

به نام خدا

حاکمیت شرکتی

و

نقش سرمایه‌گذاران نهادی

حسین عبده تبریزی
سعید اسلامی بیدگلی

فهرست عناوین

- نقشه تحقیق
- مفهوم حاکمیت شرکتی
- مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی
- نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی
- سرمایه‌گذاران نهادی در گزارش OECD
- در پایان ...
- موضوعاتی برای بررسی بیشتر ...

نقشه تحقیق

• مدیریت مالی

• مدیریت مالی بنگاه (Corporate Finance)

- تصمیمات سرمایه گذاری

- ساختار سرمایه

- تقسیم سود

- مسئله نمایندگی

- حاکمیت شرکتی

- مالی رفتاری بنگاه

- تئوری بازیها

• قیمت گذاری داراییها (Assets Pricing)

مفهوم حاکمیت شرکتی

گیلان و استارکز (Gillan and Starks)

« سیستمی از قوانین، مقررات و عواملی که عملیات را در یک شرکت کنترل می‌کند».

ماتیسن (Mathiesen)

« بخشی از اقتصاد که به دنبال استفاده از شیوه‌های انگیزشی در زمینه مدیریت شرکت‌ها با به‌کارگیری مکانیزم‌های انگیزشی مانند عقد قرارداد، تدوین قوانین و مقررات و طراحی سازمانی می‌باشد».

ایرج هشی

«حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از قوانین و مکانیزم‌هاست که رفتار شرکت را اداره می‌کند به گونه‌ای که اطمینان حاصل شود سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از گزند سوء استفاده مدیران و سهام‌داران عمده حفظ می‌شوند و انگیزه کافی برای تامین مالی شرکت‌ها دارند».

OECD:

حاکمیت شرکتی همچنین ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می‌شوند و روش‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین می‌گردند.

حاکمیت شرکتی به دنبال ارتقای عدالت، شفافیت و مسولیت‌پذیری در شرکت می‌باشد و عمدتاً به رابطه بین شرکت و سهام‌داران و در سطح بالاتر به رابطه بین شرکت و جامعه اشاره دارد.

برخی تعاریف حاکمیت شرکتی

□ عبارت است از سیستمی که شرکت ها با آن هدایت و کنترل میشوند (کاد بری، ۱۹۹۲)

□ مجموعه ای است از قواعد ناظر بر هدایت و کنترل شرکت. (کاردون، ۱۹۹۵)

□ فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران (پارکینسون، ۱۹۹۴)

