

تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۱۰/۲۸

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۲/۱۵

حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد هاشم بت شکن

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

مهسا رهبری خرازی

کارشناس ارشد حسابداری

چکیده

اهداف این تحقیق مشخص نمودن میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای این منظور، بر مبنای معیارهای موجود در اصل ۲ حاکمیت شرکتی سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (OECD) پرسشنامه‌ای مشتمل بر ۲۶ سؤال طراحی و بین جامعه آماری متشکل از چهار گروه اساتید مالی دانشگاه‌ها، اعضای هیأت مدیره و مدیران عامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، حسابرسان معتمد بورس اوراق بهادار تهران و کارشناسان مالی توزیع گردید. پرسشنامه‌های بدست آمده از ۱۰۸ پاسخ‌دهنده با استفاده از آزمون‌های دو جمله‌ای و T استیودنت و همچنین آزمون فریدمن برای رتبه‌بندی تحلیل شد. نتیجه آزمون حاکی از عدم رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. علاوه بر این، با استفاده از آزمون فریدمن، ترتیب میزان رعایت اجزای هفتگانه حقوق سهامداران در شرایط فعلی و ترتیب لزوم رعایت این اجزاء از نظر پاسخ‌دهندگان و همچنین به تفکیک

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، شفافیت، سهامداران نهادی، ساختار مالکیتی، تغییرات بنیادین.

مقدمه

در آغاز قرن بیستم، با شکل‌گیری شرکت‌های متشکل از سرمایه‌های اندک آحاد سرمایه‌گذاران در اروپای پس از جنگ، تحول بزرگی در اقتصاد و نحوه اداره کسب و کار بوجود آمد. این پدیده از سویی موجب پیشرفت و توسعه صنعت و اقتصاد و از سوی دیگر موجب جدایی مالکیت از مدیریت گردید. به دلیل اهمیت فراوان این گونه شرکت‌ها و نقش آن‌ها در توسعه و پیشرفت اقتصادی و افزایش رفاه اجتماعی، عملکرد اقتصادی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها موضوع مطالعات و مباحثات گسترده‌ای قرار گرفته است.

بسیاری از محققان مانند فاما^۱ (۱۹۸۰) و مک‌لینگ^۲ و جنسن^۳ (۱۹۷۶) شرکت را مجموعه‌ای از قراردادهای پیچیده تعریف می‌کنند که به صورت مجازی به آن شخصیت حقوقی داده می‌شود. بر اساس این تعریف، شرکت مجموعه‌ای از قراردادهای صریح و ضمنی میان تمامی طرف‌های ذینفع شامل مدیران، مالکان، کارکنان، مشتریان، تأمین‌کنندگان کالا و خدمت، شهروندان، محیط‌زیست و سایرین است. از آنجا که هر گروه از ذینفعان منافع خاص خود را دارند که در مواردی متفاوت و حتی متعارض می‌باشند و از سویی در دنیای واقعی کامل بودن تمامی این قراردادها به دلیل محدودیت‌های ذاتی غیرممکن است، برای ایجاد تعادل بین ادعاهای رقیب گروه‌های مختلف و تأمین رضایت آنها، که لازمه انسجام و توسعه بازار سرمایه است، باید چاره‌ای اندیشید.

موضوع حاکمیت شرکتی اصولاً برای ایجاد چنین تعادلی مطرح گردید. در تعریف وسیعی که بانک جهانی ارائه می‌دهد، «حاکمیت شرکتی به دنبال برقراری تعادل میان اهداف اقتصادی و اجتماعی و میان اهداف فردی و عمومی است. چارچوب حاکمیت شرکتی

برای تقویت استفاده موثر از منابع و همچنین ایجاد التزام برای پاسخگویی در مورد استفاده از آن منابع بوجود آمده است.»

تعریف ارائه شده از سوی بانک جهانی دیدگاه وسیعی را نشان می‌دهد که دربرگیرنده تمامی ذینفعان سازمان است. در عین حال، تعاریف زیادی نیز وجود دارند که با دید محدودتری، تمرکز خود را بر گروه خاصی از ذینفعان شرکت‌ها قرار می‌دهند. بخش عمده‌ای از تعاریف مذکور، بیشتر توجه خود را به رابطه میان مدیران شرکت از یک سو و از سوی دیگر تأمین کنندگان مالی به طور عام و سهامداران به طور خاص معطوف داشته‌اند.

در این مقاله، ابتدا شناختی کلی از مبحث حاکمیت شرکتی ارائه و ابعاد آن تشریح می‌گردد. سپس به موضوع اساسی تحقیق یعنی حقوق سهامداران در بازار سرمایه ایران پرداخته می‌شود. هدف اصلی مقاله آن است که با استفاده از ابزاری که اصول شش‌گانه حاکمیت شرکتی نشأت می‌گیرد، به سنجش میزان رعایت حقوق سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پردازد. در ادامه پس از تشریح روش اجرای تحقیق و نحوه تحلیل داده‌ها، جمع‌بندی اطلاعات و نهایتاً نتایج و پیشنهادات تحقیق ارائه خواهد شد.

ادبیات تحقیق

تدوین پیشنهادهایی برای بهترین رویه‌های حاکمیت شرکتی در دهه ۱۹۹۰ با انتشار گزارش‌های مختلف آغاز شد. این گزارش‌ها در پاسخ به مشکلات حاکمیت شرکتی که به دلیل کمبود نظارت موثر هیأت مدیره بر مدیریت پدید آمده بود، تهیه شدند. در برخی موارد کار بر روی این گزارش‌ها گسترش پیدا کرد و سایر موضوعات حاکمیتی از جمله افشاء و استفاده از کمیته‌های هیأت‌های مدیره را نیز دربرگرفت. گزارش‌های اولیه در این زمینه شامل گزارش کادبوری^۱ در انگلستان، گزارش دی^۲ در کانادا، رهنمودهای جنرال موتورز برای هیأت مدیره در آمریکا^۳، گزارش وی‌ینو^۴ در فرانسه و گزارش کینگ^۵ در

1- Cadbury Report, 1992

2- Dey Report, 1994

3- General Motors Board of Directors Guidelines, 1994

4- Vienot Report, 1995

5- King Report, 1992

آفریقای جنوبی، اساس تدوین ده‌ها رهنمود تهیه شده در کشورهای دیگر طی سال‌های اخیر بوده است. سازمان‌های فراملیتی مانند سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی^۱ و بانک تسویه وجوه بین‌المللی^۲ نیز توصیه‌هایی کلی جهت بکارگیری در همه مناطق و کشورها ارائه کرده‌اند.

دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی عموماً یا ماهیت داوطلبانه دارند و یا بر مبنای قاعده غیر تجویزی^۳ از نوع «پیروی یا توضیح»^۴ هستند. در برخی موارد نیز توصیه‌های ارائه شده دست قانونگذار یا ناظران را باز می‌گذارند تا شرکت‌ها را ملزم به تبعیت اجباری در برخی جنبه‌های خاصی نمایند که بطور کلی جزء رفتارهای اختیاری به‌شمار می‌روند. برای مثال، گرچه آمریکا از اواسط دهه ۱۹۹۰ بر اعمال اختیاری رویه‌های مطلوب حاکمیت شرکتی تاکید کرده، با تصویب الزامات قانونی جدید از جمله مقررات پذیرش بورس اوراق بهادار نیویورک^۵ و قانون ساربنز آکسلی^۶ مصوب سال ۲۰۰۲ رعایت بعضی بخش‌های آن اجباری شده است.

دغدغه اساسی حاکمیت شرکتی تامین ابزاری است که موجب پاسخگویی مدیران شرکت در مقابل تامین‌کنندگان سرمایه در مورد نحوه استفاده از دارایی‌ها شود. مسؤولیت و وظیفه هیات‌مدیره، چه در کشورهای توسعه‌یافته و چه در کشورهای در حال توسعه، در نتیجه شناخت بیشتر از تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد اقتصادی شرکت و توانایی آن در دسترسی به سرمایه بلندمدت و کم هزینه، مورد توجه زیادی قرار گرفته است.

رهنمودها و دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی در متن چارچوب‌های قانونی، مقرراتی و قواعد پذیرش بورس اوراق بهادار کشورهای مختلف و ارزش‌های گوناگون اجتماعی کشورها و تحت تاثیر آنها بوجود می‌آید. با وجود این که هیات‌مدیره یک مکانیزم داخلی مهم برای ملزم کردن مدیریت به پاسخگویی است، حاکمیت شرکتی موثر به سازوکارهای حاکم بر انجام معاملات عمده، اعمال مقررات اوراق بهادار، قانون شرکت‌ها، استانداردهای حسابداری و حسابرسی، قوانین ورشکستگی و قضایی بستگی دارد و بوسیله آنها تقویت

1- Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD)

2- Bank for International Settlements (BIS)

3- Non-Precriptive

4- Comply or Explain

5- NYSE

6- Sarbanes-Oxley Act of 2002

می‌شود. بنابراین، برای درک رویه‌های حاکمیت شرکتی یک کشور باید هم اسناد «رویه مطلوب»^۱ و هم چارچوب‌های قانونی و اجرایی زیربنایی آن را درک نمود.

بعضی دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی با الزامات پذیرش در بورس اوراق بهادار یا الزامات قانونی افشا مرتبط هستند. بعضی دیگر ماهیت داوطلبانه دارند ولی ممکن است برای پیشگیری از وضع مقررات حکومتی یا پذیرش در بورس طراحی شده باشند. دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی در کشورهای در حال توسعه بیشتر به اصول اولیه حاکمیت شرکتی مثل برخورد یکسان با سهامداران، نیاز به افشای قابل اتکا و به‌هنگام اطلاعات عملکرد و مالکیت شرکت، و برگزاری مجامع عمومی می‌پردازند که معمولاً در کشورهای توسعه یافته از طریق قانون شرکت‌ها و مقررات بورس اوراق بهادار ساخت یافته‌تر هستند. به‌هر حال، چه در کشورهای توسعه یافته و چه در کشورهای در حال توسعه، دستورالعمل‌ها بر هیأت‌مدیره تمرکز دارد و تلاش می‌کند راه‌هایی را مشخص کند که هیأت‌مدیره می‌تواند از آن طریق به مدیریت رهنمود ارائه و بر آن نظارت کند و آنرا ملزم به پاسخگویی در مقابل سهامداران- و بطورعام جامعه- نماید.

از ابتدای دهه ۱۹۹۰ میلادی تاکنون بورس‌های اوراق بهادار، شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی و اتحادیه‌های اعضای هیأت‌مدیره و مدیران شرکت‌ها، رهنمودها و دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی متعددی منتشر کرده‌اند. رعایت این توصیه‌های حاکمیتی به طور کلی الزام قانونی ندارد، گرچه ممکن است بر اساس دستورالعمل‌های مرتبط با بورس‌ها رعایت برخی یا تمام آن الزامی شود. برای مثال، شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام لندن و تورنتو نیازی به پیروی از توصیه‌های گزارش‌کدبوری، طبق اصلاحات صورت گرفته در گزارش ترکیبی^۲، و گزارش دی ندارند اما باید افشاء کنند که آیا توصیه‌های بیان شده در این اسناد را اجرا می‌کنند یا خیر، و در رابطه با موارد عدم اجرا توضیح دهند. چنین الزامات افشایی فشار زیادی برای رعایت آنها ایجاد می‌کند. در مقابل، رهنمودهای منتشر شده به وسیله اتحادیه‌های اعضای هیأت‌مدیره، مدیران شرکت‌ها، و برخی شرکت‌ها به طور کلی اختیاری هستند.

