



## بررسی تاثیر بکارگیری اصول حاکمیت شرکتی بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

بابک جمشیدی نوید<sup>۱</sup>محمد مهدی ایزدی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۸۹/۱۱/۲۰

تاریخ پذیرش: ۹۰/۰۱/۲۰

### چکیده

امروزه شرکتها به عنوان رکن اقتصادی جامعه در ایجاد ثروت و اشتغالزایی و جذب سرمایه گذاری، شناخته می شوند. رعایت حقوق سهامداران، شفافیت اطلاعات و ایفای مسئولیت های اجتماعی توسط شرکت ها از مهم ترین عواملی است که بیش از گذشته مورد توجه قرار گرفته است. قانون حاکمیت شرکتی مجموعه روابطی است بین سهامداران، مدیران، حسابرسان شرکت که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جز و اجرای درست مصوبات مجمع و همچنین جلوگیری از سوء استفاده های احتمالی است. این قانون که بر پایه نظام پاسخگویی و مسئولیت اجتماعی استوار است مجموعه ای از وظایف و مسئولیت ها را در بر می گیرد که باید توسط ارکان شرکت صورت پذیرد تا موجب پاسخگویی و شفافیت شود. هدف اصلی تحقیق حاضر بررسی تاثیر به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی بر رفتار سرمایه گذاران می باشد. جامعه آماری سهامداران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران بوده، جهت انجام این تحقیق علاوه بر مطالعات کتابخانه ای از پرسشنامه استفاده شده است. به علت نرمال نبودن داده های جمع آوری شده از آزمون های ناپارامتری دوجمله ای و پیرسن استفاده شده است.

نتایج تحقیق حاضر نشان داد بین رعایت حقوق سهامداران، یکسان بودن حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

<sup>۱</sup> عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد کرمانشاه و دانشجو

<sup>۲</sup> دکتری تخصصی حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات

کارشناس ارشد حسابداری، عضو باشگاه پژوهشگران جوان دانشگاه آزاد اسلامی واحد نراق (مسئول مکاتبات) mehdi.izadi4@gmail.com

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، رفتار سر مایه گذاران، حقوق سهامداران، مسئولیت اجتماعی، پاسخگویی

#### ۱- مقدمه

امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهم‌ترین آرمان‌هایی است که بیش از گذشته توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرار گرفته است. تحقق این آرمان‌ها مستلزم وجود ضوابط استوار و ساز و کارهای اجرایی مناسب است که مهمترین آنها نظام حاکمیت شرکتی می‌باشد. نظام حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات شرکت را در بلندمدت هدف قرار داده است و سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکت‌ها پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت میان گروه‌های مختلف و تضييع حقوق عموم و سهامداران جزء، جلوگیری کند. وجود حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند به تحقق استقلال حساب‌رسان مستقل به معنای واقعی آن کمک کند و منجر به ایجاد فضای شفاف اطلاعاتی شود تا در سایه آن بازیگران عرصه اقتصادی تصمیمات آگاهانه‌تری را اتخاذ کنند (بلو، ۱۳۸۵).

یکی از جنبه‌های با اهمیت حاکمیت شرکتی، بحث شفافیت اطلاعات می‌باشد. اطلاعات شفاف را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران دانست. هر قدر انتشار اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه و ایفای مسئولیت پاسخگویی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع، بیشتر می‌شود. بنابراین یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی، دسترسی همه ذینفعان به اطلاعات شفاف است. از این جهت، شفافیت اطلاعات را می‌توان پدیده‌ای اجتماعی دانست که بر روابط اجتماعی متقابل افراد ذینفع به شدت تاثیر می‌گذارد. حاکمیت شرکتی با قرار دادن شرکت در محوطه‌ای شیشه‌ای و شفاف، شرایطی را فراهم می‌نماید که تمامی ذینفعان بتوانند از طریق سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل کیفیت اطلاعات مالی، ساختار مالکیت، ساختار هیئت مدیره و ... شرکت را به صورت شفاف مورد مشاهده قرار دهند (حساس یگانه، ۱۳۸۷).