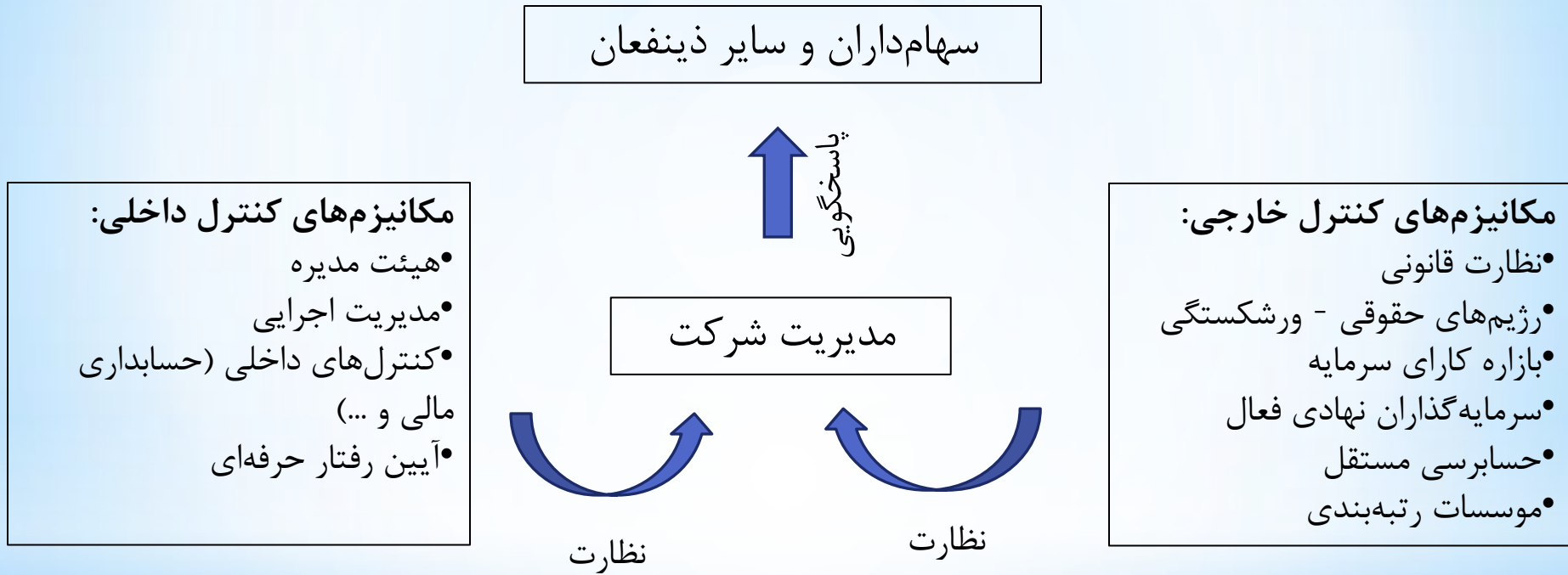
اهداف حاکمیت شرکتی

* کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی

* بهبود کارایی درازمدت سازمان، از طریق **جلوگیری** از خودکامگی و عدم مسوولیت پذیری مدیریت اجرایی

(کیسی، تامسون و رانت ۲۰۰۵)

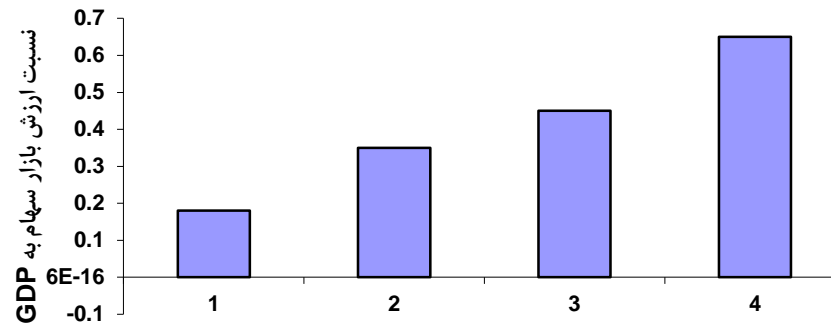
مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی



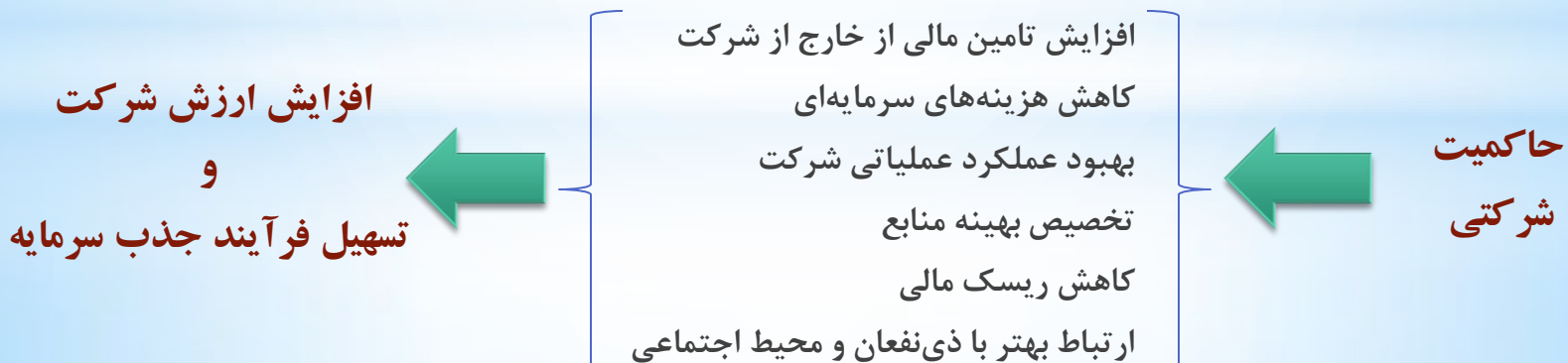
اریک بنگز

حاکمیت شرکتی و جذب سرمایه

تحقیقات بسیاری موید این مطلب‌اند که بازارها و شرکت‌هایی که دارای ساختار حاکمیت شرکتی بهتری هستند، در جذب سرمایه موفق‌ترند. لاپورتا و همکارانش طی پژوهشی نشان دادند که در صورت رعایت حقوق سهام‌داران اندازه بازار سهام رشد خواهد کرد.



میزان رعایت حقوق سهامدار (بر اساس چارک)



حاکمیت شرکتی: سهامداران عمده و اقلیت

• در تحقیقات بسیاری به موضوع تضاد منافع سهامداران اقلیت و سهامداران عمده اشاره شده است:

• لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷)

• بخت و رول (۱۹۹۹)

• فاجیو و لانگ (۲۰۰۲)

• گیلان و استارکز (۲۰۰۳ و ۲۰۰۸)

• ...

نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی

- سرمایه‌گذاران نهادی یکی از مکانیزم‌های کنترل داخلی هستند.
- سرمایه‌گذاران نهادی توانایی تاثیرگذاری روی اعمال مدیریت شرکت را به طور مستقیم (از طریق اعمال حق مالکیت) و غیر مستقیم (از طریق معامله روی سهام شرکت)، دارند.
- در آمریکا سرمایه‌گذاری نهادی بین سال‌های ۱۹۵۰ تا ۲۰۱۰ از ۶.۱٪ به ۶۰٪ بازار اوراق بهادار رسیده است. در دیگر بازارها نیز دارایی‌های در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی رشد کرده است.
- در بازارهای نوظهور، اگرچه سرمایه‌گذاران نهادی هنوز نقش اصلی را ایفا نمی‌کنند، اما تغییرات سیستم‌های بازنشستگی و روند خصوصی سازی در این کشورها هم روی دارایی‌های مالی نهادها و بازار سرمایه آنها تاثیرگذار بوده است.

اقدامات سرمایه‌گذاران در برابر عملکرد ضعیف مدیریت

○ فروش سهام (خروج)

○ نگهداری سهام و اعلام نارضایتی (اعتراض)

○ نگهداری سهام و عدم اقدام

(هیرشمن ۱۹۷۱)

چه شرایطی باعث می‌شود سهامداران (سرمایه‌گذاران نهادی) به هر کدام از این اقدامات دست بزنند؟

سرمایه‌گذار نهادی در تحقیقات

- بلک در تحقیقی در سال ۲۰۰۱ در روسیه با استفاده از سری‌های زمانی و رگرسیون متوجه شد که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران رابطه‌ای قوی وجود دارد.
- بلک و همکاران (۲۰۰۶) در روسیه و دلگاس و همکاران (۲۰۰۴) به همین نتیجه رسیدند.
- همچنین جاسونگ باک و همکاران (۲۰۰۴) به این نتیجه رسیدند که مدیران بهتر موجب حاکمیت شرکتی بهتری می‌شوند و به ذینفعان خود توجه می‌کنند و بازده سهامداران نیز با حاکمیت شرکتی که یکی از معیارهای آن سهامداران نهادی است، رابطه مثبت دارد.