1 - Best Practice

2- Combined Code

دستورالعمل‌های رویه‌های مطلوب عمدتاً دامنه وسیعی از رویه‌های داخلی را دربر می‌گیرند ولی باوجود این که جزئیات مربوطه در کشورها و مناطق مختلف متفاوت است، اغلب موارد کلی زیر را شامل می‌شود (بنکر^۱، ۲۰۰۴):

- مأموریت و مسئولیت‌های هیأت مدیره
- تفکیک وظایف رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل
- ترکیب و صلاحیت هیأت مدیره، استقلال اعضای هیأت مدیره و استفاده از خدمات مشاوره خارجی
- استفاده از کمیته‌های هیأت مدیره (مثل کمیته‌های حسابرسی، انتصابات و حق‌الزحمه) و ترکیب آنها
- ماهیت و میزان افشاء اطلاعات (مالی، حسابرسی، ریسک، حق‌الزحمه)
- میزان حقوق و میزان رأی‌دهی سهامداران
- ماهیت سیاست‌های تعیین حق‌الزحمه مدیران اجرایی

بررسی اولیه رهنمودها و دستورالعمل‌های مختلف نشان می‌دهد که هیچ سیستم منحصر به فردی برای حاکمیت مطلوب وجود ندارد. هر کشوری فرهنگ شرکتی، ویژگی‌های محیطی و اولویت‌های ملی خاص خود را دارد. تمام این عوامل باید در تدوین ساختار و رویه‌های حاکمیتی بهینه هر کشور یا شرکتی مدنظر قرار گیرد. به دلیل وجود تفاوت در زمینه‌های یادشده، رسیدن به یک سیستم یکسان در کشورهای مختلف تا مدت‌ها بعید به نظر می‌رسد، چنان که هنوز در کشورهای عضو اتحادیه اروپا ایجاد چنین هماهنگی به دلیل وجود تفاوت‌های موجود، در آینده نزدیک ممکن به نظر نمی‌رسد. هرچند تاثیر بازارهای بین‌المللی سرمایه به احتمال زیاد موجب بوجود آمدن همگرایی‌هایی در رویه‌های حاکمیتی خواهد شد. همچنین هنوز هیچ اتفاق نظر آشکار یا شواهد تجربی در مورد موثرتر یا کارآتر بودن یکی از ساختارهای هیأت‌های مدیره (سیستم یک سطحی و دوسطحی^۲ یا یگانه و دوگانه^۳) نسبت به دیگری وجود ندارد. برخی عقیده دارند که سیستم یک سطحی تامین‌کننده جریان اطلاعات بهتر، روابط قوی‌تر و همکاری بیشتر میان اعضای

1 - Banks

2 -One-Tier Board System/Two-Tier Board System

3 -Single Board System/ Dual Board System

هیأت مدیره و مدیران اجرایی است درحالی که گروه دیگر عقیده دارد سیستم دو سطحی در نتیجه تفکیک وظایف به استقلال بیشتر می‌انجامد. برای ایجاد یک نظام حاکمیت شرکتی رضایت‌بخش حداقل باید چهار اقدام زیر انجام شود (مونکز و مینو،^۱ ۲۰۰۱):

۱. تغییر قوانین مربوط به شرکت و اوراق بهادار،
 ۲. تقویت (یا ایجاد) شرایط پذیرش و الزامات افشا برای بورس اوراق بهادار،
 ۳. افزایش استقلال و شایستگی مقامات قضایی،
 ۴. برقراری رژیم صلاحیت‌دار برای ایجاد توازن بین ادعاهای رقیب که از سوی مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان مطرح می‌شود.
- مکانیزم‌های داخلی حاکمیت، از جنبه‌های بسیار با اهمیت در رفتار و عملکرد هر شرکت هستند. برای این که این مکانیزم‌ها موثر واقع شوند لازم است عوامل و مکانیزم‌های خارجی حاکمیتی نیز از آنها حمایت کنند. منافع اقتصادی ناشی از موفقیت در این تلاش همانند خسارت ناشی از شکست آن می‌تواند بی‌نهایت بزرگ باشد.

پیشینه تحقیق

گیسون^۲ (۲۰۰۲) طی تحقیقی به این مسئله پرداخت که «آیا حاکمیت شرکتی در بازارهای نوظهور غیر موثر است؟». برای آزمون این فرضیه، رابطه بین عملکرد شرکت و جابجایی مدیر عامل در ۱۲۰۰ شرکت از هشت کشور با اقتصاد نوظهور (برزیل، شیلی، هند، کره، مالزی، مکزیک، تایوان، تایلند) بررسی شد تا مشخص شود آیا مدیرانی که عملکرد ضعیف دارند تعویض می‌شوند یا خیر. این فرضیه در آمریکا و چند کشور پیشرفته دیگر آزمون و تأیید شده بود ولی این تحقیق برای اولین بار سوال را در مورد بازارهای نوظهور مطرح می‌کند. نتایج تحقیق اجرا شده به این ترتیب بود: اول آن که احتمال برکناری مدیران عامل شرکت‌هایی که عملکرد ضعیف دارند بیشتر است و این مسأله نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی در بازارهای نوظهور بی‌تاثیر نیست. میزان رابطه بین دو متغیر بسیار

نزدیک به یافته کاپلان^۱ (۱۹۹۴) در آمریکا است. دوم این که در زیر مجموعه‌ای از این شرکت‌ها که یک سهامدار بزرگ بومی دارند، رابطه‌ای بین عملکرد شرکت و جابجایی مدیرعامل یافت نشد. به نظر می‌رسد در مورد این دسته شرکت‌های بازارهای نوظهور، حاکمیت شرکتی غیرمؤثر است.

