

**دانشگاه علامه طباطبائی**

دانشکده مدیریت و حسابداری

**رساله دکتری در رشته حسابداری**

**مدلی برای رتبه بندی حاکمیت شرکتی در ایران**

**نگارش:**

محمد جواد سلیمی

**استاد راهنما:**

دکتر یحیی حساس یگانه

**استادان مشاور:**

دکتر مقصود امیری

دکتر علی ثقفی

**استادان داور:**

دکتر ساسان مهرانی

دکتر مهدی سدید

تیر ماه

۱۳۹۰

## فهرست

شماره صفحه

### فصل اول: کلیات تحقیق

۱	.....	مقدمه
۲	.....	بیان مسئله
۴	.....	اهداف تحقیق
۵	.....	اهمیت و ضرورت تحقیق
۷	.....	سؤالات و فرضیه های تحقیق
۸	.....	روش تحقیق
۱۰	.....	مراحل کاربرد روش علمی تحقیق در رابطه با موضوع
۱۲	.....	مراحل تفصیلی اجرای تحقیق
۱۳	.....	تعاریف عملیاتی متغیرها
۱۴	.....	جامعه آماری و نحوه نمونه گیری
۱۵	.....	روش و ابزار گردآوری داده های تحقیق
۱۶	.....	روش تجزیه و تحلیل دادهای تحقیق
۱۶	.....	قلمرو زمانی و مکانی تحقیق
۱۶	.....	ساختار تحقیق
۱۶	.....	خلاصه مطالب فصل اول

### فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۱۷	.....	مقدمه
----	-------	-------

## بخش اول: ارائه مدل

۱۷	تعریف حاکمیت شرکتی.....
۱۸	مبانی نظری حاکمیت شرکتی.....
۲۵	منابع حاکمیت شرکتی.....
۲۵	مرور مدل های رتبه بندی حاکمیت شرکتی.....
۴۰	رشد مؤسسات رتبه بندی حاکمیت شرکتی.....
۴۰	اثرات رتبه بندی حاکمیتی.....
۴۵	بررسی ابعاد رتبه بندی حاکمیت شرکتی.....
۴۵	- اثرات مالکیت .....
۵۰	- حقوق سهامداران .....
۵۹	- شفافیت .....
۶۳	- اثربخشی هیئت مدیره .....
۹۰	مدل مفهومی اولیه .....
۹۱	مدل مفهومی تحقیق .....

## بخش دوم: آزمون مدل

۹۲	طبقه بندی تحقیقات انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی .....
۹۳	رویکردهای تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت .....
۹۸	تحقیقات انجام شده در خصوص تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت .....
۱۱۱	پیشینه تحقیق در ایران.....
۱۱۹	خلاصه فصل دوم .....

## فصل سوم: روش اجرای تحقیق

۱۲۰	..... مقدمه
۱۲۰	..... فرضیه ها و سؤالات تحقیق
۱۲۱	..... متغیر های تحقیق و تعاریف عملیاتی آنها
	روش شناسی تحقیق
۱۲۶	..... - مرحله اول تحقیق
۱۳۳	..... - مرحله دوم تحقیق
۱۳۶	..... جامعه آماری و نمونه تحقیق
۱۳۹	..... قلمرو تحقیق
۱۳۹	..... ابزار اندازه گیری و روش گردآوری اطلاعات
۱۴۰	..... روش های آماری و آزمون فرضیه ها
۱۴۰	..... خلاصه فصل

## فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۱۴۱	..... مقدمه
۱۴۱	..... الف- تجزیه و تحلیل داده ها در مرحله اول تحقیق
۱۴۲	..... ۱- الف تعیین ضرائب ابعاد و مؤلفه ها
۱۴۸	..... ۲- الف تعیین ضرائب شاخص ها
۱۵۳	..... ب- تجزیه و تحلیل داده ها در مرحله دوم تحقیق
۱۵۳	..... آمار توصیفی
۱۵۷	..... آزمون فرضیه های تحقیق
۱۷۳	..... خلاصه فصل

## فصل پنجم : نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات

۱۷۴	..... مقدمه
۱۷۴	..... یافته های حاصل از مرحله اول تحقیق
۱۸۴	..... یافته های حاصل از مرحله دوم تحقیق
۱۸۶	..... نتیجه گیری
۱۸۷	..... محدودیت های تحقیق
۱۸۸	..... پیشنهاد های تحقیق
۱۹۰	..... خلاصه فصل
۱۹۱	..... کتابنامه

### پیوست ها

پیوست الف: پرسشنامه تحقیق

پیوست ب : شرکت های عضو نمونه

پیوست ج : جداول مربوط به روش های AHP و TOPSIS

پیوست د : رتبه حاکمیت شرکتی شرکت های نمونه در سال های مورد بررسی

پیوست ه : آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای سال های مورد بررسی

