



۱۳۹۰/۴/۳

کتابخانه  
سازمان اسناد و کتابخانه ملی  
جمهوری اسلامی ایران

دانشکده مدیریت و حسابداری

پایان نامه تحصیلی جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته مدیریت مالی

عنوان تحقیق:

بررسی رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

آقای دکتر احمد بدری

استاد مشاور:

آقای دکتر اکبر عالم تبریز

دانشجو:

میثم احمدوند

بهمن ۱۳۸۸

۱۴۳۰۴۲

۱۳۸۹/۷/۲۴

مخبر اطلاعات درک ملی  
سینس آرک

## پاسکزاری:

اکنون که بیاری پروردگار منان این پژوهش پایان یافته است بر خود واجب می دانم از زحمات اساتید بزرگوارم آقایان

دکتر احمد بدری و دکتر اکبر عالم تبریز پاسکزاری نمایم. همچنین از تمامی دوستانی که مراد این سیر را سنا و همراه بودند. مخصوص

آقایان ابراهیم بنیاس، نقی امینی و محمد اصیل زاده کمال قدر دانی را دارم.

بهمن ۱۳۸۸

یشم احمدوند

نام خانوادگی: احمدوند	نام: میثم
دانشکده: مدیریت و حسابداری	رشته تحصیلی: مدیریت مالی
استاد راهنما: دکتر احمد بدری	تاریخ فراغت از تحصیل: ۸۸/۱۱/۱۱
عنوان پایان نامه: بررسی رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	

**چکیده**

مطالعات پیشین حاکی از وجود یافته‌هایی مبنی بر همبستگی ساختار حاکمیتی شرکت‌ها با ارزش، عملکرد و بازده سهام می‌باشد.

در این تحقیق، عوامل حاکمیت شرکتی در سه گروه (۱) شفافیت در افشای اطلاعات (۲) ساختار هیئت مدیره و (۳) ساختار مالکیت و حقوق سهامداران طبقه بندی گردید. از هر یک از این طبقات یک شاخص معرف و از مجموع آن‌ها یک شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی ساخته شد. سپس رابطه بین شاخص‌های معرف با بازده سهام و رابطه بین شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفت.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که از بین عوامل حاکمیت شرکتی تنها، عوامل مرتبط با ساختار مالکیت و حقوق سهامداران با بازده سهام همبستگی دارند. اما در ترکیب عوامل مزبور با عوامل شفافیت در افشای اطلاعات و ساختار هیئت مدیره که در مجموع ساختار حاکمیتی شرکت را تشکیل می‌دهند، شواهدی مبنی بر تاثیر بر ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نشد.

## فهرست مطالب

## فصل اول

کلیات تحقیق.....	۱
۱-۱- مقدمه.....	۱
۲-۱- بیان مساله.....	۲
۳-۱- اهداف تحقیق.....	۳
۴-۱- سابقه مطالعات پیشین.....	۳
۵-۱- سوال تحقیق، فرضیه‌ها و مدل مفهومی.....	۵
۵-۱-۱- سوالات تحقیق.....	۵
۵-۱-۲- فرضیه‌های تحقیق و مدل‌های مفهومی.....	۶
۶-۱- نتایج موردانتظار از اجرا و استفاده‌کنندگان از تحقیق.....	۱۲
۷-۱- روش انجام تحقیق و گردآوری اطلاعات.....	۱۲
۸-۱- قلمرو تحقیق.....	۱۳
۹-۱- جامعه و نمونه آماری.....	۱۳
۱۰-۱- روش‌های موردنظر برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها.....	۱۳

