





دانشگاه آزاد اسلامی

واحد تهران مرکزی

دانشکده مدیریت - گروه مدیریت دولتی

**پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)**

گرایش: مالی

**عنوان:**

**" بررسی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده**

**در بورس اوراق بهادار تهران "**

استاد راهنما:

دکتر حسن الماسی

استاد مشاور:

دکتر میر فیض فلاح شمس لیاستانی

پژوهشگر:

زینب رضایی

تابستان 1392

تقدیم به پدر و مادر عزیزم؛

که همواره حامی ام بوده‌اند و محبت‌ها

و دعای خیرشان همواره شامل حال من بوده است.

## سپاسگزاری:

منت خدای را عزوجل که طاعتش موجب قربت است و به شکر اندرش مزید نعمت. هر نفسی که فرو می‌رود ممد حیات است و چون برمی‌آید مفرح ذات. پس در هر نفسی دو نعمت موجود است و بر هر نعمتی شکری واجب. باران رحمت بی‌نصیبش همه را رسیده و خوان نعمت بی‌دریغش همه جا کشیده.

اکنون که این پژوهش به انجام رسیده از باب حدیث "لم یشکر المخلوق لم یشکر الخالق"، بر خود لازم می‌دانم از استاد راهنمای بزرگوارم جناب آقای دکتر حسن الماسی که زحمت راهنمایی این پایان‌نامه را بر عهده گرفتند و با دقت و حوصله اینجانب را در تهیه و تدوین این پژوهش یاری کرده و افق‌های جدیدی در برابر دیدگانم گشودند، قدردانی کنم. همچنین تشکر خود را از استاد مشاور گرامی‌ام جناب آقای دکتر میر فیض فلاح شمس لیالستانی به پاس همراهی بی‌دریغ و هم‌فکری‌های سودمندشان در مشاوره پایان‌نامه، ابراز می‌دارم.

## تعهد نامه اصالت پایان نامه کارشناسی ارشد

اینجانب زینب رضایی دانش‌آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته به شماره دانشجویی 900752793 در رشته مدیریت مالی گرایش مالی که در تاریخ 1392/04/30 از پایان نامه خود تحت عنوان: «بررسی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» با کسب نمره 18 و درجه بسیار خوب دفاع نموده‌ام بدینوسیله متعهد می‌شوم:

- 1- این پایان‌نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان‌نامه، کتاب، مقاله و...) استفاده نموده‌ام، مطابق ضوابط و رویه‌های موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست ذکر و درج کرده‌ام.
- 2- این پایان‌نامه قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین‌تر یا بالاتر) در سایر دانشگاهها و موسسات آموزش عالی ارائه نشده است.
- 3- چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هر گونه بهره‌برداری اعم از چاپ کتاب، ثبت اختراع و .... از این پایان‌نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهشی واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.
- 4- چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را بپذیرم و واحد دانشگاهی مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی‌ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

نام و نام خانوادگی: زینب رضایی

تاریخ و امضاء

بسمه تعالی

در تاریخ : 1392/04/30

دانشجوی کارشناسی ارشد خانم زینب رضائی از پایان نامه خود دفاع نموده و با نمره 18 به حروف هیجده و با درجه بسیار خوب مورد تصویب قرار گرفت .

**امضاء استاد راهنما:**

بسمه تعالی

دانشکده مدیریت

(این چکیده به منظور چاپ در پژوهش نامه دانشگاه تهیه شده است)

پایان نامه:	کد شناسایی	نام واحد دانشگاهی: تهران مرکزی	کد واحد: 101
10121210912010			
عنوان پایان نامه: بررسی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران			
تاریخ شروع پایان نامه: بهمن 91		نام و نام خانوادگی دانشجو: زینب رضائی	
تاریخ اتمام پایان نامه: تیر 92		شماره دانشجویی: 900752793	
		رشته تحصیلی: مدیریت دولتی گرایش مالی	
استاد راهنما: دکتر حسن الماسی			
استاد مشاور: دکتر میر فیض فلاح شمس لیلاستانی			
آدرس و شماره تلفن: اسلامشهر _ خیابان امام محمدباقر _ شهرک جانبازان _ کوچه مدائن 5 پلاک 18 _ 09127108299			
<p><b>چکیده:</b> هدف این پژوهش، بررسی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه ای و کاربردی - توصیفی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال های 1385 تا 1390 می باشند که تا پایان سال 1390 بر پایه نرم افزار ره آورد نوین بورس برابر با 510 تعداد شرکت بوده است. حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با 94 شرکت است. برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش از نرم افزارهای 20 Spss و 7 Eviews استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تاثیر دارد. همچنین ساختار مالکیت بر حاکمیت شرکتی تاثیر دارد.</p> <p>واژه های کلیدی:</p> <p>ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.</p>			