سرمایه‌گذار نهادی در تحقیقات

- دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷) با بررسی دو معیار از حاکمیت شرکتی (سهامداران نهادی و ترکیب هیأت 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 شرکت‌های با حاکمیت خوب دو برابر است.
- مهران (۱۹۹۵) رابطه معنی‌داری بین بازده شرکت‌های امریکایی و انواع مختلف سهامداران نهادی از جمله افراد، نهادها و شرکت‌ها نیافت.
- پارینو و همکاران (۲۰۰۳) نتیجه گرفتند که سهامداران نهادی به جای اثرگذاری بر مدیریت در صورت احساس خطر سرمایه‌گذاری خود را به فروش می‌رسانند و به بازده بلندمدت توجه ندارند.

سرمایه گذار نهادی در تحقیقات

○ هولدرنس (۲۰۰۳) به تحقیقات متناقض درباره سرمایه گذار نهادی و بازده سهام اشاره می کند: از جمله این تحقیقات که دارای نتایج متفاوت است می توان به موارد زیر اشاره نمود:

□ تحقیقات هولدرنس و شیهان (۱۹۹۸)، مورالی و ولچ (۱۹۸۹) و دنیس و دنیس (۱۹۹۴) رابطه ای بین بازده سهامداران و سهامداران نهادی نیافتند.

□ مک کونل و سرواس (۱۹۹۰) اشاره کردند که سهامداران نهادی اثر ناچیزی بر بازده سهامداران دارند؛ اما اگر با مالکیت سهام توسط مدیریت همراه باشد بر بازده اثر قابل توجهی دارد.

□ چاگانتی و دامنیور (۱۹۹۱) مالکیت سازمانی اثر مثبت بر بازده صاحبان سهام دارد.

نقش نظارتی سرمایه‌گذار نهادی

■ بسیاری از محققین اشاره کردند که وجود یک سهامدار بزرگ باعث کاهش مسئله نمایندگی می‌شود زیرا به دلیل هزینه‌های نظارت تنها سهامداران بزرگ قادرند این نقش را بر عهده بگیرند:

■ شلايفر و ویشنی (۱۹۸۶)؛

■ آدماقی، فلیدرر و زچنر (۱۹۹۳)؛

■ هودارت (۱۹۹۳)؛

■ ماوگ (۱۹۹۸)

■ نو (۲۰۰۲)

■ گیلان و استارکز (۲۰۰۳ و ۲۰۰۸)

■ حسن و علی بات (۲۰۰۹)

نقش نظارتی سرمایه‌گذار نهادی (ادامه)

- لایبسکایند و اوپلر (۱۹۸۹) نشان دادند، پس از این که یک سرمایه‌گذار فعال سهم عمده‌ای از شرکت را می‌خرد؛ عملکرد شرکت بهبود پیدا می‌کند.
- کانگ و شیوداسانی (۱۹۹۵) و کاپلان و مینتون (۱۹۹۴) به این نتیجه رسیدند که حضور یک سهام‌دار عمده باعث افزایش تغییر مدیریت می‌شود و این نشان‌دهنده نقش نظارتی این سهامداران است.
- گروتون و کال (۱۹۹۹) اشاره کرده‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل مشکلات نمایندگی که در درون خود دارند، نمی‌توانند نظارت کاملی داشته باشند. اما به دلیل این که معمولاً سهام‌داران عمده غیر نهادی برای نظارت وجود ندارد، همین نظارت غیر کامل نیز برای سایر سهام‌داران مطلوب است.
- برتراند و مولیناتان (۲۰۰۱) خاطر نشان کردند که حضور یک سهام‌دار عمده در هیئت مدیره موجب کنترل بیشتر روی حقوق و دستمزد مدیران می‌شود.