منظور از تدوین اصول حاکمیت شرکتی کمک به دولتهای عضو و غیر عضو در ارزیابی و بهبود چارچوبی قانونی، نهادی و نظارتی حاکمیت شرکتی در همه کشورها و ارائه رهنمود و پیشنهادهایی برای بورس اوراق بهادار، سهامداران شرکتها و سایر طرف هایی است که در فرآیند ایجاد حاکمیت مناسب شرکتی نقش دارند. در این تحقیق به بررسی تاثیر به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی بر رفتار سرمایه گذاران می پردازیم.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

حاکمیت شرکتی به چگونگی اداره و کنترل شرکت ها به ویژه نقش هیئت مدیره در این رابطه پرداخته و چارچوب یک نظام پاسخگویی موثر را بیان می کند.

بطور کلی حاکمیت شرکتی در پی ایجاد چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف فراهم می آورد با توجه به تعریفی که بانک جهانی ارائه نموده "در حاکمیت شرکتی به دنبال برقراری تعادل میان اهداف اقتصادی، اجتماعی و میان اهداف فردی و همگانی است" چارچوب حاکمیت شرکتی برای تقویت استفاده موثر از منابع و همچنین ایجاد التزام برای پاسخگویی در مورد استفاده از منابع به وجود آمده است (رهبری خرازی، ۱۳۸۳)

تعاریف گوناگون از حاکمیت شرکتی بیان شده است. در تعریف حساس یگانه (۱۳۸۵) "حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها و فرایندها، فرهنگ ها و سیستم هایی است که موجب دستیابی به هدف پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می شود .

دغدغه اساسی حاکمیت شرکتی تامین ابزاری است که موجب پاسخگویی مدیران شرکت در مقابل تامین کنندگان سرمایه در مورد نحوه استفاده از دارایی ها شود. مسئولیت و وظیفه هیأت مدیره چه در کشورهای توسعه یافته و چه در کشورهای در حال توسعه در نتیجه شناخت بیشتر از این که حاکمیت شرکتی هم بر عملکرد اقتصادی شرکت و هم بر توانایی آن در دسترس به سرمایه بلند مدت و کم هزینه اثر دارد، مورد توجه زیادی قرار گرفته است (بت شکن و رهبری خرازی، ۱۳۸۸)

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی را می توان شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی دانست که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت ها را تعیین می کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضا هیئت مدیره و

ترکیب آنها، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر اجرایی هدایت می شود و سایر ذینفع ها که امکان اثر گذاری بر حرکت شرکت دارد. (ستایش ، قربانی و گل محمدی ۱۳۸۹،

بحث حاکمیت شرکتی به شکل وسیع و منتقدانه از اواسط دهه ۱۹۸۰ تا اندازه زیادی توجه متخصصان و گروه هایی مانند مدیران، سهامداران، سرمایه گذاران و نهادهای نظارتی همانند تحقیقات دانشگاهی را به خود جلب کرده است. حاکمیت شرکتی نه تنها یکی از اصول مهم در تداوم موفقیت یک شرکت شمرده می شود، بلکه تضمین کننده اعتماد و امنیت از طریق نظارت و کنترل عملیات شرکت هم هست (تقی پوریان و خلیلی پور، ۱۳۸۸) اهداف نهایی حاکمیت شرکتی شامل پاسخگویی، عدالت، شفافیت و رعایت حقوق ذینفعان در شرکت است که منجر به شفاف سازی اطلاعات، ارتقای رابطه حسابرسان مستقل با شرکت، برقراری سیستم کنترل داخلی و رعایت یکسان حقوق سهامداران می گردد.

