

# بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی\*

دکتر عظیم اصلانی\*\*

## چکیده

چگونگی کنترل و اداره شرکت‌ها و همچنین روش‌های تأمین مالی آنان، امروزه از مهمترین مباحث حاکمیت شرکتی در دنیا می‌باشد. کنترل و اداره شرکت‌ها تحت تأثیر مستقیم میزان تمرکز مالکیت سهام این شرکت‌ها است که در دست سهامداران عمده قرار دارد. چگونگی تمرکز مالکیت در کشورهای مختلف دنیا بر نحوه تأمین مالی شرکت‌ها نیز مؤثر می‌باشد. در این تحقیق چگونگی تمرکز مالکیت و همچنین نحوه تأمین مالی و اثر آن بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. از اطلاعات انتشار یافته سازمان بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۸۳-۷۹ در قالب ترازنامه و صورتحساب سود و زیان و یادداشت‌های همراه ترازنامه استفاده می‌گردد. بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و اندازه شرکت‌ها (سرمایه) و ارتباط آنان با روشهای تأمین مالی (سود انباشته، ایجاد بدهی، انتشار سهام) از اهداف تحقیق حاضر است. اثر هر کدام از متغیرهای فوق بر سودآوری شرکت‌ها نیز بررسی می‌گردد. نتایج این تحقیق برای خریداران سهام شرکت‌ها و اعتباردهندگان به شرکت‌ها و کلیه دست اندرکاران بورس اوراق بهادار در ایران و محققین و دانشجویان رشته‌های مالی می‌تواند کاربرد داشته باشد. میزان تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی با اندازه پایین، بیشتر است. با افزایش اندازه شرکت‌ها بر میزان سودآوری آنان در شرکت‌های ایرانی بطور معنی‌داری افزوده می‌گردد. با افزایش تمرکز مالکیت بر میزان تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی نیز بطور معنی‌داری افزوده می‌شود، یعنی برطبق همان قاعده کلی همانند دیگر کشورهای دنیا که این تحقیق در آن مکان‌ها هم انجام شده، سهامداران اکثریت در ایران هم نمی‌خواهند با آوردن شرکای جدید کنترل خود بر شرکت را از دست بدهند.

## واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، تمرکز مالکیت، اندازه شرکت، سودآوری شرکت، سهامداران اکثریت (عمده)، تأمین مالی، ایجاد بدهی، سود انباشته، انتشار سهام.

\* دانشیار، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران (rahnama@iau.ac.ir)

تهران - بزرگراه اشرافی اصفهانی - به سمت حصارک - دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

\*\* دانش‌آموخته دکتری مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران (azimaslany@yahoo.com)

تهران - بزرگراه اشرافی اصفهانی - به سمت حصارک - دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

نویسنده مسئول یا طرف مکاتبه: دکتر فریدون رهنمای رودپشتی

## مقدمه

اصطلاح حاکمیت شرکتی در ایران هنوز در نزد عامه شناخته شده نیست، و همین موضوع علت این تحقیق می‌باشد. موضوعات فراوان در مباحث حاکمیت شرکتی در ایران از طرف محققان می‌تواند مورد بررسی قرار گیرد.

حاکمیت شرکتی ترجمه عبارت Corporate Governance به فارسی است و از موضوعات پویا و محوری در کسب و کار می‌باشد. اصطلاح Governance از کلمه لاتین Gubernance که به معنی هدایت کردن کشتی است، مشتق شده است. تعاریف متعددی از حاکمیت شرکتی وجود دارد، که شامل دامنه‌ای از تعریف محدود از یک طرف با تأکید بر شرکت‌ها و سهامداران آنان و از طرف دیگر با تعریفی گسترده که شامل مسئولیت‌پذیری در رابطه با بسیاری از مردم یا گروه‌های ذینفع می‌گردد. برخی از این تعاریف به قرار زیر است:

فرآیندی از سرپرستی و کنترل که به قصد ایجاد اطمینان در اینکه مدیریت شرکت در جهت منافع سهامداران عمل می‌کند، انجام می‌شود (Parkinson, 1994).

ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی که فعالیت‌های موفقیت‌آمیز در سازمان پدید می‌آورند (Keasey & Wright, 1993).  
سیستمی که به وسیله آن شرکت‌ها اداره و کنترل می‌شوند (The Cadbury Report, 1994).

عواملی مانند نظام‌های قانونی، فرهنگی، مذهبی، شرایط سیاسی، حوادث اقتصادی، ساختار مالکیت شرکتی و سطحی که اقتصاد کشور در آن وضعیت قرار گرفته است، در پیدایش حاکمیت شرکتی تأثیر دارند. شاید بتوان گفت به تعداد کشورها در دنیا سیستم‌های حاکمیت شرکتی داریم. (Solomon & Solomon, 2005, 1-3-13-147)

امروزه حرکت به سوی همگرایی در سیستم‌های حاکمیت شرکتی در دنیا آغاز شده است و تدوین اصول OECD نمونه‌ای از همین چالش‌ها می‌باشد. سلسله مقالات متعدد حتی در نشریات حسابداری در ایران در این رابطه منتشر شده است (حساس یگانه، ۱۳۸۴، ۳۶). همچنین رساله‌های دانشجویی در موضوعات حاکمیت شرکتی در ایران در مقاطع دکتری در حال انجام است. مقاله حاضر، نتیجه تحقیق پژوهشی در موضوع حاکمیت شرکتی است، که تبیین مبانی نظری مربوطه و کاربست عملی آن در بورس اوراق بهادار از اهداف تحقیق است.