نقش نظارتی سرمایه‌گذار نهادی (ادامه)

- تحقیقات بسیاری هم به نوع سهامداران عمده اشاره کرده است:
- مثلاً درباره حضور بانک‌ها به عنوان سهامدار مورک و ناکامورا (۱۹۹۹) استدلال می‌کنند که بانک‌ها به دنبال منافع کوتاه مدت خود هستند نه منافع سهامداران مطالعاتی که فرانک و مایر (۱۹۹۸) روی تصاحب‌های خصمانه در آلمان انجام دادند نیز نشان داد که بانک‌ها بر اساس منافع سهامداران عمل نمی‌کنند در حالی که کاپلان و مینتون (۱۹۹۴) اشاره می‌کنند که در ژاپن بانک‌ها نقش بهبوددهنده‌ای دارند.
- اشلايفر و ویشنی (۱۹۸۶) دسته‌نوع سرمایه‌گذاران نهادی را نیز در نحوه نظارت موثر می‌دانند.
- بریکلی، لیز و اسمیت (۱۹۸۸) سرمایه‌گذاران نهادی را در دو دسته تاثیرپذیر و تاثیرناپذیر شناسایی کردند.
- هرتزل و استارکز (۲۰۰۳) هم سرمایه‌گذاران نهادی را به دو دسته فعال (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی) و منفعل (که در حقیقت همان سرمایه‌گذاران تاثیرپذیر هستند) تقسیم کرده‌اند و تاکید کرده‌اند که نقش کنترلی و نظارتی نهادهای سرمایه‌گذار به نوع آنها (بر اساس تقسیم‌بندی فوق) مربوط است.

نقش نظارتی سرمایه گذار نهادی (ادامه)

• نتایج برخی تحقیقات نشان می دهند که فروش سهام توسط سرمایه گذاران نهادی روی اداره و حاکمیت شرکت می تواند تاثیرگذار باشد.

• در تحقیقات پارینو، سیاس و استارکز (۲۰۰۳) به این مساله اشاره شده است که فروش سهام از سوی سرمایه گذاران نهادی اثرات متعددی را با خود به همراه دارد:

• کاهش قیمت سهام

• سیگنال خبر بد و فروش سهام از سوی سایر سهام داران

• تغییر ترکیب سهامداران

نقش اطلاعاتی سرمایه‌گذار نهادی

نقش مهم سرمایه‌گذاران نهادی انتقال اطلاعات به بازارهای مالی است:

○ تعداد سهام کافی

○ زمان طولانی سهامداری (افق بلند مدت سرمایه‌گذاری)

گیلان و استارکز (۲۰۰۳ و ۲۰۰۸)

سرمایه‌گذاران نهادی در گزارش OECD

(سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی)

بندهایی از اصول سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی که به سرمایه‌گذاران نهادی مربوط است:

❖ حقوق مالکیتی سهام‌داران، از جمله سهام‌داران نهادی باید تسهیل شود:

- سهام‌داران نهادی که در مقام امین عمل می‌کنند باید سیاست‌های کلی خود را در زمینه حاکمیت شرکتی و رأی‌دهی در رابطه سرمایه‌گذاری خود، افشا کنند. از جمله این موارد افشای روش‌های است که برای تصمیم‌گیری در مورد نحوه استفاده از حق رأی به کار می‌برند.
- سهام‌داران نهادی که در مقام امین عمل می‌کنند، باید افشا کنند که چگونه تضادهای عمده منافع را که بر اعمال حقوق اصلی مالکیتی آن‌ها در رابطه با سرمایه‌گذارانشان تأثیر می‌گذارد، اداره می‌کنند.
- سهام‌داران، از جمله سهام‌داران نهادی، باید بتوانند در مورد موضوعات مربوط به حقوق اساسی سهام‌داری خود چنان‌که در اصول حاضر تعریف شده‌اند، با یکدیگر مشورت کنند؛ مگر در موارد استثنایی که برای پیش‌گیری از سوء استفاده در نظر گرفته شده‌اند.