کلایپر و لاو^۲ (۲۰۰۳) در تحقیقی به بررسی تفاوت‌های موجود در مکانیزم‌های حاکمیتی در سطح شرکت و رابطه آن با محیط قانونی کشورها پرداختند. نتایج این تحقیق که در آن از اطلاعات رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی ۴۹۵ شرکت از ۲۵ بازار نوظهور و ۱۸۰ بخش اقتصادی مختلف استفاده شده به شرح زیر است:

۱. شرکت‌های فعال در کشورهایی که سیستم قانونی ضعیفی دارند از رتبه حاکمیت شرکتی پایین‌تری برخوردارند.

۲. حاکمیت شرکتی در سطح شرکت با متغیرهای مربوط به میزان عدم تقارن اطلاعات^۳ و نقایص قراردادها در شرکت رابطه دارد.

۳. شرکت‌هایی که به مبادله سهام در آمریکا می‌پردازند از رتبه حاکمیت شرکتی بهتری نسبت به دیگر شرکت‌ها برخوردارند. این تفاوت خصوصاً در کشورهایی که سیستم قانونی ضعیفی دارند، پررنگ‌تر است.

۴. حاکمیت شرکتی مطلوب با ارزش بازار و نتایج عملیاتی شرکت همبستگی دارد.
۵. رابطه یادشده، در کشورهایی که سیستم قانونی ضعیف‌تری دارند از قوت بیشتری برخوردار است.

تحقیق دیگری که توسط سه تن از اساتید دانشگاه هاروارد به نام‌های بیچاک، کوهن و فرل (۲۰۰۴) انجام شد، ارتباط ۲۴ شرط حاکمیت شرکتی تدوین شده توسط مرکز تحقیقات مسؤلیت سرمایه‌گذاران^۴ را با ارزش شرکت و بازده سهامداران مورد مطالعه قرار داد. بر اساس این تحقیق شاخصی متشکل از ۶ شرط، شامل ۴ شرط «اساسنامه‌ای» که مانع اعمال حقوق تعداد زیادی از سهامداران می‌شود (تناوب انتخاب اعضای هیات مدیره،

1 - Kaplan

2 - Klapper & Love

3 - Asymmetric Information

4- Investor Responsibility Research Center (IRRC)

محدودیت اعمال پیشنهادها، اصلاحات آیین‌نامه، الزامات رای بیش از اکثریت سهامداران برای ادغام و الزامات رای بیش از اکثریت برای اصلاحات اساسنامه) و ۲ شرط «آمدگی در مقابل تصاحب مالکیت» که هیأت مدیره برای مقابله با تصاحب خصمانه کنترل شرکت ایجاد می‌کند^۱، پیشنهاد گردید. نتایج نشان می‌دهد افزایش سطح این شاخص با کاهش با اهمیتی در ارزش شرکت، که با Q توین اندازه‌گیری شده، رابطه دارد. همچنین مشاهده شد شرکت‌هایی که طی دوره بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۲۰۰۳ شاخص بالایی داشته‌اند، بازده غیرنرمال منفی زیادی کسب کرده‌اند. محققان همچنین اعلام نمودند که همبستگی بدست آمده بین شروط شش‌گانه استفاده شده در شاخص با کاهش ارزش شرکت و بازده کمتر سهام طی دهه ۱۹۹۰، مشابه تحقیقات پیشین مرکز تحقیقات مسئولیت سرمایه‌گذاران با استفاده از مجموعه شروط بیست و چهارگانه است و شواهدی مبنی بر وجود همبستگی بین ۱۸ شرط دیگر با این دو متغیر طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ یافت نشده است.

بیان مسأله

هدف از اعمال حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف شرکت فراهم آورد. یکی از عناصر اصلی در بهبود کارآیی اقتصادی شرکت، حاکمیت شرکتی است که ناظر بر روابط میان مدیران، هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت است. حاکمیت شرکتی ساختاری فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می‌شود و روش‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین می‌گردد (سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی، ۲۰۰۴). در واقع سیستم حاکمیت شرکتی به مجموعه قوانین، مقررات، نهادها و رویه‌هایی اطلاق می‌شود که تعیین می‌کند شرکت‌ها به چه نحو و در جهت منافع چه کسانی اداره شوند (مگینسون^۲ ۲۰۰۰).

تحقیقات بسیاری در تأیید منافع چارچوب‌های مناسب حاکمیت شرکتی برای شرکت‌ها انجام شده است. این منافع از طریق دسترسی به منابع مالی بیشتر، هزینه سرمایه کمتر،

1- Poison pills and Golden parachutes

2 - Megginson

عملکرد بهتر شرکت و برخورد مطلوب تر با تمام ذینفعان حاصل می شود. در کشورهای در حال توسعه که مکانیزم های کلان حاکمیت شرکتی در حال شکل گیری بوده و برای تقویت آنها نیاز به زمینه سازی های گسترده سیاسی و اقتصادی است، برقراری حاکمیت شرکتی در سطح شرکت ها می تواند عامل مهمی در کسب مزیت رقابتی جهت جذب سرمایه باشد. در رابطه با تاثیر حاکمیت شرکتی بر اقتصاد کشور می توان گفت شرکت هایی که حاکمیت شرکتی مناسبی دارند، 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.