## بیان مسئله

حاکمیت شرکتی یکی از اجزای حیاتی کسب و کارهای موفق است که بطور گسترده از طرف عموم بکار برده می‌شود. در تمام دنیا برنامه‌های اصلاحی برای حاکمیت شرکتی آغاز شده است. اداره و کنترل شرکت‌ها با مسائلی از قبیل وجود سهامداران اکثریت و اعمال نفوذ آنان در اتخاذ تصمیمات مربوط به نحوه اداره و نیز با چگونگی تأمین مالی این شرکت‌ها روبرو می‌باشد. همچنین اندازه شرکت‌ها از عوامل اثرگذار بر حاکمیت شرکتی بوده و به همراه میزان تمرکز مالکیت در این شرکت‌ها، تأثیر خود را بر شیوه‌های تأمین مالی و توزیع منافع و همچنین عملکرد شرکت‌ها باقی می‌گذارد. امروزه استفاده از منابع داخلی شرکت‌ها برای تأمین نیازهای مالی آنان کافی نیست. رشد و گسترش چشمگیر شرکت‌ها و همچنین نیاز جامعه به انجام سرمایه‌گذاری‌های بیشتر، ضرورت استفاده از منابع مهمتر تأمین مالی را آشکار می‌سازد، از جمله استفاده از ابزارهایی مانند ایجاد بدهی و مخصوصاً انتشار سهام در دستور کار شرکت‌ها قرار می‌گیرد. هر کدام از شیوه‌های تأمین مالی به همراه در نظر گرفتن آثار ناشی از میزان تمرکز مالکیت و اندازه شرکت‌ها، مسائل خاصی در حاکمیت شرکتی در دنیا به همراه داشته است.

## مبانی نظری و پیشینه تحقیق

چندین چارچوب نظری متفاوت برای تبیین و تحلیل حاکمیت شرکتی در دنیا وجود دارد. هر کدام از آنها به صورتی متفاوت که ناشی از دیدگاه علمی خاصی است به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. تئوری نمایندگی از دیدگاه مالی و اقتصادی به موضوع پرداخته است، در حالی که تئوری گروه‌های ذینفع از دیدگاه اجتماعی به حاکمیت شرکتی نگریسته است. هرچند تفاوت‌های آشکاری بین چارچوب‌های نظری متفاوت وجود دارد، اما هر کدام از آنها سعی در تجزیه و تحلیل مسائل و مشکلات همانند، ولی از دیدگاه متفاوت دارند و مشترکات زیادی بین آنان وجود دارد.

مشکل نمایندگی نخستین بار توسط راس (Ross, 1973) مطرح شد و اولین بار تئوری نمایندگی بوسیله جنسون و مکلینگ (Jensen & Meckling, 1976) بیان گردید. آنها مدیران را به عنوان نماینده و سهامداران را به عنوان صاحبان شرکت در نظر گرفتند. در شرکت‌های با سهامداران پراکنده چون امکان نظارت و کنترل شرکت بوسیله سهامداران جزء

همچنین تحت نام سیستم امریکایی و انگلیسی و یا سیستم آنگلوساکسون نیز شناخته شده است. (Ibid, 149,150).

### ساختار مالکیت

ساختار مالکیت مهمترین عامل در شکل‌گیری حاکمیت شرکتی در هر کشوری است. ساختار مالکیت، مخصوصاً در ایجاد مشکل نمایندگی نقش تعیین‌کننده دارد. این مشکل می‌تواند به صورت تضاد حاکم بین مدیران و سهامداران باشد و یا تضاد موجود بین سهامداران اکثریت دارای حق کنترل و سهامداران اقلیت باشد. دو ویژگی مهم ساختار مالکیت شرکتی عبارت از تمرکز مالکیت و ترکیب مالکیت می‌باشد.

Governance/Vol1/chapter2.pdf

<http://www.asiandevbank.org/Document/Books/Corporate, p6>

### تمرکز مالکیت

درجه تمرکز مالکیت در یک شرکت، توزیع قدرت بین سهامداران و مدیران شرکت را معین می‌سازد. وقتی مالکیت به صورت پراکنده است، کنترل از طرف سهامداران کاهش می‌یابد، زیرا سهامداران نظارت ضعیفی را اعمال می‌نمایند. سهامداران کوچک علاقه چندانی به نظارت بر فعالیت‌های شرکت ندارند، زیرا مجبور می‌شوند تا کلیه هزینه‌های نظارت را تقبل نمایند، در حالی که سهم اندکی در سود شرکت دارند. هر گاه کلیه سهامداران در چنین وضعیتی باشند، هیچ نظارتی بر فعالیت مدیران صورت نخواهد گرفت. در آمریکا و انگلستان که سهامداران پراکنده هستند، مکانیزم مهم برای جلوگیری از سلب مالکیت از سهامداران اقلیت توسط مدیرانی که اداره شرکت را در اختیار دارند، حمایت‌های قانونی و مکانیزم موجود در بازار جهت کنترل شرکت‌ها است.

وقتی تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، سهامداران بزرگ می‌توانند نقش مهمی در نظارت بر فعالیتهای مدیریت ایفا کنند. در حقیقت در قاره اروپا و کشورهای آسیای شرقی و همچنین در کشورهای امریکای لاتین و آفریقا، در جاهایی که تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، مدیریت شرکت معمولاً در اختیار سهامداران دارای قدرت کنترل است. مشکل بنیادی در حاکمیت شرکتی تحت شرایط وجود تمرکز بالای مالکیت، عبارت از این است که چگونه از سهامداران اقلیت در برابر سلب مالکیت از آنان توسط سهامداران اکثریت حمایت و پشتیبانی شود.

مطالعات تجربی نشان می‌دهد که بین میزان تمرکز مالکیت

وجود ندارد، مدیران به عنوان نماینده سهامداران به دنبال منافع خویش می‌روند، در حالی که بر طبق تئوری مالی هدف از فعالیت شرکت‌ها در درجه اول حداکثرسازی ثروت سهامداران است و این در عمل در شرایط پراکندگی مالکیت شرکت روی نمی‌دهد.