چکیده لاتین

صفحه عنوان لاتین

## فهرست جدول ها و شکل ها

۱۱	.....	شکل ۱-۱: مراحل کاربرد روش علمی تحقیق در رابطه با موضوع
۱۲	.....	شکل ۱-۲: مراحل اجرای تحقیق
۱۳	.....	جدول ۱-۱: تعاریف عملیاتی متغیرها
۱۹	.....	جدول ۲-۱: تئوری های مختلف حاکمیت شرکتی
۳۹	.....	جدول ۲-۲: ویژگی های سیستم های رتبه بندی حاکمیت شرکتی
۶۱	.....	جدول ۲-۳: متغیرهای مورد استفاده در تخمین شفافیت داده ها و منابع اطلاعاتی
۸۱	.....	جدول ۲-۴: تجزیه و تحلیل مقایسه ای ساختار هیئت مدیره، ۲۰۰۳ (شرکت های منتخب)
۸۳	.....	جدول ۲-۵: عملکرد هیئت مدیره
۹۰	.....	شکل ۲-۱: مدل مفهومی اولیه
۹۱	.....	شکل ۲-۲: مدل مفهومی تحقیق
۱۰۲	.....	جدول ۲-۶: خلاصه ای از تحقیقات اصلی حاکمیت شرکتی
۱۰۹	.....	جدول ۲-۷: خلاصه ای از تحقیقات اصلی حاکمیت شرکتی در سطح کشور و بین کشورها
۱۱۶	.....	جدول ۲-۸: خلاصه تحقیقات داخلی
۱۲۲	.....	جدول ۳-۱: متغیرهای تحقیق و تعاریف عملیاتی آنها
۱۲۵	.....	جدول ۳-۲: تعاریف عملیاتی سایر متغیرها
۱۲۶	.....	شکل ۳-۱: روش های مورد استفاده برای تعیین ضرائب اهمیت ابعاد، مؤلفه ها و شاخص ها
۱۲۸	.....	شکل ۳-۲: درخت سلسله مراتب تحقیق
۱۲۹	.....	شکل ۳-۳: نمونه ماتریس مقایسات زوجی
۱۲۹	.....	شکل ۳-۴: مقیاس مقایسات زوجی
۱۳۸	.....	شکل ۳-۵: مراحل انتخاب نمونه
۱۴۲	.....	جدول ۴-۱: آمار توصیفی پاسخ دهندگان به پرسشنامه تحقیق
۱۴۲	.....	جدول ۴-۲: ماتریس ساده مقایسه چهار ابعاد
۱۴۳	.....	جدول ۴-۳: ماتریس تلفیقی
۱۴۴	.....	جدول ۴-۴: ماتریس بهنجار شده
۱۴۴	.....	جدول ۴-۵: ماتریس بهنجار شده نهائی
۱۴۴	.....	جدول ۴-۶: ماتریس تلفیقی به فرمت نرم افزار
۱۴۵	.....	شکل ۴-۱: نمای خروجی نرم افزار برای اولویت بندی ابعاد
۱۴۵	.....	شکل ۴-۲: نمای خروجی نرم افزار برای اولویت مولفه ای بعد C <sub>۱</sub>
۱۴۶	.....	شکل ۴-۳: نمای خروجی نرم افزار برای اولویت مولفه ای بعد C <sub>۲</sub>
۱۴۶	.....	شکل ۴-۴: نمای خروجی نرم افزار برای اولویت مولفه ای بعد C <sub>۳</sub>
۱۴۶	.....	شکل ۴-۵: نمای خروجی نرم افزار برای اولویت مولفه ای بعد C <sub>۴</sub>

۱۴۷	جدول ۴-۷ : ضرائب ابعاد و مولفه های مدل
۱۴۸	جدول ۴-۸: ماتریس D
۱۴۹	جدول ۴-۹: ماتریس $N_D$
۱۵۰	جدول ۴-۱۰: ماتریس $V_N$
۱۵۲	جدول ۴-۱۱: اولویت شاخص های مولفه C۱۱
۱۵۲	شکل ۴-۶: ضرائب اهمیت ابعاد، مولفه ها و شاخص ها در مدل نهائی تحقیق
۱۵۳	جدول ۴-۱۲: آمار توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته
۱۵۴	شکل ۴-۷: نمودار توزیع متغیر شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)
۱۵۵	شکل ۴-۸: نمودار پراکنش متغیر لگاریتم مجموع دارائی ها و متغیر شاخص حاکمیت شرکتی
۱۵۵	شکل ۴-۹: نمودار پراکنش متغیر لگاریتم مجموع دارائی ها و شاخص حاکمیت شرکتی
۱۵۶	جدول ۴-۱۳: ماتریس همبستگی کلی متغیرهای تحقیق
۱۵۷	جدول ۴-۱۴: نتایج رگرسیون مرحله اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی
۱۵۹	جدول ۴-۱۵: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد Q توبین
۱۵۹	جدول ۴-۱۶: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد MTS
۱۶۰	جدول ۴-۱۷: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد MTBV
۱۶۰	جدول ۴-۱۸: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد ROA
۱۶۱	جدول ۴-۱۹: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد ROE
۱۶۱	جدول ۴-۲۰: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد Return
۱۶۲	جدول ۴-۲۱: تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی با استفاده از متغیرهای عملکردی با فاصله زمانی یک ساله
۱۶۶	جدول ۴-۲۲: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد بعد C۱
۱۶۶	جدول ۴-۲۳: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد بعد C۲
۱۶۶	جدول ۴-۲۴: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد بعد C۳
۱۶۷	جدول ۴-۲۵: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد بعد C۴
۱۶۷	جدول ۴-۲۶: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۱۱
۱۶۷	جدول ۴-۲۷: آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۱۲
۱۶۸	جدول ۴-۲۸: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۱۳
۱۶۸	جدول ۴-۲۹: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۲۱
۱۶۹	جدول ۴-۳۰: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۲۲
۱۶۹	جدول ۴-۳۱: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۲۳
۱۷۰	جدول ۴-۳۲: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۳۱
۱۷۰	جدول ۴-۳۳: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۳۲
۱۷۰	جدول ۴-۳۴: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۳۳
۱۷۱	جدول ۴-۳۵: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۴۱
۱۷۱	جدول ۴-۳۶: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۴۲

۱۷۲	جدول ۴-۳۷ : نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۴۳ .....
۱۷۲	جدول ۴-۳۸ : نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی در مورد مؤلفه C۴۴ .....
۱۷۳	جدول ۴-۳۹ : خلاصه وضعیت تایید یا رد فرضیه ها .....
۱۷۵	جدول ۵-۱ : ضرائب ابعاد و مؤلفه های مدل .....
۱۷۵	جدول ۵-۲ : ضرائب مؤلفه های تحقیق در مدل نهائی به ترتیب اهمیت .....
۱۷۶	جدول ۵-۳ : ضرائب هر یک از شاخص ها در مدل .....
۱۸۳	جدول ۵-۴ : ده شاخص برتر تحقیق از نظر ضریب اهمیت در مدل نهائی .....
۱۸۴	جدول ۵-۵ : فرضیه های تحقیق و خلاصه نتایج آزمون ها .....