برای ایجاد یک سیستم حاکمیت شرکتی رضایت بخش حداقل باید چهار اقدام زیر انجام شود:

- ۱) تغییر قوانین مربوط به شرکت و اوراق بهادار
  - ۲) تقویت (ایجاد) شرایط پذیرش و الزامات افشا برای بورس اوراق بهادار
  - ۳) افزایش استقلال و شایستگی مقامات قضایی
  - ۴) برقراری رژیم صلاحیت دار برای ایجاد توازن بین ادعاهای رقیب که از سوی مدیران، سهامداران و اعتبار دهندگان مطرح می شود.
- تحقیقات متنوعی در تایید منافع چارچوب های مناسب حاکمیت شرکتی انجام شده که این منافع از طریق دسترسی به منابع مالی بیشتر، هزینه سرمایه کمتر، عملکرد بهتر شرکت و برخورد مطلوب تر با ذینفعان به دست می آید. اعمال حاکمیت شرکتی در سطح شرکتها می تواند عامل مهمی در کسب مزیت رقابتی جهت جذب سرمایه می باشد. شرکت هایی که دارای حاکمیت شرکتی مناسبی هستند به پشتوانه بازارهای مالی عمیق و شفاف و سیستم های قوی قانونی، موجب تخصیص بهینه منابع، ثبات مالی و اقتصادی و افزایش نرخ های رشد ملی می شوند و در اینصورت بر اقتصاد کشور تاثیر می گذارند.

اصول شش گانه حاکمیت شرکتی که در سال ۲۰۰۴ توسط سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) منتشر شده است شامل :

- ۱) تامین مبنایی برای چارچوب موثر حاکمیت شرکتی
- ۲) حقوق سهامداران و کارکردهای اصلی مالکیت
- ۳) رفتار یکسان با سهامداران
- ۴) نقش ذینفعان در حاکمیت شرکتی
- ۵) افشا و شفافیت
- ۶) مسولیت های هیئت مدیره

## ۲-۱- مبانی نظری حاکمیت شرکتی

چارچوب نظری متفاوتی برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هر یک از آنها با استفاده از واژگان مختلف و به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می نگرند. در بررسی آنها مشاهده می شود که همه یک هدف را دنبال می کنند و آن هم مدیریت شرکت و وظایف آن در قبال قدرتی که دارند و چگونگی حفظ منابع و منافع کلیه ذینفعان نه فقط سهامداران است. دیدگاه های مختلف در مجموع منجر به تولید سه تئوری برای حاکمیت شرکتی گردیده است که در ادامه به آنها اشاره می شود:

**الف) تئوری نمایندگی:** هرگاه افرادی، فردی را به نمایندگی از خود استخدام کنند که برای آنها خدمت معینی را به انجام رساند رابطه نمایندگی ایجاد می شود و هرگاه رابطه نمایندگی ایجاد گردد به طور بالقوه این امکان وجود دارد تا نماینده فعالیت هایی را در جهت منافع خود و منافع موکلان انجام دهد و به طور روشن تر هر جا که رابطه نمایندگی برقرار گردد تضاد منافع ایجاد می گردد. به هر حال فرض تئوری نمایندگی این است که افراد در جهت منافع خود عمل می کنند. در حالی که این منافع لزوماً در تمامی دوره ها با منافع شرکت ها همسان و همسو نمی باشد. در کارهایی که در زمان کنونی در مورد تئوری نمایندگی انجام می شود مسائلی مورد توجه قرار می گیرند که در سایه وجود اطلاعات ناقص بوجود می آیند. یعنی زمانی که دو طرف از همه حالت های ممکن بی اطلاع هستند و در نتیجه آنها نمی توانند همه نتیجه های قطعی و مطمئن را مورد توجه قرار دهند یک

چنین حالتی را " نامتقارن بودن اطلاعات " می نامند. این موضوع می تواند بر توانایی سرمایه گذاران در تصمیم گیری های درست اثر گذارد. افزون بر این اگر سرمایه گذاران نگران این باشند که اطلاعاتی که در اختیار آنان گذاشته می شود ممکن است تحریف شده باشد در خرید اوراق بهادار بیش از اندازه محتاط خواهند بود که این بر عملکرد و کارایی بازارهای سرمایه اثر منفی خواهد گذاشت.