تئوری گروه‌های ذینفع در طی دهه هفتاد مطرح گردید و نخستین بار بوسیله فریمن (Freeman, 1984) وارد مباحث مدیریتی گردید. هدف این تئوری رسیدن به مجموعه‌ای از خواسته‌های اجتماعی و سازمانی است. تئوری گروه‌های ذینفع بر این مبنا پایه‌ریزی شده است که شرکت‌ها بسیار گسترش یافته‌اند و تأثیر آنان بر جامعه رو به افزایش است، بنابراین بجای اینکه در برابر سهامداران مسئول باشند، باید در برابر بخش‌های زیادی از جامعه مسئولیت‌پذیر باشند (Solomon & Solomon, 2005, 16-17-23).

### معرفی سیستم‌های حاکمیت شرکتی در مقیاس جهانی

#### ۱- سیستم مبتنی بر بازیگران داخلی

در این سیستم شرکت‌های ثبت شده در بورس توسط تعداد کوچکی از سهامداران عمده به تملک درآمده و اداره می‌گردند این سهامداران عمده می‌توانند اعضای خانواده مؤسس شرکت و یا بانک‌های وام‌دهنده به شرکت و یا دولت و یا اینکه دیگر شرکت‌ها باشند. به علت رابطه نزدیک بین مدیران شرکت‌ها و سهامداران عمده، این سیستم در نزد عامه به سیستم‌های خویشاوندی نیز شهرت یافته‌اند. این سیستم را سیستم آلمانی و ژاپنی نیز می‌گویند. در این سیستم به علت رابطه نزدیک بین مالکان و مدیران و حتی در اکثر مواقع یکی بودن آنان، با مشکل نمایندگی کمی روبرو هستیم. (Ibid, 149).

#### ۲- سیستم مبتنی بر بازیگران خارجی

در این سیستم شرکت‌های بزرگ به وسیله مدیران کنترل و اداره می‌گردند اما در مالکیت سهامداران بیرونی از قبیل مؤسسات مالی یا سهامداران منفرد قرار دارند. چنین وضعیتی منجر به جدایی مالکیت و کنترل در شرکت‌ها می‌گردد. این مسئله اولین بار در سال ۱۹۳۲ توسط برل و می‌نز مطرح گردید. در چنین حالتی با مشکل نمایندگی روبرو می‌شویم که نخستین بار توسط راس و جنسون در سال ۱۹۷۳ و مک‌لینگ در سال ۱۹۷۶ بیان گردید. مشکل نمایندگی باعث تحمیل هزینه‌های زیادی هم به سهامداران و هم به مدیران می‌گردد. اصطلاح دیگری که برای این سیستم بکار می‌رود، سیستم مبتنی بر بازار می‌باشد، و

یک فرد باشد، یک خانواده یا یک گروه خویشاوندی، یک شرکت مادر، یک بانک، یک سرمایه‌گذار نهادی و یا یک مؤسسه غیرمالی باشد. یک خانواده و یا یک گروه خویشاوندی اگر سهامدار عمده بوده باشند به احتمال زیاد علاقه‌مند خواهد شد تا منافع شرکت و همچنین سود حاصل از آن را تحت کنترل خود بگیرد. سرمایه‌گذاران نهادی اگر سهامدار عمده باشند به احتمال زیاد تنها به سود شرکت علاقه نشان خواهند داد. وقتی بانک‌ها سهامدار عمده شرکت‌های غیرمالی باشند، موضوعی که پیش خواهد آمد این است که آنان تمایل زیادی به اعطای وام با شرایط آسان نشان خواهند داد و به پروژه‌های نامناسب پایان خواهند داد و در جهت فروش آنان اقدام خواهند کرد (<http://www.Asiandevbank.org/Documents/Books/Corporate Governance/vol11/chapter 2.pdf> , 7).

## منابع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها

### ۱- تأمین مالی از طریق بدهی و وام

هنگامی که شرکتی منابع مالی را از طریق وام تأمین می‌کند، باید تعهد کند که اصل و فرع وام را می‌پردازد. پرداخت اصل و فرع در قرارداد وام مشخص می‌شود. مقدار و زمان پرداخت پول از طریق شرکت به وام‌دهنده نیز مشخص می‌شود. اگر پرداخت به موقع صورت نگیرد، وام‌دهنده می‌تواند بر اساس شرایط وام، روش‌های مختلفی را برای دریافت پول خود در پیش گیرد. وام‌دهنده می‌تواند بخشی از دارایی‌های شرکت را به تملک خود درآورد که این امر باعث اخراج مدیران یا مجبور کردن آنها به فروش بقیه دارایی‌ها و تعطیل کردن شرکت شود. وام‌دهنده می‌تواند از پرداخت سود سهام و یا هر پرداخت دیگر به سهامداران عادی و ممتاز قبل از پرداخت بدهی شرکت جلوگیری کند. وام‌دهنده در مورد دریافت پول از شرکت بر سایر مالکان اوراق بهادار ارجحیت دارد. (تقوی، ۱۳۸۱، ۲۲۱).

### ۲- تأمین مالی از طریق سهام عادی

شرکت می‌تواند با انتشار و فروش سهام عادی به سرمایه‌گذاران، منابع مالی تأمین کند. هرگاه شرکت دست به انتشار سهام عادی زند و آن را به افرادی بجز سهامداران فعلی بفروشد، در واقع مالکیت شرکت را بین دو گروه سهامداران قبلی و سهامداران جدید تقسیم می‌کند.