## فصل دوم

مبانی نظری و پیشینه تحقیق.....	۱۵
۱-۲- مقدمه.....	۱۵
۲-۲- تعاریف حاکمیت شرکتی.....	۱۷
۳-۲- چارچوب نظری حاکمیت شرکتی.....	۱۹
۲-۳-۲-۱- نظریه نمایندگی.....	۱۹
۲-۳-۲-۲- نظریه هزینه معاملات.....	۲۱
۲-۳-۲-۳- نظریه ذینفعان.....	۲۲
۲-۴-۲- توجهات اخیر به حاکمیت شرکتی.....	۲۲
۵-۲- دیدگاه‌های موجود در مورد حاکمیت شرکتی.....	۲۶
۵-۲-۱- تعاریف حاکمیت شرکتی با توجه به دو دیدگاه.....	۲۹
۶-۲- مدل‌های حاکمیت شرکتی در عمل.....	۳۰
۶-۲-۱- مدل آنگلو-ساکسون.....	۳۲
۶-۲-۲- مدل شبکه/افراد وابسته به شرکت.....	۳۵
۶-۲-۱-۲- مدل آلمانی.....	۳۸

۴۲	..... مدل ژاپنی ۲-۲-۶-۲
۴۵	..... مدل لاتین ۳-۶-۲
۴۷	..... اصول سازمان توسعه و همکاری اقتصادی (OECD) در مورد حاکمیت شرکتی
۴۸	..... اصول انجمن حاکمیت شرکتی کشورهای همسود (CACG) در مورد حاکمیت شرکتی
۵۰	..... سازوکارهای حاکمیت شرکتی ۹-۲
۵۲	..... سازوکارهای حاکمیتی داخلی (درون سازمانی یا محاطی) ۱-۹-۲
۵۳	..... سازوکارهای حاکمیتی خارجی (برون سازمانی یا محیطی) ۲-۹-۲
۵۴	..... هیئت مدیره و نقش آن در حاکمیت شرکتی ۱-۱-۹-۲
۵۴	..... تعداد اعضای هیئت مدیره ۱-۱-۱-۹-۲
۵۶	..... استقلال هیئت مدیره ۲-۱-۱-۹-۲
۵۷	..... رهبری هیئت مدیره ۳-۱-۱-۹-۲
۵۸	..... مالکیت هیئت مدیره / حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیئت مدیره ۴-۱-۱-۹-۲
۵۹	..... تعداد جلسات هیئت مدیره ۵-۱-۱-۹-۲
۵۹	..... کمیته‌های حسابرسی مستقل ۶-۱-۱-۹-۲
۶۱	..... متخصصان مالی ۷-۱-۱-۹-۲
۶۱	..... مدیران غیرموظف و نقش آن‌ها در حاکمیت شرکتی ۲-۱-۹-۲
۶۴	..... سرمایه‌گذاران نهادی و نقش آن‌ها در حاکمیت شرکتی ۱-۲-۹-۲
۶۶	..... بازار کنترل شرکتی ۲-۲-۹-۲
۶۷	..... حاکمیت شرکتی در ایران ۱۰-۲
۶۹	..... تحقیقات حاکمیت شرکتی در خارج کشور ۱۱-۲
۶۹	..... حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ۱-۱۱-۲
۷۲	..... ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت ۱-۱-۱۱-۲
۷۵	..... نسبت کیوتوبین ۲-۱-۱۱-۲
۷۶	..... حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ۲-۱۱-۲
۷۷	..... حاکمیت شرکتی و بازده سهام ۳-۱۱-۲
۷۸	..... مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ۱-۳-۱۱-۲
۸۰	..... مدل سه‌عاملی فاما - فرنج ۲-۳-۱۱-۲
۸۲	..... تحقیقات حاکمیت شرکتی در داخل کشور ۱۲-۲

## فصل سوم

روش تحقیق.....	۸۶
۱-۳- مقدمه.....	۸۶
۲-۳- روش تحقیق.....	۸۶
۳-۳- قلمرو موضوعی، مکانی و زمانی تحقیق.....	۸۷
۴-۳- جامعه و نمونه آماری.....	۸۷
۵-۳- روش جمع آوری داده، ابزار تحلیل.....	۸۷
۶-۳- فرضیه‌های تحقیق.....	۸۸
۷-۳- مدل‌های تحقیق.....	۸۸
۱-۷-۳- نحوه ساختن شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتهای (CGI).....	۹۳
۸-۳- آزمون‌های آماری مورد استفاده در تحقیق.....	۱۰۱

