

اصول شرکت‌داری یا حاکمیت شرکتی

Corporate Governance



حسین عبده تبریزی
میثم رادپور

اول بار ارائه شده در کلاس درس مباحث منتخب مالی در دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه صنعتی شریف
ویرایش دوم؛ تهران، خردادماه ۱۳۹۰
ویرایش سوم؛ تهران، دی ماه ۱۳۹۸

شکل‌گیری اصول شرکت‌داری

2

- ❖ در دهه ۷۰ با پیگیری سهامداران و سازمان بورس و اوراق بهادار در امریکا
- ❖ در سال ۱۹۷۶ اصطلاح «اصول شرکت‌داری» یا «حاکمیت شرکتی» باب شد
- ❖ در این سال تشکیل «کمیته‌های حسابرسی» توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نیویورک الزامی شد
- ❖ با تغییر دولت در دهه ۸۰ و حرکت به سمت محافظه‌کاری، نهضت «حاکمیت شرکتی» کم فروغ شد
- ❖ ورشکستگی World Com در سال ۲۰۰۲ (افت قیمت سهام از ۶۰ دلار به یک دلار) و آثار آن بر «حاکمیت شرکتی»
- ❖ سقوط Arthur Andersen و Enron در سال ۲۰۰۱ (افت قیمت سهام از ۹۰ دلار به زیر یک دلار) و آثار آن بر حاکمیت شرکتی
- ❖ بحران ۲۰۰۸ و آثار آن بر حاکمیت شرکتی

Gompers et al. (2003)

3

گمپرس و همکاران. (۲۰۰۳)

- شرکت شبیه جمهوری است. تفویض اختیارات در نهایت بر انتخاب رأی دهندگان (سهامداران) استوار است. این رأی دهندگان نمایندگان خود (هیأت مدیره) را انتخاب می کنند و نمایندگان نیز بخش عمده اختیارات خود را به عاملان (مدیران اجرایی) تفویض می کنند.

Corporate Governance

4

تعریف

اصول شرکت داری مجموعه‌ای از فرآیندها، عرف‌ها، سیاست‌ها، دستورالعمل‌ها و قوانین و مقرراتی است که نحوه هدایت، مدیریت و کنترل شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرکت داری هم‌چنین شامل ارتباطات میان ذینفعان شرکت و اهدافی است که شرکت جهت نیل به آنها فعالیت می‌کند.

Corporate Governance

5

تعریف

- اصول شرکت داری ساختاری فراهم می آورد که از آن طریق اهداف شرکت تنظیم، و ابزار نیل به اهداف تعریف و روش های نظارت بر عملکرد تعیین می شود.