سهامداران به عنوان مالکان شرکت دارای حق رأی هستند و از این طریق مدیران شرکت را انتخاب می‌کنند. مدیران نیز سیاست شرکت را مشخص می‌کنند و این سیاست‌ها بر درآمد

و سودآوری شرکت‌ها رابطه U شکل معکوس وجود دارد. تفسیر این رابطه این است که وقتی تمرکز مالکیت از یک سطح خیلی پایین شروع به افزایش می‌کند، به علت بالا رفتن نظارت از طرف سهامداران، هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد و در نتیجه سودآوری شرکت بالا می‌رود اما وقتی که تمرکز مالکیت تا محدوده معینی افزایش یافت، هزینه‌های ناشی از آن از منافع حاصله پیشی می‌گیرد و در نتیجه سودآوری کاهش می‌یابد. (Ibid, 6).

تمرکز مالکیت در بعضی از کشورها از جمله کشور کره ریشه اصلی بسیاری از مشکلات مربوط به حاکمیت شرکتی است. یکی از مشکلات مهم در بین شرکت‌های ثبت شده در بورس کره این است که سهامداران دارای اختیار کنترل در نقش مدیر عالی اجرایی انجام وظیفه می‌کنند و هیچگاه کسی جایگزین آنان نمی‌شود. به این صورت که کاندیداها برای اداره شرکت از میان مدیران قبل از تشکیل مجمع عمومی صاحبان سهام دست چین شده و برگزیده می‌شوند و سپس در جلسه مجمع عمومی بطور اتوماتیک همان افراد انتخاب می‌شوند. و این پدیده را مدیریت در سنگر قرار گرفته (Entrenched Management) می‌گویند. وقتی سهامداران دارای حق کنترل درصد اندکی از سهام شرکت را در اختیار داشته باشند هر افزایشی در سهم مالکیت در آنان این انگیزه را پدید می‌آورد، تا منفعی همسو با سهامداران اقلیت داشته باشند. و این در واقع همان ساختار مالکیتی است که موجب پیدایش اثر انگیزشی می‌گردد. با افزایش سهم مالکیت، سهامداران دارای حق کنترل احساس می‌کنند که در سنگر محکمی قرار گرفته‌اند، بطوری که هیچ تأثیری کسی نمی‌تواند بر آنان بگذارد و مدیری که در چنین حالتی قرار گرفته است، خود را فارغ از فشار بازار احساس می‌کند و می‌تواند منافع خود را بدون ترس از خطر از دست دادن مدیریت خویش دنبال نماید، که این اثر را اثر سنگربندی (Entrenchment effect) می‌نامند. از نظر تئوریک در شرایطی که مدیران، سهامدار عمده بین ۱۰ درصد تا ۳۰ درصد باشند اثر خود را در سنگربندی احساس کردن بر اثر انگیزشی غلبه می‌کند و در فراتر از این محدوده اثر انگیزشی مجدداً غالب می‌گردد. (Kwang S.Chung & Yen Wang 2001 p . 77,132).

## ترکیب مالکیت

دومین ویژگی کلیدی ساختار مالکیت شرکتی، ترکیب آن می‌باشد. یعنی اینکه سهامداران چه کسی هستند و چه افرادی از میان آنان کنترل شرکت را در اختیار دارد. سهامدار می‌تواند

(2001 p 74,132,64).

تحقیق انجام شده در کشور فیلیپین به بررسی الگوهای مالکیت و روش‌های تأمین مالی در این کشور می‌پردازد. شرکت‌های فیلیپینی از نظر اندازه به سه گروه بالا، متوسط، پایین تقسیم می‌شوند. بر طبق نتایج این تحقیق حاشیه سود شرکت‌های با اندازه بالا ۸/۲ درصد و متوسط ۹/۵ درصد و پایین ۶/۶ درصد می‌باشد. همچنین اهرم مالی شرکت‌های بزرگ ۱۵۸ درصد و متوسط ۱۵۶ درصد و کوچک ۱۲۸ درصد می‌باشد. همچنین نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در فیلیپین بین تمرکز مالکیت و تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی، همبستگی مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. یعنی سهامداران دارای قدرت کنترل در این کشور، نمی‌خواهند کنترل خود بر شرکت را از دست بدهند. همچنین این تحقیق بین تمرکز مالکیت و سودآوری در بین شرکت‌های فیلیپینی رابطه مستقیم و معنی‌داری را آشکار ساخت (Cesar G. Saldana, 2001, 156-209).

تحقیق انجام شده در کشور تایلند ساختار مالکیت خانوادگی در این کشور را دلیل پیدایش حاکمیت شرکتی ضعیف می‌داند و بر طبق گزارش این تحقیق با استناد به مطالعه بانک جهانی، بالاترین تمرکز مالکیت در دست سهامدار عمده در بین ۹ کشور آسیایی در شرکت‌های تایلندی با ۳۵/۳ درصد، وجود دارد. همچنین نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و سودآوری در شرکت‌های ثبت شده در بورس تایلند، از نظر آماری رابطه معنی‌داری وجود دارد. بر طبق نتایج همین تحقیق، بین تمرکز مالکیت و تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی رابطه مستقیم و معنی‌داری در شرکت‌های تایلندی وجود دارد، و این نتیجه با فرضیه اینکه در شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا، سهامداران دارای قدرت کنترل نمی‌خواهند کنترل خود بر شرکت را از دست بدهند، سازگاری دارد (Piman Limpaphayon, 2001, 230-241-242).

### اهداف تحقیق

یکی از اهداف این تحقیق آشنایی با سبک‌های مختلف حاکمیت شرکت در دنیا، به منظور پی بردن به وجه اشتراکات و همچنین تفاوت‌های آنها و بیان مشکلاتی است که در حاکمیت شرکتی کشورهای مختلف وجود داشته است. رویدادهای مهم اقتصادی، مانند شکست در حاکمیت شرکتی و زیان‌های وارده بر مردم، چه در کشورهای توسعه یافته و چه در حال توسعه نظیر شکست انرن، وورلدکام، پارمالات، بحران مالی شرکت‌ها در آسیای جنوب شرقی، عموماً ناشی از نقاط ضعفی

سهامداران اثر می‌گذارد. در بسیاری از موارد شرکت‌ها علاقه‌ای به فروش سهام ندارند، زیرا امکان دارد سهامداران جدید با سیاست‌های مدیران منتخب سهامداران قبلی موافق نباشند. (همان منبع، ۲۲۳).