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی اصول ششگانه زیر را برای حاکمیت شرکتی ارائه داده است که مبنای کار و مورد استفاده گسترده کشورها و سازمان های مختلف ملی و بین المللی قرار گرفته است:

- ۱- تامین مبنایی برای چارچوب موثر حاکمیت شرکتی
- ۲- حقوق سهامداران و کارکردهای اصلی مالکیتی
- ۳- برخورد یکسان با سهامداران
- ۴- نقش ذینفعان در حاکمیت شرکتی
- ۵- افشا و شفافیت
- ۶- مسئولیت های هیأت مدیره

هر یک از اصول یاد شده در بالا می تواند بر کلیت چارچوب حاکمیت شرکتی در یک شرکت یا بازار اثر گذاشته، آن را تقویت یا تضعیف کند. بنابراین بررسی، مطالعه و ایجاد زمینه تقویت هر یک از این موارد کمک شایانی به دستیابی به حاکمیت شرکتی مطلوب و برخورداری از مزایای آن می نماید. از جمله با توجه به شرایط و جو حاکم بر بازار سرمایه ایران طی سال ها و ماه های اخیر و گسترش فیزیکی و فرصت ها و تهدیدهای همراه آن، مطالعه میزان و چگونگی رعایت حقوق سهامداران از اهمیت بالایی برخوردار است. حال با توجه به تلاش ها و پیشرفت هایی که در این رابطه در دنیا صورت گرفته، این سؤال مطرح می شود که این مفهوم در بازار سرمایه ایران چه جایگاهی دارد؟ و تا چه حد اصول و ضوابط آن در بازار سرمایه ایران اعمال شده است؟

فرضیه های تحقیق

همان طور که پیشتر نیز گفته شد هدف اصلی تحقیق، مطالعه میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر این مبنای فرضیه اصلی تحقیق به شرح زیر می باشد:

«حقوق سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت می شود.»

فرضیه های فرعی که حول محور فرضیه اصلی تحقیق شکل می گیرند، عبارتند از:

۱. حقوق اساسی سهامداران^۱ در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت می شود.
۲. حقوق سهامداران برای شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین^۲ در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت می شود.
۳. حقوق سهامداران برای شرکت مؤثر و رای دادن در مجمع عمومی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت می شود.
۴. ساختار مالکیتی که موجب می شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند افشا می شوند.
۵. معاملات مربوط به سهام کنترلی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به نحو کارآ و شفاف انجام می شود.
۶. شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهامداران نهادی^۳ در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسهیل شده است.
۷. حقوق سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای مشورت با یکدیگر در مورد موضوعات مربوط به حقوق اساسی سهامداریشان رعایت می شود.

1-Basic Shareholder Rights

2- Fundamental Corporate Changes

3- Institutional Shareholders

تعریف عملیاتی مفاهیم و واژگان اختصاصی تحقیق

حقوق سهامداران به صورت مجموعه‌ای از ۷ جزء زیر تعریف می‌شود (سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی، ۲۰۰۴):

۱. حقوق اساسی سهامداران،
۲. حق شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌ها،
۳. حق شرکت مؤثر و رای دادن در مجمع عمومی،
۴. افشای ساختارهای سرمایه‌ای که موجب می‌شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند،
۵. کارآیی و شفافیت سازوکارهای حاکم بر انجام معاملات عمده (بلوک‌های کنترلی) سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار،
۶. تسهیل شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهامداران، شامل سهامداران نهادی، و
۷. امکان مشورت سهامداران با یکدیگر در مورد موضوعات مربوط به حقوق اساسی سهامداری خود.

توضیح و تعریف عملیاتی مورد نیاز در رابطه با هر یک از اجزاء بالا به شرح زیر می‌باشد (سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی، ۲۰۰۴):

- در رابطه با بند یک، حقوق اساسی سهامدار شامل موارد زیر است:

۱. روش‌های مطمئن ثبت مالکیت
۲. نقل و انتقال سهام
۳. دریافت اطلاعات مربوط و با اهمیت در مورد شرکت بطور منظم و به هنگام
۴. حضور و اعمال رای در مجامع عمومی
۵. نصب و عزل اعضای هیات مدیره
۶. سهم بودن در سود شرکت

- در رابطه با بند دو، تغییرات بنیادین در شرکت شامل موارد زیر است:

۱. اصلاحات اساسنامه یا دیگر اسناد حاکمیتی مشابه
۲. تصویب انتشار سهام اضافی
۳. مبادلات غیرعادی شامل انتقال تمام یا بخش اعظم دارائی‌ها، که منجر به فروش (واگذاری) شرکت می‌شود.

- در رابطه با بند سه، منظور از حقوق سهامداران در رابطه با مشارکت مؤثر و رای دادن در مجمع عمومی آن است که:
 ۱. اطلاعات کافی و به هنگام در مورد زمان، مکان و دستور جلسه مجمع عمومی و همچنین اطلاعات به هنگام راجع به موضوعات مورد تصمیم گیری در مجمع در اختیار سهامداران قرار گیرد.
 ۲. سهامداران فرصت داشته باشند سؤالات و خواسته‌هایشان از هیات مدیره را مطرح نمایند. از جمله در مورد حسابرسی مستقل سالانه سؤال کنند، بخواهند مواردی در دستور جلسه مجمع عمومی قرار گیرد و با توجه به محدودیت‌های معقول پیشنهادهای خود را ارائه دهند.
 ۳. مشارکت مؤثر سهامداران در تصمیمات کلیدی حاکمیت شرکتی، مانند نامزدی و انتخاب اعضای هیات مدیره، تسهیل شود. سهامداران بتوانند نظرات خود را در مورد سیاست اعطای حق الزحمه اعضای هیات مدیره و مدیران اجرایی اصلی اعلام کنند. آن بخش از طرح اعطای حق الزحمه اعضای هیات مدیره و کارکنان که متضمن اعطای حقوق مالکانه است باید مورد تایید سهامداران قرار گیرد.
 ۴. سهامداران بتوانند چه به صورت حضوری و چه غیابی رای بدهند و آرای اخذشده در هر دو قالب باید تاثیر یکسان داشته باشند.
- در رابطه با بند پنج، انجام معاملات مربوط به سهام کنترل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به نحو کارآ و شفاف در گروی رعایت موارد زیر است:
 ۱. قواعد و رویه‌های حاکم بر تحصیل کنترل شرکت در بازارهای سرمایه، مبادلات غیرعادی مانند ادغام و فروش بخش عمده دارایی‌های شرکت، به روشنی تشریح و افشا شوند به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران حقوق و مراجع رسیدگی کننده در این رابطه را بشناسند. مبادلات در قیمت‌های شفاف و تحت شرایط متعارف انجام شود تا حقوق همه سهامداران به تناسب طبقه حفظ شود.
 ۲. تمهیدات ضد تصاحب مالکیت^۱ برای فرار مدیریت و اعضای هیات مدیره از پاسخگویی بکار گرفته نشوند.

