



دانشگاه علامه طباطبایی  
دانشکده مدیریت و حسابداری

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری

## رابطه بین ویژگی های شرکت و کیفیت حاکمیت شرکتی

نگارش  
فاطمه توکلی

استاد راهنما  
دکتر یحیی حساس یگانه

استاد مشاور  
دکتر محسن سهرابی

استاد داور  
دکتر صابر شعری

خرداد 1388

## تقديم به

تقديم به پدر و مادر بسیار عزیز ، دلسوز و فداکارم که پیوسته  
جرعه نوش جام تعليم و تربيت ، فضيلت و انسانيت آنها بوده ام و همواره چراغ  
وجودشان روشنگر راه من در سختی ها و مشکلات بوده است.

## تقدیر و سپاس

در ابتدا خداوند بزرگ را شاکرم که به من توفیق داد در مسیر علم و پژوهش گام نهم و بتوانم در این مرحله از تحصیل موفق و سربلند باشم. لذا برخود می دانم از محضر همه بزرگوارانی که قدم در این مسیر، بدون کمک و توجه شان میسر نبوده است، نهایت تشکر و سپاس را داشته باشم.

از استاد ارجمند، جناب آقای دکتر یحیی حساس یگانه که در سمت راهنما این پایان نامه را قبول زحمت فرموده و در نهایت بزرگواری کمال همکاری را با بنده داشته و صبورانه در این مسیر همراهی ام کردند، کمال تشکر و قدردانی را دارم.

از جناب آقای دکتر محسن سهرابی که در سمت مشاور این پایانه نامه افتخار استفاده و بهره مندی از محضرشان و مشاوره های خویشان را داشته ام و همچنین از جناب آقای دکتر شعری که با قضاوت خود، مرا در تنزیه این تحقیق از عیب و نقص یاری نمودند، کمال تشکر و سپاس را دارم.

## چکیده

با سقوط شرکت انرون و مؤسسه آرتور اندرسون در امریکا و وقایعی مشابه در انگلیس از قبیل فروپاشی مارکونی، حاکمیت شرکتی به طور فزاینده ای با اهمیت شده است. در نتیجه، سازمان های بین المللی خیلی علاقه مند به مسائل حاکمیت شرکتی شدند. در این تحقیق به بررسی عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی خوب در شرکت های ایرانی پرداخته شده، کیفیت حاکمیت شرکتی به عنوان مبنایی برای رتبه بندی شرکت ها مورد توجه قرار گرفته است و ویژگی های شرکتی که مرتبط با کیفیت حاکمیت شرکتی می باشد، شناسایی شده است.

چهار شاخصی که ساختار حاکمیت شرکتی را در این تحقیق به طور خلاصه نشان داده است، عبارتست از: شاخص هیئت مدیره، شاخص کمیته های فرعی هیئت مدیره، شاخص کمیته حسابرسی و شاخص کل. این شاخص ها به منظور بررسی اینکه آیا رفتار شرکت بر کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر می گذارد یا خیر، مورد استفاده قرار گرفته اند. ویژگی های شرکتی مطرح شده در این تحقیق عبارتند از: ساختار مالکیت، فرصت های سرمایه گذاری، دارایی های نامشهود، نیازهای تأمین مالی بیرونی و اندازه شرکت.

کلید واژه : حاکمیت شرکتی، هیئت مدیره، کمیته های فرعی هیئت مدیره، کمیته حسابرسی

**Fatemeh\_t4680@yahoo.com**

- 
- ۱) Corporate governance
  - ۲) board of directors
  - ۳) board committees
  - ۴) Audit committees

## - فصل اول

۲-۱-۱	مقدمه	۲
۲-۱-۲	بیان مسئله	۲
۲-۱-۳	سوابق مربوط	۸
۲-۱-۴	فرضیه های تحقیق	۱۰
۲-۱-۵	اهداف تحقیق	۱۰
۲-۱-۶	روش شناسی	۱۱
۲-۱-۷	تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی طرح	۱۱
۲-۱-۸	روش تجزیه و تحلیل داده ها	۱۲
۲-۱-۹	ساختار کلی تحقیق	۱۲

## - فصل دوم

۲-۱	مقدمه	۱۴
۲-۲	تعاریف ارائه شده برای حاکمیت شرکتی	۱۵
۲-۳	چارچوب نظری حاکمیت شرکتی	۱۶
۲-۴	سیستم های حاکمیت شرکتی	۱۸
۲-۵	مکانیزم های حاکمیت شرکتی	۲۰
۲-۶	الزامات قانونی پیرامون حاکمیت شرکتی در سطح بین المللی	۲۲
۲-۶-۱	الزامات قانونی پیرامون حاکمیت شرکتی در امریکا	۲۲
۲-۶-۲	الزامات قانونی پیرامون حاکمیت شرکتی در انگلستان	۲۷
۲-۶-۳	الزامات قانونی پیرامون حاکمیت شرکتی در فرانسه	۲۷
۲-۶-۴	الزامات قانونی پیرامون حاکمیت شرکتی در ژاپن	۲۷
۲-۷	گزارشات ارائه شده توسط کمیته های مختلف در ارتباط با حاکمیت شرکتی	۲۸
۲-۷-۱	گزارش کدبری	۲۸
۲-۷-۲	گزارش گرینبری	۲۸
۲-۷-۳	گزارش هامپل	۲۹
۲-۷-۴	گزارش ماینرز	۲۹
۲-۸	رتبه بندی شرکت ها بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی	۳۰
۲-۸-۱	روش های رتبه بندی شرکت ها بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی	۳۱
۲-۸-۲	مقایسه روش های رتبه بندی شرکت ها بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی	۳۴
۲-۸-۳	قوانین، روش ها و معیار سنجش برای رتبه بندی شرکت ها بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی	۳۴
۲-۸-۴	رتبه بندی حاکمیت شرکتی به عنوان ابزاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی	۳۶
۲-۹	شاخص های در نظر گرفته شده برای حاکمیت شرکتی در تحقیقات اخیر	۳۸
۲-۱۰	نقش هیئت مدیره در کیفیت حاکمیت شرکتی	۳۹
۲-۱۱	کمیته های فرعی هیئت مدیره	۴۳

