

Монголын компанийн засаглалын нээлттэй байдлын индексийн шинжилгээ

Түвшинтөрийн Цэнд-Аюуш
(СЭЗДС-ийн багш, докторант)

2011

Tsend-ayush.t@cgdc.org.mn

Tsend-ayush.t@ife.edu.mn

Саяхан болсон эдийн засгийн хямрал хөрөнгө оруулагчдын итгэлийг алдрахад хүргээд зогссонгүй санхүүгийн зах зээл дээрх компаниудын засаглал муу байгааг тэр дундаа тунгалаг байдал хангалтгүй байгааг дахин батлан харууллаа. Хямралын улмаас компанийн засаглалын стандартыг сайжруулах олон арга хэмжээнүүд авагдаж байгаа хэдий ч компаниудын санхүүгийн бүртгэл, хяналтыг сайжруулснаар асуудал шийдэгдэхгүй бөгөөд илүү өргөн хүрээнд буюу хөрөнгө оруулагчдын хэрэгцээг хангасан мэдээллийг компаниуд нээлттэй байлгах өөрөөр хэлбэл мэдээллийн чанарын асуудал илүү хурцаар тавигдаж байна. Нэг талаас компаниудын заавал нээлттэй байлгах мэдээллүүдийн хуульчилж мөрдүүлэх, нөгөө талаасаа компаниуд мэдээллээ сайн дураараа нээлттэй болгох хөшүүргийг бий болгох, мөн тэдний мэдээллийн чанарыг дундын байгууллагууд тухайлбал санхүүгийн шинжээчид, хөрөнгө оруулалтын пүүсүүд, судлаачдаар хянуулах механизмыг бүрдүүлэх шаардлагатай байгаа юм. 1990-2005 оны үед хийгдсэн дараах судалгаануудаар мэдээллийг сайн дураараа дэлгэх нь эргээд зах зээл дээрээс урамшуулал хүртдэг, компаниудад таатай нөхцөл байдлыг бий болгодог болох нь батлагдсан байдаг. Сайн дурын нээлттэй байдал нь 1970-аад оноос хойш санхүүгийн тайлагналын талбарт судлагдаж байгаа сэдэв. Хуучин судалгаанууд АНУ-д болон бусад хөгжингүй орнуудад хийгдэж байсан (Gray, Radebaugh ба Roberts, 1990; Healy ба Palepu, 1995). Юуг сайн дурын нээлттэй байдал гэж үзэх вэ, үүнийг тодорхойлогч хүчин зүйлүүд нь юу вэ (Malone, Fries ба Jones, 1993; Schadewitz, 1994; Raffournier, 2004) зэрэг асуудлуудаар судалгаа хийгдэж байв.

Зарим судалгаа интитуцийн механизмыг (компанийн засаглал талаасаа) сайн дурын нээлттэй байдалд хэрхэн нөлөөлөх вэ гэдэг талаас нь судалж байсан. Энэ төрлийн судалгаануудад эзэмшлийн бүтэц, бие даасан захирлууд байгаа эсэх, тэдний хувь хэмжээ, гүйцэтгэх бус захирлыг ТУЗ-ийн даргаар томилох, аудитын хороо байгаа эсэхтэй холбоотой фактуудыг авч үзэж байсан (Craswell ба Taylor, 1992; Mckinnon ба Dalimunthe, 1999; Hossain, Tan ба Adams 2003; Raffournier, 2002). Гэхдээ өмнөх судалгаанууд ганц хүчин зүйлийг л тусад нь авч үздэг байсан. Нэг судалгаагаар олон хүчин зүйлийн нөлөөллийг нэг доор авч үзэх нь бага байдаг. Мөн нөгөө талаар энэ судалгаанууд барууны

хөгжингүй орнуудад хийгдэж байсан учраас зохицуулалт, хөгжлийн түвшин, соёлын хандлага харилцан адилгүй зэрэг шалтгаанаар зүүн азид таарах тохирох нь бага байсан. Монголын нөхцөл байдлыг судална гэдэг нь зохицуулалт нь өөр, бизнесийн ба эрхзүйн орчин өөр, бизнесийн болон ерөнхий соёлын түвшин өөр нөхцөл байдалд судалгаа хийгдэнэ гэсэн үг. Монголын хувьд зохицуулалтын нэгдмэл бодлого байхгүй, хууль эрхзүйн нүх цоорхой ихтэй, гаргасан хууль, журмууд хэрэгждэггүй. Зохицуулагч байгууллагуудад байгаа боловсон хүчний асуудал болон тэднийг удирдан зохион байгуулах бүтцийн асуудал хүндрэлтэй.