مناسب است

تاریخ و امضاء:

مناسب نیست

نظر استاد راهنما برای چاپ در پژوهش نامه دانشگاه

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
<b>فصل اول: کلیات تحقیق</b>	
2	1-1- مقدمه.....
3	2-1- بیان مسأله.....
4	3-1- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق.....
5	4-1- اهداف تحقیق.....
6	5-1- فرضیات و سؤالات تحقیق.....
7	6-1- چهارچوب نظری.....
9	7-1- مدل مفهومی پژوهش.....
10	8-1- قلمرو تحقیق.....
10	9-1- نوع تحقیق.....
12	10-1- روش گردآوری اطلاعات و داده ها.....
12	11-1- تعاریف متغیرها و اصطلاحات تحقیق.....
<b>فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق</b>	
17	1-2- مقدمه.....
18	2-2- تعریف ساختار مالکیت.....
19	3-2- تئوری ساختار مالکیت.....
19	4-2- نظریه نمایندگی.....
21	5-2- ترکیب مالکیت و سهامداری مدیران.....
25	6-2- ترکیب مالکیت و سهامداران نهادی و عمده.....



- 27 ..... تأثیر سهامداران عمده مالی بر هزینه‌های نمایندگی 7-2
- 27 ..... ترکیب مالکیت و سهامداران خارجی 8-2
- 29 ..... رابطه ساختار مالکیت با کارایی بازار سرمایه 9-2
- 30 ..... درآمدی بر حاکمیت شرکتی 10-2
- 33 ..... مفاهیم حاکمیت شرکتی 11-2
- 33 ..... تعاریف حاکمیت شرکتی 12-2
- 38 ..... اهمیت نظام حاکمیت شرکتی 13-2
- 38 ..... چارچوب نظری حاکمیت شرکتی 14-2
- 39 ..... 1-14-2 تئوری نمایندگی
- 41 ..... 2-14-2 تئوری هزینه معاملات
- 42 ..... 3-14-2 تئوری ذینفعان
- 43 ..... 15-2 سامانه های حاکمیت شرکتی
- 49 ..... 16-2 ساختار حاکمیت شرکتی
- 51 ..... 1-16-2 کمیته حسابرسی
- 53 ..... 2-16-2 هیئت مدیره
- 54 ..... 3-16-2 سرمایه گذاران نهادی
- 60 ..... 4-16-2 حسابرسان مستقل
- 61 ..... 5-16-2 حسابرسان داخلی
- 62 ..... 17-2 تعیین ارزش سهام
- 64 ..... 18-2 معیارهای ارزشیابی سهام
- 65 ..... 19-2 شیوه های ارزشیابی و انتخاب سهام
- 67 ..... 20-2 انواع ارزش سهام

- 21-2- میزان مربوط بودن اطلاعات حسابداری با ارزش بازار شرکت ..... 68
- 22-2- میزان مربوط بودن ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ..... 71
- 23-2- میزان مربوط بودن سود به ارزش بازار شرکت ..... 74
- 24-2- تحقیقات داخلی ..... 77
- 25-2- تحقیقات خارجی ..... 81

### فصل سوم: روش شناسی تحقیق

- 1-3- مقدمه ..... 88
- 2-3- روش تحقیق ..... 89
- 3-3- روش و ابزار گردآوری داده ها ..... 90
- 4-3- جامعه آماری مورد مطالعه، برآورد حجم نمونه و روش نمونه گیری ..... 91
- 5-3- ماهیت و منابع داده ها ..... 92
- 6-3- متغیرهای پژوهش ..... 93
- 7-3- مدل پژوهش ..... 100
- 8-3- روش های تجزیه و تحلیل داده ها ..... 104

### فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها و اطلاعات

- 1-4- مقدمه ..... 113
- 2-4- توصیف نمونه آماری ..... 114
- 3-4- آمار توصیفی داده ها ..... 115
- 4-4- تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون ..... 116
- 5-4- آزمون فروض کلاسیک رگرسیون ..... 119
- 1-5-4- آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته ..... 120
- 2-5-4- آزمون استقلال خطاها ..... 120
- 3-5-4- بررسی نرمال بودن توزیع خطاها ..... 121