تئوری‌های شرکت‌داری

6

Agency Theory

- Jensen & Meckling

Transaction-Cost Economics

- Williamson

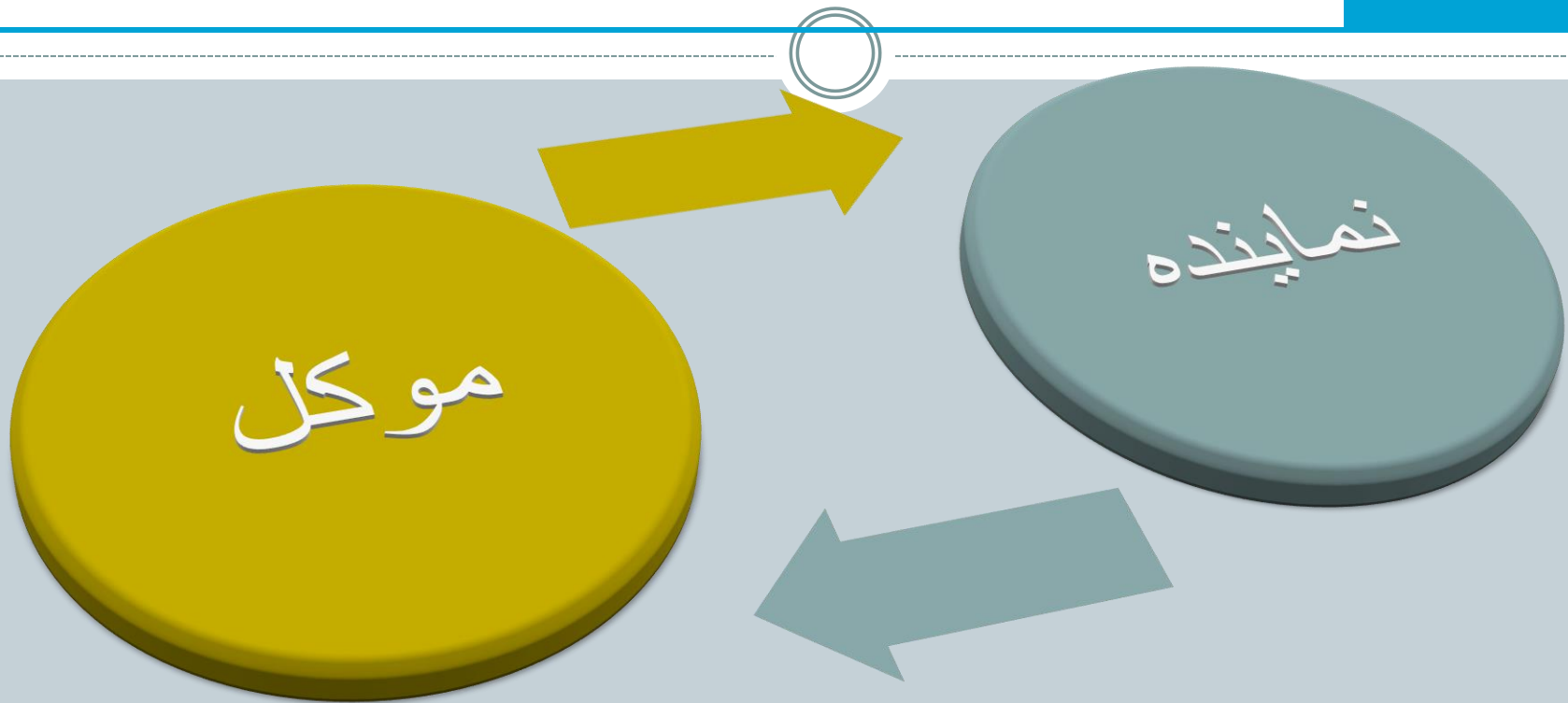
Stakeholder Theory

- Mitchell, Agle, Wood

Stewardship Theory

- Davis, Schoorman, Donaldson

رابطه نمایندگی



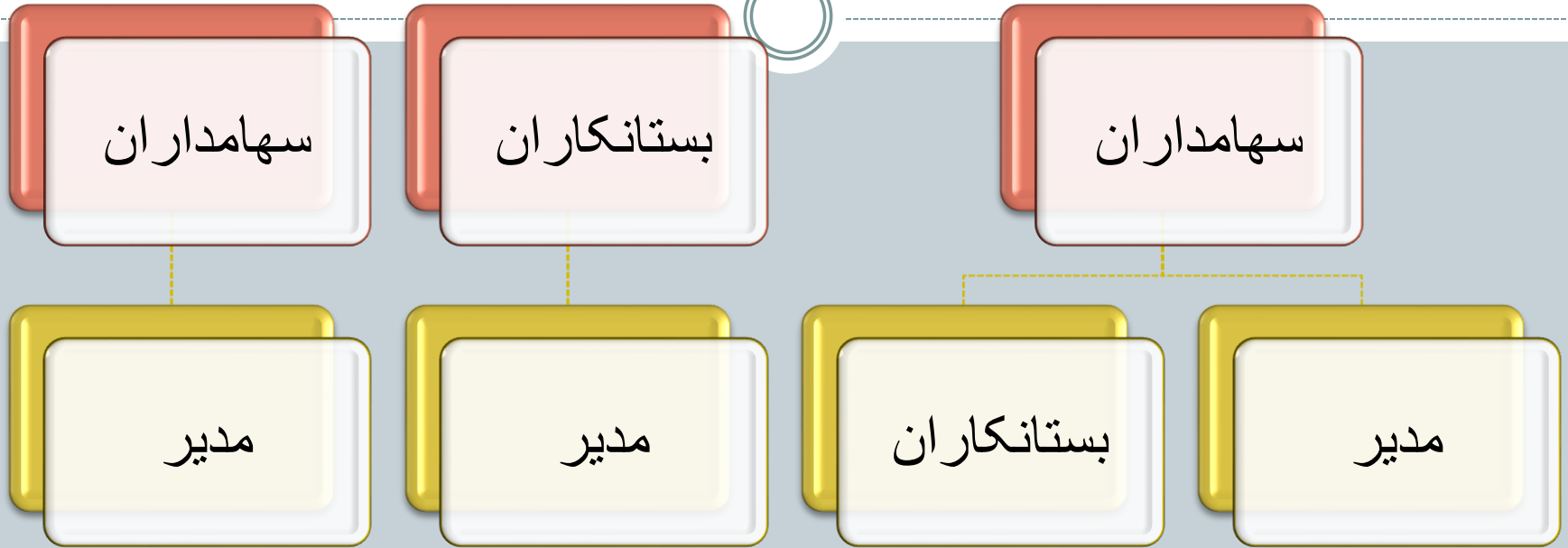
رابطه نمایندگی چه زمانی بوجود می آید؟

هرگاه موکل، فرد یا سازمانی را به عنوان نماینده تعیین نمایند.

و اختیار مربوط به تصمیم گیری را به این نماینده واگذار نمایند.

رابطه نمایندگی به وجود می آید.

روابط اصلی نمایندگی



نخستین تعارض نمایندگی

سهامداران

مدیر

مسأله نمایندگی چه زمانی ایجاد می‌شود؟

مسأله نمایندگی وجود دارد.

در شرکت‌های سهامی، مدیر کمتر از صد درصد سهام را در مالکیت دارد.

مدیر از تمامی منافع حاصل از تلاش خود بهره‌مند نخواهد شد.

مدیر دارای انگیزه است تا منافع سهامداران را به بهترین شکل تأمین ننماید.

مسأله نمایندگی وجود ندارد.

در شرکت‌های تک مالکی، مدیریت در دست مالک مطلق شرکت است.

مدیر از تمامی منافع حاصل از تلاش خود بهره‌مند خواهد شد.