Энэ судалгааны хувь нэмрүүд бол:

1. Компанийн засаглалын хэд хэдэн хүчин зүйлийг нэг загвараар судалж байгаа. Гэхдээ энд тавигдах төсөөлөл бол бие биеэсээ ялгаатай хүчин зүйл нь нэгнийгээ үгүйсгэх эсвэл харилцан үйлчлэлцэж нөлөөллийг нь ихэсгэх- эсэх гэсэн хоорондын хамаарлыг авч үзсэнд оршино.
2. Өмнөх судалгаанууд бол гэр бүлийн хяналт ямар нөлөөтэй байдгийг бараг судалж байгаагүй. Энэ судалгаагаар гэр бүлийн хүчин зүйл нь сайн дурын Ннээлтэй байдалтай маш их хамааралтай гэдэг нь харагдаж байна.
3. Санхүүгийн Зохицуулах Хороонд ирсэн тайлангууд болон санхүүгийн үзүүлэлтүүдийн өгөгдөлийн хувьд тайлбарлагч болон хамаарах хувьсагчдын хэмжүүрүүд нь ялгаатай.
4. Аудитын хороо болон гэр бүлийн хяналт нь засаглалын чухал нөлөө бүхий хүчин зүйл гэдгийг баталж байна.

Орчны олон төрлийн хүчин зүйлс компанийн нээлттэй байдалд нөлөөлж байдаг (Wallace ба Gernon, 1991; Radebaugh ба Gray, 1993). Энэхүү хүчин зүйлсүүдэд эдийн засаг, хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил, санхүү бүртгэлийн тогтолцоо, хууль эрхзүйн орчны зохицуулалтууд, төр засаг, зохицуулагч байгууллагуудын зүгээс үзүүлдэг албадан зохицуулах механизмууд, тухайн үндэстний соёл, нийгмийн байдлууд багтдаг гэж Орчны хүчин зүйлийг тодорхойлох онол (Environmental Determinism Theory, Cooke and Wallace, 1990) үздэг.

Компанийн засаглалын чиглэлээр хийгдэж байгаа судалгааны ажлын тоо дэлхийн хэмжээнд ихээр нэмэгдэж байгаа хэдий ч нээлттэй байдалд үзүүлэх ТУЗ-ийн гишүүдийн үүрэг, нөлөөллийн талаар тодорхой авч үзсэн судалгаа ховор байдаг. Grace (1995) ТУЗ-ийн бүрэлдэхүүн болон гүйцэтгэх бус захирлуудын төлөв байдлыг компанийн бүтээмжтэй холбон судалж байсан бол Shamsheer болон Annuar (1993) нар компанийн эзэд болон удирдлагын хоорондын зөрчлийг мөн л ТУЗ-ийн бүрэлдэхүүн болон хоёрдмол үүрэг (ТУЗ-ийн дарга ба гүйцэтгэх захирал нь нэг хүн байх)-ийн талаас нь авч үзсэн байдаг. Үүнээс гадна харилцан бие биенийхээ ТУЗ-д суух хамаарал нь мөн нэг гол хүчин зүйл болдог бөгөөд эдгээр хувьсагчдаас хамааран дэвшүүлсэн таамаглалын талаар дараагийн хэсэгт дэлгэрэнгүй тайлбарлана.

Дэвшүүлсэн таамаглалууд:

Гүйцэтгэх бус захирлуудын хувь хэмжээ

Таамаглал 1: ТУЗ дахь гүйцэтгэх бус захирлуудын хувь хэмжээ болон сайн дурын нээлттэй байдлын хооронд хамаарал байхгүй.

ТУЗ дахь гэр бүлийн гишүүдийн хувь хэмжээ

Таамаглал 2: ТУЗ-д сууж байгаа нэг гэр бүлийн гишүүдийн тоо их байх нь нээлттэй байдалтай хамааралгүй.