### ۳- تأمین مالی از طریق سود انباشته

سود انباشته سود باقی مانده در شرکت پس از پرداخت سود سهام است. تفاوت بین سود انباشته و دو منبع فوق‌الذکر این است که مقدار سود انباشته در دسترس محدود است و علاوه بر این منبع تأمین مالی داخل شرکت است. اما تأمین مالی از طریق سود انباشته، سود سهام قابل پرداخت به مالکان شرکت را کاهش می‌دهد. یعنی در دسترس بودن سود انباشته نه تنها به سود شرکت بلکه به سیاست پرداخت سود سهام نیز بستگی دارد. شرکت‌ها عموماً از کاهش سطح سود سهام پرداختی حتی بطور موقت نیز اجتناب می‌کنند. (همان منبع، ۲۲۴).

### نمونه‌ای از تحقیقات انجام شده در حاکمیت شرکتی

#### روش‌های تأمین مالی در دنیا و نتایج حاصله

در تحقیق انجام شده در اندونزی، نحوه مالکیت و کنترل شرکت‌های ثبت شده در بورس اندونزی و شیوه‌های تأمین مالی آنان مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد، تمرکز مالکیت و کنترل شرکت‌ها در دست چند گروه فAMILI، عامل تعیین‌کننده در پیدایش سیستم ناکارآمد حاکمیت شرکتی در این کشور است و موجب تمرکز ثروت در دست تعداد کمی گروه فAMILI گردیده است. ارتباط دولت و گروه‌های فAMILI موجب سهولت دسترسی شرکت‌های منتسب به این گروه‌ها به وام‌های بانکی گردیده است. این تحقیق نشان می‌دهد ۱۵ گروه فAMILI در اندونزی ۶۷/۱ درصد شرکت‌های ثبت شده در بورس را در اختیار داشته اند. این گروه‌های فAMILI برای تأمین مالی شرکت‌های تحت کنترل خود عمدتاً از وام‌های بانکی استفاده می‌کردند و این نشان‌دهنده آن است که نمی‌خواستند کنترل خود بر شرکت‌ها را از دست بدهند (Saud Husnan, 2001, 2-19-49).

تحقیق انجام شده در جمهوری کره نشان داد، تمرکز مالکیت بالایی در شرکت‌های کره‌ای وجود دارد. سهامداران عمده در کره در نقش مدیران ارشد انجام وظیفه می‌کنند و چون ترسی از جابجا شدن ندارند، پدیده مدیریت در سنگر قرار گرفته در کره می‌دهد و مدیران در جهت تأمین منافع خویش عمل می‌کنند. Kwang S.Chung &Yen Kyun Wang

معنی داری وجود دارد.

## چارچوب طرح تحقیق و نتایج بدست آمده از این تحقیق در ایران

جامعه آماری در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. این شرکت‌ها افزون بر ۴۰۰ شرکت بودند، از میان آنها شرکت‌هایی که چندین سال متوالی زیانده بودند، به علت آنکه نسبت‌های مالی مورد استفاده در تحقیق (مثلاً نسبت تغییرات در سود انباشته به تغییرات در دارایی‌های کل و ..) منفی می‌آمد، حذف شدند و همچنین تعدادی از شرکت‌ها که صورت‌های مالی خود را برای سال‌های آخر انتشار نداده بودند و نیز تعدادی دیگر از شرکت‌ها .. حذف گردیدند. و در نهایت ۲۹۹ شرکت باقی ماند.

داده‌های تحقیق شامل: دارایی‌های کل، دارایی‌های ثابت، بدهی‌های کل، حقوق صاحبان سهام، سود انباشته، وام دریافتی، سرمایه، فروش خالص، سود خالص، درصد تمرکز مالکیت می‌باشند. این داده‌ها به روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده‌اند و صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه ترازنامه ابزار تحقیق ما هستند. قلمروی زمانی تحقیق سال‌های ۷۹ الی ۸۳ بوده است. روش تحقیق، اکتشافی از نوع همبستگی (Correlation Research) بوده و سعی می‌شود رابطه متغیرهای مورد بحث با استفاده از ضریب همبستگی کشف و محاسبه شود. در این تحقیق رابطه متغیرها به صورت دوتایی مورد بررسی قرار می‌گیرد. و چون تحقیق به بررسی داده‌های مربوط به دوره زمانی پنج ساله می‌پردازد، مقطعی (Cross-Sectional) می‌باشد. و چون بر پایه داده‌های واقعی صورت می‌گیرد، تحقیقی تجربی (Imprical) می‌باشد. در تحلیل داده‌ها از ضریب همبستگی پیرسون به علت کمی بودن داده‌ها استفاده شده است و همچنین نرم‌افزار Statistica برای انجام محاسبات آماری و آزمون‌ها بکار رفته است.

نسبت‌های مالی مورد استفاده در این تحقیق عبارتند از:

نسبت تغییرات در سود انباشته به تغییرات در دارایی‌های

ثابت  $\text{Self Financing Rtio of Fixed Assets SFRF}$

این نسبت توانایی یک شرکت در تأمین مالی رشد در

دارایی‌های ثابت، توسط منابع داخلی شرکت را نشان می‌دهد.