## مقدمه

از زمانی که افراد خود را برای یک مقصد عمومی سازماندهی کردند، موضوع حاکمیت به عنوان یک مسئله اساسی مطرح بوده است. یعنی اطمینان از اینکه توان سازمان در جهت اهداف توافق شده و نه سایر مقاصد تجهیز گردیده است. از آن جایی که واژه حاکمیت شرکتی اخیراً به کار گرفته شده است، در خصوص آن دیدگاه‌های متعدد وجود دارد.

رسوایی‌های مالی اخیر دهه ۹۰ و اوائل ۲۰۰۰ میلادی باعث کاهش صدها میلیارد دلاری در ارزش بازار و از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه شده است. عکس‌العمل‌های بعدی نهاد‌های قانون‌گذاری مثل کنگره آمریکا با تصویب قانون سربنز آکسلی<sup>۱</sup> و قوانین منتشر شده توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار<sup>۲</sup> یا الزامات فزاینده پاسخگویی در استانداردهای بورس موجب اهمیت دوچندان موضوع حاکمیت شرکتی گردید. با ملاحظه رشد قابل توجه مباحث حاکمیت شرکتی در ادبیات مدیریت، مدیریت مالی، اقتصاد، حسابداری و استراتژی شرکت می‌توان به اهمیت این موضوع پی برد.

موضوع حاکمیت شرکتی در قرن ۲۱، از یک الزام رعایت به یک الزام استراتژیک کسب و کار<sup>۳</sup> تبدیل شده است. در بازارهای سرمایه و اقتصاد جهانی امروز که سهامداران متنوع و مالکیت گسترده شده است، حاکمیت شرکتی مناسب در افزایش و حمایت از ثروت سهامداران نقش بسزائی دارد. بنابراین، نیاز به مدلی برای ارزیابی حاکمیت شرکتی در بازارهای سرمایه ایجاد گردید تا سهامداران از آن به عنوان یکی از عوامل تصمیم‌گیری در تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده کنند. در این تحقیق تلاش خواهد شد تا با بررسی مدل‌های مختلف حاکمیت شرکتی در تحقیقات مختلف و ادبیات نظری این موضوع و با توجه به منابع حاکمیت شرکتی در ایران، مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران ارائه گردد.

<sup>۱</sup> The Sarbanes – Oxley Act of ۲۰۰۲

<sup>۲</sup> Securities and Exchange Commission

<sup>۳</sup> Strategic Business Imperative

## بیان مسئله

پس از رسوایی های مالی و حسابداری ابتدای هزاره سوم، سرمایه گذاران، ذینفعان صنایع و گروه های حرفه ای و نهادهای قانون گذاری، علاقه خود را برای اطلاعات بیشتر در مورد رویه های حاکمیتی شرکت ها نشان دادند. تمرکز فزاینده مالکیت سهام در دستان سرمایه گذاران نهادی و علاقه این سرمایه گذاران به حاکمیت شرکت های سهامی نیز نیاز به اطلاعات رویه های حاکمیت شرکتی را بیشتر نمود. حاکمیت شرکتی مؤثر یکی از مشخصه های اصلی اقتصاد بازار کارآ می باشد. این امر باعث می گردد تا سهامداران اطلاعات، حق و توانایی عمل برای تأثیرگذاری بر مدیریت از طریق فرآیند حاکمیت را داشته باشند و اطمینان یابند که دارایی های شرکت به صورت منصفانه ای در جهت منافع همه ذینفعان مورد استفاده قرار می گیرد<sup>۱</sup>.

سؤالی که برای سرمایه گذاران و اهالی بازار سرمایه مطرح شده است این است که چه کاری باید انجام شود تا شرکت ها مجبور شوند تا ثروت سهامدار و سایر ذینفعان را حداکثر نمایند؟

در دو دهه اخیر، سیاست گذاران این سؤال را با تصویب قوانینی که استانداردهای حاکمیت شرکتی را الزامی می کند، پاسخ می دهند. شرکت ها هم همواره به گونه ای عمل کرده اند که الزامات جدید قانونی را رعایت کنند. بسیاری از سرمایه گذاران نهادی در نظارت بر شرکت هایی که در آنها سرمایه گذاری کرده اند، فعال تر شدند که یکی از نمونه های بارز آن توجه بیشتر به حاکمیت شرکتی و توجه به اثربخشی آن در تصمیمات سرمایه گذاری می باشد. به تدریج تقاضایی برای ارائه شاخص های رتبه بندی یا سیستم های که رویه های مورد استفاده در پاسخگویی شرکتی شرکت های سهامی عام را جمع آوری، تجزیه و تحلیل، رتبه بندی و مقایسه کنند، ایجاد گردید.

تحلیل گران مالی و اوراق بهادار از رتبه حاکمیتی استفاده می کنند تا به اطلاعات حاکمیتی شرکت ها، صنایع، بازارها، کشورها و مناطقی که آنها مشاوره می دهند، دست یابند. وکلاء، حسابداران و سایر مشاوران حرفه ای نیز از رتبه بندی حاکمیتی در مشاوره به مشتریان خود و مقایسه سیاست های حاکمیتی و رویه های پاداش بهره می برند. به علاوه بانک ها و نهادهای مالی از رتبه بندی برای اصلاح ریسک حاکمیتی در قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و مدل های ریسک اعتباری استفاده می کنند. شرکت های سهامی از رتبه بندی حاکمیتی برای مقایسه رویه های حاکمیتی خود با رقبای و شرکت های همکار در صنعت استفاده می کنند.