حاکمیت شرکتی در واقع رویه ها و فعالیت هایی است که توسط نمایندگان سهامداران یک سازمان به منظور نظارت بر ریسک و کنترل رویه های به کار گرفته شده توسط مدیریت مورد استفاده قرار می گیرد. حاکمیت شرکتی مؤثر و مفید به تضمین گزارشگری دقیق و صحیح توسط مدیریت و کنترل های داخلی کارآمد کمک می کند (مؤسسه حسابرسان داخلی، ۲۰۰۳).

**ب) تئوری هزینه معاملات:** تئوری هزینه معاملات ترکیبی میان رشته ای بین اقتصاد حقوق و سازمان می باشد (ویلیامسون، ۱۹۹۶). در این تئوری شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصاد عمومی (سهامی عام) بلکه به عنوان یک سازمان متشکل از افراد با دیدگاه ها و اهداف مختلف است. تئوری هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکت ها آنقدر بزرگ شده اند که در تخصیص منابع، جانشین بازار می شوند. در واقع شرکت ها آنقدر بزرگ و پیچیده اند که با توجه به نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می کنند. در درون شرکت ها برخی از معاملات حذف می شوند و مدیران شرکت، تولید را هماهنگ می کنند (Kose, senbet 1998).

واضح است داخلی کردن معاملات به نفع مدیریت شرکت ها می باشد. دلیل این امر این است که داخلی کردن معاملات، ریسک و عدم اطمینان ها را در مورد قیمت و کیفیت آینده محصول حذف می کند. این کار به شرکت اجازه می دهد ریسک های معامله با عرضه کنندگان را تا حدودی از بین ببرند. هر روشی که برای حذف این عدم تقارن های اطلاعاتی ایجاد شود برای مدیریت شرکت سودمند است. تئوری سنتی اقتصادی تمام کارگزاران اقتصادی را منطقی و افزایش سود را هدف اولیه تجارت می داند. تئوری هزینه معاملات، رفتار انسان را به نحو واقع بینانه تری در نظر می گیرد. در این الگو مدیران و دیگر اقتصاددانان منطقی محدود را به کار می برند.

این تئوری فرض می کند که مدیران همچون افراد دیگر در برخی از مواقع فرصت طلب هستند. با فرض مشکلات منطق محدود و فرصت طلبی، مدیران، معاملات را برای حداکثر کردن منفعت شخصی خود ساماندهی می کنند. چنین رفتار فرصت طلبانه ای می توانند نتایج نامطلوبی برای شرکت و سهامداران به بار آورد در نتیجه این عملکرد نیاز به کنترل دارد.

**ج) تئوری ذینفعان:** تئوری ذینفعان ترکیبی از تئوری سازمانی و اجتماعی است. در واقع تئوری مذکور بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه اخلاق تئوری های سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می آمیزد. اساس تئوری ذینفعان این است که شرکت ها بسیار بزرگ شده اند و تاثیر آنها بر جامعه چنان عمیق است که باید آنان به جزء سهامداران، به بخش های بسیار بیشتری از جامعه توجه کنند و پاسخگو باشند و به عبارتی نه تنها ذینفعان تحت تاثیر شرکت ها هستند بلکه آنها نیز بر شرکت ها تاثیر می گذارند. آنها در شرکت ها به جای منافع سهامداران هستند. ذینفعان شامل، سهامداران، کارکنان، فروشندگان، بستانکاران و شرکت های رقیب و عموم مردم می باشند. چند تعریف بر اساس رشته های مختلف برای تئوری ذینفعان وجود دارد. وجه تشابه تمام آنها تایید دخالت آنها در یک رابطه مبادله ای (تعامل) است (پریچ، ۱۹۸۲، فری من، ۱۹۸۴، هیل و مونز، ۱۹۹۲). یافته های مطالعاتی انجام شده نشان دهنده آن است که شرکت هایی که خود را موظف به رعایت حقوق کلیه ذینفعان می نمایند و یا به عبارتی در مقابل تمام ذینفعان مسئول هستند در بلندمدت موفق تر خواهند بود و درصد رسیدن به اهداف تعیین شده ایشان، از احتمال بیشتری برخوردار است. شرکت ها می توانند با بهینه سازی حاکمیت شرکتی در درون خود منافع کلیه ذینفعان را حفظ نموده و در نهایت وظیفه خود را به نحو مطلوب انجام داده و زمینه سود آوری را برای سهامداران خود که به عنوان ذینفعان اصلی محسوب می شوند فراهم سازند.