Аудитын хороотой байх

Таамаглал 3: Аудитын хороотой байх болон нээлттэй байдлын хооронд хамаарал байхгүй

Нөлөө бүхий хувь хүн

Таамаглал 4: Гүйцэтгэх захирлын хоёрдмол үүрэг болон нээлттэй байдлын хооронд хамаарал байхгүй.

Судалгааны хэсэг

Судалгааг хийхдээ Монголын хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй, идэвхтэй арилжаа явуулдаг хувьцаат компаниудаас мэдээлэл сайтай 30 хувьцаат компанийг сонгон авч нээлттэй байдлын индексийг тооцсон бөгөөд 2006-2009 оны 4 жилийн санхүүгийн тайлангийн үзүүлэлтүүд болон компанийн засаглалыг илэрхийлэх хүчин зүйлсээс хамааруулан үнэлсэн. Нээлттэй байдлын индексийг тооцох мэдээллүүд болон хувьцаат компаниудын санхүүгийн тайланг Санхүүгийн зохицуулах хорооны Үнэт цаасны газраас цуглуулсан болно.

Тайлбарлагдагч хувьсагч

Сонгон авсан компаниудын хувьд нээлттэй байдлын индексийг тооцохдоо компанийн ил тод байдлыг тооцох нийтээр хүлээн зөвшөөрөгдсөн 66 үзүүлэлтийг сонгон авч нээлттэй байдлын индексийг тооцсон. Индексийг тооцохдоо тухайн үзүүлэлт нээлттэй буюу ил тод бол 1, эсрэг тохиолдолд 0 гэсэн утгыг оруулж, нийт үзүүлэлтүүдийн дунджаар I_j индексиг гаргалаа.

$$I_j = \sum_{i=1}^{nj} X_{ij}$$

Энд

$n_j = j - p$ компанид хамааралтай тоо $n_j \leq 66$

$$X_{ij} = 1 \text{ (i дахь үзүүлэлт нээлттэй бол)}$$

$$= 0 \text{ (i дахь үзүүлэлт нээлттэй биш бол)}$$

Өгөгдлийн шинжилгээ

30 компанийн 4 жилийн панел өгөгдлийг олон хүчин зүйлийн регрессээр үнэлэхдээ хэд хэдэн таамаглал дэвшүүлсэн бөгөөд эдгээрийг үнэлгээний өмнөх тестүүдээр шалгаж үзэхэд хүчин зүйлс нь хоорондоо хүчтэй хамаарал байхгүй (корреляцийн коэффициентууд нь 0.50-аас бага), тайлбарлагдагч хувьсагчийн вариаци нь ялгаатай боловч үүнийг Вайтын тестээр залруулсан (хетероскедастикийг зассан), тайлбарлагдагч болон тайлбарлагч хувьсагчид хоорондоо шугаман хамааралтай бөгөөд хэвийн тархалттай болох нь тогтоогдсон. Мультиколлинеарийн асуудлыг корреляцийн матриц болон вариацийг өсгөгч функц (VIF)-ээр шалгасан бөгөөд хэвийн тархалтыг хэлтийлт (skewness), овойлт (kurtosis), Жаркю-Бера тест болон Колмогоров Смирновын тестээр шалгасан болно. Регрессийн загварыг доорх тэгшитгэлээр илэрхийлж болно.

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_{10}X_{10} + b_{11}D_1 + \dots + b_{20}D_{10} + e$$

Энд: Y – нээлттэй байдлын индекс, X_{1-10} – тасралтгүй хувьсагчид, D_{1-10} – дамми хувьсагчид

Судалгааны Үр Дүн

Нээлттэй байдлын боломжит утга нь 0%-100%-ийн хооронд байх ёстой бөгөөд нээлттэй байдлын индексийн дундаж утга нь 47,9% байгаа нь ихэнх компаниудын НБИ 50%-аас бага буюу муу байгааг илэрхийлж байна.