صندوق های بازنشستگی، صندوق های مشاع و سایر سرمایه گذاران نهادی و شرکت های سهامی به منظور جذب سرمایه گذاران، رویه های حاکمیتی که توسط مؤسسات رتبه بندی حاکمیت شرکتی جمع آوری گردیده و مورد علاقه آنهاست را نظارت می نمایند. شرکت های رتبه بندی شده هم به دنبال رتبه حاکمیتی خوب می باشند تا هزینه های سرمایه خود و ریسک فعالیت های سهامداران را کاهش داده و شانس جذب هیأت مدیره و مدیران

<sup>۱</sup> Standard & Poors

اجرای را افزایش دهند. رتبه حاکمیتی خوب به تبع کاهش ریسک حاکمیت شرکتی می تواند شرکت را قادر سازد هزینه های مازاد بیمه ای خود را کاهش دهد.<sup>۱</sup>

محققان ، مدیران شرکت ها و سهامداران علاقه مند هستند بدانند که:

۱- وضعیت کیفیت حاکمیت شرکتی یک شرکت چگونه است و آن را چگونه می توان رتبه بندی کرد.

۲- رابطه بین رتبه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت چگونه می باشد.

همان طور که در مدلی که توسط جنسن و مک لینگ ( ۱۹۷۶ )<sup>۲</sup> ارائه گردید، همیشه بهترین رابطه کارگزار - کارگزار حضور مالک به عنوان مدیر ( خویش فرما ) نمی باشد. از طرفی مدیری که تنها بخشی از مالکیت را در اختیار داشته باشد، هزینه کارهای خود را به طور کامل متحمل نخواهد شد ( چون معادل میزان مالکیت خود ، هزینه ها را متحمل می شود و بنابراین، برای انجام برخی کارهای هزینه بر که نفع شخصی برای او داشته باشد، انگیزه پیدا می کند ). وی انگیزه هایی را پیدا خواهد کرد تا از حداکثر سازی ثروت سهامدار فاصله بگیرد. به همین صورت اگر مدیر مالکیت کامل را در اختیار داشته باشد، ارزش شرکت کمتر از آنچه که باید باشد، خواهد بود. در هر صورت، جداسازی مالکیت و کنترل هدفی دارد. گسترش مالکیت باعث می گردد تا ریسک تقسیم گردد ( فاما و جنسن ، ۱۹۸۳ ).<sup>۳</sup> تحقیق در مورد اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت مستلزم این است که بررسی گردد که آیا مکانسیم های نظارتی کافی وجود دارد ؟ آیا مدیری که مالکیت اندکی در شرکت دارد، همانند مدیری عمل می کند که مالکیت کامل را دارد و تمایل دارد که درجه بالایی از ریسک را تحمل کند؟

آیا کیفیت حاکمیت شرکتی یک شرکت در قیمت سهام آن شرکت در بازارهای سرمایه تأثیر می گذارد؟

آیا حاکمیت شرکتی خوب منجر به ارزیابی های بالاتر بازار سرمایه از سهام آن شرکت می شود؟ یا شرکت هایی که دارای ارزش بالاتر هستند، احتمال دارد ساختارهای حاکمیتی بهتری را انتخاب کنند؟ مثلاً به خاطر اینکه فرصت های سرمایه گذاری بهتری دارند یا تأمین مالی خارجی بیشتری را دارند.

اگر رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد، آیا این رابطه از نظر اقتصادی برای تصمیم گیران شرکت و مدیران منابع با اهمیت است؟

از منظر تئوریک، موضوع نمایندگی ممکن است بر ارزش شرکت از طریق به تعویق انداختن گردش وجه نقد مورد انتظار به سرمایه گذاران یا از طریق هزینه سرمایه تاثیر بگذارد. اولاً موضوع نمایندگی، سرمایه گذاران را در مورد آینده گردش وجه نقد شرکت بدبین می کند. لاپورتا و دیگران (۲۰۰۲)<sup>۴</sup> معتقدند که با حاکمیت شرکتی خوب سرمایه گذاران قیمت سهام را بالا می برند، چون با حفاظت قانونی بهتر، سود بیشتری از طرف شرکت در قالب بهره یا سود نقدی به آنها برمی گردد. ثانیاً حاکمیت شرکتی خوب هزینه سرمایه شرکت را کاهش می دهد.

<sup>۱</sup> - Thuy-Nga T.Vo

<sup>۲</sup> - Jensen and Meckling.

<sup>۳</sup> - Fama and Jensen.

<sup>۴</sup> - Laporta et al.

بنابراین به تدریج تقاضایی توسط سرمایه گذاران برای ارائه شاخص های رتبه بندی یا سیستم هایی که رویه های مورد استفاده در پاسخگویی شرکتی شرکت های سهامی عام را جمع آوری، تجزیه و تحلیل، رتبه بندی و مقایسه کنند، ایجاد گردید. در حال حاضر در ایران هیچ تحقیق جامعی در خصوص معیارهای رتبه بندی حاکمیت شرکتی انجام نشده است، همچنین هیچ موسسه رتبه بندی حاکمیت شرکتی هم در حال حاضر در ایران وجود ندارد. معیارهای مورد استفاده در تحقیقات کشورهای دیگر نیز به دلیل زمینه های متفاوت فرهنگی، اجتماعی، سیاسی و اقتصادی ایران به صورت کامل قابل استفاده نمی باشد و مسئله مهم تر اینکه ضرائب معیارهای مورد استفاده در موسسات رتبه بندی حاکمیت شرکتی در تمام کشورها و مؤسسات مذکور به صورت کاملاً "محرمانه" بوده و افشاء نمی شوند.

در این تحقیق با طراحی یک مدل حاکمیت شرکتی که به کارگیری آن در مورد هر شرکت منجر به شاخص حاکمیت شرکتی می گردد (CGI)<sup>۱</sup>، رابطه آن با ارزش شرکت برای شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران مورد مطالعه قرار می گیرد.