● در رابطه با بند شش، تسهیل اعمال حقوق مالکیتی سهامداران - از جمله سهامداران نهادی - یعنی آن که:

۱. سهامداران نهادی که در مقام امین عمل می‌کنند سیاست‌های کلی خود را در زمینه حاکمیت شرکتی و رای‌دهی در رابطه با سرمایه‌گذاری خود، افشا کنند. از جمله این موارد، افشای روش‌هایی است که برای تصمیم‌گیری در مورد نحوه استفاده از حق رای بکار می‌برند.

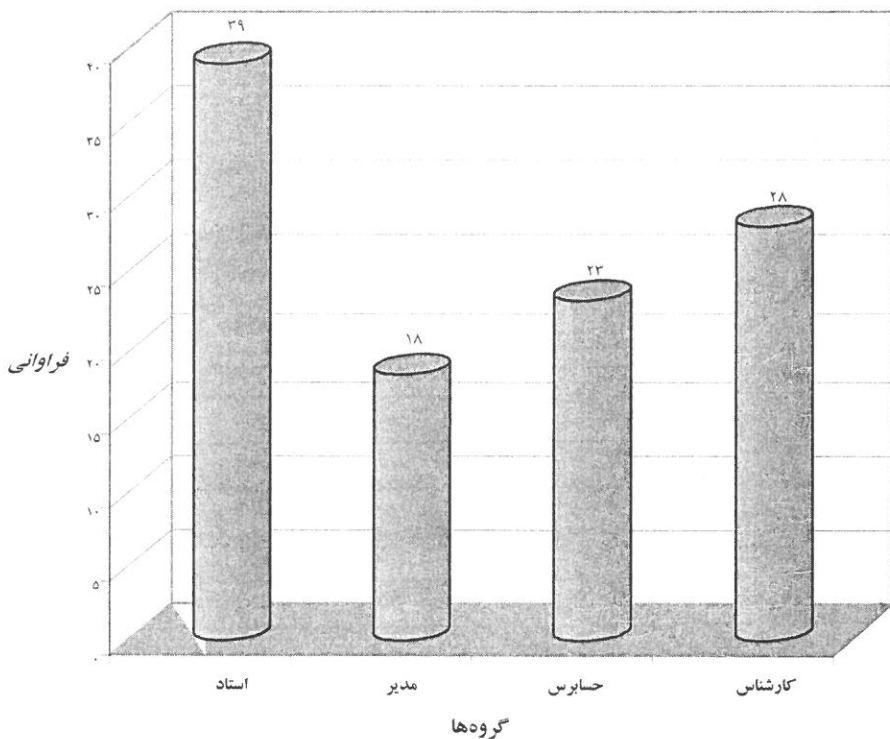
۲. سهامداران نهادی که در مقام امین عمل می‌کنند افشا کنند که چگونه تضادهای عمدهٔ منافع را که بر اعمال حقوق اصلی مالکیتی آنها در رابطه با سرمایه‌گذاریشان تاثیر می‌گذارد، اداره می‌کنند.

روش تحقیق

جامعه آماری این تحقیق شامل اساتید مالی دانشگاه‌ها، اعضای هیات مدیره و مدیران عامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، حساب‌رسان و بازرسان قانونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و کارشناسان مالی است. افراد این گروه‌ها قاعدتاً از دانش فنی لازم برخوردار بوده و با مسائل مربوط به مالکیت و کنترل در ارتباط نزدیک می‌باشند و می‌توانند جامعهٔ مناسبی را جهت پاسخگویی به پرسشنامهٔ طراحی شدهٔ تحقیق در مورد حقوق سهامدار تشکیل دهند.

در این تحقیق، از روش نمونه‌گیری احتمالی طبقه‌بندی شده استفاده شده است، بدین ترتیب که ابتدا جامعه به گروه‌های اساتید مالی دانشگاه‌ها، اعضای هیات مدیره و مدیران عامل شرکت‌های سرمایه‌گذار، حساب‌رسان و بازرسان قانونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و کارشناسان مالی تقسیم شده، سپس نمونه در گروه‌های مختلف بصورت تصادفی انتخاب شده‌اند. نمونه شامل ۱۰۸ پاسخ‌دهنده است که از این تعداد ۲۰ نفر تحصیلات دکتری، ۶۴ نفر تحصیلات کارشناسی ارشد و ۲۴ نفر تحصیلات کارشناسی دارند. همچنین ۴۳ نفر از اعضای نمونه بیش از ۱۰ سال، ۱۸ نفر بین ۵ تا ۱۰ سال، ۲۸ نفر بین ۲ تا ۵ سال و ۱۹ نفر زیر ۲ سال سابقه کار دارند. توزیع فراوانی گروه‌ها در نمونه، در نمودار زیر ارائه شده است:

نمودار (۱) توزیع فراوانی گروه‌ها در نمونه



این تحقیق در سال ۱۳۸۳ انجام شده است. تحقیق حاضر از نوع تحقیقات کاربردی و از نظر روش تحقیق، توصیفی پیمایشی می باشد و ابزار سنجش آن پرسشنامه‌ای با مقیاس ترتیبی ۵ رتبه‌ای است که گزینه‌های آن عبارتند از:

خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد
---------	----	-------	------	-----------

