
نرخ تورم	۰/۱۱۵	-۱۶/۲۰۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۸۰۵	-۱/۷۰۹	۰/۰۸۷
سن شرکت	-۱۴/۶۷۸	-۲/۶۵۳	۰/۰۰۸
نوع صنعت	-۲/۲۲۸	-۰/۸۲۸	۰/۴۰۷
ضریب ثابت	۳۷/۶۳۰	۴/۹۸۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۶۰۵		
دوربین واتسون	۲/۱۴۱		
آماره F	۹/۶۷۷		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲/۲۶۲	۰/۰۰۰۰	مدل پنبلی	۲/۴۳۷
	۰/۶۷۵	احتمال آماره	نتیجه
	مدل اثر تصادفی		
آزمون خودهمبستگی	آزمون هاسمنی واریانس		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲۸/۱۶۱	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۱۰/۴۴۵
	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس	

با توجه به نتایج به‌دست آمده در جدول شماره ۶ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین مالکیت خصوصی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به‌دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به‌خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۶۰۵ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دورین واتسون به‌دست آمده (۲/۱۴۱) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی‌مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به‌دست آمده ضریب مالکیت خصوصی (۲/۶۸۳) و سطح معناداری آن (۰/۰۶۵) بوده است بنابراین رابطه بین مالکیت خصوصی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری نبوده است. نتایج به‌دست آمده در این پژوهش مطابق با پژوهش غلامی، خالد (۱۳۹۴) است.

جدول ۷ تحلیل فرضیه ششم

بین مالکیت دولتی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
مالکیت دولتی	۲/۴۳۴	۱/۱۵۱	۰/۲۴۹
اندازه شرکت	-۰/۷۰۲	-۲/۹۴۶	۰/۰۰۳
نرخ تورم	-۰/۱۳۹	-۱۷/۵۷۵	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۳۷۳	-۰/۶۳۶	۰/۵۲۴
سن شرکت	-۲۵/۵۶۷	-۴/۱۵۰	۰/۰۰۰
نوع صنعت	-۱/۵۸۳	-۰/۶۰۰	۰/۵۴۸
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۵۶۷		
دورین واتسون	۲/۱۵۷		
آماره F	۸/۴۲۶		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲/۳۱۵	۰/۰۰۰۰	مدل پنبلی	۲/۱۴۸
	۰/۷۰۵	احتمال آماره	نتیجه
		مدل اثر تصادفی	
آزمون خودهمبستگی	آزمون ناهمسانی واریانس		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲۹/۹۹۶	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۱۰/۴۰۳
	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس	

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۷ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین مالکیت دولتی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۵۶۷ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دوربین واتسون به دست آمده (۲/۱۵۷) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مالکیت دولتی (۲/۴۳۴) و سطح معناداری آن (۰/۲۴۹) بوده است بنابراین رابطه بین مالکیت دولتی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری نبوده است.