## اهداف تحقیق

### اهداف نظری

هدف اصلی پژوهش حاضر، ارائه مدلی برای رتبه بندی کیفیت حاکمیت شرکتی در ایران و تبیین رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت می باشد. تایید وجود این رابطه تأثیر بسیار زیادی در بهبود روش های حاکمیت شرکتی و اهمیت دادن به آن در کشور دارد.

هدف دیگر این پژوهش رفع مغایرت نتایج ناسازگار تحقیقات قبلی انجام شده در خصوص رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت می باشد. انجام تحقیق حاضر می تواند ضمن ارائه شواهدی جدید از محیطی متفاوت (ایران)، گامی هرچند کوچک در راستای تبیین یافته های ناسازگار پژوهشگران قبلی و پربارتر ساختن ادبیات مربوط در سطح بین المللی به شمار آید.

همچنین از آنجا که در ایران تاکنون پژوهشی در زمینه مدل رتبه بندی کیفیت حاکمیت شرکتی و بررسی تأثیر رتبه حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت صورت نگرفته است و به طور کلی از ادبیات مربوط به حاکمیت شرکتی در ایران و جهان چند سالی بیشتر نمی گذرد، غنا بخشیدن بر ادبیات موضوع در ایران نیز می تواند انگیزه دیگری برای انجام تحقیق حاضر به حساب آید.

<sup>۱</sup> - Corporate Governance Index

## اهداف کاربردی

پژوهش‌های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی قطعاً مورد علاقه و توجه طیف وسیعی از اقشار غیر دانشگاهی مثل مراجع گوناگون تدوین استانداردهای حسابداری، سایر نهادهای قانون گذار مثل بورس‌های اوراق بهادار و نهادهای نظارتی آنها، بانک‌های مرکزی، مدیران شرکت ها و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و اطلاعات حسابداری می‌باشد.

باتوجه به اینکه در ایران تاکنون پژوهش جامعی در زمینه مدل رتبه بندی کیفیت حاکمیت شرکتی و بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت صورت نگرفته است، تحقیق حاضر در صدد دستیابی به سه هدف کاربردی است.

- نخستین هدف آگاه ساختن سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه نسبت به مربوط بودن و سودمندی حاکمیت شرکتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است. این مهم می‌تواند از طریق انتشار نتایج تحقیق در قالب مقاله در مجلات بازار سرمایه در سطوح مختلف حاصل گردد. این تحقیق چارچوب تجربی جامعی را برای اندازه‌گیری اثرات مکانیسم‌های مختلف حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت فراهم می‌آورد.
- هدف دیگر ارائه یک مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی برای اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در بسیاری از کشورهای اروپایی و آمریکا شرکت هایی وجود دارند که وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس های مختلف را بررسی و امتیاز حاکمیت شرکتی هر شرکت را اعلام می‌کنند که در بسیاری از موارد یکی از مبانی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد.
- یکی دیگر از اهداف این تحقیق می‌تواند بازنمایی پیامدهای وضع قوانین و مقررات، آیین‌نامه ها و دستورالعمل ها و چارچوب اداره شرکت ها باشد. از آنجائیکه مشکلات حاکمیت شرکتی منجر به بحران های مالی و ورشکستگی شرکت ها در نقاط مختلف دنیا گردیده است، در صورت اثبات وجود رابطه آن با عملکرد شرکت، بازنگری کلیه قوانین و مقررات، آیین‌نامه و دستورالعمل ها و هماهنگی کامل بین آنها می‌تواند زمینه بسیاری از مشکلات را در این خصوص از بین ببرد.

## اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

حاکمیت شرکتی مؤثر یکی از مشخصه‌های اصلی اقتصاد بازار کارآ می‌باشد. این امر باعث می‌گردد تا سهامداران اطلاعات، حق و توانایی عمل برای تأثیرگذاری بر مدیریت از طریق فرآیند حاکمیت را داشته باشند و اطمینان یابند که دارایی های شرکت به صورت منصفانه ای در جهت منافع همه ذینفعان مورد استفاده قرار

می‌گیرد. این مقوله هم بر مکانیزم‌های درون سازمانی بخصوص از طریق انتخاب مدیران و هم بر مکانیسم‌های قانون گذاری و قانونی برون سازمانی تأثیر می‌گذارد. این موضوعات در اقتصادهای توسعه یافته و در حال توسعه از اهمیت زیادی برخوردار شده است.

در سطح کلان یا کشور، وجود یک محیط قانون گذاری و قانونی قوی که قوانین اثربخش و سطح بالای شفافیت و افشاء را در بر گیرد، مهم می‌باشد. چنین کشورهایی، با استانداردهای بالای محافظت از سرمایه گذار، در شرایط بحران‌های بازار کمتر آسیب می‌بینند.

با ارتباط این موضوع به بازارهای مالی، حاکمیت شرکتی ضعیف اغلب به عنوان یکی از دلایل اصلی بی میلی سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در شرکت‌ها در بازارهای خاص می‌باشد. این موضوع همچنین یکی از دلایلی است برای اینکه در برخی از اقتصادها، سهام بسیاری از شرکت‌ها با تفاوت معنی داری نسبت به ارزش واقعی‌شان معامله می‌شوند. در این بازارها حتی شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر نیز همین وضعیت را خواهند داشت.

شاید اگر سرمایه گذاران قادر به ارزیابی ریسک حاکمیت شرکتی نباشند، یا بی میل به سرمایه گذاری خواهند بود و یا صرف بالایی را برای جبران عدم اطمینان مطالبه می‌کنند. در مواردی که سرمایه گذار قادر به ارزیابی ریسک مربوط به رویه‌های حاکمیت شرکتی نباشد، سهام شرکت مورد نظر به صورت غیر واقعی ارزیابی می‌گردد. این امر به زیان شرکت بوده و هزینه سرمایه را بالا می‌برد.