۴۴	۲-۱۱-۱) کمیته انتصاب
۴۴	۲-۱۱-۲) کمیته پاداش
۴۵	۲-۱۱-۳) کمیته حسابرسی
۴۶	۲-۱۲) نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت های سهامی
۴۶	۲-۱۲-۱) تغییر مالکیت نهادی در بریتانیای کبیر
۴۸	۲-۱۳) رابطه بین تأمین مالی و فرصت های سرمایه گذاری با کیفیت حاکمیت شرکتی
۴۹	۲-۱۴) معیار سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی در پژوهش های مختلف
۵۲	۲-۱۵) سوابق تحقیق پیرامون حاکمیت شرکتی در جهان
۶۴	۲-۱۶) سوابق تحقیق پیرامون حاکمیت شرکتی در ایران

### - فصل سوم

۶۶	۳-۱) مقدمه
۶۶	۳-۲) روش تحقیق
۶۶	۳-۳) روش گردآوری اطلاعات
۶۷	۳-۴) قلمرو تحقیق
۶۷	۳-۵) جامعه آماری
۶۷	۳-۶) فرضیه های تحقیق
۶۸	۳-۷) تعاریف عملیاتی متغیرهای تحقیق آنها
۶۸	۳-۷-۱) متغیرهای وابسته
۷۰	۳-۷-۲) متغیرهای توضیحی
۷۱	۳-۸) مدل و متغیرهای تحقیق
۷۵	۳-۹) روش تجزیه و تحلیل داده ها

### - فصل چهارم

۷۷	۴-۱) مقدمه
۷۷	۴-۲) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق
۷۸	۴-۳) نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها
۷۹	۴-۳-۱) آزمون آماری فرضیه دوم
۷۹	۴-۳-۱-۱) بررسی رابطه بین استقلال اعضاء هیئت مدیره با ویژگی های شرکت
۸۱	۴-۳-۱-۲) بررسی رابطه بین اندازه هیئت مدیره با ویژگی های شرکت
۸۳	۴-۳-۱-۳) بررسی رابطه بین تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل با ویژگی های شرکت
۸۸	۴-۳-۲) آزمون آماری فرضیه سوم
۹۳	۴-۳-۳) آزمون آماری فرضیه چهارم

- فصل پنجم

۹۹.....	مقدمه (۵-۱)
۹۹.....	مرور مختصر تحقیق (۵-۲)
۱۰۰.....	ارزیابی نتایج آزمون فرضیه ها (۵-۳)
۱۰۲.....	نتیجه گیری (۵-۴)
۱۰۳.....	محدودیت های تحقیق (۵-۵)
۱۰۳.....	پیشنهادات تحقیق (۵-۶)
۱۰۳.....	پیشنهادات به استفاده کنندگان از نتایج تحقیق (۵-۶-۱)
۱۰۴.....	پیشنهادات برای تحقیقات آتی (۵-۶-۲)

فصل اول : طرح و کلیات تحقیق



## رابطه بین ویژگی های شرکت و کیفیت حاکمیت شرکتی<sup>(۱)</sup>

### ۱-۱) مقدمه

امروزه شرکت‌ها پایه فعالیت های اقتصادی بوده و بیش‌ترین میزان تولید ثروت و درآمد، ایجاد اشتغال و جذب سرمایه در آنها رخ می‌دهد و در نتیجه مهم‌ترین عنصر در اقتصاد امروز محسوب می‌شوند. سقوط شرکت‌های عظیمی چون انرون و ورلدکام<sup>(۲)</sup> و در نتیجه زیان شدید سهامداران آنها، موضوعاتی از قبیل شکل اداره شرکت‌ها، لزوم شفافیت مالی و غیرمالی شرکت، جلوگیری از سوء استفاده مدیران، از حساسیت بیش‌تری برخوردار شده است. از این رو، امروزه توجه بسیار ویژه‌ای به شکل و نحوه اداره کردن و توزیع مسئولیت‌ها در هیئت‌مدیره و مدیران اجرایی، و همچنین نقش بازرس و حسابرس در شرکت‌ها (که مجموعاً حاکمیت شرکتی<sup>(۴)</sup> نامیده می‌شوند) وجود دارد. در آمریکا و انگلیس این حساسیت‌ها منجر به تصویب قوانین سخت‌گیرانه در خصوص فعالیت شرکت‌ها شده و در ایران نیز قانون جدید بورس حرکت به این سمت را آغاز نموده است. حاکمیت شرکتی، نقش و مسئولیت های هیأت‌مدیره، ساختارهای درونی آن، قوانین مرتبط، شکل اداره شرکت، نحوه گزارش دهی، میزان اختیارات و مسئولیت های مدیران اجرایی، نقش بازرسین و شیوه عملکرد حسابرسان و مواردی از این دست را معین می‌نماید.