- 121.....مدل رگرسیونی فرضیه اول 1-3-5-4
- 123.....مدل رگرسیونی فرضیه دوم 2-3-5-4
- 124.....مدل رگرسیونی فرضیه سوم 3-3-5-4
- 125.....آزمون فرضیات تحقیق 6-4
- 125.....فرضیه اول 1-6-4
- 128.....فرضیه دوم 2-6-4
- 131.....فرضیه سوم 3-6-4

### فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

- 135.....مقدمه 1-5
- 136.....خلاصه پژوهش 2-5
- 140.....بررسی یافته‌ها و تفسیر نتایج پژوهش 3-5
- 140.....فرضیه اول 1-3-5
- 140.....فرضیه دوم 2-3-5
- 141.....فرضیه سوم 3-3-5
- 142.....پیشنهاد‌های کاربردی پژوهش 4-5
- 143.....پیشنهاد‌هایی برای پژوهش‌های آتی 5-5
- 144.....محدودیت‌های پژوهش 6-5
- 146.....منابع فارسی
- 151.....منابع لاتین
- 154.....پیوست‌ها
- 173.....چکیده لاتین

## فهرست جدول ها

صفحه	عنوان
114	جدول 1-4. نمونه آماری تحقیق.....
115	جدول 2-4. آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق.....
118	جدول 3-4. آزمون چاو.....
119	جدول 4-4. آزمون هاسمن.....
120	جدول 5-4. آزمون کولموگروف اسمیرنوف.....
121	جدول 6-4. آزمون استقلال خطاها.....
127	جدول 7-4 نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون.....
130	جدول 8-4 نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون.....
133	جدول 9-4 نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون.....

## فهرست شکل‌ها

صفحه	عنوان
47	شکل 1-2 - حاکمیت شرکتی و مدل ترازنامه ای شرکت
48	شکل 2-2- دید جامع تری از شرکت و حاکمیت شرکتی
49	شکل 2-3- ساختار حاکمیت شرکتی

## فهرست نمودارها

صفحه	عنوان
122	نمودار 4-1- منحنی اجزاء خطاها - مدل (1).....
123	نمودار 4-2- منحنی اجزاء خطاها - مدل (2).....
124	نمودار 4-3- منحنی اجزاء خطاها - مدل (3).....

# **فصل اول:**

## **کلیات تحقیق**

## 1-1- مقدمه

پژوهش علمی همواره با نوعی مسأله آغاز می‌شود. هدف تحقیق پیدا کردن جواب مسأله با استفاده از روش‌های علمی است. از آنجا که اصول و معیارهای حاکمیت شرکتی عناصر اصلی و حیاتی چارچوب اقتصادی بازارهای موفق است و ساختار مالکیت و ارزش شرکت یکی از مهمترین عوامل ارزیابی و تأثیر گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری می‌باشد، در این پژوهش قصد داریم به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم.

در این فصل به بررسی کلیات تحقیق پرداخته خواهد شد. ابتدا مسأله اصلی تحقیق بیان گردیده و سپس اهمیت و ضرورت تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد و در ادامه به اهداف اساسی تحقیق، فرضیات و سوالات تحقیق، چهارچوب نظری و مدل مفهومی پرداخته شده و در انتها نیز واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی تحقیق تعریف می‌شود.



## 1-2- بیان مسأله

بحران مالی 1997 تا 1998 شرق آسیا که بازارهای مالی و اقتصادی کشورهای عمده آسیایی را دربرگرفت، تنها به خاطر مدیریت غلط اقتصاد کلان یا ضعف ساختارهای اقتصادی و یا شوک‌های شدید اقتصادی نبود، بلکه به عقیده بسیاری از تحلیل‌گران، عامل اصلی این بحران متأثر از ضعف حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها بود. اما آنچه که موجب شد تا پژوهشگر این موضوع را به‌عنوان موضوع پژوهش خود برگزیند این است که مطابق با تئوری‌ها و شواهد تجربی موجود تاکنون عوامل متعددی به‌عنوان عناصر تعیین‌کننده ارزش شرکت شناسایی شده‌اند؛ اگرچه بسیاری از مطالعات تجربی گذشته نشانگر برقراری رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت بوده‌اند، اما تاکنون هیچ پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نپرداخته است و به اعتقاد بیشتر پژوهش‌گران و صاحب‌نظران این حوزه هنوز، بسیاری عوامل بالقوه دیگر نیز وجود دارند که رابطه بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چندان روشن نیست. لذا در این پژوهش مسأله اصلی این است که دریابیم ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارند؟

به نوعی سوال اصلی این پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:  
آیا ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارند؟

به طور کلی مسأله اصلی ما در این تحقیق شناسایی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها و تعیین نوع تاثیر این دو عامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### 3-1- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