جدول ۸: تحلیل فرضیه هفتم

بین اهرم مالی و نسبت قیمت به سود (p/e) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
اهرم مالی	۱/۲۵۱	۳/۲۶۳	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	-۰/۷۵۸	-۱/۳۵۲	۰/۱۷۶
نرخ تورم	-۰/۱۴۰	-۶/۹۰۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۱۷۲	-۰/۱۶۳	۰/۶۶۳
سن شرکت	-۲۷/۳۹۲	-۳/۱۰۶	۰/۰۰۲
نوع صنعت	-۰/۶۰۵	-۰/۱۰۶	۰/۶۱۵
ضریب ثابت	۵۹/۷۵۶	۴/۱۶۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۶۴۴		
دوربین واتسون	۲/۱۵۲		
آماره F	۱۱/۲۳۶		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		
آزمون اف لیمر	آزمون هاسمن		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۲/۳۲۲	۰/۰۰۰۰	مدل پنبلی	۱/۹۹۷
		مدل اثر ثابت	۰/۶۱۹
آزمون خودهمبستگی	آزمون ناهمسانی واریانس		
آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه	آماره آزمون
۳۰/۴۲۵	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۱۰/۳۵۴
		وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۷ از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین اهرم مالی و نسبت قیمت به سود (p/e)، سطح خطای به دست آمده برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است، ضریب تعیین تعدیلی بیانگر این است که متغیرهای وارد شده در مدل اول ۰/۶۴۴ متغیر نسبت قیمت به سود را نشان می‌دهند، همچنین آماره دورین واتسون به دست آمده (۲/۱۵۲) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده ضریب اهرم مالی (۱/۲۵۱) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۱) بوده است بنابراین رابطه بین اهرم مالی و نسبت قیمت به سود (p/e) مثبت و معناداری بوده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش مطابق با پژوهش‌های ساری و هرمونینگیش (۲۰۱۸)، دوتا و همکاران^۱ (۲۰۱۸)، هلیل و همکاران (۲۰۱۸) و مخالف با پژوهش‌هایی مانند مارلی و همکاران (۲۰۱۰) و محمود و زکریا (۲۰۰۷) است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

در این پژوهش به دنبال بررسی رابطه تأثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر نسبت قیمت به سود (p/e) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم، به نحوی که متغیر ساختار مالکیت از ۶ جنبه مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی، مالکیت مدیریتی و مالکیت خارجی و اهرم مالی در نقش متغیر مستقل و نسبت قیمت به سود (p/e) نقش متغیر وابسته را داشته است. آزمون فرضیه-های پژوهش نشان داد که مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی، مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر نسبت قیمت به سود نداشته است.

نتایج این تحقیق با تحقیق چایرا و هومسی (۲۰۱۵) مطابقت نداشته زیرا آنان معتقد بودند که نسبت p/e پایین نشانگر عدم توانایی ارزش آفرینی و ناکارآمدی هیئت مدیره ناشی از مالکیت خودی بالا و عملکرد ضعیف مداوم است. نتایج همچنین با نتایج سرداری و اخوان (۱۳۹۴) و شمس‌الدینی (۱۳۹۷) که نشان دادند ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی) بر نسبت قیمت به سود تأثیر معنی‌داری ندارد مطابقت دارد. در علت این تأثیرپذیری کم شاید به این خاطر باشد که لزوم توجه به مکانیزم‌های راهبری شرکتی در آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی بورس تهران به تازگی مورد تأکید قرار گرفته و شاید و امروزه آن‌طور

1. Kumar Debasis Dutta, Mallika Saha, Dibakar Chandra Das

که باید در کشور ما بحث تنوع ساختار مالکیت مطرح نبوده و این موضوع هنوز هم به صورت یکنواخت مسیر خود را طی می‌کند. نتایج تحقیق با ساری و هرمونینگیش^۱ (۲۰۱۸)، بای و همکاران (۲۰۰۴)^۲ و سالواتوره (۲۰۰۵) که دریافتند مالکیت خارجی ارزش‌گذاری بازار را افزایش می‌دهد؛ بنابراین مالکیت خارجی می‌تواند نسبت قیمت به سود را افزایش دهد مطابق دارد. اگر مدیریت شرکت همان کارهایی که هدف سهامداران است را انجام دهد ارزش شرکت می‌تواند افزایش یابد. مالکیت خارجی می‌تواند نظارت نزدیک بر عملکرد شرکت باشد. به طوری که مالکیت خارجی می‌تواند ارزش شرکت را بهبود دهد (بای و همکاران، ۲۰۰۴).