از طرفی همان طور که پیش تر اشاره شد رسوایی‌های مالی در اروپا و آمریکا باعث از بین رفتن اعتماد سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه شده است و عکس العمل نهادهای قانون گذار را در این خصوص در پی داشته است. از آن جایی که گذر از اقتصاد توسعه نیافته به اقتصاد توسعه یافته، نیازمند سرمایه و سرمایه گذاری است و در این فرآیند گذار، از یک سو تامین و تجهیز منابع سرمایه‌ای و از سوی دیگر تخصیص مطلوب این منابع، شرط لازم برای موفقیت اقتصادی است، براین اساس باید برای جلب اطمینان سرمایه گذاران و جذب منابع مالی کوشید. بازار سرمایه یکی از نهادهایی است که می‌تواند نقش بسزایی در این راستا داشته باشد، یعنی وجوه سرگردان جامعه را به سمت سرمایه گذاری‌های مولد سوق دهد. اما تداوم این نقش نیاز به اعتماد سرمایه گذاران دارد. در صورتی که اصول حاکمیت شرکتی در شرکت رعایت شود و از طرفی برای نهادهای قانون گذاری و نظارتی هم اثر آن در عملکرد شرکت و در نتیجه افزایش بازده سرمایه گذاران به اثبات برسد، بازار سرمایه قطعاً در جلب اعتماد سرمایه گذاران و تجهیز منابع سرمایه‌های موفق خواهد بود.

به عبارت دیگر انجام چنین پژوهش‌هایی موجب افزایش اطمینان خاطر سرمایه گذاران نسبت به حفظ حقوق آنها در شرکت‌ها، ترغیب هر چه بیشتر آنها به استفاده از اطلاعات مربوط به وضعیت حاکمیت شرکتی شرکت‌ها و در نهایت، مشارکت گسترده تر آنان در بازار سرمایه و به ویژه بورس اوراق بهادار می‌شود. این در حالی است

که رونق نهادهای مالی مذکور موجب توسعه بازارهای مالی و به تبع آن تجهیز منابع سرمایه ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت های مولد اقتصادی و در نهایت تسریع رشد و توسعه اقتصادی کشور می گردد.

اهمیت این موضوع در ایران زمانی افزایش می یابد که توجه شود در سند چشم انداز بیست ساله توسعه کشور و ابلاغیه سیاست های کلی اصل چهل و چهار قانون اساسی که از آن به عنوان یک انقلاب اقتصادی و الگویی برای توسعه اقتصادی یاد می شود؛ عنایت ویژه ای به رشد و توسعه اقتصادی کشور، گسترش و تعمیق کارآمد بازار سرمایه (به ویژه تقویت جایگاه بورس) و فراهم آمدن امکان سرمایه گذاری خارجی مبذول شده است. تحقق مورد اخیر، یعنی ورود سرمایه گذاران خارجی به بازار سرمایه کشور، مستلزم داشتن رتبه بندی حاکمیت شرکتی است تا سرمایه گذاران خارجی با اتکاء بر یافته های پژوهشی حاصل؛ قادر به ارزیابی وضعیت حاکمیت شرکتی و تصمیم گیری مقتضی در خصوص سرمایه گذاری خود باشند. همچنین یکی از الزامات پذیرش شرکت های ایرانی در بورس های خارجی تکمیل چک لیست حاکمیت شرکتی می باشد. از طرفی با بررسی تاریخچه حاکمیت شرکتی در اقتصادهای در حال گذار مشخص می شود که بسیاری از مشکلات حاکمیت شرکتی بعد از برنامه های خصوصی سازی پدیدار شده اند. (دیک، الکساندر، ۲۰۰۰).<sup>۱</sup> روش های خصوصی سازی مختلف با مشکلات متعددی همراه بوده اند. خصوصی سازی وسیع باعث شد مدیران با حفظ موقعیت کاری خود مسئولیت پاسخگویی چندانی نداشته باشند و سهامداران عمده بر سهامداران خرد تفوق یابند، بنابراین توجه جدی به مقوله حاکمیت شرکتی در خصوصی سازی با توجه به ابلاغ سیاست های کلی اصل ۴۴ علاوه بر اینکه می تواند به موفقیت خصوصی سازی و جلوگیری از مشکلات شرکت ها بعد از خصوصی سازی و تداوم حضور سرمایه گذار در بازار کمک نماید، می تواند بر ارزش شرکت های قابل واگذاری نیز تاثیر گذاشته و منافع بیشتری را نصیب جامعه نماید. از سوی دیگر، فقدان اثری جامع در خصوص موضوع تحقیق حاضر در ایران نیز ایجاب می نماید تا به منظور آشناسازی بیشتر اهالی این حوزه و غنی سازی ادبیات مربوط، پژوهشی ایرانی در این زمینه ارائه گردد.

### سؤالات و فرضیات تحقیق

بیان مسئله به صورت کلی، پژوهش را هدایت می کند، ولی تمام اطلاعات مربوط و مورد نیاز را در بر نمی گیرد. از سوی دیگر اگر کلیه اطلاعات پژوهش را در مسئله مطرح کنیم، مسئله پر حجم می شود؛ به گونه ای که تدبیر و هدایت آن میسر نخواهد شد. بنابراین، مسئله هرگز به صورت علمی حل نخواهد شد مگر اینکه به سؤالات و فرضیه یا فرضیه هایی تبدیل شود. از این رو می توان ادعا کرد که فرضیه یک ابزار نیرومند و با اهمیت در پژوهش علمی است که محقق به کمک آن به جستجوی تبیین مورد نظر می پردازد (دلاور، ۱۳۸۰).