مدیر به‌گونه‌ای عمل می‌کند که مطلوبیت خود را بیشینه سازد.

کژمنشی

(مخاطره اخلاقی)

نماینده از جانب خود دست به اقدام‌هایی می‌زند که برای سهامداران قابل هضم نیست.

کم‌کاری

نماینده حداکثر تلاش خود را در جهت تأمین منافع سهامداران به کار نمی‌گیرد.

پیامدهای مسأله نمایندگی

نمونه‌های کژمنشی



هوایمای
شخصی



ماشین لوکس



تعطیلات
گران قیمت



دفتر مجلل



هزینه‌های نمایندگی



هزینه‌های مربوط به نظارت

- مانند هزینه‌های حسابرسی

هزینه‌های مربوط به ساختار

- مانند انتصاب مدیر خارجی و گماردن وی در هیأت مدیره

هزینه‌های فرصت

- مانند منوط نمودن برخی از اقدام‌های مدیر به آرای سهامداران

تعریف

تمامی هزینه‌هایی که سهامداران باید تحمل کنند تا مدیران را تشویق نمایند که در راه به حداکثر رساندن قیمت سهام شرکت (و نه در راه تأمین هدف‌ها و منافع شخصی خویش) گام بردارند.

راه‌حل‌های افراطی مسأله نمایندگی

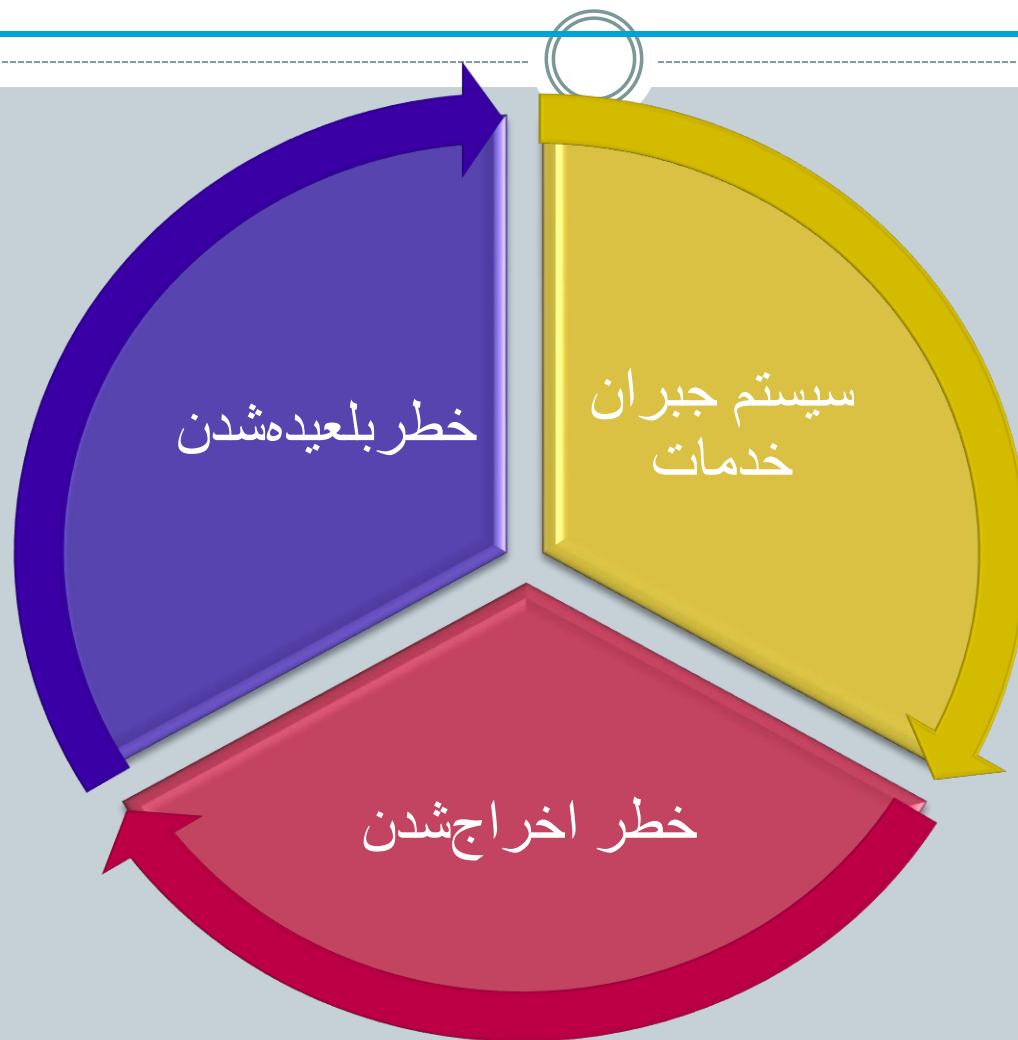
تعیین حقوق و مزایای مدیر تنها بر مبنای قیمت سهام

- هزینه‌های نمایندگی کم می‌شود.
- استخدام مدیر شایسته مشکل می‌شود.