نتایج تحقیق همچنین با ساری و هرمونینگیش (۲۰۱۸) نشان دادند که اهرم مالی بر نسبت قیمت سهم تأثیر مثبت می‌گذارد مطابق دارد. بدهی یک سیگنال مثبت به بازار است (راس، ۱۹۷۷)^۳؛ یعنی شرکت چشم‌اندازهای مثبتی دارد و شرکت در حال گسترش بازار خود است. شرکت‌هایی که بدهی دارند از نزدیک توسط طلبکاران نظارت می‌شوند بنابراین شرکت خوب عمل می‌کند. شرکت‌هایی که عملکرد خوبی دارند می‌توانند سود بالایی کسب کنند؛ بنابراین، بدهی می‌تواند ارزش نسبت قیمت به سود (P/E) را افزایش دهد. نتایج این تحقیق مطابق با نتایج تحقیقات مولیانی و پیتالوکا^۴ (۲۰۱۷) و سارتونو و منیر^۵ (۱۹۹۹) است اما با نتایج تحقیقات ملکیل و کراگ (۱۹۷۰)، مارلی و همکاران (۲۰۱۰) و محمود و ذکریا (۲۰۰۷) متفاوت است که دریافتند ساختار سرمایه (DER) می‌تواند نسبت قیمت به سود (P/E) را کاهش دهد.

سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای تصمیم‌گیری از اطلاعات مالی استفاده می‌کنند. پیترویت (۲۰۱۶) در تحقیق خود نشان داد که نسبت q توپین درآمدهای آتی موردانتظار مربوط به درآمد پیش‌بینی شده توسط ارزش دفتری را ارائه می‌دهد، نسبت قیمت به درآمد رشد آتی درآمدها را براساس پیش‌بینی درآمد فعلی مقایسه می‌کند. به عبارت دیگر، نسبت بالا قیمت به درآمد ممکن است نشان‌دهنده این باشد که سرمایه‌گذاران مایل هستند به رشد سود آتی اعتماد کنند، حتی اگر سود فعلی کم باشد و نسبت قیمت به سود بر سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ اما گنجاندن P/E بر محتوای اطلاعاتی مربوط به q توپین در معادله سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد علاوه بر این، پیش‌بینی سودهای آتی با استفاده از اطلاعات مربوط به درآمد فعلی (P/E)، تعیین‌کننده دیگری برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در آینده است. مرادی و پورحسن (۱۳۸۹) دریافتند

1. Sari and Hermuningsih

2. Bai et al (2004)

3. Ross, 1977

4. Mulyani, L dan Pitaloka, E.

5. Sartono, Agus dan Munir, Misbahul.

که در فرایند پیش‌بینی بازده حقوق صاحبان سهام، اگرچه قدرت پیش‌بینی کنندگی نسبت q توپین در مقایسه با سایر نسبت‌های ارزشیابی از جمله (P/E) و (P/B) بیشتر است، ولی قدرت پیش‌بینی کنندگی آن زیاد نیست. ساختار مالکیت و اهرم مالی بر عملکرد مالی از جمله نسبت قیمت به سود واحد تجاری تأثیر گذار می‌باشد و داشتن اطلاعات در این زمینه برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بسیار مفید می‌باشد. از این روی به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگام مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌ها، جهت پیش‌بینی در مورد عملکرد آتی و تصمیم‌گیری درباره خرید، نگهداری یا فروش آن به ساختار مالکیت به‌ویژه مالکیت خارجی و اهرم مالی توجه ویژه‌ای داشته باشند.

موضوعات زیر جهت پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

- بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و اهرم مالی با نسبت قیمت به سود به تفکیک صنایع مختلف و طی چرخه عمر شرکت؛
- با توجه به اینکه دوره‌های رکورد و رونق همزمان در بسیاری از فعالیت‌های اقتصادی حاکم بوده و ممکن است که نگرش مدیران را تصمیم‌ها تحت تأثیر قرار دهد؛ از این رو پیشنهاد می‌شود تأثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر نسبت قیمت به سود را در دوره‌های رکود و رونق مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- ارمکان، سید احمد (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین سود هر سهم و نسبت p/e . فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۳، شماره ۱، بهار ۱۳۹۶، ص ۲۲۸-۲۳۴.
- اسدی، غلامحسین، بیات، مرتضی و نقدی، سجاد (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال چهارم، زمستان ۱۳۹۳، شماره ۱۴
- بیابانی، شاعر، رضی کاظمی، ستاره (صغری). (۱۳۹۲). ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶(شماره ۴ (پیاپی ۲۰))، ۱۵-۲۸.
- پورزمانی زهرا، جهانشاد آریتا، نعمتی علی و فرهودی زارع پروین (۱۳۸۹)، بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، زمستان ۱۳۸۹، دوره ۲، شماره ۸، از صفحه ۲۵ تا صفحه ۴۶.