<sup>۱</sup> Dyck, Alexander

برای قسمت اول تحقیق که در خصوص ارائه مدلی برای رتبه بندی حاکمیت شرکتی می باشد، سؤالات زیر مطرح است :

### سؤالات تحقیق:

- ۱- مدل رتبه بندی مناسب حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران کدام است؟
  - ۲- مؤلفه ها و شاخص های تشکیل دهنده مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران کدامند؟
  - ۳- مؤلفه ها و شاخص های بعد اثرات مالکیت مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی کدامند؟
  - ۴- مؤلفه ها و شاخص های بعد حقوق سهامداری مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی کدامند؟
  - ۵- مؤلفه ها و شاخص های بعد شفافیت مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی کدامند؟
  - ۶- مؤلفه ها و شاخص های بعد اثربخشی هیات مدیره مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی کدامند؟
- برای قسمت دوم تحقیق ( آزمون مدل ) فرضیه زیر صورت بندی شده است:

### فرضیات تحقیق :

- ۱- بین شاخص حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین ابعاد و مؤلفه های موثر در رتبه بندی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

### روش تحقیق

مرحله اول این تحقیق از نظر هدف، بنیادی توسعه ای و از نظر روش اجرای تحقیق، توصیفی است و هدف آن بررسی وضع موجود رتبه بندی حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه و شناسایی و تشریح عوامل و عناصر تشکیل دهنده آن و همچنین تعیین ارزش و اهمیت هر یک از آنها در مدل رتبه بندی حاکمیت شرکتی است. برای انجام مرحله اول تحقیق ابتدا مطالعه و جستجوی اکتشافی در متون مربوطه انجام می گیرد و از سوی دیگر از نظرات صاحب نظران دانشگاهی و بازار سرمایه استفاده گردیده و چارچوب نظری موضوع و منابع مربوطه تعیین می شود و با مطالعه کتب و منابع و با مشورت استاد راهنما، سؤالات تحقیق برای تدوین مدل طراحی می گردد.

پس از طراحی چارچوب اولیه تحقیق برای اعتباردهی به چارچوب مذکور و مشخص ساختن ابعاد مدل مذکور و تعیین اینکه آیا مدل رتبه بندی پیش بینی شده و عناصر و عوامل تشکیل دهنده آن با وضعیت و واقعیت بازار سرمایه ایران هم خوانی و تطابق دارد، از نظرات خبرگان استفاده خواهد شد. برای تدوین مدل و تعیین ضرائب اجزاء مدل از روش های <sup>۱</sup>AHP و <sup>۲</sup>TOPSIS استفاده می گردد.

<sup>۱</sup> Analytical Hierachy Process

<sup>۲</sup> Technique for Order-Preference by Similarity to Ideal Solution



مرحله دوم تحقیق آزمون مدل می باشد که از نظر هدف تحقیق، کاربردی می باشد و از نظر روش اجرای تحقیق از نوع همبستگی است که در قالب دو طرح همزمان مقطعی و طولی اجرا خواهد شد. همچنین، با توجه به اینکه داده های مورد استفاده در پژوهش حاضر اطلاعات واقعی و تاریخی است؛ آن را می توان از نوع پس رویدادی نیز طبقه بندی کرد.

در پژوهش های همبستگی، تلاش محقق بر کشف یا تعیین رابطه بین یک یا چند متغیر متمرکز دارد. در واقع، هدف روش مذکور، مطالعه حدود تغییرات یک یا چند متغیر با حدود تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است (ایزاک، ۱۳۸۳؛ دلاور، ۱۳۸۳). هدف دیگر پژوهش حاضر نیز مطالعه همبستگی میان دو عامل رتبه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت می باشد که قرار است در قالب تعریف متغیرهای مربوط صورت گیرد.

از سوی دیگر، باید توجه داشت که در طرح های مقطعی، اطلاعات مربوط به یک یا چند متغیر در یک مقطع زمانی معین از اعضای نمونه جمع آوری می شود. به بیان دیگر، چنین داده هایی دارای بعد مکانی است (دلاور، ۱۳۸۳؛ گجراتی، ۱۳۸۵). این در حالی است که در طرح های طولی، اطلاعات جمع آوری شده مربوط به یکی از اعضای نمونه، با توجه به زمان گردآوری آنها مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد و محقق قادر است تا تغییرات به وجود آمده در طی زمان را مورد بحث و بررسی قرار دهد. به عبارت بهتر، داده های جمع آوری شده دارای بعد زمانی است (دلاور، ۱۳۸۳؛ گجراتی، ۱۳۸۵).

در پژوهش حاضر، از این منظر که داده های مورد نیاز در مقاطع خاصی از زمان گردآوری می شود (برای مثال، قیمت سهام شرکت های عضو نمونه در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه)، طرح مقطعی و از آن دیدگاه که روند همبستگی میان متغیرهای پژوهش برای هر یک از شرکت های عضو نمونه در طول زمان مورد مطالعه قرار می گیرد؛ طرح طولی مدنظر می باشد.

موضوع مهمی که در تحقیقات حاکمیت شرکتی وجود دارد موضوع درون زائی<sup>۱</sup> می شود. منظور از مشکل درون زائی هم این است که شرکت های با ارزش بازار بالاتر، قواعد حاکمیتی خوب را انتخاب کنند، یعنی جهت استدلال از متغیر وابسته ما (ارزش شرکت) به سمت حاکمیت شرکتی می باشد. (به جای اینکه برعکس این باشد).

شواهدی از مشکل درون زائی در سایر تحقیقات حاکمیت شرکتی هم وجود دارد. مثلاً باغات و بلک (۲۰۰۲)<sup>۲</sup> شواهدی را از رگرسیون های OLS در خصوص رابطه منفی بین استقلال هیأت مدیره و شاخص های عملکرد گزارش کردند. آنها همچنین به شواهدی دست یافتند که شرکت هایی که ضعیف عمل می کنند استقلال هیأت مدیره شان را افزایش می دهند. بعد از کنترل نمودن این اثر درون زائی عملکرد بر ترکیب هیأت مدیره، رابطه منفی بین استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت ضعیف می شود و اهمیت خود را از دست می دهد.