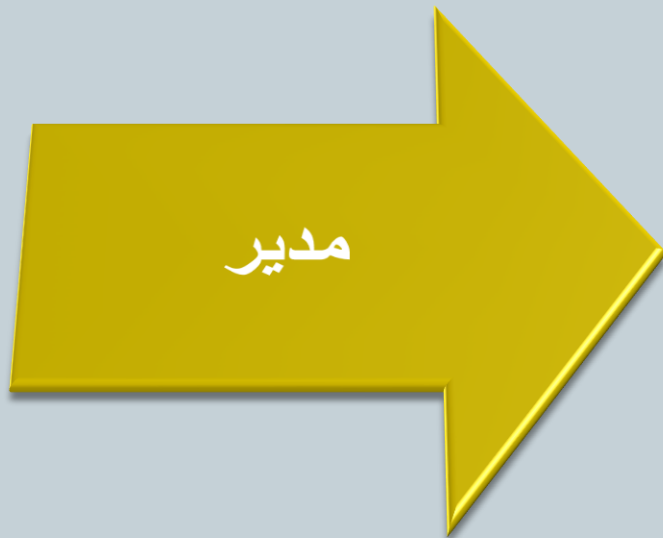
نظارت و کنترل تمام اقدامات و تصمیمات مدیر

- هزینه‌های نمایندگی زیاد می‌شود.
- کارایی پایینی دارد.

سازوکارهای ایجاد انگیزه در مدیران



دومین تعارض نمایندگی



مبانی تعیین نرخ بازده اعتبار دهندگان

ریسک مالی

ساختار کنونی
سرمایه

انتظار در مورد
تصمیم‌های مربوط
به ساختار آینده
سرمایه شرکت

ریسک تجاری

میزان یا درجه
ریسک دارایی‌های
کنونی شرکت

انتظار در مورد
ریسک دارایی‌هایی
که در آینده اضافه
می‌شود.

تعارض چه زمانی ایجاد می‌شود؟

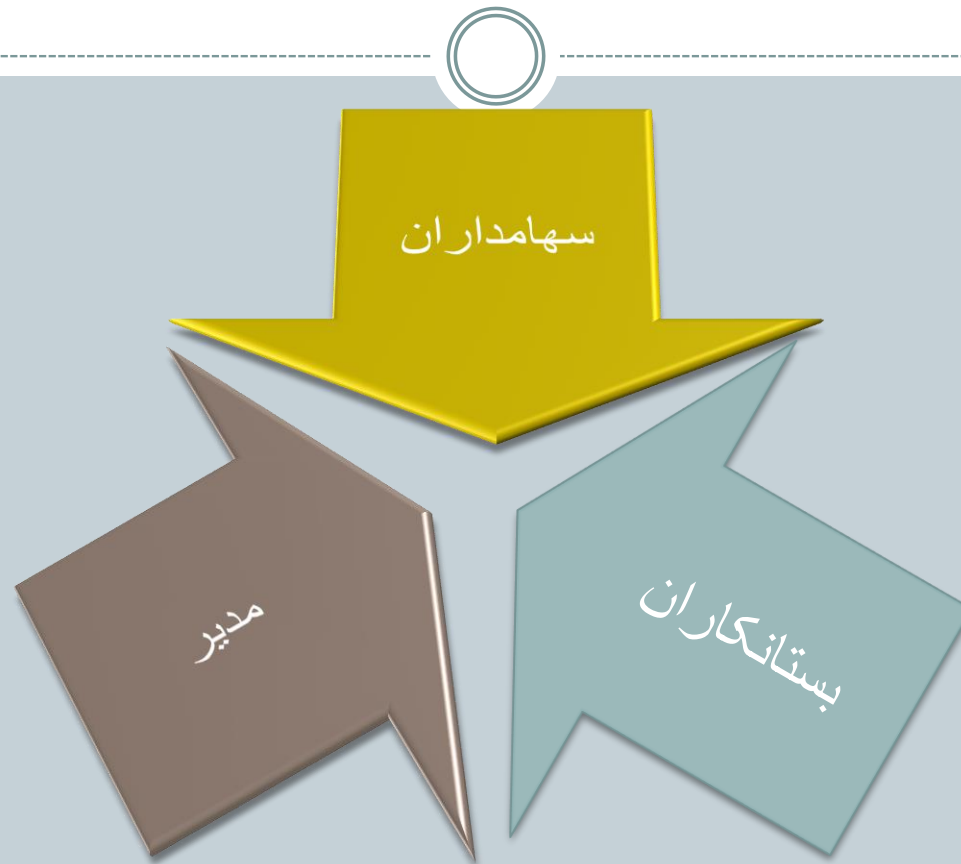
افزایش ریسک تجاری

- مدیر در دارایی‌های پر ریسک سرمایه‌گذاری کند.

افزایش ریسک مالی

- مدیر اهرم مالی را افزایش دهد.