## فصل چهارم

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها.....	۱۰۲
۱-۴- مقدمه.....	۱۰۲
۲-۴- آزمون مدل اول.....	۱۰۲
۱-۲-۴- آمار توصیفی متغیرهای مدل اول.....	۱۰۲
۲-۲-۴- بررسی نرمال بودن مشاهدات و آزمون نرمال بودن کالموگروف-اسمیرنوف در مدل اول.....	۱۰۳
۳-۲-۴- آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون، معنی‌دار بودن ضرایب و استقلال خطاها در مدل اول.....	۱۰۴
۴-۲-۴- آزمون هم‌خطی در مدل اول.....	۱۰۷
۵-۲-۴- نتایج آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم با استفاده از مدل اول.....	۱۰۷
۳-۴- آزمون مدل دوم.....	۱۰۸
۱-۳-۴- آمار توصیفی متغیرهای مدل دوم.....	۱۰۸
۲-۳-۴- بررسی نرمال بودن مشاهدات و آزمون نرمال بودن کالموگروف-اسمیرنوف در مدل دوم.....	۱۰۹
۳-۳-۴- آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون، معنی‌دار بودن ضرایب و استقلال خطاها در مدل دوم.....	۱۱۰
۴-۳-۴- آزمون هم‌خطی در مدل دوم.....	۱۱۲
۵-۳-۴- نتایج آزمون فرضیه چهارم با استفاده از مدل دوم.....	۱۱۳
۴-۴- آزمون مدل سوم.....	۱۱۳
۱-۴- آمار توصیفی متغیرهای مدل سوم.....	۱۱۳
۲-۴-۴- بررسی نرمال بودن مشاهدات و آزمون نرمال بودن کالموگروف-اسمیرنوف در مدل سوم.....	۱۱۴
۳-۴-۴- آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون، معنی‌دار بودن ضرایب و استقلال خطاها در مدل سوم.....	۱۱۶
۴-۴-۴- آزمون هم‌خطی در مدل سوم.....	۱۱۷

۱۱۸	۴-۴-۵- نتایج آزمون فرضیه پنجم با استفاده از مدل سوم.....
۱۱۸	۴-۵- آزمون مدل چهارم.....
۱۱۹	۴-۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای مدل چهارم.....
۱۱۹	۴-۵-۲- بررسی نرمال بودن مشاهدات و آزمون نرمال بودن کالموگروف-اسمیرنوف در مدل چهارم.....
۱۲۱	۴-۵-۳- آزمون معنی دار بودن رگرسیون، معنی دار بودن ضرایب و استقلال خطاها در مدل چهارم.....
۱۲۳	۴-۵-۴- آزمون هم خطی در مدل چهارم.....
۱۲۳	۴-۵-۵- نتایج آزمون فرضیه ششم با استفاده از مدل چهارم.....
۱۲۳	۴-۶- آزمون مدل پنجم.....
۱۲۳	۴-۶-۱- آمار توصیفی متغیرهای مدل پنجم.....
۱۲۴	۴-۶-۲- بررسی نرمال بودن مشاهدات و آزمون نرمال بودن کالموگروف-اسمیرنوف در مدل پنجم.....
۱۲۶	۴-۶-۳- آزمون معنی دار بودن رگرسیون، معنی دار بودن ضرایب و استقلال خطاها در مدل پنجم.....
۱۲۸	۴-۶-۴- آزمون هم خطی در مدل پنجم.....
۱۲۸	۴-۶-۵- نتایج آزمون فرضیه ششم با استفاده از مدل پنجم.....