سرمایه‌گذاران نهادی در گزارش OECD

❖ سرمایه‌گذاران نهادی و مشاوران آنها باید در هنگام ارزیابی قراردادهای حاکمیتی شرکت، خصوصاً قراردادهای مربوط به ساختار هیأت مدیره و حق‌الزحمه، به تمام عوامل مربوط که به استحضارشان رسیده است، توجه لازم را مبذول دارند.

❖ سهام‌داران نهادی مسولیت دارند که با تعمق و تفکر از حق رأی خود دفاع کنند.

❖ سهام‌داران اقلیت باید در مقابل اقدامات تجاوزگرانه که از سوی یا به نفع سهام‌داران کنترلی چه به صورت مستقیم و چه غیر مستقیم انجام می‌پذیرد حفاظت شوند و باید به وسایل موثر جبران خسارت دسترسی داشته باشند.

در پایان . . .

- ۱- ارائه یک نسخه واحد برای حاکمیت شرکتی در همه کشورها قابل تجویز نیست.
- ۲- شرکت‌های فعال در کشورهایی که سیستم قانونی ضعیفی دارند از رتبه حاکمیت شرکتی پایین‌تری برخوردارند.
- ۳- حاکمیت شرکتی در سطح شرکت با متغیرهای مربوط به میزان اطلاعات نامتقارن و نقایص قراردادها در شرکت رابطه دارد.
- ۴- بیشتر تحقیقات به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های سهامی عام حاکمیت شرکتی مطلوب با ارزش بازار و نتایج عملیاتی شرکت همبستگی دارد.
- ۵- در برخی کشورها سرمایه‌گذاران نهادی باعث تغییر حاکمیت شرکتی و آزادسازی مالی شده‌اند، در دیگر کشورها مالکیت نهادی تحت تاثیر اعمال شرکت‌ها و محیط قانون‌گذاری بوده است.
- ۶- به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران نهادی تحت کنترل نهاد حاکمیت در بهبود عملکرد تاثیر کمتری دارند.
- ۷- نقش انتقال اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نهادی هم به اندازه نقش نظارتی آن‌ها مهم و در شفاف سازی بازار موثر است.

فکر کنیم (تمرین)

- * آیا حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها با هم رابطه دارند؟ این رابطه چگونه است؟
- * آیا حاکمیت شرکتی و تقارن اطلاعاتی با هم رابطه دارند؟
- * رابطه حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی چگونه است؟
- * حاکمیت شرکتی در شرکت‌های سهامی عام و سهامی خاص چه تفاوت‌هایی دارد؟
- * نظر شما درباره آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی شرکت بورس اوراق بهادار تهران چیست؟

حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی

✓ ممکن است مسئولیت اجتماعی با حاکمیت شرکتی همبستگی منفی داشته باشند. فعالیتهای مسئولیت اجتماعی ممکن است با نگهداری وجه نقد همبستگی مثبت داشته باشد زیرا مدیران تثبیت شده در شرکتها تمایل به انباشت وجه نقد دارند. (جنسن ۱۹۸۶) و برای رسیدن به منافع خود در فعالیتهای اجتماعی شرکت می کنند. (سروکا و تریبو، ۲۰۰۸). به طور خلاصه، مطالعات در سالهای اخیر نشان داده است که حاکمیت شرکتی با نگهداری وجه نقد ارتباط معکوس دارند (دیتمار و مارت اسمیت، ۲۰۰۹).

✓ اگر مدیران تثبیت شده در شرکتها علاقه به نگهداری جریان وجه نقد آزاد و فعالیتهای مسئولیت اجتماعی داشته باشند، انتظار می رود سطح نگهداری وجه نقد و مسئولیت اجتماعی برای شرکت هایی با حاکمیت شرکتی قوی کاهش یابد.

«شرکتها با مسئولیت اجتماعی پایین تر، حاکمیت شرکتی قوی و نگهداری وجه نقد کمتری دارند.»



www.eslamibidgoli.com