سومین تعارض نمایندگی



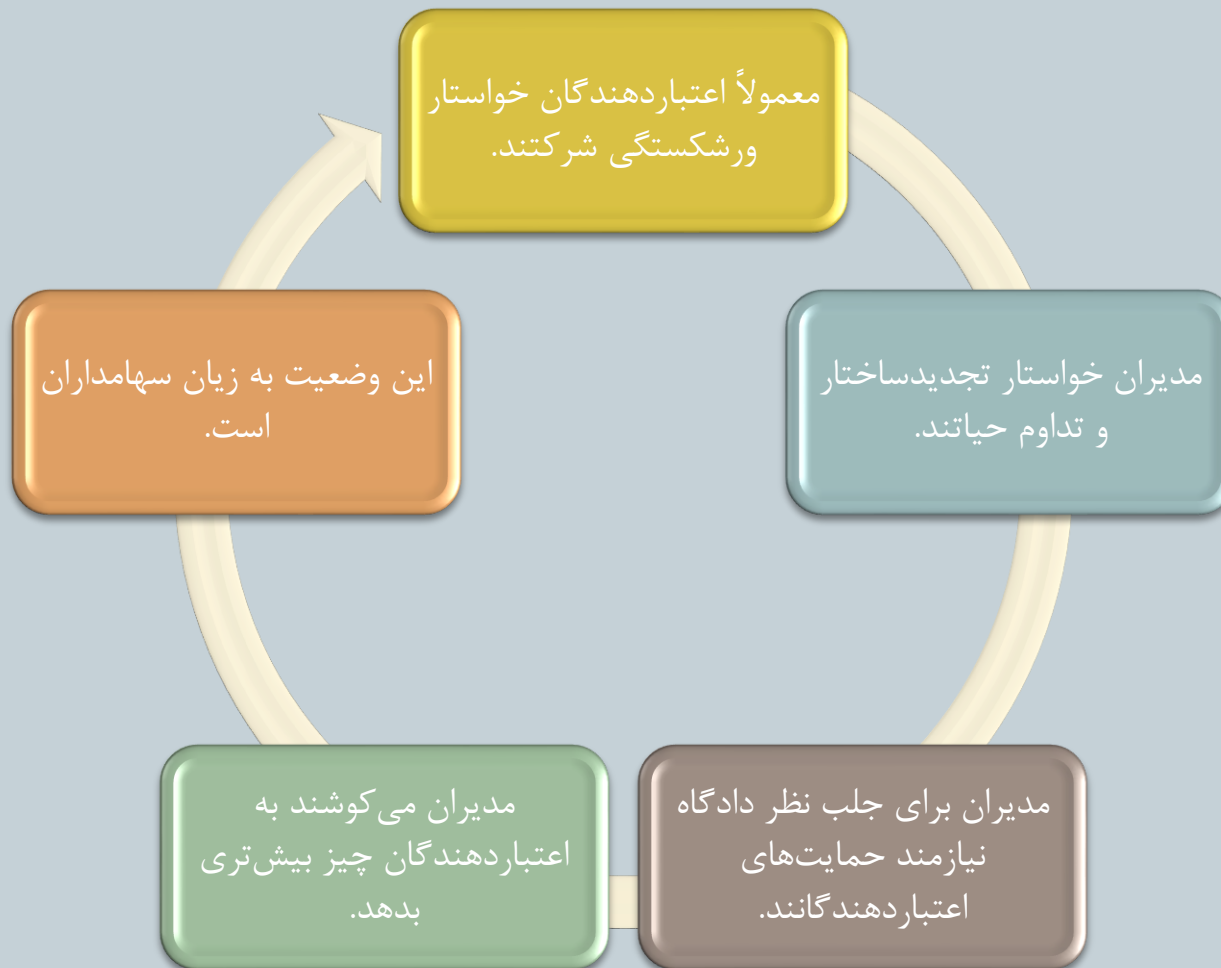
زمانی که شرکت با ورشکستگی روبرو می شود

آیا شرکت باید منحل
شود؟

آیا شرکت باید ادامه
حیات دهد؟

تعارض چه زمانی ایجاد می شود؟

چه چیزی به چه کسی می‌رسد؟



چرا شرکت داری؟

23

- چگونه می توان تضمین کرد که مدیران ثروت مالکان را می افزایند؟
- آیا مدیران از شرکت به عنوان ساختاری برای پیشبرد منافع خود استفاده می کنند؟
- آیا شرکت توسط اکثریت سهامداران اداره می شود؟
- چگونه می توان اعتبار دهندگان را از بابت استحکام مالی شرکت مطمئن ساخت؟
- آیا حقوق کارکنان مراعات می شود؟
- آیا شرکت خواسته های جامعه محلی، ملی و بین المللی را بر آورده می کند؟
- آیا صورت های مالی شرکت شفاف و بدون ابهام است؟