Нээлттэй Байдлын Индекс			
Дундаж утга	0.479	Хэлтийлт	-0.245
Стандарт хазайлт	0.077	Хэлтийлтийн стан.алдаа	-0.221
Дунджийн стандарт алдаа	0.005	Овойлт	0.602
Хамгийн их утга	0.607	Овойлтын стан.алдаа	0.438
Хамгийн бага утга	0.318	Жаркю-Бера	3.125
Колмогоров Смирнов Z	1.068	Ж-Б-ийн магадлал	0.210
К-С ач холбогдол (2-галт)	0.204		

Жишээ болгон Хамгийн том таван хувьцаа эзэмшигчдийн хувийн тайлбарлагч статистикуудын утгыг тайлбарлавал: Хамгийн том 5 хувьцаа эзэмшигчдийн хувь нь хамгийн ихдээ 100% байгаа бол хамгийн багадаа 5%, дундаж утга нь 0,77% байна. Дундаж утгаасаа 17%-аар дээш доошоо хазайна. Хоёр талаасаа голын утга буюу медиан нь 0,80 байна.

Нээлттэй байдлын регрессийн шинжилгээ

Сонгон авсан 30 компаниудын нээлттэй байдлын индексийг 2006-2009 оны хоорондох дөрвөн жилийн тасралтгүй хувьсагчид болон дамми хувьсагчдаас нь хамааруулан олон хүчин зүйлийн регрессийг хамгийн бага квадратын аргаар үнэлсэн.

Тайлбарлагч хувьсагчид		Таамагла ж буй хамаарал	Кoeffицие нт	t- статистик	VIF
X1	Нийт хөрөнгө (LN)	+	0.003	0.667	3.021
X2	Байгаа хөрөнгө (%)	-	-0.013	-0.977	1.521
X3	ХНХ-ийн өгөөж (%)	+	-0.025	-2.932 **	1.107
X4	Өр/ХНХ (%)	-	0.000	0.931	1.006
X5	ХБ-д бүртгэлтэй байсан хугацаа	?	0.000	-0.495	1.701
X6	ТУЗ дахь ГБЗ-ын хувь	+	0.038	2.803 **	1.091
X7	ТУЗ дахь гэр бүлийн гишүүдийн хувь	-	-0.044	-2.343 *	1.970
X8	ТУЗ дахь харилцан гишүүнчлэлтэй гишүүдийн хувь	+	-0.009	-0.411	3.708
X9	ТУЗ дахь санхүүгийн мэргэжилтэй гишүүдийн хувь	+	0.121	5.657 **	1.567
X10	TOP5 хувьцаа эзэмшигчдийн хувь	+	-0.033	-2.148 *	1.584
D1	Аудитын төрөл	+	0.054	4.843 **	3.268
D2	Гадаад үйл ажиллагаа	?	0.042	5.998 **	1.464
D3	Олон төрлийн үйл ажиллагаа	+	-0.024	-2.903 **	2.878
D4	Хэрэглээний салбар	+	-0.023	-2.830 **	1.652
D5	Аж үйлдвэрийн салбар		0.033	3.002 **	1.890
D6	Худалдааны салбар		-0.048	-5.335 **	1.464
D7	Уул уурхай, тариалангийн салбар		0.061	3.734 **	1.731
D8	ТУЗ-ын дарга өөр ТУЗд суудаг уу?	-	0.030	2.884 **	2.203
D9	ТУЗ-ын дарга нь ГБЗ эсэх	+	-0.058	-7.699 **	1.570
D10	Санхүү хариуцсан захирал ТУЗ-ын гишүүн эсэх	-	0.137	22.497 **	1.255
C	Бусад хүчин зүйлс		0.378	5.156 **	
Регрессийн стандарт алдаа		0.0354			
F тест		132.912			
F тестийн ач холбогдол		0.0000			
R квадрат		0.7368			

*- 5%-ийн ач холбогдлын түвшин ** - 1%-ийн ач холбогдлын түвшин

Компанийн шинж чанарыг илэрхийлэх хүчин зүйлсээс нийт хөрөнгө, байгаа хөрөнгө нь ач холбогдолгүй, харин хувь нийлүүлэгчдийн хөрөнгийн өгөөж болон хамгийн

том 5 хувьцаа эзэмшигчдийн хувь нь ач холбогдолтой байна. Харин компанийн засаглалын хүчин зүйлсээс ТУЗ дахь гүйцэтгэх бус захирал, санхүүгийн мэргэжилтэй гишүүд, гэр бүлийн гишүүд, харилцан гишүүнчлэлтэй гишүүдийн хувь бүгд ач холбогдолтой байна.