## فصل پنجم

۱۲۹	تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری.....
۱۲۹	۵-۱- مقدمه.....
۱۲۹	۵-۲- خلاصه تحقیق.....
۱۳۰	۵-۳- یافته‌های تحقیق.....
۱۳۱	۵-۴- نتیجه‌گیری.....
۱۳۲	۵-۵- بررسی تطبیق یافته تحقیق با سایر تحقیقات.....
۱۳۳	۵-۶- محدودیت‌های تحقیق.....
۱۳۴	۵-۷- پیشنهاد برای استفاده‌کنندگان.....
۱۳۴	۵-۸- برخی پیشنهادات کلی بر مبنای مقایسه تطبیقی یافته‌های تحقیقات در سایر کشورها.....
۱۳۵	۵-۹- برخی ملاحظات مهم در مورد حاکمیت شرکتی در ایران بر مبنای یافته‌های تجربی در سایر کشورها.....
۱۳۵	۵-۱۰- پیشنهادات برای تحقیقات آتی.....
۱۳۶	منابع.....

پیوست‌ها



## فهرست جدول‌ها

- جدول ۱-۲- اصول حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف..... ۲۶
- جدول ۲-۲- دیدگاه‌های موجود در مورد حاکمیت شرکتی..... ۲۸
- جدول ۳-۲- مدل‌های حاکمیت شرکتی..... ۳۲
- جدول ۴-۲- ساختار مالکیت شرکت‌های انگلیسی..... ۳۴
- جدول ۵-۲- ساختار مالکیت شرکت‌های آلمانی..... ۴۰
- جدول ۶-۲- ساختار مالکیت ۵۰ شرکت برتر فرانسه..... ۴۶
- جدول ۱-۴- آمار توصیفی برای متغیرهای مورد استفاده در مدل اول..... ۱۰۳
- جدول ۲-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن مازاد بازده سهام..... ۱۰۴
- جدول ۳-۴- آماره‌های معنی‌داری مدل اول..... ۱۰۵
- جدول ۴-۴- جدول آنالیز واریانس برای مدل اول..... ۱۰۵
- جدول ۵-۴- ضرایب و آماره آزمون متناظر برای مدل اول..... ۱۰۷
- جدول ۶-۴- آمار توصیفی برای متغیرهای مورد استفاده در مدل دوم..... ۱۰۹
- جدول ۷-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن مازاد بازده سهام..... ۱۱۰
- جدول ۸-۴- آماره‌های معنی‌داری مدل دوم..... ۱۱۱
- جدول ۹-۴- جدول آنالیز واریانس برای مدل دوم..... ۱۱۱
- جدول ۱۰-۴- ضرایب و آماره آزمون متناظر برای مدل دوم..... ۱۱۲
- جدول ۱۱-۴- آمار توصیفی برای متغیرهای مورد استفاده در مدل سوم..... ۱۱۴
- جدول ۱۲-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن Qi..... ۱۱۵
- جدول ۱۳-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن LnQi..... ۱۱۶
- جدول ۱۴-۴- آماره‌های معنی‌داری مدل سوم..... ۱۱۶
- جدول ۱۵-۴- جدول آنالیز واریانس برای مدل سوم..... ۱۱۷
- جدول ۱۶-۴- ضرایب و آماره آزمون متناظر برای مدل سوم..... ۱۱۸
- جدول ۱۷-۴- آمار توصیفی برای متغیرهای مورد استفاده در مدل چهارم..... ۱۱۹
- جدول ۱۸-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن NPM..... ۱۲۰
- جدول ۱۹-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن LnNPM..... ۱۲۱
- جدول ۲۰-۴- آماره‌های معنی‌داری مدل چهارم..... ۱۲۱
- جدول ۲۱-۴- جدول آنالیز واریانس برای مدل چهارم..... ۱۲۲
- جدول ۲۲-۴- ضرایب و آماره آزمون متناظر برای مدل چهارم..... ۱۲۲
- جدول ۲۳-۴- آمار توصیفی برای متغیرهای مورد استفاده در مدل پنجم..... ۱۲۴
- جدول ۲۴-۴- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن ROE..... ۱۲۵

---

جدول ۴-۲۵- آزمون کالموگروف- اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن Ln ROE.....	۱۲۶
جدول ۴-۲۶- آماره‌های معنی‌داری مدل پنجم.....	۱۲۶
جدول ۴-۲۷- جدول آنالیز واریانس برای مدل پنجم.....	۱۲۷
جدول ۴-۲۸- ضرایب و آماره آزمون متناظر برای مدل پنجم.....	۱۲۸
جدول ۵-۱- یافته‌های تحقیق.....	۱۳۱