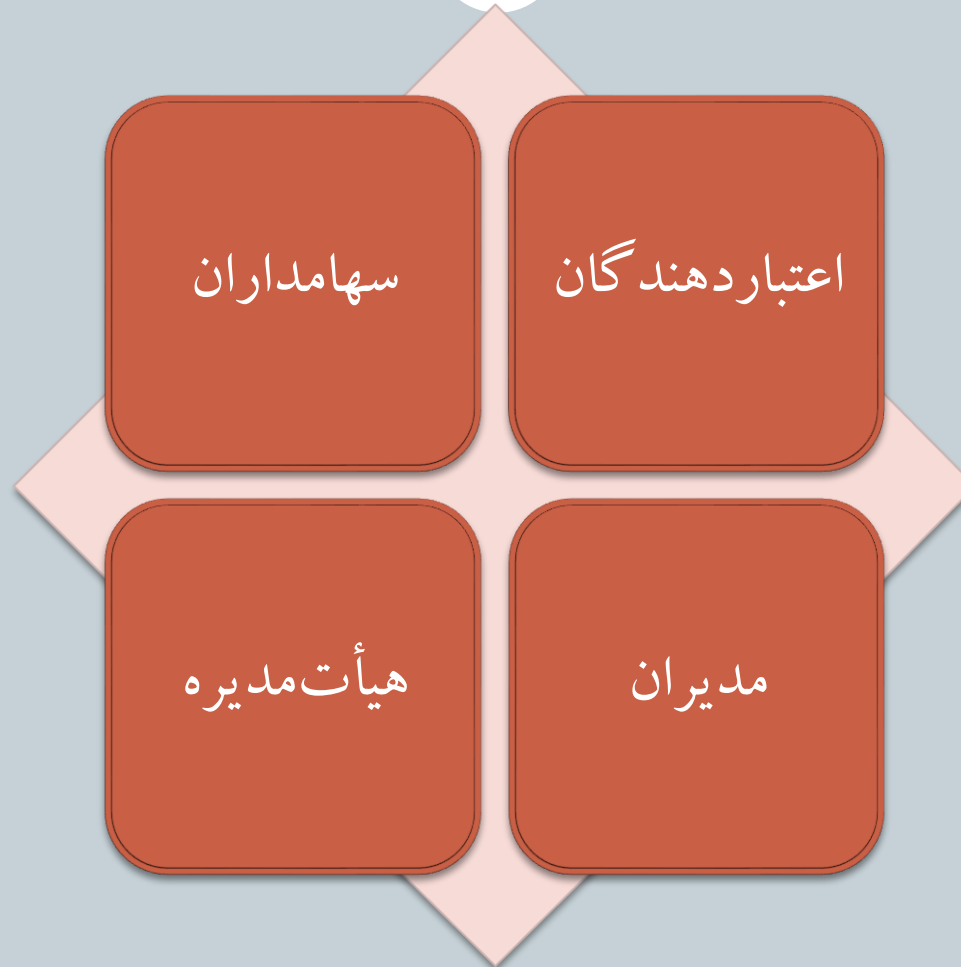


بازیگران شرکت



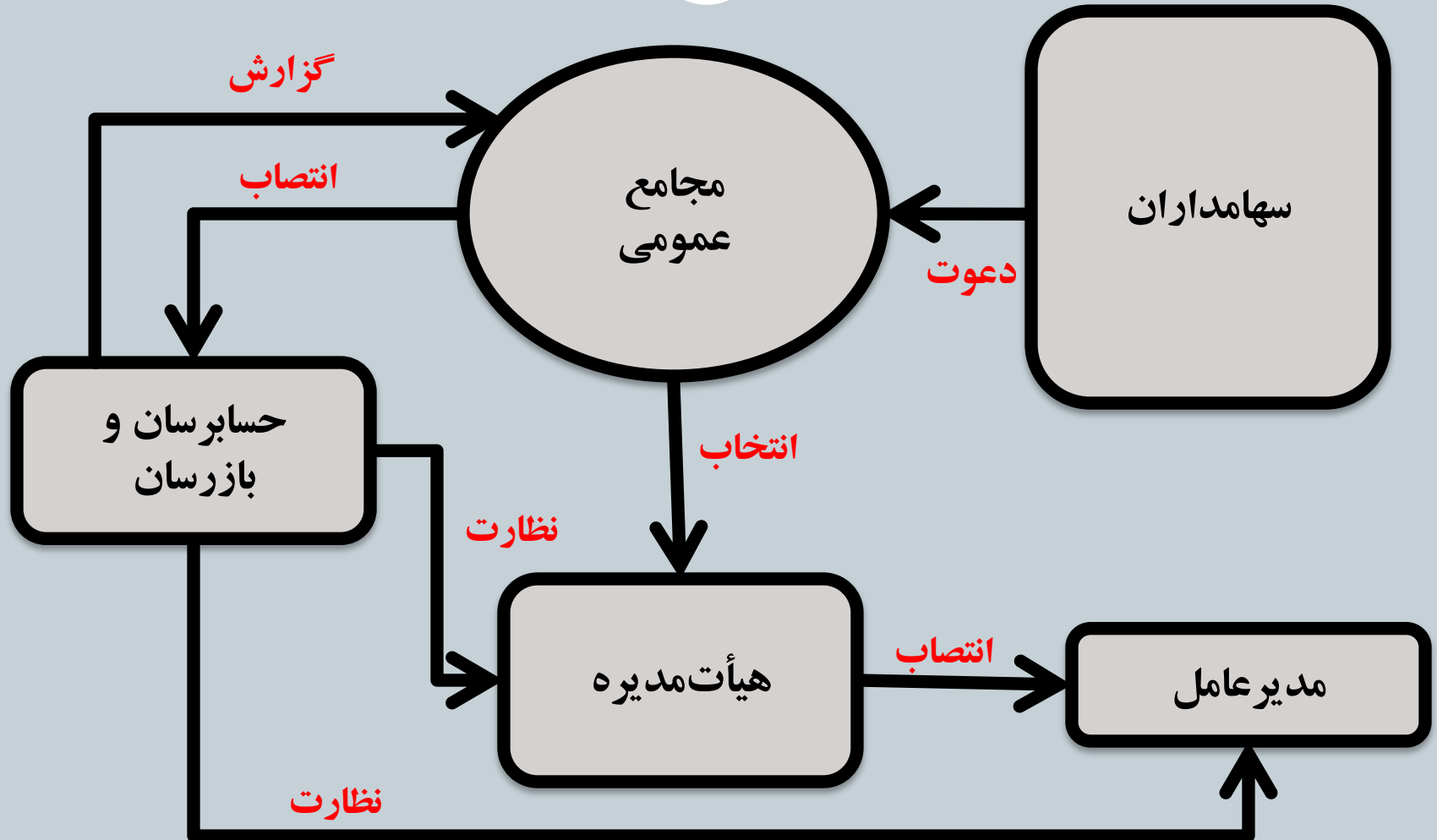
ذینفعان کلیدی شرکت

25



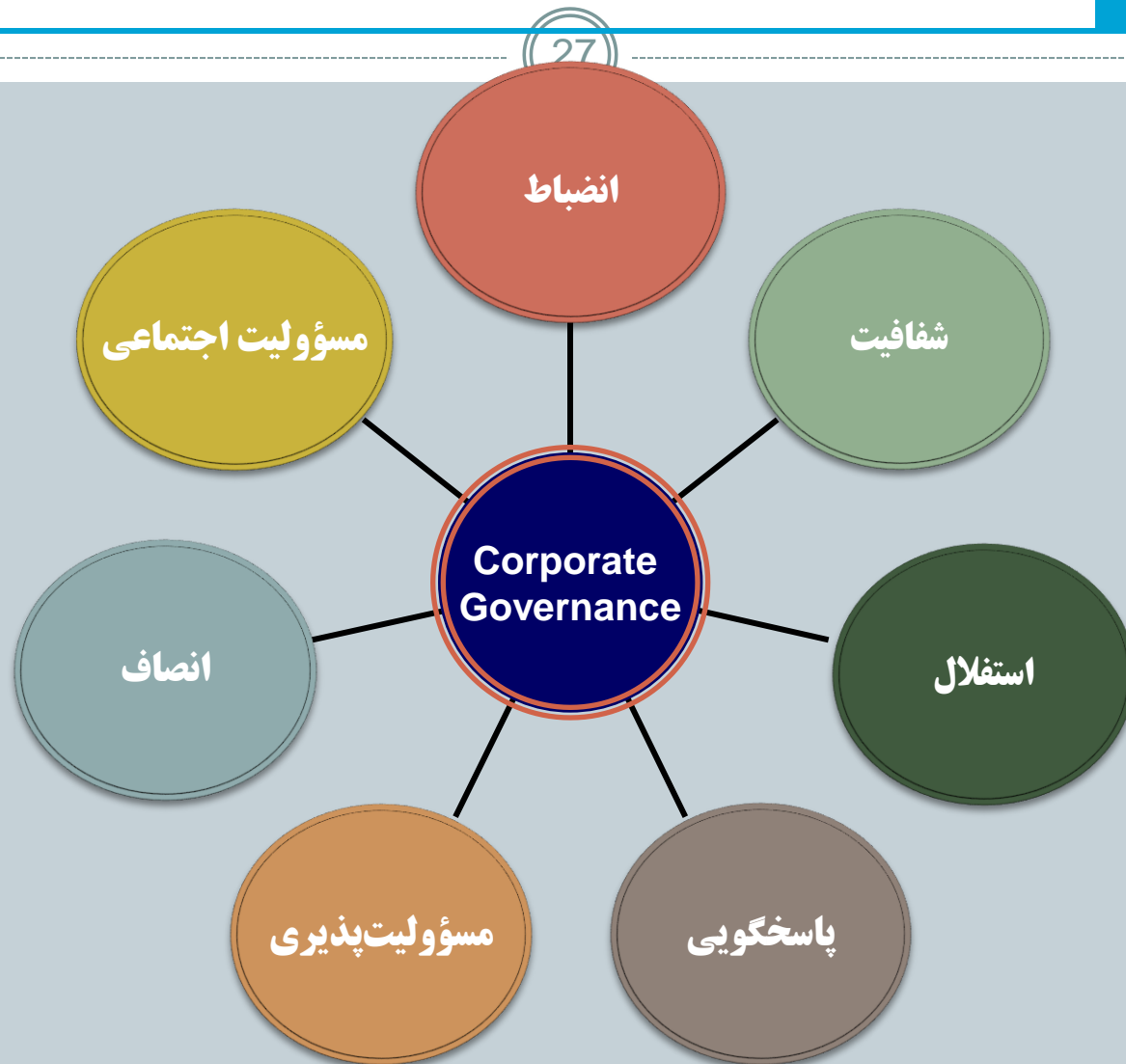
مدل ساده شرکت داری

26



مزایای سیستم کارآمد شرکت‌داری

27



اهداف غایی

28

بهبود عملکرد شرکت



افزایش بهره‌وری سرمایه



افزایش ثروت سهامداران

مدل‌های شرکت‌داری

- وجود مدل‌های مختلف شرکت‌داری
- سطوح مختلف توسعه و مقبولیت
- قوانین و مقررات و رهنمودهای مختلف
- هم‌گرایی و واگرایی مدل‌ها
- مدل‌های مختلف و فهرست‌شدن سهام در چند بورس به‌طور هم‌زمان