طراحان سیاست‌های اقتصادی در کشورهای بلوک شرق به منظور حرکت سریع‌تر به سوی اقتصاد بازار، شرکت‌های دولتی را به عموم مردم واگذار کردند. این شیوه خصوصی‌سازی که به «خصوصی‌سازی کوپنی» یا «خصوصی‌سازی مردمی» مشهور شد، شیوه اصلی خصوصی‌سازی در بسیاری از کشورهای شرقی و شوروی سابق بود. بررسی نتایج خصوصی‌سازی در این کشورها نشان داد که عدم تمرکز مالکیت به کاهش کارایی شرکت‌های خصوصی انجامیده است. دولت جمهوری اسلامی ایران نیز اعلام کرده است در طرح سهام عدالت، مالکیت شرکت‌های دولتی را به مردم واگذار خواهد کرد. با اجرای این طرح، مالکیت شرکت‌های دولتی به مالکیت سهامداران پراکنده تبدیل می‌شود که می‌تواند به کاهش کارایی شرکت‌ها منجر شود. در این تحقیق پس از بررسی میزان تمرکز مالکیت در بازار اوراق بهادار، ارزش شرکت‌های بورسی بررسی می‌شود. همچنین آنچه اهمیت و ضرورت توجه به نظام حاکمیت شرکتی و تدوین اصول مناسب برای آن را در بازارهای مالی بیشتر می‌کند، این است که فعالیت در عرصه بین‌الملل مستلزم داشتن اصول و قواعد قوی نظام راهبری شرکتی و نیز پذیرش قواعد بین‌المللی نظام راهبری شرکتی است. بنابراین از نظر جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی و ایجاد امکان برای ورود سرمایه‌های خارجی به کشور نیز موضوع حائز اهمیت فوق‌العاده‌ای است.

#### اهمیت سازمانی موضوع:

اهمیت سازمانی موضوع در این است که شناخت رابطه بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند به مدیران بورس کمک کند تا بیش از هر چیز به توسعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند و موجب رشد ارزش شرکت‌های بورسی شوند.

### اهمیت موضوع از نظر محقق:

اهمیت موضوع از نظر محقق در این است که نوع نگاه و واکنش مدیران شرکتها به بحث حاکمیت شرکتی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نگاه مثبتی نبوده است؛ از این رو برای اینکه بتوانیم در این زمینه فرهنگ مناسبی را در جامعه ایجاد کنیم، شناخت رابطه بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند نوع این نگاه را مثبت نموده و باعث رشد ارزش شرکت‌های بورسی شود. با توجه به موارد مطرح شده نیاز به این تحقیق و پژوهش‌هایی از این قبیل در کشور ما به شدت احساس می‌گردد.

### 4-1- اهداف تحقیق

#### هدف اصلی:

هدف تحقیق حاضر بررسی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها با در نظر گرفتن آثار متغیرهای کنترلی می‌باشد. این تحقیق به اجرای مطالعه در شرکت‌های موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد و تاثیر ساختار مالکیت بر بازدهی سهام آن‌ها را مورد بررسی قرار خواهد داد. با توجه به کاربردی بودن تحقیق، بهره‌وران این تحقیق عبارتند از: سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران مالی، مشاورین، جوامع علمی و دانشگاهی، جوامع حرفه‌ای

و... بنابراین هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت می‌باشد.

همچنین این پژوهش در بخش کاربردی نیز اهداف زیر را دنبال می‌نماید:

1. سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند با استفاده از نتایج به دست آمده از این تحقیق از رابطه بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اطلاع حاصل کند.
2. سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و سایر استفاده‌کنندگان می‌توانند با توجه به نتایج به دست آمده از این تحقیق، به رابطه بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت پی برده، شرکت‌های موردنظر خود برای سرمایه‌گذاری را ارزیابی و نسبت به قابلیت اتکای اقلام صورت‌های مالی آن شرکت‌ها تصمیم‌گیری نمایند.
3. مؤسسات حسابرسی می‌توانند با توجه به نتایج به دست آمده از این تحقیق نسبت به وضعیت فعلی شرکت‌های صاحبکار اطلاع حاصل کرده و در جهت پیشبرد اهداف و برنامه‌های حسابرسی خود برای انجام یک حسابرسی باکیفیت، برنامه‌ریزی نمایند.
4. مدیران شرکت‌ها می‌توانند با توجه به نتایج به دست آمده از این تحقیق از تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت خود اطلاع حاصل کنند.

## 1-5- فرضیات و سؤالات تحقیق