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

### تحقیقات خارجی

موضوع حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشور های صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی از کشور های اروپایی مطرح شد. سابقه این امر به گزارش

معروفی به نام گزارش کادبری برمی گردد که در سال ۱۹۹۲ منتشر شد. در این گزارش به وجود سهامداران نهادی و برقراری سیستم کنترل داخلی و حسابرسی داخلی تاکید زیادی شده بود. این گزارش در سال ۱۹۹۵ توسط کمیته گرینبری بررسی مجدد و در سال ۱۹۹۸ توسط کمیته هامپل نهایی گردید. اکثر کشور های جهان از جمله انگلستان، چین، کره، کانادا، استرالیا و... دارای چنین نظامنامه راهبردی به صورت مدون می باشد (گزارش های بلوریون ۱۹۹۹، رمسی ۲۰۰۱، کوهن و همکاران ۲۰۰۴، هیلب ۲۰۰۵). در امریکا نیز بعد از افشای ماجرای انتخابات و اترگیت و همچنین تقلب در بازار سرمایه امریکا در سال ۲۰۰۱ موجبات تصویب قانونی به نام سربینز - آکسلی یا همان حاکمیت شرکتی فراهم گردید. به استناد تحقیقات داخلی در این حوزه، جاسونگ باک و همکاران در سال ۲۰۰۲ به نتایج زیر رسیدند، مدیران بهتر موجب حاکمیت شرکتی بهتری می شوند و به ذینفعان خود توجه می کنند و ارزش شرکت ها نیز با حاکمیت شرکتی که یکی از معیار های آن سهامداران نهادی، است رابطه مثبت دارد.

بلک و لاو و راجیسنی (۲۰۰۶) در روسیه متوجه شدند که بین حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت ها رابطه وجود دارد. آنها با استفاده از سریهای زمانی و رگرسیون متوجه شدند که بین سهامداران نهادی و قیمت بازار سهام یک رابطه مثبت قوی وجود دارد. در تحقیقات مشابه نیز بلک ۲۰۰۱ در روسیه، گومپرز ۲۰۰۳ در امریکا، دورنف و کیم ۲۰۰۵ به همین نتیجه رسیده بودند. دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷) با بررسی دو معیار حاکمیت شرکتی (سهامداران نهادی و ترکیب هیئت مدیره) و رابطه آن با بازده سهامداران متوجه شدند که در شرکتهای با حاکمیت ضعیف هر یک دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ در ارزش بازار (بازده سهامداران) خواهد شد در حالی که این مبلغ در شرکت های با حاکمیت خوب دو برابر است.

### تحقیقات داخل کشور

میدری (۱۳۸۱)، به مطالعه تجربی کشور های اروپای شرقی با شوروی سابق در خصوصی سازی و گذار به اقتصاد بازار پرداخته است و به این نتیجه رسیده است که در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همچون شرکت های بورسی چک و



چین و بر خلاف شرکت های بورسی امریکایی سهامداری جزء و مالکیتی خرد به عملکرد بدتر می انجامد.

رهبری خرازی (۱۳۸۸)؛ به مطالعه میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس پرداخته است که نتیجه تحقیق رد فرضیه اصلی و عدم رعایت حقوق سهامداران در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران بوده است. حسینی (۱۳۸۶)؛ نقش سهامداران نهادی را به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران بررسی کرد. یافته های این تحقیق نشان داد با وجود آنکه میزان حاکمیت نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می باشد ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. در حالی که بر اساس نتایج بدست آمده از تحقیقات در سایر کشورها این رابطه مثبت و یا حتی منفی نیز بوده است.