مدل‌های رایج شرکت‌داری در جهان (مدل‌های رایج هیأت‌مدیره)

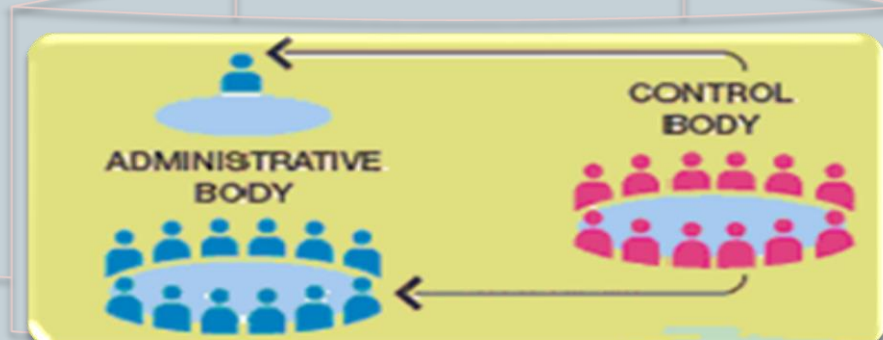
عادی (ordinary)

تک‌رده‌ای (one-tier)

دو رده‌ای (two-tier)

ordinary مدل عادی)

31



در ایتالیا مرسوم است و معمولاً زمانی که حالت‌های دیگری از جانب قانون پیش‌بینی نشده باشد، از این مدل استفاده می‌شود. در این مدل یک هیأت‌مدیره وجود دارد و یک مجموعه کنترلی (مثلاً کمیته حساب‌رسان) که ناظر بر هیأت‌مدیره است. در ایران نیز عموماً از این مدل استفاده می‌شود.

مدل تک‌رده‌ای (one-tier)

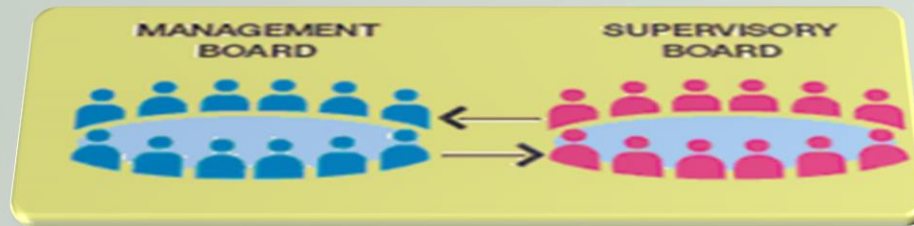
32

عموماً در کشورهای انگلیسی زبان رایج است. در این مدل مدیر عامل عضو یک مجموعه از مدیران یعنی هیأت‌مدیره است و تعدادی از اعضای هیأت‌مدیره به‌عنوان کمیته کنترل منصوب می‌شوند.



(two-tier) دو رده‌ای)

33



در کشور آلمان رایج است و اخیراً در دیگر کشورهای اروپایی مانند فرانسه، هلند و فنلاند رواج یافته است. در این روش دو مجموعه مدیران وجود دارد. هیأت‌عامل (management board) که شامل مدیران اجرایی و هیأت ناظر (supervisory board) که شامل مدیران غیر اجرایی است.

نتایج یک مطالعه

34

در مطالعه‌ای با عنوان **Global Investor Opinion Survey** که

توسط شرکت مکینزی در سال ۲۰۰۰ انجام شد، ۲۰۰ سرمایه‌گذاری نهادی به‌عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج مطالعه حاکی از آن بود که بیش از ۸۰ درصد سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های خوش‌حاکمیت (**well-governed**) صرف می‌پردازند. در این مطالعه شرکت خوش‌حاکمیت، شرکتی تعریف شد که اعضای هیأت‌مدیره آن اغلب خارج از سازمانند، محدودیتی برای مدیر ایجاد نمی‌کنند، مورد ارزیابی به‌طور رسمی هیأت‌مدیره آن مورد ارزیابی قرار می‌گیرد، و نسبت به تقاضاهای سرمایه‌گذاران برای دریافت اطلاعات مربوط به شرکت پاسخگو می‌باشد.

تحقیق گمپرس و همکاران. (۲۰۰۳)

- گمپرس شرکتی را که حقوق قابل توجهی برای رأی دهندگان قائل است "شرکت دموکرات" و شرکتی را که محدودیت‌های قابل توجهی برای رأی دهندگان ایجاد می‌کند "شرکت دیکتاتور" نامید. وی سؤال تحقیق خود را این گونه مطرح کرد که آیا سیستم دموکرات شرکت‌داری عملکرد شرکت را ارتقا می‌دهد؟ نتایج نشان می‌داد که "شرکت‌های دیکتاتور" نسبت به "شرکت‌های دموکرات" ارزش کمتر و نیز بازده سهام کمتری دارند.

با تشکر