## فهرست نمایه‌ها

نمایه ۱-۲- مدل آنگلو ساکسون (مدل بازار/ افراد مستقل از شرکت).....	۳۵
نمایه ۲-۲- مدل شبکه / افراد وابسته به شرکت .....	۳۷
نمایه ۱-۴- نرمال بودن متغیر تصادفی.....	۱۰۴
نمایه ۲-۴- نرمال بودن متغیر تصادفی.....	۱۱۰
نمایه ۳-۴- نمودار احتمال نرمال برای بررسی نرمال بودن Qi.....	۱۱۴
نمایه ۴-۴- نمودار احتمال نرمال برای مشاهدات تبدیل یافته .....	۱۱۵
نمایه ۵-۴- نمودار احتمال نرمال برای بررسی نرمال بودن NPM.....	۱۱۹
نمایه ۶-۴- نمودار احتمال نرمال برای مشاهدات تبدیل یافته .....	۱۲۰
نمایه ۷-۴- نمودار احتمال نرمال برای بررسی نرمال بودن ROE.....	۱۲۴
نمایه ۸-۴- نمودار احتمال نرمال برای مشاهدات تبدیل یافته .....	۱۲۵

# کلیات تحقیق

فصل اول

## کلیات تحقیق

### ۱-۱- مقدمه

حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکت‌ها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی موجبات رشد و توسعه اقتصادی پایدار را فراهم آورد. حاکمیت شرکتی مناسب، میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها را در مواقع بروز بحران مالی کاهش داده، حقوق مالکیت را تقویت کرده، هزینه معاملات و هزینه سرمایه را کاهش داده و به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند. حاکمیت شرکتی، روابط فی‌ما بین مدیریت، هیئت مدیره، سهامداران عمده، سهامداران خرد و سایر ذینفعان را شامل می‌شود. یک سیستم حاکمیت شرکتی از طیف گسترده‌ای از فعالیت‌ها، اصول و روش‌ها تشکیل یافته است. این طیف گسترده از یک سو استانداردهای حسابداری و قوانین مربوط به افشای اطلاعات و از سوی دیگر میزان حقوق و مزایای مدیران اجرایی و اندازه و ترکیب هیئت مدیره را در بر می‌گیرد. یک سیستم حاکمیت شرکتی مشخص می‌نماید چه کسی شرکت را اداره و چه کسی تصمیمات مربوط به توزیع بازده اقتصادی بین سهامداران، کارکنان، مدیران و سایر ذینفعان را اتخاذ می‌کند. حاکمیت شرکتی در گسترده‌ترین شکل خود، مجموعه مکملی از اصول حقوقی، اقتصادی و اجتماعی است که از منافع ذینفعان یک واحد اقتصادی دفاع می‌کند. مفهوم حاکمیت شرکتی نوعی تضاد بنیادی را بین سهامداران و مدیران شرکت مفروض می‌دارد. هدف سهامداران شرکت کسب یک بازده منطقی از

سرمایه گذاری خود است درحالیکه، مدیران اهداف دیگری همچون قدرت، رفاه شخصی و پرستیژ ناشی از اداره یک شرکت بزرگ و برجسته را دنبال می کنند. در این شرایط دسترسی آسان تر مدیران به اطلاعات محرمانه و توانایی اندک سهامداران خرد و پراکنده به این معناست که مدیران بالادست و سهامداران زیردست هستند.

سازمان توسعه و همکاری اقتصادی (OECD) حاکمیت شرکتی را این گونه تعریف کرده است: مجموعه ای از روابط فی مابین مدیریت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان یک شرکت. در یک تعریف جامع تر، حاکمیت شرکتی بعنوان مجموعه ای از دستورالعمل های حقوقی، اقتصادی و اجتماعی توصیف می گردد که از حقوق و مزایای مالکین شرکت دفاع می کند.