### ۳- فرضیات تحقیق

- ۱) بین رعایت حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار و قابل اتکایی وجود دارد.
- ۲) بین یکسان بودن حقوق سهامداران توسط شرکت ها و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار و قابل اتکایی وجود دارد.

### ۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش بر اساس هدف، کاربردی و بر اساس روش اجرا توصیفی- اکتشافی بوده است و به دنبال کشف روابط است. جهت آزمون فرضیات این پژوهش از داده های حاصل از پرسشنامه طراحی شده استفاده گردیده و تجزیه و تحلیل داده ها در دو سطح توصیفی و استنباطی صورت گرفته است.

پرسشنامه بین قشرهای متنوع سرمایه گذاران که به روش نمونه گیری تصادفی ساده انتخاب شدند اجرا گردید و سپس نتایج با استفاده از روش آماری آزمون نسبت و استقلال و با استفاده از نرم افزار های آماری ۱۶ Spss مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. روایی پرسشنامه از نوع روایی محتوایی است و تعیین اعتبار پرسشنامه (پایایی پرسشنامه) از

طریق محاسبه آلفای کرونباخ صورت پذیرفته است، یافته های این پژوهش نشان می دهد که پرسشنامه از ضریب اعتبار ۰/۸۶۷/ کرونباخ برخوردار است. در این پژوهش برای بررسی فرضیه ها در مرحله اول با استفاده از روش های نموداری و گرافیکی، توزیع این مشاهدات را بررسی نموده و در صورت تایید نرمال بودن از روش های پارامتری نظیر t تست و آنووا و... و در صورت تایید عدم توزیع نرمال از روش های ناپارامتری معمول نظیر آزمون نیکویی برازش پیرسن، آزمون مقایسه نسبت دو جمله ای و دیگر روش های ناپارامتری استفاده می شود.

در این پژوهش سهامداران و سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۸ به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند در این تحقیق روش نمونه گیری N مورد استفاده قرار گرفته است که طبق آن حجم نمونه ۶۴ بدست آمده که با توجه به احتمال عدم بازگشت پرسشنامه ها اقدام به توزیع و جمع آوری ۸۴ عدد پرسشنامه گردیده است.

## ۵- نتایج آماری یافته های تحقیق

### ۵-۱- نتایج آماره های توصیفی

باتوجه به اینکه مقدار ضریب مطلوب برجستگی و چولگی به ترتیب سه و صفر می باشد که برای فاکتورها ی ذیل این چنین نیست و به همین دلیل توزیع فاکتورها نرمال نیست و بنابراین برای استنباط آماری از آزمون های ناپارامتری استفاده می نماییم.

جدول شماره یک: نتایج آماره های توصیفی

	تعداد		مد	چولگی	انحراف از خطای چولگی	برجستگی	انحراف از خطای برجستگی
	داده های موجود	مفقودی					
فرضیه اول	۸۴	۰	۴۰۰	-۰/۸۴۰	۰/۲۶۳	۰/۰۵۶	۰/۵۲۰
فرضیه دوم	۸۴	۰	۵۰۰	-۰/۶۹۹	۰/۲۶۳	-۰/۲۱۳	۰/۵۲۰

### آزمون استقلال برای توزیع پاسخ به فرضیات

برای بررسی توزیع داده ها یا برازش یک مدل برای متغیرهای کیفی یا متغیرهای کمی دسته بندی شده از آزمون پیرسن کای-دو ( $X^2$ ) استفاده می شود.  
 $H_0$ : فراوانی پاسخ به گزینه های مربوط به هریک از فرضیات یکسان است.

$H_1$ : فراوانی پاسخ به گزینه های مربوط به هریک از فرضیات یکسان نیست.