در اجرای این تحقیق از آزمون دوجمله‌ای، آزمون T استیودنت و آزمون فریدمن استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای سنجش فرضیه‌های تحقیق از آزمون دوجمله‌ای استفاده شده که خلاصه نتایج آن را در جدول زیر ارائه گردیده است:

جدول (۱): نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

نتیجه‌گیری	میزان خطا	سطح معنی‌داری	نسبت آزمون	نسبت مشاهده شده	فرضیات تحقیق
عدم رد H_0	۰/۰۵	۰/۲۳	۰/۵۰	۰/۴۷	فرضیه ۱
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۲۲	فرضیه ۲
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۷	فرضیه ۳
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۵	فرضیه ۴
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۱۴	فرضیه ۵
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۷	فرضیه ۶
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۱۷	فرضیه ۷
عدم پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۱۷	فرضیه اصلی

در آزمون فرضیه ۱، نسبت مشاهده شده کوچکتر از نسبت آزمون و سطح معنی‌داری بزرگتر از سطح خطاست، پس H_0 رد نمی‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ نمی‌توان ادعا کرد که حقوق اساسی سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت نمی‌شود.

در آزمون فرضیه‌های ۲ تا ۷ و نهایتاً فرضیه اصلی تحقیق، نسبت مشاهده شده کوچکتر از نسبت آزمون و سطح معنی‌داری کوچکتر از سطح خطاست پس H_0 پذیرفته نمی‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا کرد که:

- حقوق سهامداران برای شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت نمی‌شود.
- حقوق سهامداران برای مشارکت موثر و رای دادن در مجمع عمومی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت نمی‌شود.

- ساختار مالکیتی که موجب می‌شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند افشا نمی‌گردد.
- معاملات مربوط به سهام کنترلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به نحو کارا و شفاف انجام نمی‌شود.
- شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهامداران نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تسهیل نشده است.
- حقوق سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای مشورت با یکدیگر در مورد موضوعات مربوط به حقوق اساسی سهامداری خود رعایت نمی‌شود.
- حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت نمی‌شود.

یافته‌های ضمنی تحقیق

در تحلیل داده‌های پرسشنامه می‌توان علاوه بر آزمون فرضیه‌های تحقیق به نتایج دیگری نیز دست یافت. در ادامه خلاصه نتایج حاصل از تحلیل‌های دیگری که بر روی داده‌های گردآوری شده انجام گردید ارائه می‌شوند.

اولاً طبق نتایج حاصل از آزمون دو جمله‌ای، به نظر پاسخگویان، در شرایط مطلوب باید کلیه حقوق هفتگانه سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رعایت شود.

ثانیاً تحلیل داده‌ها با استفاده از آزمون فریدمن، رتبه‌بندی حقوق هفتگانه را به ترتیب جدول صفحه بعد ارائه می‌کند:

جدول (۲) رتبه بندی حقوق هفتگانه سهامداران براساس تحلیل داده ها

رتبه لزوم رعایت از نظر کارشناسان	رتبه میزان رعایت از نظر کارشناسان	رتبه لزوم رعایت از حسابرسان	رتبه میزان رعایت از نظر حسابرسان	رتبه لزوم رعایت از مدیران	رتبه میزان رعایت از نظر مدیران	رتبه لزوم رعایت از اساتید	رتبه میزان رعایت از نظر اساتید	رتبه لزوم رعایت (وضعیت مطلوب)	رتبه میزان رعایت (وضعیت موجود)	عامل
اول	اول	اول	اول	اول	اول	اول	اول	اول	اول	رعایت حقوق اساسی
هفتم	چهارم	سوم	چهارم	ششم	ششم	سوم و چهارم	پنجم	ششم	چهارم	شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین
ششم	پنجم	هفتم	ششم	هفتم	پنجم	ششم	ششم	هفتم	ششم	مشارکت موثر در مجمع عمومی
دوم	هفتم	دوم	هفتم	چهارم	هفتم	دوم	هفتم	دوم	هفتم	افشای ساختار مالکیتی
سوم	سوم	چهارم	پنجم	پنجم	سوم	هفتم	سوم	چهارم	دوم	شفافیت معاملات سهام کنترلی
پنجم	ششم	ششم	سوم	سوم	چهارم	پنجم	چهارم	پنجم	پنجم	اعمال حقوق سهامداران نهادی
چهارم	دوم	پنجم	دوم	دوم	دوم	سوم و چهارم	دوم	سوم	سوم	حق مشورت

ثالثاً با توجه به دستاوردهای تحقیق که نشان‌دهنده شکاف میان وضعیت موجود و وضعیت مطلوب بود، با استفاده از ابزار مناسب این موضوع بیشتر مورد تحلیل قرار گرفت. لذا بر اساس انجام آزمون T استیودنت داده‌ها به صورت زیر تحلیل شدند:

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون T استیودنت

نتیجه گیری	میزان خطا	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره محاسبه شده	عامل
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۶	۱۸/۱۸۲	رعایت حقوق اساسی
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۶	۱۴/۱۰۷	شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۶	۱۶/۴۴۴	مشارکت موثر در مجمع عمومی
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۶	۱۴/۶۲۵	افشای ساختار مالکیتی
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۶	۱۴/۵۹۸	شفافیت معاملات سهام کنترلی
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۶	۱۲/۸۶۳	اعمال حقوق سهامداران نهادی
عدم پذیرش HO	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۰۴	۱۰/۲۵۷	حق مشورت

در تمام موارد سطح معنی داری از سطح خطا کوچکتر است یعنی در آنها H_0 پذیرفته نمی شود. در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می توان ادعا کرد که وضعیت موجود و مطلوب عوامل با هم تفاوت معنی داری دارند.

با توجه به مثبت بودن آماره محاسبه شده می توان تشخیص داد که در تمام موارد وضعیت موجود از وضعیت مطلوب به میزان معنی داری کوچکتر و ضعیف تر است.