$\text{SFRT Self Financing Ratio of Total Assets}$

نسبت تغییرات در سود انباشته به تغییرات در دارایی‌های

کل

این نسبت توانایی یک شرکت در تأمین مالی رشد

می‌گردد که از رفتار سهامداران عمده و سیستم‌های کنترلی و شیوه‌های تأمین مالی و قوانین و مقررات سرچشمه می‌گیرد. با پیدایش جهانی شدن و افزایش روابط اقتصادی بین کشورها و گسترش تجارت جهانی بر ضرورت انجام اصلاحات در حاکمیت شرکتی کشورها تأکید می‌شود. در کشورهای توسعه یافته نظیر آمریکا و آلمان و ژاپن و نیز در کشورهای در حال توسعه مانند کشورهای آسیای جنوب شرقی گام‌های مؤثری در جهت انجام اصلاحات در حاکمیت شرکتی برداشته شده است. تجربه سال‌های اخیر نشان داد، مشکلات حاکمیت شرکتی در بین کشورها مشترکات زیادی با هم دارند. از اهداف مهم این تحقیق ضمن مقایسه وضعیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از نظر تمرکز مالکیت و شیوه‌های تأمین مالی با دیگر کشورها، ارائه راهکارهایی جهت انجام اصلاحات و استفاده از تجربیات کشورهای که وضعیتی مانند ایران دارند، می‌باشد تا از بروز حوادث مشابه در شرکت‌های ایرانی جلوگیری شود.

## سؤالات تحقیق

تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی در مقایسه با دیگر کشورها چگونه است؟

رابطه تمرکز مالکیت در شرکت‌های با اندازه‌های مختلف شرکت‌ها چگونه است؟

تمرکز مالکیت چه اثری بر سودآوری شرکت‌های ایرانی دارد؟ مهمترین روش‌های تأمین مالی در بین شرکت‌های ایرانی کدام‌ها هستند؟

آیا میزان تمرکز مالکیت و اندازه شرکت‌ها بر شیوه‌های تأمین مالی در ایران اثر دارند؟

اندازه شرکت‌ها چه اثری بر سودآوری شرکت‌های ایرانی دارد؟

## فرضیات تحقیق

فرضیه اول: بین اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تمرکز مالکیت، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سودآوری و تمرکز مالکیت شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین سودآوری و اندازه شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین تمرکز مالکیت و روش‌های تأمین مالی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین اندازه شرکت‌ها و روش‌های تأمین مالی رابطه

دارد، ولی این رابطه از نظر آماری معنی‌دار نیست. تنها در سطح شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا، این رابطه معنی‌دار است. یعنی در شرکت‌های با تمرکز بالای مالکیت، با افزایش اندازه شرکت‌ها از میزان تمرکز مالکیت آنان بطور معنی‌داری کاسته می‌شود.

#### آزمون فرضیه دوم:

با مراجعه به نتایج آزمون‌های آماری، بین تمرکز مالکیت در سطح کل شرکت‌ها و حاشیه سود شرکت‌ها، ضریب همبستگی و سطوح معنی‌داری زیر بدست آمده است:

تمرکز مالکیت در سطح کل شرکت‌ها

$$p=0.023113<0.05 \quad r(x,y)=-0.131348$$

برطبق نتیجه بالا که حاصل از فرضیه دوم می‌باشد، بین سودآوری و تمرکز مالکیت شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. یعنی افزایش تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی باعث کاهش سودآوری آنان می‌گردد. این نتیجه با برخی از تئوری‌های آزموده شده در دنیا از جمله با نظریه مدیریت در سنگر قرار گرفته و همچنین وجود رابطه U شکل معکوس بین تمرکز مالکیت و سودآوری مطابقت دارد.

#### آزمون فرضیه سوم:

اندازه شرکت‌ها	r(x,y)	p
در سطح کل شرکت‌ها	0.347617	00000<0.05
در سطح اندازه پایین	0.227504	0.016335<0.05
در سطح اندازه متوسط	0.061345	0.552687>0.05
در سطح اندازه بالا	0.298093	0.003901<0.05

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم که در جدول بالا نیز آمده است، نشان می‌دهد که رابطه بین اندازه شرکت‌ها و حاشیه سود آنان مستقیم و (به جز در سطح اندازه متوسط) معنی‌دار است. یعنی افزایش سرمایه در شرکت‌های ایرانی سودآوری به همراه دارد.

#### آزمون فرضیه چهارم:

با مراجعه به خروجی کامپیوتر، بین تمرکز مالکیت و روش‌های تأمین مالی در سطح کل شرکت‌ها، مقادیر ضریب همبستگی و سطوح معنی‌داری زیر را مشاهده می‌کنیم:

روش‌های تأمین مالی	r(x,y)	p
SFRF	0.006335	0.913138>0.05
SFRT	-0.066183	0.253927>0.05
IDFR	0.145875	0.011558<0.05
Loan	-0.022972	0.692393>0.05
NEFR	0.060479	0.297246>0.05

دارایی‌های کل از منابع داخلی یک شرکت را نشان می‌دهد.

#### NEFR New Equity Financing Ratio

نسبت تغییرات در حقوق صاحبان سهام (بجز سود انباشته)

به تغییرات دارایی‌های کل

این نسبت توانایی یک شرکت در تأمین مالی رشد در

دارایی‌های کل، توسط انتشار سهام جدید را نشان می‌دهد.

#### IDFR Incremental Debt Financing Ratio

نسبت تغییرات در بدهی‌های کل به تغییرات در دارایی‌های

کل.

این نسبت وابستگی یک شرکت به تأمین مالی دارایی‌های

کل از طریق ایجاد بدهی را نشان می‌دهد.