جدول شماره دو: نتایج آزمون استقلال پاسخ فرضیات

Test Statistics			
	Chi-Square	Df	Asymp.Sig.
فرضیه اول	65810	3	0.000
فرض دوم	79.180	4	0.000

با توجه به آماره ی کای-دو و سطح معناداری به دست آمده هر یک از فرضیات دارای سطح معناداری ( $\alpha > 0.05$ ) بوده و توزیع یکسانی ندارند یعنی از نظر پرسش شوندگان سطوح مختلف هر سوال دارای اهمیت های متفاوتی بوده و برای تعیین اینکه کدام سطوح پاسخ ها دارای اهمیت بیشتری نسبت به بقیه می باشند از آزمون دوجمله ای (Binomial) که یک آزمون ناپارامتری است استفاده خواهد شد.

### ۵-۲- نتایج آزمون فرضیات

#### آزمون دوجمله ای (Binomial) فرضیه اول

$H_0$ : بین رعایت حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد.

$H_1$ : بین رعایت حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

با توجه به سطح معنادار بدست آمده ( $Sig=0.00$ ) که کمتر از  $0.05$  می باشد نتیجه می گیریم که بین رعایت حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. به این معنی که از نظر پرسش شوندگان تفاوت معناداری بین سطوح مختلف این سوالات وجود داشته است. مشاهده می شود که  $85\%$  پاسخ ها در رده یک طبقه بندی شده اند که نشان از قوت پذیرش فرضیه اول دارد، یعنی بین رعایت حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول شماره سه: نتایج آزمون ناپارامتری فرضیه اول

Binomial Test						
	Category	N	Observed Prop	Test Prop	Asymp.Sig.(2-tailed)	
فرضیه اول	Group1	1.00	71	.85	0.50	0.00
	Group2	.00	13	.15		
	Total		84	1.00		

آزمون دوجمله ای (Binomial) فرضیه دوم

$H_0$ : بین یکسان بودن حقوق سهامداران توسط شرکت ها و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد.

$H_1$ : بین یکسان بودن حقوق سهامداران توسط شرکت ها و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

با توجه به سطح معنادار بدست آمده (Sig=0.00) که کمتر از 0/05 می باشد نتیجه می گیریم که بین یکسان بودن حقوق سهامداران توسط شرکت ها و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. به این معنی که از نظر پرسش شوندگان تفاوت معناداری بین سطوح مختلف این سوالات وجود داشته است. مشاهده می شود که 86٪ پاسخ ها در رده یک طبقه بندی شده اند که نشان از قوت پذیرش فرضیه دوم دارد، یعنی بین یکسان بودن حقوق سهامداران توسط شرکت ها و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول شماره سه: نتایج آزمون ناپارامتری فرضیه دوم

Binomial Test						
	Category	N	Observed Prop	Test Prop	Asymp.Sig. (2-tailed)	
فرضیه دوم	Group1	1.00	72	.86	0.50	0.00
	Group2	.00	12	.14		
	Total		84	1.00		

## ۶- نتیجه گیری، بحث و پیشنهادات

سهامداران در سال های اخیر با دادن استقلال بیشتر به هیئت مدیره، به دنبال تقویت نقش آن به عنوان نماینده سهامداران شرکت بوده اند. این امر در عمل موجب نزدیکی هیئت مدیره به مدیریت و شراکت با آن شده است. با این کار مسئولیت هیئت مدیره بیشتر شده، اعضای آن در تمام امور استراتژیک سازمان دخالت مثبت دارند. در سالهای اخیر روی توجه هیئت مدیره به خواسته های مردم و کسب وفاداری آنان نیز تأکید فراوان شده است. آن چه از نتایج این تحقیق بر می آید آن است که بین یکسان بودن حقوق سرمایه گذاران و رعایت حقوق آنها با رفتار سرمایه گذران در بورس اوراق بهادار رابطه معنی داری وجود دارد.