#### ۱-۲- بیان مساله

در مطالعات پیشین برخی شواهد تجربی از وجود همبستگی بین بازده سهام، ارزش و عملکرد شرکت با ساختار حاکمیتی آن خبر می دهند. معذک اغلب این مطالعات اساساً تاثیر حاکمیت شرکتی را از طریق یک ویژگی خاص ساختار حاکمیتی بررسی کرده اند. بررسی هر یک از ویژگی های منفرد سازوکار حاکمیتی بطور مجزا، این واقعیت را نادیده می گیرد که سایر ویژگی ها ممکن است تاثیر دیگری بر ویژگی مورد بررسی داشته یا اینکه ویژگی تجزیه و تحلیل شده می تواند خود معرف سایر ویژگی ها باشد.

این تحقیق، از روش متفاوتی بهره برده و به جای اینکه تاثیر متغیرهای حاکمیتی را بر ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت بطور مجزا بررسی کند، برای ویژگی های مختلف ساختار حاکمیتی (شفافیت در افشای اطلاعات - ساختار هیئت مدیره - ساختار مالکیت و حقوق سهامداران)

یک شاخص معرف و سپس از مجموع آنها یک شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی ایجاد نموده و در پی بررسی آن است که آیا بین این شاخص‌های معرف با بازده سهام و نیز بین شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همبستگی وجود دارد یا خیر.

### ۳-۱- اهداف تحقیق

در تحقیق پیش‌رو، هدف بررسی این موضوع است که آیا بین عوامل حاکمیتی در سطح شرکت با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباطی وجود دارد یا خیر. به این منظور، یک شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی (CGI) (که مجموع سه شاخص فرعی معرف شفافیت در افشای اطلاعات - ساختار هیئت مدیره - ساختار مالکیت و حقوق سهامداران است) بعنوان ابزار اندازه‌گیری اثر بخشی ساختار حاکمیتی ایجاد شده و رابطه آن با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها مدنظر قرار گرفته است.

### ۴-۱- سابقه مطالعات پیشین

تعداد تحقیقاتی که تأثیر حاکمیت شرکتی را بر ارزش شرکت و بازده سهام در بازارهای توسعه یافته مورد بررسی قرار داده‌اند، بسیار زیاد است. مطالعات پیشین نشان داده‌اند که اقدامات مناسب در زمینه حاکمیت شرکتی، ارزش افزوده اقتصادی را تا حد قابل ملاحظه‌ای افزایش داده و ارتقای بهره‌وری و کاهش ریسک سیستماتیک و رشکستگی مالی کشورها را به دنبال دارد. مطالعات شلیفر و ویشنی در سال ۱۹۹۷، جان و سنبت در سال ۱۹۹۸ و هرملین و ویزباخ در سال ۲۰۰۳، پیشینه کاملی را در این زمینه فراهم می‌آورد. حاکمیت شرکتی در حال حاضر، قلمرو با اهمیتی را برای تحقیق در بازارهای

نوظهور بوجود آورده است. درچندین مطالعه تجربی، تاثیر فعاليت‌های مختلف در زمينه حاکمیت شرکتی با استفاده از نمونه جامعی متشکل از کشورهای مختلف مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. تحقیق میتون در سال ۲۰۰۱ که ۳۹۸ شرکت کره‌ای، مالزیائی، اندونزیائی، فیلیپینی و تایلندی را مورد بررسی قرار داد، کار ارزشمندی در این زمینه تلقی می‌گردد. یافته‌های وی حاکی از آنست که تفاوت‌های شرکتی در رابطه با متغیرهای حاکمیت شرکتی در طول بحران اقتصادی کشورهای منطقه شرق آسیا در سال های ۱۹۹۷، ۱۹۹۸ تاثیرزایدی بر عملکرد شرکت‌ها داشته است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد شرکت‌هایی که کیفیت اطلاعات بالاتر (شفافیت بیشتر)، تمرکز مالکیت بیرونی بیشتر و تمرکز سازمانی مشهودتری دارند، بازده و ارزش بیشتری نیز خواهند داشت. در ایالات متحده، تحقیق جامعی توسط براون و کیلور در سال ۲۰۰۴ انجام شده است. این دو محقق از مجموع ۵۱ فاکتور حاکمیتی (که در ۸ طبقه جای گرفته اند) یک شاخص حاکمیت شرکتی ساخته و رابطه آن را با ارزش شرکت بررسی کرده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از ساختار حاکمیتی بهتری برخوردارند، نسبتاً سودآورتر بوده، سهام با ارزش تری داشته و سود بیشتری را بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. گامپرس، ایشی و متریک نیز در سال ۲۰۰۳ و با استفاده از داده‌های مؤسسه IRRC به این نتیجه رسیدند که هرچه حقوق اساسی سهامداران در شرکتی کمتر مورد حمایت قرار گیرد، ارزش شرکت و بازده سهام آن کمتر خواهد بود. این سه صاحب‌نظر در تحقیق خود از ۲۴ عامل حاکمیتی استفاده کرده و آن‌ها را در ۵ گروه طبقه‌بندی نمودند:

● تاکتیک‌های به تعویق انداختن تصاحب و تملک تهاجمی شرکت

● حق رأی



● حمایت از اعضای هیئت مدیره و مدیران و کارکنان اجرایی

● سایر اقدامات دفاعی در برابر تملک و تصاحب شرکت

● قوانین و مقررات ایالتی

صاحب نظران و دست اندرکاران بازار معتقدند تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت یکی از عوامل مهم تعیین کننده عملکرد، ارزش و بازده سهام آن است. اعضای زیاد، مانع از برقراری ارتباطات شده، تصمیم گیری را مشکل تر کرده و اثر بخشی نظارت را از بین می برند. جنسن در سال ۱۹۹۳ بر این موضوع تاکید دارد که "زمانیکه تعداد اعضای هیئت مدیره از هفت یا هشت نفر تجاوز می کند، میزان اثر بخشی آنها در انجام وظایف کم می شود". لورچ و لیتون در سال ۱۹۹۲ پیشنهاد می کنند که تعداد اعضا به ۱۰ نفر محدود شود و هیئت مدیره ایده آل از نظر این دو هشت یا نه نفر عضو دارد. یرماک در سال ۱۹۹۶ شواهدی ارائه می دهد دال بر این موضوع که هیئت مدیره های کوچکتر اثربخش تر بوده و به این نتیجه می رسد که بین تعداد اعضای هیئت مدیره و ارزش و بازده سهام شرکت یک رابطه معکوس وجود دارد. برکلی و همکاران در سال ۱۹۹۷ بر این نکته اذعان دارند که ساختار مدیریتی که در آن مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره یک نفر هستند، رهبری قدرتمندتر و آشکارتری را برقرار کرده و زمینه را برای ارتباطات بهتر بین مدیریت و هیئت مدیره تسهیل می کند.

۱-۵- سوال تحقیق، فرضیه ها و مدل مفهومی

۱-۵-۱- سوالات تحقیق

۱- قوانین و مقررات موجود در زمینه حاکمیت شرکتی یا ساختار حاکمیتی شرکت های موجود

در بازار یک کشور چگونه بر بازده سهام، ارزش و عملکرد شرکت تاثیر می گذارد؟

۲- آیا افشا به موقع اطلاعات تأثیری بر بازده سهام، ارزش و عملکرد شرکت دارد؟

۳- آیا ساختار رهبری (ساختار هیئت مدیره) در شرکت بر بازده سهام، ارزش و عملکرد شرکت

تأثیر گذار است؟

۴- آیا ساختار مالکیت و حقوق سهامداران در شرکت بر بازده سهام، ارزش و عملکرد آن شرکت

تأثیر گذار است؟

۵- آیا شاخص حاکمیت شرکتی معیار مناسبی برای اندازه گیری اثر بخشی سازوکار حاکمیت شرکتی

است؟

۶- آیا تغییر در رویه‌های حاکمیت شرکتی بازده سهام، ارزش و عملکرد شرکت را تغییر می‌دهد؟