Дээрх үнэлгээнээс харахад ТУЗ дахь ГБЗ-уудын хувь их байх тусам компанийн нээлттэй байдал нэмэгдэж байна. ГБЗ-ууд нь гүйцэтгэх захирлуудын үйл ажиллагаа, удирдлагыг хянан шалгах үүрэгтэй байдаг бөгөөд эдгээр хянаж буй гишүүд нь гадных байх тусам хяналт шалгалт хийх боломж нэмэгдэж, бүрэн эрхээ бүрэн хэрэгжүүлэх хандлагатай байдаг. Өөрөөр хэлбэл ГБЗ-уудын хяналт, тэнцвэртэй байдал нь зөвлөл болон захирлуудын идэвхтэй байдлыг нэмэгдүүлдэг. Мөн гадны захирлууд асуудлыг өөр өнцгөөс харж, гүйцэтгэх захирлуудад шийдвэр гаргахад дэмжлэг үзүүлэх давуу талтай байдаг гэж үздэг. ТУЗ дахь санхүүгийн мэргэжилтэн олон байх тусам нээлттэй байдал нэмэгддэг гэсэн үр дүн нь онолын болон практик үндэслэлтэй нийцэж байна.

Компанийн шинж чанарыг илэрхийлэх хүчин зүйлсээс хамгийн том 5 хувьцаа эзэмшигчдийн хувь их байх тусам нээлттэй байдалд сөргөөр нөлөөлдөг гэсэн үр дүнгийн хувьд: компанийн хөрөнгө цөөн тооны хүмүүст хэт төвлөрвөл тэд өөрсдийн эрх ашигт нийцсэн үйл ажиллагаа явуулж, нээлттэй байдлыг муутгадаг байж болох юм. Эзэмшил төвлөрсөн компанид хөрөнгө оруулалт хийх нь эргээд гүйцэтгэх удирдлагад хяналт тавих болон компанийн удирдлагад оролцох боломж бололцооны тал дээр хязгаарлагдмал байдаг бөгөөд эзэн агентын зөрчил гэхээсээ илүү том хувьцаа эзэмшигчид болон жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн зөрчил ихтэй байдаг.

Санал, Дүгнэлт

Судалгааны зорилго нь Монголын идэвхтэй үйл ажиллагаа явуулж буй томоохон хувьцаат компаниудын нээлттэй байдлын индекс ямар байгааг тодорхойлж, компанийн шинж чанарыг илэрхийлэх болон компанийн засаглалыг илэрхийлэх хүчин зүйлс үүнд хэрхэн нөлөөлдөг болохыг тодорхойлох явдал байсан. Судалгаагаар манай хувьцаат компаниудын нээлттэй байдлын индекс дунджаас доогуур буюу нээлттэй байдал муу байдаг болох нь харагдлаа.

Компанийн засаглалыг илэрхийлэх хүчин зүйлс нь компанийн нээлттэй байдалд нөлөөлдөг болох нь тогтоогдсон учир нээлттэй байдлын индексийг тооцох дараагийн судалгаануудад засаглалын хүчин зүйлсийг оруулан тооцох нь ач холбогдолтой гэж үзэж байна. Компанийн засаглалын хүчин зүйлсээс санхүүгийн мэргэжилтэй гишүүдийн хувь болон гүйцэтгэх бус захирлуудын хувь нь нээлттэй байдлын индексийг нэмэгдүүлдэг гэсэн үр дүнд хүрсэн учир ТУЗ дахь санхүүгийн мэргэжилтэй болон гүйцэтгэх бус захирлуудын хувийг нэмэгдүүлэх нь ач холбогдолтой юм.

Дараа дараачийн судалгааны ажлуудад анхаарах зүйл нь нээлттэй байдлын индексийг илүү сайн илэрхийлэхийн тулд тайлбарлагч хувьсагчдаа өргөн хүрээнд сонгон авах хэрэгтэй бөгөөд улс үндэстний өвөрмөц шинж чанар, онцлогийг илэрхийлэх хүчин зүйлсийг оруулж өгвөл ач холбогдол нь нэмэгдэнэ гэж найдаж байна.