بطوریکه با توجه به نتایج بررسی ها از طریق توزیع پرسش نامه و مشاهدات مستقیم و همچنین نتایج آماری، فرضیه اول تایید شد یعنی بین رعایت حقوق سهامداران و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد، مشاهده می شود ۸۵٪ پاسخ ها در رده یک (زیاد و خیلی زیاد) طبقه بندی شده اند که نشان از قوت پذیرش فرضیه اول دارد و اگر شرایط برای اجرای این اصل فراهم شود، با استقبال سرمایه گذران رو به رو خواهد شد.

همچنین با توجه به نتایج آماری حاصل از تحقیق، فرضیه دوم نیز تایید شد. یعنی بین یکسان بودن حقوق سهامداران توسط شرکتهای و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ی معناداری وجود دارد، مشاهده می شود که ۸۶٪ پاسخ ها در رده یک (زیاد و خیلی زیاد) طبقه بندی شده اند که نشان از قوت پذیرش فرضیه دوم دارد و اگر شرایط برای اجرای این اصل فراهم شود با استقبال سرمایه گذاران رو به رو خواهد شد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیات و با اتکاء به مبانی نظری و سایر یافته های تحقیق، پیشنهادات کلی زیر مد نظر قرار گرفته است:

- (۱) ارسال به موقع اطلاعات مربوط و با اهمیت در مورد شرکت از طریق ایجاد سایت و یا ارسال به پست الکترونیکی سهامداران
- (۲) امکان بررسی موارد ذیل پیش از تشکیل مجمع عمومی :  
الف) آشنایی با تجربیات افرادی که نامزد عضویت در هیات مدیره هستند

ب) آگاهی از منافع مهم در هر معامله یا هر موردی که مستقیماً بر شرکت اثر می‌گذارد

۳) تفکیک پست مدیر عامل و ریاست هیات مدیره جهت بهبود وضعیت شرکت

۴) ایجاد کمیته های هیات مدیره جهت بهبود سیستم مدیریتی شرکتها

### فهرست منابع

- ۱) بت شکن، محمد هاشم، رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهام داران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه بصیرت، شماره ۴۲، صفحه ۱۳۶
- ۲) بلو، قاسم. (۱۳۸۵). مقاله نظام راهبری شرکتی و تاثیر آن بر کیفیت سود. ماهنامه بورس، شماره ۵۹
- ۳) تقی پوریان، یوسف، خلیلی پور، مهدی. (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی با رویکرد اسلامی تجزیه و تحلیل مقایسه ای با اصول و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی. ماهنامه حسابدار، شماره ۲۰۸، صفحه ۶۶
- ۴) حساس یگانه، یحیی، باغومیان، رافیک. (۱۳۸۵). مقاله نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی. ماهنامه حسابدار، شماره ۱۷۳
- ۵) حساس یگانه، یحیی، خیرالهی، مرشید. (۱۳۸۷). مقاله نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی. ماهنامه حسابدار، شماره ۱۷۳، صفحه ۷۴
- ۶) حسینی، مجتبی. (۱۳۸۶). بررسی اثر میزان سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیار های حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت دانشگاه
- ۷) رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۳). اصول حاکمیت شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی. نشر شرکت اطلاع رسانی بورس
- ۸) ستایش، محمد حسین، قربانی، اصغر، گل محمدی، مریم. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره ۷ صفحه ۳۴

۹) میدری. احمد. (۱۳۸۱). سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران. رساله دکتری. دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

- 10) Kose. John and senbet. L.W. (1998). Corporate Governance and board Effectiveness. Journal of Banking Finance, 20, 371-403.
- 11) OECD Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises. See at [www. OECD. org](http://www.OECD.org).
- 12) OECD Principles of Corporate Governance. (2004), Paris: OECD ([www. Oecd.org / dataoecd/32/18/31557724.pdf](http://www.Oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf)).
- 13) OECD Regional Roundtables. See at [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- 14) 14) Sarbanes-Oxley Act (2002). 107 US Congress. 2 Sessipn. HR. 37-
- 15) Q. William. Judge. Naoumova. Irina. Koutzevol. Nadejdan. (2003). Corporate Governance and Firm Performance in Russia: An Empirical study. Journal of World Business. 38, 385-396.