- تهرانی، رضا (۱۳۹۵)، مدیریت مالی، نشر نگاه دانش: تهران
- جونز، چارلز (۱۳۹۷)، سرمایه‌گذاری، تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری، مترجم: رضا تهرانی، نشر نگاه دانش
- خالقی مقدم، حمید و سهمانی اصل، محمدعلی (۱۳۸۴). متغیرهای اقتصادی و حسابداری مؤثر بر ضریب P/e. مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۸۱-۵۷.
- خدادادی، ولی؛ قربانی، رامین و خوانساری، نیکو (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر حق الزحمه حسابرسی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۱، صص ۷۲-۵۷.
- روشن، سیدعلیقلی؛ آرن، ابوالفضل؛ حسینی، سیدحسین و دریکنده، علی (۱۳۹۲). ارزیابی عوامل مؤثر بر نسبت قیمت به درآمد سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهش دانش مالی تحلیل اوراق بهادار تهران، شماره ۱۴، صص ۵۷-۴۱
- سرداری، سولماز و امیر ناصر اخوان، (۱۳۹۴)، ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت و نسبت P/E در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت و فرهنگ ایرانی اسلامی، اردبیل، موسسه پیشگامان فرهیختگان فرهنگ و اندیشه ولیعصر، اداره کل فرهنگ و ارشاد اسلامی استان اردبیل، https://www.civilica.com/Paper-VALIASR02-VALIASR02_113.html
- شهیکی تاش، محمدنبی، کاظمی، مهدی و امینی موسی (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا، مطالعات اقتصادی، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، دوره ۱، شماره ۲، از صفحه ۶۷ تا صفحه ۹۵.
- طاهری‌نیا، مسعود و آرش کوگانی، ۱۳۹۴، بررسی رابطه ساختار مالکیت و معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، استانبول، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ایلیا
- عباسی، ابراهیم، رستگار نیا، فاطمه. (۱۳۹۱). تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۱)، ۳۳-۵۰. doi: 10.22051/jera.2013.551
- عزیزیان، افشین (۱۳۸۵)، بررسی عوامل تعیین‌کننده ضریب قیمت به سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

- غلامی، خالد (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت قیمت به سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، زمستان ۱۳۹۴، ص ۹۶-۱۰۶
- فضائلی، میترا و فلاح، رضا (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین نسبت قیمت به سود P/E و بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد و حسابداری
- فوقی، سارا. (۱۳۸۳)، ارزیابی صحت رابطه گوردن در عوامل مؤثر بر قیمت معاملاتی سهام صنایع بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۷۵، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه تهران.
- قائمی، محمدحسین، ودیعی، محمدحسین و حاجی پور، میثم (۱۳۸۹)، تأثیر محافظه‌کاری بر پایداری سود و نسبت قیمت به سود (p/e). مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۲، پاییز ۱۳۸۹، ص ۷۳-۵۵
- مرادی، مهدی و پور حسن، فهیمه (۱۳۸۹)، بررسی کاربرد نسبت q تویین و مقایسه‌ی آن با نسبت‌های ارزشیابی عملکرد در پیش‌بینی بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم- شماره ۱، ص ۱۷۹ تا ۱۹۸.
- نجار، مینا (۱۳۹۸)، بررسی تعیین‌کننده‌های نسبت قیمت به درآمد با تأکید بر نوسان‌پذیری سود در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خزر.
- یحیی زاده فر، محمود و جعفری صمیمی، احمد (۱۳۷۸)، بررسی رابطه علی بین تورم، بازده سهام و شاخص قیمت سهام در ایران، مجله مدرس علوم انسانی، بهار ۱۳۷۸- شماره ۱۰ علمی و پژوهشی، ص ۸۵ تا ۱۱۲.