### ۱-۲) بیان مسئله

با سقوط شرکت انرون و موسسه آرتور اندرسون در آمریکا و وقایعی مشابه در انگلیس از قبیل فروپاشی ماركونی، حاکمیت شرکتی به طور فزاینده ای با اهمیت شده است. در نتیجه سازمان های بین المللی خیلی علاقه مند به مسائل حاکمیتی شدند. برای مثال، صندوق بین المللی پول درخواست کرده است که اصلاحات حاکمیتی در برنامه کاهش بدهی هایش گنجانده شود. در سال ۱۹۹۹ سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>(۵)</sup>، اصول حاکمیت شرکتی OECD را منتشر کرد، که بعدها در سال ۲۰۰۱ اصلاح شد، و در نظر داشت کشورهای عضو و غیر عضو را که برای ارزیابی و بهبود چارچوب قانونی و سازمانی برای حاکمیت شرکتی بهتر تلاش می کردند، پشتیبانی

۱) Relation between firm attributes and corporate governance quality

۲) Enron

۳) Worldcom

۴) Corporate Governance

5) International monetary found (IMF)  
6) Organisation for Economic Co-operation and Development

کند. علاوه بر این، شرکت های خصوصی از قبیل استاندارد و پورز<sup>(1)</sup>، سیستم حقوق بازنشستگی کارمندان دولت کالیفرنیا و مکنزی<sup>(2)</sup>، برای اصلاحات جامع عملکردهای حاکمیتی فراخوانده شدند.

در این تحقیق سعی بر این شده است که کیفیت حاکمیت شرکتی به عنوان مبنایی برای رتبه بندی شرکت ها مورد توجه قرار گیرد. برای انجام این امر، ابتدا شاخص هایی را که ساختار حاکمیت شرکت را توصیف می کند، مدنظر قرار گرفته و بر اساس این شاخص ها، عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی قوی معرفی می گردد. این تحقیق به شناسایی ویژگی های شرکت پرداخته و رابطه آنها را با هر یک از شاخص ها مورد بررسی قرار داده و در نهایت رابطه بین ویژگی های شرکت و کیفیت حاکمیت شرکتی مشخص می گردد.

### ❖ رتبه بندی شرکت ها بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی

شرکت ها در معرض رتبه بندی هستند تا بهترین ها از بدترین ها قابل تشخیص باشد. سیستم های رتبه بندی گوناگونی وجود دارد که بر دامنه معیارهایی از اندازه شرکت، شهرت و نرخ رشد استناد می کند. اخیراً، شرکت ها با سیستم رتبه بندی دیگری به نام سیستم های حاکمیت شرکتی رتبه بندی می شوند. رتبه بندی بر اساس حاکمیت شرکتی به دو دلیل قابل اهمیت است:

الف) بخش معینی از سرمایه گذاران از رتبه بندی استفاده می کنند از قبیل سرمایه گذاران نهادی که نقش با اهمیتی را در بازار سرمایه بازی می کنند.

ب) قرار داشتن در رتبه بندی در حد پایین هشدار است برای مدیریت شرکت های مذکور که توجه بیشتری به مسائل حاکمیت شرکتی داشته باشند.

موجی از فشارهای گروه های ذینفع، سازمان ها و نمایندگی های، مؤسسات رتبه بندی را به انجام رتبه بندی عملکرد بر مبنای حاکمیت شرکتی واداشت. رتبه بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی دیدگاه های سازمان را منعکس می کند و آهنگ این رتبه بندی به اصطلاح ریسک های غیر مالی نامیده می شود. این رتبه بندی ها برای برآورد ارزش سهم مورد استفاده قرار می گیرد و به سرمایه گذاران کمک می کند تا تصمیمات سرمایه گذاری آنها بر اساس اطلاعات ضروری در سطح حاکمیت شرکتی در شرکت های رتبه بندی شده باشد. مؤسساتی که رتبه بندی شرکت ها را انجام می دهند، اعتقاد دارند که منافع حاصل از سهام شرکت ها برای سرمایه گذاران وابسته به عملکرد حاکمیت شرکتی آنها می باشد. رتبه بندی حاکمیت شرکتی یک فرصت برای مقایسه شرکت ها بین خودشان را می دهد، اولاً، برای اخذ یک تصمیم سرمایه گذاری و ثانیاً، شرکت هایی را که در معرض ریسک بالاتری هستند، نشان می دهد.

این تحقیق، رتبه بندی بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی را بر اساس عوامل تعیین کننده حاکمیت

شرکتی قوی توسعه می دهد و ساختار حاکمیت شرکتی را با استفاده از شاخص های هیئت مدیره، کمیته های

1) Standard & Poor's (S&P)  
۲) McKinsey.

فرعی هیئت مدیره و کمیته حسابرسی توصیف می کند.

عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی قوی که برگرفته از شاخص های ذکر شده برای توصیف ساختار حاکمیت شرکتی می باشد، عبارتند از:

#### - اعضاء غیر موظف هیئت مدیره

تأکید بر استقلال هیئت مدیره از تئوری فاما و جنسن در سال ۱۹۸۳ نشأت گرفته است. در طی بحث های مالی زیادی که صورت گرفته ، همواره مطرح شده است که بیشتر بودن اعضاء غیر موظف در هیئت مدیره، نظارت مؤثرتری بر مدیریت می باشد و در صورت ضعف در عملکرد مدیرعامل، جایگزینی او محتمل تر است. همچنین، زمانی که عملکرد شرکت به طور قابل ملاحظه ای بدتر می شود، در صورت بیشتر بودن اعضاء غیر موظف، احتمال استخدام کردن مدیرعامل جایگزین از خارج از شرکت، بیشتر از ترفیع دادن به یک نیروی داخلی برای کسب سمت مدیر عاملی است.