<sup>۱</sup> Endogeneity

<sup>۲</sup> Bhagat and Black

ویسباخ و هرملین (۲۰۰۱)<sup>۱</sup> مشکل درون زائی را در مطالعات ترکیب هیئت مدیره مورد بحث قرار دادند. دورنو و کیم (۲۰۰۵)<sup>۲</sup> مدل ساده ای را ارائه کردند که در آن انتخاب حاکمیت شرکتی یک شرکت از نظردرون زائی به فرصت های سرمایه گذاری، تمایل برای تأمین مالی خارجی و مالکیت با کنترل سهامدار ارتباط دارد. برای کنترل اثر درون زائی از رگرسیون دو مرحله ای استفاده می شود که در فصل سوم تحقیق به صورت مبسوط مورد بررسی قرار می گیرد.

در بخش تعاریف عملیاتی متغیرها، رگرسیون های مرحله اول و دوم آورده شده است.

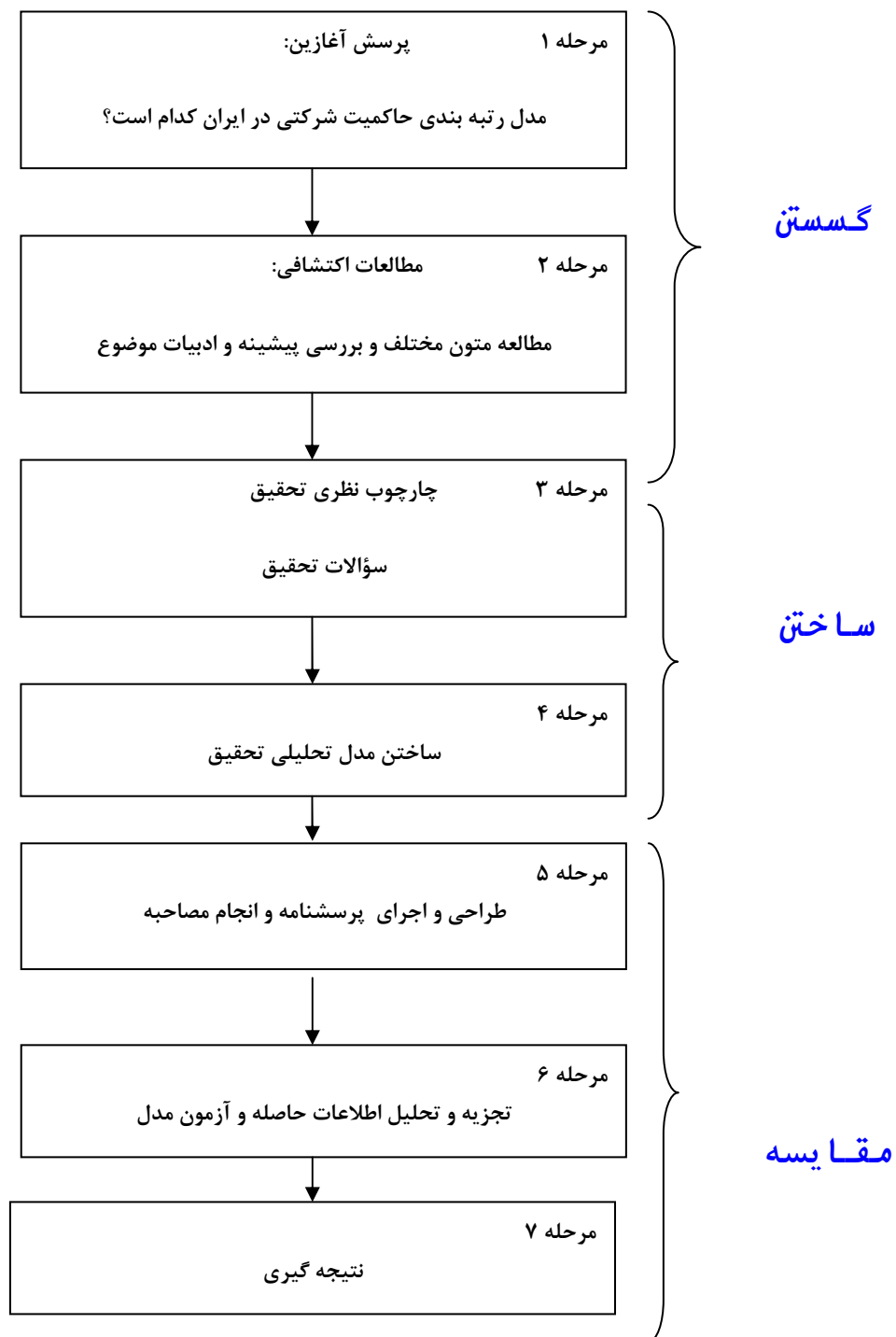
### مراحل کاربرد روش علمی تحقیق در رابطه با موضوع

نکته قابل توجه دیگر در خصوص روش تحقیق این است که در این تحقیق سعی خواهد شد که بر اساس فرآیند روش علمی تحقیق عمل شود. بدین معنی که مراحل سه گانه گسستن، ساختن و مقایسه طبق مراحل زیر انجام می شود.

---

<sup>۱</sup> Hermalin and Weisbach  
<sup>۲</sup> Durnev and Kim

شکل ۱-۱: مراحل کاربرد روش علمی تحقیق در رابطه با موضوع<sup>۱</sup>



<sup>۱</sup> خاکی، غلامرضا (۱۳۸۴)

### مراحل تفصیلی اجرای تحقیق

به طور کلی مراحل اجرای تحقیق را می توان به شرح زیر ارائه نمود:

شکل ۱-۲: مراحل اجرای تحقیق