#### IEFR Incremental Equity Financing Ratio

نسبت تغییرات در حقوق صاحبان سهام به تغییرات در

دارایی‌های کل

این نسبت توانایی یک شرکت در تأمین مالی رشد در

دارایی‌ها توسط حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. و برابر

است با 1-IDFR

میانگین درصد‌های مالکیت سهام در دست اولین سهامدار

عمده در طی پنج سال مورد مطالعه محاسبه گردیده و به

عنوان معیاری برای تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.

#### نتایج حاصل از آزمون فرضیات

##### آزمون فرضیه اول:

میانگین تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی بر طبق نتایج حاصل از فرضیه اول برابر با ۵۰/۱ در سطح کل شرکت‌ها و ۵۲/۹۹ در شرکت‌های با اندازه پایین و ۴۸/۵ در شرکت‌های با اندازه متوسط و ۷۴/۴ در شرکت‌های با اندازه بالا می‌باشد. این درصد‌های تمرکز مالکیت رقم بسیار بالایی می‌باشند. و میزان آن در شرکت‌های با اندازه پایین بیشتر از شرکت‌های با اندازه بالا است. و این در حالی است که بر طبق نتایج بررسی‌های انجام شده توسط بانک جهانی در ۹ کشور آسیایی بیشترین تمرکز مالکیت در کشور تایلند با ۳۵/۳ در صد بود.

تمرکز مالکیت در سطح کل شرکت‌ها

$$p=0.186646>0.05 \quad r(x,y)=-0.076579$$

تمرکز مالکیت بالا و اندازه شرکت‌ها

$$p=0.048786<0.05 \quad r(x,y)=-0.199600$$

بر طبق نتایج بالا که از خروجی کامپیوتر به دست آمده

است، در شرکت‌های ایرانی، بین اندازه شرکت‌ها و تمرکز

مالکیت در سطح کل شرکت‌ها، رابطه همبستگی معکوس وجود

### پیشنهادات مبتنی بر تحقیق

۱- باتوجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مشاهده می‌کنیم که افزایش اندازه شرکت‌ها باعث کاهش تمرکز مالکیت شده است. بنابر این به منظور کاستن از تمرکز بالای مالکیت و از بین بردن آثار سوء آن می‌توان پیشنهاد افزایش اندازه (سرمایه) از طریق تأمین مالی گسترده به شیوه عرضه درصد بیشتری از سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را نمود.

۲- آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد با افزایش تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی سودآوری آنان کاهش می‌یابد. برای کاستن از این اثر نامطلوب و سودآور نمودن شرکت‌ها تأکید مجدد بر گسترش تعداد سهامداران و توسعه تأمین مالی از طریق بورس اوراق بهادار ضروری به نظر می‌رسد.

۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که افزایش اندازه (سرمایه) در شرکت‌های ایرانی سودآوری به همراه دارد. به منظور هرچه اقتصادی کردن فعالیت شرکت‌ها و سودآور نمودن آنان پیشنهاد می‌گردد راهکارهایی در جهت ایجاد تسهیلات به منظور دسترسی آسان شرکت‌های ایرانی به منابع سرمایه‌ای به‌عمل آید. گسترش اعتبارات با شرایط آسان و رونق بورس می‌تواند از راه‌های مؤثر باشد.

۴- آزمون فرضیه چهارم نشان می‌دهد که با افزایش تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی اتکاء آنان به تأمین مالی از طریق بدهی افزایش می‌یابد. شرکت‌ها به منظور جلوگیری از دست دادن کنترل متوسل به این شیوه می‌شوند. برای جلوگیری از این اثر نامطلوب نظارت مؤثر بر چگونگی اعطای اعتبارات لازم است و همچنین از طریق وضع قوانین و مقررات می‌توان چنین شرکت‌هایی را ملزم به تأمین مالی از طریق منابعی غیر از ایجاد بدهی نمود.

۵- آزمون فرضیه پنجم نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ ایرانی تمایل معنی‌داری به تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید دارند و این نتیجه، رشد و گسترش شرکت‌های ایرانی (افزایش سرمایه آنان) را به عنوان یکی از راهکارهای مؤثر برای استفاده هر چه بیشتر از بورس اوراق بهادار به منظور تأمین مالی شرکت‌ها با انتشار سهام جدید توصیه می‌نماید.

### پیشنهادات برای تحقیقات آینده

حاکمیت شرکتی دارای موضوعات بسیار گسترده‌ای است و

IEFR  
 $-0.093710$   
 $0.105842 > 0.05$   
 بر طبق جدول بالا، که نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم است، مشاهده می‌شود که در سطح کل شرکت‌های مورد بررسی، بین تمرکز مالکیت و تأمین مالی فقط از طریق ایجاد بدهی رابطه همبستگی مستقیم و معنی‌دار وجود دارد. یعنی با افزایش تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی اتکاء آنان به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی افزایش می‌یابد. چنین نتیجه‌ای مطابقت با این نظریه آزموده شده در دنیا دارد که می‌گوید: سهامداران عمده به خاطر اینکه اختیار کنترل خود را از دست ندهند، متوسل به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی می‌شوند.

### آزمون فرضیه پنجم:

با مراجعه به خروجی کامپیوتر، در سطح کل شرکت‌ها بین نسبت‌های تأمین مالی و اندازه شرکت‌ها مقادیر ضریب همبستگی و سطوح معنی‌داری زیر را مشاهده می‌کنیم:

روش‌های تأمین مالی	$r(x,y)$	p
SFRF	-0.065812	$0.256601 > 0.05$
SFRT	-0.014368	$0.804586 > 0.05$
Loan	0.500230	$0.000000 < 0.05$
IDFR	-0.137406	$0.017440 < 0.05$
NEFR	0.084266	$0.146061 > 0.05$
IEFR	0.091091	$0.116001 > 0.05$

بر طبق جدول بالا، که نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم است مشاهده می‌شود که بین اندازه شرکت‌ها در سطح کل آنان و تأمین مالی از طریق دریافت وام، رابطه همبستگی مستقیم و معنی‌دار وجود دارد. یعنی با افزایش اندازه شرکت‌های ایرانی اتکاء آنان به تأمین مالی از طریق دریافت تسهیلات افزایش می‌یابد. همچنین بین اندازه شرکت‌ها در سطح کل آنان و تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی رابطه همبستگی معکوس و معنی‌دار وجود دارد.