#### - استقلال کمیته ها

به طور مشابه، همچنین، استقلال برای کمیته های فرعی هیئت مدیره برای نظارت مؤثرتر مورد توجه قرار گرفته است (کلین<sup>(۳)</sup> ۱۹۹۸). جان و سنبت<sup>(۴)</sup> (۱۹۹۸) شواهد تجربی را گزارش کرده اند که نشان می دهد وجود کمیته های نظارتی (کمیته های حسابرسی، انتصاب، پاداش و ...) رابطه مثبتی با عوامل مرتبط با منافع حاصل از نظارت دارد. اگرچه وجود کارمندان در کمیته های پاداش، سودآوری تصمیمات اخذ شده به نفع مدیر عامل را افزایش می دهد (نیومن و موزز<sup>(۵)</sup> ۱۹۹۹). علاوه بر این، زمانی که مدیر عامل عضو کمیته انتصاب می باشد و یا کمیته انتصابی وجود ندارد، شرکت ها، مدیران غیر موظف مستقل و بی طرف با تضاد منافع را کمتر انتخاب می کنند. به علاوه، عکس العمل بازار سهام برای انتصاب مدیران غیر موظف مثبت تر است زمانی که فرایند انتخاب اعضاء هیئت مدیره بدون دخالت مدیر عامل، صورت می گیرد. کلین در سال ۲۰۰۲ نشان داد که استقلال کمیته های حسابرسی، احتمال مدیریت سود را کاهش می دهد و بنابراین سبب بهبود شفافیت می شود. در نهایت، زمانی که مدیر عامل در کمیته انتخابات حضور دارد، احتمال بیشتر بودن اعضاء غیر موظف کمتر است.

#### - اندازه هیئت مدیره

اندازه هیئت مدیره برای داشتن یک تأثیر با اهمیت روی کیفیت حاکمیت شرکتی شناخته شده است. چندین مطالعه از این عقیده که هیئت های بزرگ می تواند نامناسب باشند، حمایت می کند. هرملین و ویسیج<sup>(۶)</sup> (۲۰۰۳) اعتقاد داشتند که اندازه هیئت حاکی از فعالیت هیئت است. بررسی اینکه چرا هیئت های کوچکتر بهتر از هیئت های بزرگتر هستند اینست که ممکن است با اعضاء آزاد و مشکلات نظارتی دچار مشکل شوند. برای مثال، یرمک<sup>(۷)</sup>

۱) Fama  
۲) Jensen  
۳) Klein  
۴) John and Senbet

۵) Newman and Mozes  
۶) Hermalin and Weisbach  
۷) Yermack

(۱) و ایسنبرگ (۱۹۹۸) یک رابطه منفی بین اندازه هیئت و ارزش شرکت یافتند که بیانگر این مطلب بود: از آن جایی که هیئت های کوچک با مشکلات ارتباطی و هماهنگی کمتری روبرو هستند، کارآمدتر می باشند.

### - تفکیک بین نقش های رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل

این سؤال که آیا جایگاه های رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل باید مجزا باشند، بحث انگیز بوده است. مزایا و زیان های حاصل از تفکیک جایگاه رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل به طور گسترده ای مورد بررسی قرار گرفته است. سؤالاتی از قبیل اینکه " آیا تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل در منافع سهامداران تأثیری دارد" برای محققان پیش آمده است (جنسن ۱۹۹۳). به طور مشابه، شرکت های بزرگی که این دو پست سازمانی را از هم تفکیک می کنند، چند برابر ارزش دفتری دارایی ها به فعالیت و کسب و کار می پردازند ( یرمک ۱۹۹۶) و نرخ بازدهی دارایی و نسبت های بهره وری بالاتری دارند (پای و تیمه<sup>(۲)</sup> ۱۹۹۳) نسبت به شرکت هایی که یک شخص هر دو پست سازمانی را دارد. علاوه بر این، تفویض این دو پست سازمانی به یک نفر، جایگزینی مدیر عامل با عملکرد ضعیف را برای هیئت مدیره سخت تر می سازد (شیوازانی و زئر<sup>(۳)</sup> ۲۰۰۴) ، که می تواند انعطاف پذیری یک هیئت را برای مخاطب قرار دادن کاهش قابل ملاحظه در عملکرد را پایین آورد (گویال و پارک<sup>(۴)</sup> ۲۰۰۲). از طرف دیگر، برکلی<sup>(۵)</sup> (۱۹۹۷) هیچ شواهدی از تفکیک این دو نقش در بهبود عملکرد شرکت نیافت. صراحتاً، ترکیب این دو پست سازمانی ، اقتدار بیشتری به مدیر عامل می دهد، بنابراین عنوان رئیس هیئت مدیره به عنوان یک پاداش برای مدیر عامل جدید است.

### - جلسات هیئت مدیره

اگر موقعیت شرکت، نظارت و کنترل بالایی را می طلبد، هیئت ها باید تعداد جلسات را افزایش دهند. مطالعات دیگر پیشنهاد می کند که هیئت ها باید هزینه ها و منافع حاصل از تعدد جلسات را مد نظر قرار گیرند.

### - صلاحیت اعضاء کمیته حسابرسی

اعضاء کمیته حسابرسی متصدی سرپرستی کنترل داخلی و گزارشگری مالی هستند. بنابراین آنها باید دارای سطح معینی از صلاحیت مالی باشند (بدارد<sup>(۶)</sup> ۲۰۰۴).