نتیجه گیری و پیشنهادها

با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق می توان گفت از نظر پاسخ دهندگان در شرایط موجود اجزای حقوق سهامداران بطور خاص و حقوق سهامداران بطور عام رعایت نمی شود و کاستی های فراوانی در این رابطه وجود دارد. بنابراین لازم است برای رفع این کاستی ها اقدام شود. با توجه به این یافته ها به بررسی بیشتر میزان اختلاف میان وضعیت موجود و مطلوب اجزای هفتگانه حقوق سهامداران از نظر پاسخ دهندگان پرداخته شد. به عبارت دیگر با انجام آزمونی مشخص شد که به ترتیب کدام حقوق سهامداری در شرایط حاضر در وضعیت نامناسب تری است و فاصله بیشتری با وضعیت مطلوب دارد. نتیجه این آزمون به ترتیب از بیشترین تا کمترین اختلاف در زیر ارائه شده است.

۱. رعایت حقوق اساسی

۲. رای دادن در مجمع عمومی

۳. افشای ساختار مالکیتی

۴. شفافیت معاملات سهام کنترلی

۵. شرکت در تصمیمات مربوط به تعییرات بنیادین

۶. اعمال حقوق سهامداران نهادی

۷. حق مشورت

تحلیل اختلاف میان وضعیت موجود (آنچه هست) و وضعیت مطلوب (آنچه باید باشد) ما را در تعیین اولویت ها یاری می نماید. به این صورت که مواردی که در این لیست در جایگاه بالاتری قرار دارند نیاز به توجه بیشتر و سریع تر دارند. چنان که مشاهده می شود، رعایت حقوق اساسی در جایگاه اول، اعمال حق رای در جایگاه دوم و افشای ساختار مالکیتی در جایگاه سوم قرار دارد.

پیشنهاد‌های حاصل از نتایج تحقیق

۱. تدوین و اجرای آیین‌نامه حاکمیت شرکتی، همچنین تشکیل سازمان تنظیم مقررات حاکمیت شرکتی که وظیفه بررسی و نظارت بر حسن اجرای آیین‌نامه و بازرینی و بازنگری مستمر آن با استفاده از نظرات سهامداران، کارشناسان و دست‌اندرکاران بازار سرمایه را بر عهده گیرد.
۲. اطلاع‌رسانی سازمان بورس و اوراق بهادار به سهامداران در مورد حقوق و راهکارهای پیگیری آن جهت ایجاد انسجام و تشکیلات برای تمرکز و هماهنگی سهامداران جزء و پراکنده. با توجه به حضور روز افزون سهامداران جزء در بازار سرمایه ایران و در نظر گرفتن این واقعیت که این افراد عمدتاً فاقد دانش، انگیزه و قدرت لازم جهت پیگیری و اعمال حقوق خود هستند ضروری است با استفاده از ظرفیت‌های قانونی موجود از جمله ماده ۱۰۲ اصلاحیه قانون تجارت مبنی بر امکان حضور و کیل در مجامع به جای سهامدار و تسهیل روند آن، امکان اقدام منسجم و آگاهانه از جانب صاحبان سهام پراکنده فراهم شود.
۳. ملزم کردن همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به دایر نمودن پایگاه الکترونیک جهت اطلاع‌رسانی به‌هنگام و ایجاد امکان دسترسی یکسان برای همه سهامداران. همچنین الزام شرکت‌ها به اجرای موضوع ماده ۱۳۹ اصلاحیه قانون تجارت مبنی بر امکان دریافت رونوشت از صورت‌های مالی و گزارش بازرسی از ۱۵ روز پیش از تشکیل مجمع عمومی با بهره‌گیری فن آوری روز اطلاعات.
۴. بازنگری اساسنامه نمونه مورد پذیرش بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ رعایت حقوق سهامداران.

پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آتی

۱. آزمون هر یک از اصول ششگانه حاکمیت شرکتی سازمان همکاری اقتصادی و توسعه در بازار سرمایه ایران.
۲. تاثیر وضعیت حاکمیت شرکتی شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اطلاعات. (طراحی شاخصی متشکل از عوامل مختلف مانند شفافیت، افشای به‌هنگام اطلاعات، ...)

۳. نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی شرکت های سرمایه پذیر.

منابع و ماخذ

- ۱- سازمان توسعه و همکاری های اقتصادی (۲۰۰۴)، اصول حاکمیت شرکتی، ترجمه مهسا رهبری خرازی، تهران، اطلاع رسانی بورس، ۱۳۸۵.
- 2- Banks, Erik. (2004., Corporate Governance Financial Responsibility, Controls and Ethics, PALGRAVE MACMILLAN.
- 3- Bebchuk, Lucian, Alma Cohn, and Allen Ferrell, (2004). What Matters in Corporate Governance?, Harvard Law School, November.
- 4- Fama, Eugen f. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm, The Journal of Political Economy. 88(2), pp. 288-307.
- 5- Gibson, Michael S. (2002). Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? Federal Reserve Board, (JUNE 2002) .
- 6- Jensen, Michael, C., Meckling, William,H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economic, Vol3, No4.
- 7- Kaplan, Steven. (1994). "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany," Journal of Law, Economics, and Organization, 10, 142-159.
- 8- Klapper Leora F., Inessa Love, (2003). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, Journal of Corporate Finance 195, 1-26.
- 9- Megginson, W. M. (2000). Corporate Governance in Publicly-Quoted Privatized Companies, presented at the OECD Conference, Corporate Governance of State-Owned Enterprises in China. Beijing: OECD
- 10- Monks, Robert A.G. & Nell Monow. (2001). Corporate Governance, BLACKWELL, 2th Edition.
- 11- OECD. (2004) Principles of Corporate Governance. Paris: OECD, Available at URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>
- 12- World Bank. Back Ground: Why Corporate Governance?, World Bank: ROSC.