۷- یک شرکت با به‌روز کردن رویه‌های حاکمیتی تا چه اندازه می‌تواند بازده سهام، ارزش و عملکرد

خود را بهبود دهد؟

۸- آیا رویه‌های مطلوب حاکمیت شرکتی بازده سهام، ارزش و عملکرد شرکت را افزایش می‌دهد؟

### ۱-۵-۲- فرضیه‌های تحقیق و مدل‌های مفهومی

۱- بین میزان شفافیت در افشای اطلاعات با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲- بین ساختار هیئت مدیره و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۳- بین ساختار مالکیت و حقوق سهامداران با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۴- بین شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۵- بین شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۶- بین شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

برای آزمون ۳ فرضیه اول از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (مدل شماره ۱)

استفاده می‌شود:

$$(1) R_i - R_f = a + b(R_m - R_f) + c(\text{TRANS}) + d(\text{BOARD}) + e(\text{OWN}) + f(X_i) + e_i$$

جائیکه:

$R_i$ : بازده سالانه سهم که به طریق زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{بازده سالانه سهم} = \frac{(\text{سود نقدی سهم در سال } t) + (C\alpha) + (\text{قیمت سهم در سال } t-1)(1 + \alpha + \beta) - (\text{قیمت سهم در سال } t-1)}{C\alpha + \text{قیمت سهم در سال } t-1}$$

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران

$\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها

$C\alpha$ : مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سهامداران بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

$R_f$ : بازده بدون ریسک که برای محاسبه آن از نرخ سود اوراق مشارکت که هر ساله از طرف بانک

مرکزی منتشر می‌شود، استفاده می‌گردد.

$R_m$ : بازده سالانه بازار که به طریق زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{بازده سالانه بازار} = \frac{\text{مقدار شاخص در سال } t - \text{مقدار شاخص در سال } t-1}{\text{مقدار شاخص در سال } t-1}$$

$R_i - R_f$ : بازده مازاد سالانه سهم

$R_m - R_f$ : بازده مازاد سالانه بازار

TRANS: شاخص معرف شفافیت در افشای اطلاعات. در تهیه این شاخص از ۲۳ عامل حاکمیتی استفاده شده که همگی اسمی بوده و برای ارزش‌گذاری صفر یا یک را می‌پذیرند. از مجموع امتیازهای این عوامل نمره شاخص بدست می‌آید.

BOARD: شاخص معرف ساختار هیئت مدیره. در تهیه این شاخص از ۱۶ عامل حاکمیتی استفاده شده که همگی اسمی بوده و برای ارزش‌گذاری صفر یا یک را می‌پذیرند. از مجموع امتیازهای این عوامل نمره شاخص بدست می‌آید.

OWN: شاخص معرف ساختار مالکیت و حقوق سهامداران. در تهیه این شاخص از ۸ عامل حاکمیتی استفاده شده که همگی اسمی بوده و برای ارزش‌گذاری صفر یا یک را می‌پذیرند. از مجموع امتیازهای این عوامل نمره شاخص بدست می‌آید.

$X_i$ : متغیرهای کنترل که نشان‌دهنده ویژگی‌های شرکت بوده و عبارتند از:

SIZE (اندازه شرکت) که برابر است با لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت و به طریق زیر محاسبه می‌شود:

میانگین تعداد سهام منتشره در طول سال  $\times$  میانگین قیمت سهم در طول سال = ارزش بازار سهام

(ارزش بازار سهام)  $\log$  = اندازه شرکت

LEVERAGE (اهرم مالی) که برابر است با نسبت بدهی شرکت. نسبت مذکور به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{نسبت بدهی} = \frac{\text{مجموع بدهی‌ها}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

GROWTH (متوسط رشد فروش شرکت) که به ترتیب زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{متوسط رشد فروش} = \frac{\text{درآمد فروش کالا و خدمات در سال } t - \text{درآمد فروش کالا و خدمات در سال } t-1}{\text{درآمد فروش کالا و خدمات در سال } t-1}$$