### - شهرت حسابرسان

انتخاب یک حسابرس با یک شهرت جهانی ممکن است عملکرد بهتر افشاء را هدایت کند. برای مثال، میشلی و شاو در سال ۱۹۹۵ متوجه شدند که حسابرسان با اعتبار تر در ارتباط با رهنمودهای عمومی اولیه امریکایی (IPO)<sup>(۸)</sup> که دارای ریسک کمتر و عملکرد بهتر در بلند مدت هستند، می باشند.

۱) Eisenberg  
۲) Pi and Timme  
۳) Shivdasani and Zenner  
۴) Goyal and Park  
۵) Brickley

۶) Be'dard  
۷) Michaely and Shaw  
۸) Initial Public Offerings

#### - جلسات کمیته حسابرسی

کمیته حسابرسی برای انجام وظایف کنترلی خود باید از یک سطح معینی از فعالیت ها از طریق افزایش تعداد جلسات پشتیبانی کند (بدارد ۲۰۰۴)، به ویژه در مورد شرکت هایی که می خواهند از جرائم کمیسیون بورس اوراق بهادار به دور باشند (مک مولن<sup>(۱)</sup> ۱۹۹۶ و آبوت<sup>(۲)</sup> ۲۰۰۴).

#### ❖ حاکمیت شرکتی و ویژگی های شرکت

در برخی از مطالعات انجام شده، در یک چارچوب نمایندگی، تعدادی از ویژگی های شرکت ارتباط شان با کیفیت حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته است. برای مثال، شرکت ها با حاکمیت شرکتی بهتر می توانند سودآوری بیشتری داشته باشند: سرمایه گذاران می توانند سود آوری بالاتری را در آینده انتظار داشته باشند و سرمایه گذاری های بهتری را انجام دهند. همچنین با استفاده از حاکمیت شرکتی مؤثر می توان از استفاده بهینه از منابع در داخل شرکت اطمینان حاصل نمود. با وجود سیستم های مؤثر حاکمیت شرکتی، سرمایه گذاری ها به سمت شرکت هایی سوق پیدا می کند که قابلیت سرمایه گذاری در آنها بیشتر است.

#### - حاکمیت شرکتی مؤثر، نیازهای مالی بیرونی (برون سازمانی) و فرصت های رشد

کیفیت حاکمیت شرکتی ممکن است با نیازهای مالی خارجی (برون سازمانی) مرتبط باشد. پورتا در سال ۱۹۹۸، ادعا کرد که حمایت بیشتر سرمایه گذاران، تمایل سرمایه گذاران را برای تأمین مالی افزایش می دهد و باید منجر به هزینه های پایین تر و قابلیت دسترسی بیشتر به تأمین مالی خارجی شود. این نشان می دهد که شرکت ها با بزرگ ترین نیازهای مالی در آینده، سودآوری بیشتری برای پذیرش مکانیزم های بهتر حاکمیت شرکتی در امروز دارند.

#### - حاکمیت شرکتی مؤثر و دارایی های نامشهود

وضعیت دارایی های یک شرکت بر پذیرش حاکمیت شرکتی تأثیر می گذارد، به علت اینکه دارایی های ثابت نسبت به دارایی های نامشهود برای نظارت آسان تر و برای سرقت سخت تر هستند (هیملبرگ<sup>(۴)</sup> ۱۹۹۹). بنابراین، شرکت هایی که عملیات آنها بیشتر درگیر دارایی های نامشهود است، ممکن است با پذیرش مکانیزم های قوی تر حاکمیت شرکتی به سطح قوی تری از حاکمیت شرکتی برسند.

#### - حاکمیت شرکتی مؤثر و فرصت های سرمایه گذاری

شرکت هایی که حاکمیت شرکتی بهتری دارند، به مدیران خود اجازه داده اند که با افزایش هزینه تحقیق و توسعه و سایر هزینه های سرمایه، تصمیمات بلند مدت بگیرند (استین<sup>(۵)</sup>، ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹). با توجه به این دیدگاه، حاکمیت شرکتی خوب، هزینه سرمایه را افزایش می دهد و این افزایش یک تأثیر مثبت بر ارزش شرکت می

۱) McMullen

۲) Abbott  
۳) La Porta  
۴) Himmelberg  
۵) Stein

گذار. تحقیقات صورت گرفته بوسیله بامول<sup>(۱)</sup>، ماریس<sup>(۲)</sup> (۱۹۶۴) و ویلیامسون<sup>(۳)</sup> (۱۹۶۴)، انگیزه مدیران را برای پذیرفتن طرح های غیر کارا به منظور به دست آوردن منافع شخص، نشان می دهد. به ویژه این مشکلات زمانی که مدیران محکم و غیر قابل تغییر هستند، حادثتر است (جنسن و رابک<sup>(۴)</sup> - ۱۹۸۳، شلیفر و ویشنی<sup>(۵)</sup> - ۱۹۸۹). با توجه به این بررسی ها، افزایش فرصت های سرمایه گذاری، افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی را به دنبال دارد. در نتیجه، شرکت ها با فرصت های سرمایه گذاری سودآور، حاکمیت شرکتی بهتری را خواهند داشت.

#### - حاکمیت شرکتی مؤثر و اندازه شرکت

تأثیر اندازه شرکت بر حاکمیت شرکتی مبهم است، همان طور که شرکت های بزرگ، با توجه به اینکه نظارت آنها سخت تر است، ممکن است مشکلات نمایندگی بیشتری داشته باشند، و بنابراین، نیاز به جبران با مکانیزم های حاکمیتی سخت گیرانه وجود دارد. شرکت های کوچک ممکن است فرصت های رشد بهتری را داشته باشند و نیاز بیشتر به تأمین مالی خارجی و مکانیزم های حاکمیتی بهتر وجود دارد.