1. Abbasi, Ebrahim dan Pagghe, Araz M. (2013). The Relationship Between Inflation, Pric Earnings Ratio (P/E) And Price Behavior Of Stocks In Tehran Stock Exchange. International Research Journal of Management Sciences. Vol. 1 (4), 98-104
2. Arslan, H., Iltas, Y. and kayhan, T. (2017). Target P/E ratio determinants in the Turkish Stock Market: Earning volatility effect. Theoretical and Applied Economics, Vol. 24, No. 4(613), pp. 65-74.
3. Andrew Ehiabhi TAFAMEL & Simon Ayo ADEKUNLE and Kedonojo Patrick AMMEH(2015). DETERMINANTS OF SHARE PRICES IN FOOD AND BEVERAGES SECTOR IN NIGERIA, Sokoto Journal of the Social Sciences Vol. 5: No.2,
4. Agustina, Tenti. (2006). Kepemilikan Asing Perusahaan BEJ, Book to Equity Ratio, Foreign Ownership, Informasi Asimetri, Return on Assets, Price Earning

- Ratio.TesisMMUGM.http://etd.repository.ugm.ac.id/index.php?mod=penelitian_detail&sub=PenelitianDetail&act=view&typ=html&buku_id=30942
5. Azizi A, (1999). Detecting the effective macroeconomic variables on the stock price index. PhD Thesis, Allameh Tabatabaai University, Iran.
 6. Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stock In Relation Their Price To Earning Ratio : A Test of Efficient Market Hypothesis Test. *The Journal Of Finance*, Vol.32, No.3, 663-682.
 7. Bai, Chong E., Liu, Q., Lu J., Song, Frank M., And Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics* 32, 599–616.
 8. Bayati M, (2005). Correlation between inflation, stock price index, price index and cash returns of stock exchange. MS Thesis, Allameh Tabatabaai University Iran.
 9. Chau, Esther; Wu, Jayce (2013). *Economics HL/SL - Study Guide for the IB Diploma*. CANA Academy Limited. p. 166
 10. Chira, Inga dan Houmes, R. 2015. The effect of ownership structure on the price earnings ratioreturns anomaly. *International Review of Financial Analysis*, Volume 37, January 2015, Pages 140-147
 11. Campbell, J.Y. Vuolteenaho, T. (2004). Inflation illusion and stock prices. *American Economic Review* 94 (2), 19–23
 12. Dave E. A. L. Henrietta and C.Martyn. 1998. Predicting Earnings Growth Using Earnings- Price Ratios. Australian Evidence. *Australian Journal Of Management*. (June 01, 1998).
 13. Fairfield P.M. 1994. P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends. *Financial Analysts Journal*. Vol. 50 No. 4 (1994), pp 23-31.
 14. Farooque, Omar Al, Tony van Zijl, Keitha D. AKM Waresul K. (2007). Corporate Governance in Bangladesh: Link between Ownership and Financial Performance, Blackwell Publishing Ltd. *Journal Compilation*, 15 (6), 1453-1468
 15. Goel, Utkarsh et al. (2015). Operating liquidity and financial leverage: Evidences from Indian machinery industry. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 189 (2015) 344 – 350.
 16. Goyal A, welch I, 2003. Predicting the equity premium with dividend ratios. *Management Science Journal*. 49(5): 639-654
 17. Hermuningsih, Sri. (2012). *Pengantar Pasar Modal INDONESIA*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
 18. Halil, A. YUKSEL, I and tEIMOUR, K. 2018. Target P/E ratio determinants in the Turkish Stock Market: Earning volatility effect. *Theoretical and Applied Economics*, 3(4), pp. 65-74.
 19. Jensen, M. C., and Meckling W. H. 1976. The theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and theory ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
 20. Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323e329.
 21. Kumar Debasis, D., Mallika, S. and Dibakar Chandra, D. (2018). Determinants of P/E Ratio: An Empirical Study on Listed Manufacturing Companies in DSE, DOI: 10.29322/IJSRP.8.4.2018.p7624 <http://dx.doi.org/10.29322/IJSRP.8.4.2018.p7624>
 22. Li, Kai; Yue, Heng; Zhao, Longkai. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics* 37 (2009) 471–490