اندازه شرکت‌ها	$r(x,y)$	P
اندازه پایین	0.004281	$0.964429 > 0.05$
اندازه متوسط	-0.036189	$0.726299 > 0.05$
اندازه بالا	0.226054	$0.030256 < 0.05$

بر طبق جدول نتایج آماری بالا، تنها در شرکت‌های با اندازه بالا، بین تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید و اندازه شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد. یعنی شرکت‌های بزرگ تمایل معنی‌داری به تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید دارند.



۳- این تحقیق در سطح کلیه شرکت‌ها و بدون توجه به رشته تولید و یا نوع فعالیت آنان انجام شده است. در حالی که در تحقیقات مشابه در بعضی از کشورها، نوع صنایع و فعالیت‌ها را از هم جدا کرده‌اند و این آزمون‌ها را برای هرکدام بطور جداگانه انجام داده‌اند. می‌توان در ایران هم با توجه به رشته‌های مختلف کسب و کار، در هر کدام جداگانه تحقیق مشابه انجام داد و نتایج را با هم مقایسه کرد.

۴- باتوجه به اینکه در سال‌های اخیر در موضوعات مختلف در حاکمیت شرکتی تحقیقاتی انجام شده است، جای چنین تحقیقاتی در ایران هنوز خالی است و محققین ایرانی در موضوعاتی مانند زیر تحقیقات خود را می‌توانند ادامه دهند:

الف- تأثیر چگونگی افشاء اطلاعات در حاکمیت شرکتی.  
ب- نقش حسابرسان داخلی و خارجی در حاکمیت شرکتی.  
ج- تأثیر استقلال حسابرسی در حاکمیت شرکتی.  
د- نقش قوانین و مقررات در حاکمیت شرکتی.

تحقیقات بسیاری در هر کدام از موضوعات می‌تواند انجام شود. از جمله:

۱- در این تحقیق برای اندازه شرکت‌ها، سرمایه را به عنوان معیار در نظر گرفتیم، در حالی که می‌توان همانند تحقیقات انجام شده در کشورهای آسیای جنوب شرقی، مقدار فروش و یا ارزش دارایی‌ها را هم به عنوان معیار اندازه منظور کرد و یا معیارهای دیگر بر اساس نوع تحقیق می‌تواند در نظر گرفته شود.

۲- در این تحقیق اندازه شرکت‌ها و تمرکز مالکیت به سه دسته پایین، متوسط، و بالا تقسیم شد. اما به خاطر بالا بودن تمرکز مالکیت در شرکت‌های ایرانی، برای بررسی دقیق‌تر، می‌توان به پنج دسته و یا بیشتر آنها را تقسیم کرد. همچنین در این تحقیق، تمرکز مالکیت را در سطح اولین سهامدار عمده در نظر گرفته شده است. در حالی که همانند تحقیقات انجام یافته در دیگر کشورها می‌توان در سطح دومین و سومین و پنجمین سهامدار عمده نیز تمرکز مالکیت را در نظر گرفت.

## منابع و مأخذ

- ۱- حساس یگانه، یحیی «ماهنامه حسابدار»، شماره ۱۷۰، ص ۳۶، (۱۳۸۴)
- ۲- تقوی، مهدی «مدیریت مالی (۱)»، دانشگاه پیام نور، (۱۳۸۱)

- 1-Asian Development Bank An Analytical Framework of Crporate Governance and Finance. [http://www.asiandevbank.org/Documents/Books/Corporate\\_Governance/vol1/chapter2.pdf](http://www.asiandevbank.org/Documents/Books/Corporate_Governance/vol1/chapter2.pdf).pp,6,7
- 2-Cabbury Code , The(December 1992)Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance : The Code of The Best practice , Gee professional publishing , London .
- 3-Cesar G. Saldana , 2001, Corporate Governance and Finance in East Asia A study of Philipin . Asian Development Bank volum 2 pp. 156,20
- 4-Freeman, E. (1684) Strategic Management: A Stakeholder Approach Pitman Press Boston . Freire, P. (1996) pedagogy of the Oppressed , Pelican, London .
- 5-Jensen, M.C and Meckling . W.H. (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure , Jurnal of Financial Economics ,11 5-50 .
- 6-Keasey , K . and Wright, M. (1993) Issues in corporate accountability and governance , Accounting and Business Research , 91a, 291-303 .
- 7-Parkinson, J.E.(1994)Corporate Power and Responsibility , Oxford University Press , Oxford. Pearce. J A. (1982) The company mission as a strategic tool , Sloan Management Review, spring, 15-24 .
- 8-Kwang S. Chung&Yen Wang 2001 , Corporate Governance and Finance in East Asia A Study of Republic of Korea . Asian Development Banck volum 2, pp 64, 74, 77, 132.
- 9-Piman Limpaphayom, 2001 Corporate Governance and Finance in East Asia A study of Thailand . Asian Development Bank volum 2 pp.230,241, 242
- 10-Ross,S. (1973)The economic theory of agency : The principal,s problem, American Economic Review.63,134-139 .
- 11-Saud Husnan , 2001 , Corporate Governance and Finance in East Asia A study of Indonesia . Asian Development Bank volum 2 pp 2,9,49
- 12-Solomon Jill & Solomon Aris, 2005, Corporate Governance and Accountability , John Wiley & Sons,LTD , England pp 1,3,13 16,17.23,147-150 .