#### - حاکمیت شرکتی مؤثر و عملکرد شرکت

در تئوری، حاکمیت شرکتی خوب با عملکرد بهتر شرکت باید مرتبط باشد. تعدادی از مطالعات تجربی نشان داده است که سرمایه گذاران تمایل دارند پاداشی معادل ۱۰-۱۲ درصد برای حاکمیت شرکتی خوب پرداخت کنند. همبستگی شاخص حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت را به چندین روش متفاوت می توان توضیح داد. یک توضیح اینست که حاکمیت شرکتی نا کارا موجب هزینه های نمایندگی اضافی می شود. اگر بازار این هزینه های اضافی را تخمین بزند، بازدهی سهام پایین خواهد آمد. یک توضیح دیگر اینست که حاکمیت شرکتی خوب نشانه هزینه های نمایندگی پایین تر است. هر یک از این توضیحات، کاربردهای اقتصادی متفاوتی برای منبع مشکلات نمایندگی و کاربردهای سیاسی متفاوتی برای قوانین حاکمیت شرکتی دارد.

#### - حاکمیت شرکتی مؤثر و مالکیت سرمایه گذاران نهادی

نقشی که سرمایه گذاران نهادی می توانند در سیستم حاکمیت شرکتی یک شرکت بازی کنند، یک سؤال بحث انگیز است. مطالعات صورت گرفته نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی در سیستم حاکمیت شرکتی یک شرکت دخالت دارند. نتایج این مطالعات نشان می دهد که اگر سیستم حاکمیت شرکتی در شرکتها نتیجه بخش باشد، آنگاه سرمایه گذاران نهادی باید یک نقش فعال در فرایند کلی بازی کنند. برای مثال، شلیفر و ویشنی در سال ۱۹۸۶ مشاهده کردند که سرمایه گذاران نهادی از آن جایی که منافع زیادی از نظارت عایدشان می شود، انگیزه های بیشتری برای نظارت بر عملکرد شرکت دارند. کریمرز و نیر<sup>(۶)</sup> در سال ۲۰۰۵ بحث کردند که بعضی سرمایه گذاران نهادی از قبیل صندوق های بازنشستگی ممکن است نسبت به دیگران، انگیزه های بیشتری

۱) Baumo

- ۲) Marris
- ۳) Williamson
- ۴) Jensen and Ruback
- ۵) Shleifer and Vishny
- ۶) Cremers and Nair

برای نظارت داشته باشند.

مطالعات دیگری نیز صورت گرفته است که نشان می دهد، سرمایه گذاران نهادی، نقشی در سیستم حاکمیت شرکتی یک شرکت ندارند. برای مثال، وارثون در سال ۱۹۹۱، بحث می کند که سرمایه گذاران نهادی نیازی به نقش فعال داشتن در حاکمیت شرکتی یک شرکت ندارند، به دلیل اینکه سرمایه گذاران نهادی، مسئولیت پاسخگویی اولیه به سرمایه گذاران و ذینفعان خودشان دارند که می تواند منجر به یک تضاد منافع با عملکردشان به عنوان مالک باشد. برای مثال، مونکز در سال ۱۹۹۵ مطرح کرده است که عدم وجود انگیزه های مناسب مانع تلاش های فعالانه سرمایه گذاران نهادی می شود.

### - حاکمیت شرکتی مؤثر و مالکیت مدیران

جنسن و مکلینگ در سال ۱۹۷۶<sup>(۳)</sup> بحث کردند که مشکلات نمایندگی زمانی که مدیران در شرکت منافع مالکیتی دارند، می تواند کم شود. این مدل همگرایی منافع از اینکه منافع مدیران و سهامداران هم ترازتر می شود و انگیزه برای افراط در رفتار فرصت طلبانه را کم و مالکیت بخشی از سهام به وسیله مدیران موظف را افزایش می دهد، حمایت می کند. در این زمینه، مدیران علاوه بر سهامدار بودن در فرایند تصمیم گیری مشارکت دارند و برای اکثر شرکت ها، مالکیت مدیران به تصمیم گیری بهتر می انجامد که کیفیت حاکمیت شرکتی را بالا می برد. به طور کلی، این تحقیق با استفاده از چهار شاخصی که حاکمیت شرکتی را خلاصه می کند:

(۱) هیئت مدیره

(۲) کمیته های فرعی هیئت مدیره

(۳) کمیته حسابرسی

(۴) یک شاخص کل

به دنبال یافتن پاسخی برای این پرسش است که "آیا ویژگی های شرکت با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه دارد یا خیر؟"

### ۳-۱) سوابق مربوط

رتبه بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی با دیدگاه های متفاوتی در طی سال ها انجام شده است که در ادامه چند مورد ذکر می گردد.

S&P، رتبه بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی را بر اساس دو رویکرد متفاوت ارائه می کند. در مطالعات مربوط به شفافیت و افشاء، ۹۸ قلم افشاء را به کار می برد، در حالی که معیارهای حاکمیت شرکتی بر مبنای

۱۰۰-۸۰ عامل می باشد. S&P توضیح می دهد که روش شناسی مورد استفاده در مطالعات مربوط به شفافیت و

افشاء، که رتبه بندی بر مبنای مجموع ساده نسبت های دوتایی می باشد، با رتبه بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی

1) Wharton

2) Monks

۳) Jensen and Meckling

قابل مقایسه نیست. رتبه بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی به تحلیل های جزئی تر عملکردهای حاکمیت شرکتی

یک شرکت می پردازد. در مطالعات مربوط به شفافیت و افشاء، تحلیل های S&P گزارش های سالانه را به دقت

بررسی می کند و از یک چک لیست شامل ۹۸ قلم اطلاعات و نسبت های ممکن استفاده می کند. این اطلاعات

به سه دسته طبقه بندی می شوند :

- ساختار مالکیت و روابط سرمایه گذاران
- شفافیت مالی و افشاء اطلاعات
- ساختار و فرایند هیئت مدیره و مدیریت.