23. Moeliadji, Arie Sandjaya. (2010). Pengaruh financial leverage terhadap return on equity, earnings per share, price earnings ratio dan risiko sistematis: pada perusahaan yang termasuk dalam anggota LQ 45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2003-2007. Bachelor thesis, Petra Christian University.
24. Mulyani, L dan Pitaloka, E. (2017). Pengaruh Return on Equity, Earning per Share (EPS), dan Debt to Equity Ratio terhadap Price Earning Ratio (PER) Pada PT Indofood Sukses
25. Madsen B, 2002. Share Returns and the Fishare Hypothesis Reconsidered. *Applied Financial Economy Journal*. 12(4): 565-574
26. McWilliams J. D. “ Prices, Earnings and P/E ratios.” *Financial Analysts Journal*, (May-June, 1966), 1966, pp137-142.
27. Mashayekhi, B and Lotfi Aghel, Z. 2016. A Study on the Determinants of Earnings Response Coefficient in an Emerging Market. *International Journal of Economics and management Engineering*, Vol: 10, No:7, 2016
28. Mahmood W.M. W., R. Zakaria. (2007). Profitability and Capital Structure of the Property and construction Sectors in Malaysia. *Pacific Rim Property Research Journal* Vol. 13 No. 1(2007).
29. Malkiel B.G. and J.G.Cragg. (1970). Expectation and The Structure of Share Price. *American Economic Review* 60.
30. Marli, Sumarsono Dan Ismail, M. (2010). Analisis Variabel yang Mempengaruhi Price Earning Ratio Dalam Penilaian Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1998 – 2001). *Wacana* Vol. 13 No.2. April 2010. ISSN. 1411-0199
31. Myers, S.C. and Majluf, N.C. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp.187-222.
32. Modigliani, F. & Miller M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *American Economic Review*, 53, pp. 433-443
33. Modigliani, F. & Miller M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic*, 48 (3), pp. 261-297.
34. Pietrovit, Filomena. (2016). Do price-earnings ratios explain investment decisions better than Tobin’s q? Evidence from German firm-level data. *Applied Economics* Volume 48, 2016 - Issue 34.
35. Ross, S.A. (1977), “The determination of financial structure: the incentive-signaling approach”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 209-43.
36. Salvatore, Dominick. (2005). *Managerial Economic*. Salemba Empat, Jakarta.
37. Sari Pristin, Hermuningsih Sri (2018) Foreign Ownership, Financial Leverage Dan Price To Earning Ratio (P/E), Volume 10, No. 1, pp 1-10
38. Shyu, Jonchi. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation. *Managerial Finance*, Vol. 39 Iss 4 pp. 404 – 420
39. Sartono, Agus dan Munir, Misbahul. 1999. Pengaruh Kategori Industri Terhadap Price To Earning Ratio Dan Faktor Penentunya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 1997, XII(3).
40. Torous W, valkanov R, Yan S, 2004. On Predicting Stock Returns with Nearly Integrated Explanatory Variables. *Journal of Business*. 77(4): 937-966
41. Tandelilin, Eduardus. (2008). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Kanisius