دمیتر در سال ۲۰۰۳<sup>(۱)</sup>، یک شرکت نمایندگی رتبه بندی، رتبه بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی را مطرح

کرده است. رتبه بندی بین ۲۴۹ و ۲۶۹ شرکتی که در شاخص FTSE<sup>(۲)</sup> جزء 300 شرکت برتر اروپایی قرار دارند،

برای دوره مالی ۲۰۰۰-۲۰۰۱ صورت گرفت. رتبه بندی بر مبنای ۳۰۰ معیار متفاوت صورت گرفت که می تواند

به چهار طبقه کلی نسبت داده شود:

- حقوق و تعهدات سهامداران
- دامنه کنترل ها
- افشاء بر مبنای حاکمیت شرکتی
- ساختار و وظایف هیئت مدیره.

لازم به توضیح است که پارامترها یا معیارهای مورد استفاده برای توضیح کیفیت حاکمیت شرکتی که

بوسیله نمایندگی های رتبه بندی مورد استفاده قرار می گیرد محدود به نتایج تجاری هستند(برای مثال رشد

سود و ارزش سهام)، به طوری که این پارامترها یا معیارهای کیفیت شاخص های مرتبطی نیستند یا تنها مرتبط

به عملکرد در یک درجه پایین هستند و عوامل مهم تر در بیشتر موارد از قلم افتاده است. به ناچار بعضی از

محققین ترجیح داده اند شاخص هایی را خودشان محاسبه کنند که در ادامه یک مورد ذکر می شود.

بارونتینی و سیکیلیانو<sup>(۳)</sup> در سال ۲۰۰۳ تعدادی شاخص های مجازی تعریف کردند که ریسک سلب مالکیت

(مصدره) را ارائه می کند و وابسته به وجود یک سهامدار کنترل کننده ( سهامداران بزرگ بیرونی دارای سهام با

حق رأی) و وجود اهرم های مالی دیگر و یا سهام بدون حق رأی می باشد.

در حقیقت، مطالعات صورت گرفته روی رتبه بندی بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی بر اساس

استانداردهای حاکمیت شرکتی می باشد. استانداردهای مورد توجه بین مطالعات متفاوت است. بنابراین، انتخاب



یک مجموعه استانداردها از بین استانداردهای حاکمیت شرکتی، یک معیار ذهنی برای تحقیق رتبه بندی شرکت ها ایجاد می کند. علاوه بر این، محققان ممکن است وزن های متفاوتی را به هر یک از این استانداردها، با توجه به

- ۱) Deminor
- ۲) Financial Times and London Stock Exchange
- ۳) Barontini and Siciliano

اهدافی که مطالعات آنها در بر می گیرد، بدهند. به علاوه، با توجه به اینکه استانداردهای مورد ارزیابی وابسته به یک دستورالعمل قابل اجرا در یک بازار ویژه می باشد ممکن است در طی زمان متفاوت باشد و در نتیجه، گرفتن یک نتیجه گیری کلی مشکل است. در نهایت، با ارزش است که تحقیقی روی رتبه بندی بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی بر اساس عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی قوی صورت گیرد.

#### ۴-۱) فرضیه های تحقیق

بر اساس موارد مطرح شده و پرسش نهایی در قسمت بیان مسئله، فرضیه های زیر به عنوان فرضیه های اصلی تحقیق قابل ارائه است:

- ۱) **بین ویژگی های شرکت و شاخص کل رابطه وجود دارد.**
- ۲) **بین ویژگی های شرکت و شاخص هیئت مدیره رابطه وجود دارد.**
- ۳) **بین ویژگی های شرکت و شاخص کمیته های هیئت مدیره رابطه وجود دارد.**
- ۴) **بین ویژگی های شرکت و شاخص کمیته حسابرسی رابطه وجود دارد.**

ویژگی های شرکت در این تحقیق، عبارتند از :

- نیازهای مالی بیرونی
- دارایی های نامشهود
- فرصت های سرمایه گذاری
- اندازه شرکت
- مالکیت سرمایه گذاران نهادی
- فرصت های رشد

#### ۵-۱) اهداف تحقیق

۱) رتبه بندی بر مبنای کیفیت حاکمیت شرکتی با استفاده از اطلاعات مربوط به شاخص های هیئت مدیره، کمیته های هیئت مدیره و کمیته حسابرسی و بر اساس عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی قوی را توسعه می دهد.

۲) بررسی اینکه آیا بین شاخص هیئت مدیره (اندازه هیئت مدیره، تعداد اعضاء غیر موظف و عدم تفویض هر دو سمت مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره به یک نفر) و ویژگی های شرکت (درصد مالکیت مدیران، درصد مالکیت

سرمایه گذاران نهادی، فرصت های سرمایه گذاری، عملکرد شرکت، نیازهای مالی بیرونی، دارایی های نامشهود، اندازه و رشد شرکت) رابطه وجود دارد.

۳) بررسی اینکه آیا بین شاخص کمیته های هیئت شرکتی (وجود کمیته پاداش، وجود کمیته انتصاب، تعداد جلسات برگزار شده برای هر کمیته و عضو بودن یا نبودن مدیر عامل در هر کمیته) و ویژگی های شرکت (درصد مالکیت مدیران، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، فرصت های سرمایه گذاری، عملکرد شرکت، نیازهای مالی بیرونی، دارایی های نامشهود، اندازه و رشد شرکت) رابطه وجود دارد.

۴) بررسی اینکه آیا بین شاخص حساسی (وجود یک کمیته حساسی، اندازه کمیته حساسی، تعداد جلسات و کارشناس بودن اعضا) و ویژگی های شرکت (درصد مالکیت مدیران، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، فرصت های سرمایه گذاری، نیازهای مالی بیرونی، عملکرد شرکت، دارایی های نامشهود، اندازه و رشد شرکت) رابطه وجود دارد.

#### ۶-۱) روش شناسی

الف: نوع روش تحقیق : همبستگی

ب: روش گردآوری اطلاعات و داده ها

برای جمع آوری اطلاعات به سایت کتابخانه بورس مراجعه و از نرم افزار تدبیر استفاده می شود. اطلاعات را به فرمت Excel در آورده و سپس به نرم افزار SPSS منتقل و داده ها مورد بررسی و تحلیل قرار می گیرد.

ج: جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس می باشند که اطلاعات آنها بین سالهای

۱۳۸۵-۱۳۸۰ مورد توجه قرار می گیرد، به استثناء :

۱) شرکت هایی که اطلاعات برای آنها نمی توان یافت.

۲) شرکت های سرمایه گذاری و مؤسسات مالی و اعتباری.

#### ۷-۱) تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی طرح

**تعریف حاکمیت شرکتی:** صندوق بین المللی پول و سازمان توسعه و همکاری های اقتصادی در سال

۲۰۰۱، حاکمیت شرکتی را به صورت ساختار روابط و مسؤولیت ها در میان یک گروه اصلی شامل سهامداران،

اعضای هیئت مدیره، مدیرعامل و سایر طرف های ذیربط برای ترویج بهتر عملکرد رقابتی لازم، جهت دستیابی به

اهداف اولیه مشارکت و تنظیم معیارها و مکانیزم های نظارت و کنترل تعریف نموده اند. بر این اساس، حاکمیت

شرکتی صحیح باید دارای مشخصات ذیل باشد:

۱) مشوق های لازم را برای هیئت مدیره و مدیریت اجرایی فراهم سازد تا آنان منافع مالی شرکت و سهامداران را

در نظر گیرند

۲) نظارت کارا و موثر را تسهیل نماید

۳) سازمان را تشویق کند تا از منابع به صورت کارا استفاده کند

**تعریف هیئت مدیره :** هیئت مدیره مجموعه ای از مدیران در یک شرکت هستند که متصدی هدایت و مدیریت امور شرکت می باشند. اعضاء این هیئت هم می توانند از نیروهای داخل شرکت (عضو موظف) یا از نیروهای خارج از شرکت (عضو غیر موظف) باشند. اعضاء این هیئت، شخصی را از بین خودشان به عنوان رئیس هیئت مدیره انتخاب می کنند. هر کشوری قوانینی مخصوص به خود برای وظایف و ساختار هیئت مدیره و تعداد آنها دارد.

**تعریف کمیته حسابرسی :** یک کمیته اجرایی است که متصدی بررسی گزارش های مالی و افشاء می باشد. کمیته حسابرسی مسئول اجرای نظارت بر کار حسابرسان داخلی و مستقل، پیشنهاد حسابرسان مستقل به هیئت مدیره یا سهامداران به منظور انتصاب، تعیین حق الزحمه و عزل حسابرسان مستقل، بازنگری و تایید حوزه حسابرسی و دفعات حسابرسی، دریافت گزارش حسابرسی و نیز کسب اطمینان از انجام اقدامات اصلاحی به موقع و صحیح توسط مدیریت برای کنترل ضعف ها و کاستی ها، عدم تطابق با سیاست ها، قوانین و مقررات و سایر مشکلات شناسایی شده از سوی حسابرسان است.

#### ۸-۱) روش تجزیه و تحلیل داده ها

به منظور بررسی عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی قوی در جامعه آماری از برآورد رگرسیون ترتیبی و رگرسیون لجستیک استفاده شده است. مدل های رگرسیونی از هر یک از چهار شاخص حاکمیت شرکتی، به عنوان یک متغیر وابسته، گرفته شده و شامل ویژگی های شرکتی به عنوان متغیرهای توضیحی می باشد. میانگین هر متغیر برای هر شرکت در طی ۵ سال محاسبه و برای کل مشاهدات تنها یک رگرسیون بدست می آید. هر مشاهده ای عبارتست از میانگین اطلاعات این پنج سال برای هر شرکت. نتایج حاصل از بررسی تحلیل های رگرسیونی، رابطه بین شاخص های حاکمیت شرکتی و ویژگی ها در سطح شرکت را گزارش می کند.

#### ۹-۱) ساختار کلی تحقیق

- فصل اول به کلیات تحقیق اختصاص داشت که از نظر گذشت.
- فصل دوم به مبانی نظری پژوهش و مروری بر تحقیقات پیشین می پردازد.
- فصل سوم به تشریح روش انجام تحقیق و روش های گردآوری اطلاعات خواهد پرداخت.
- فصل چهارم به تجزیه و تحلیل آماری یافته های تحقیق پرداخته و داده ها هم از لحاظ مفهومی و هم از لحاظ تجربی مورد بررسی قرار می گیرند و از تکنیک های آماری گوناگون برای تجزیه و تحلیل آماری استفاده می شود.
- فصل پنجم به نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات برای تحقیقات آتی خواهد پرداخت.

