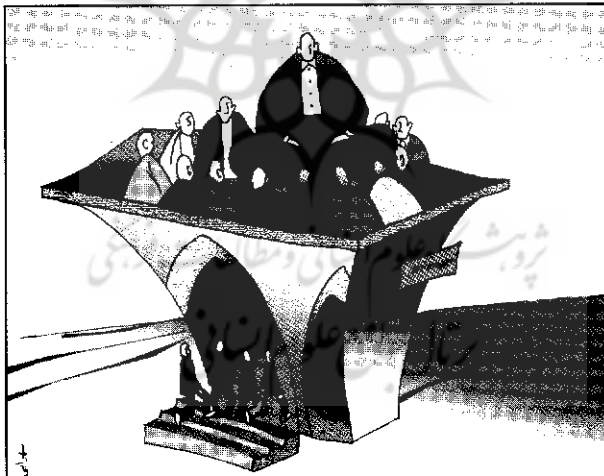


## نظام راهبری شرکت و نقش سهامداران نهادی در آن

دکتر علی ابراهیمی کردلر<sup>۱</sup>

مقدمه

با وجود این، فعالیت‌های مدیران توسط تعدادی عوامل که دربرگیرنده و تأثیرگذار بر این نظام هستند، محدود می‌شود. این عوامل مواردی از قبیل هیات مدیره (که حق استخدام، اخراج و پاداش دادن به مدیران را دارند) قراردادهای تأمین مالی، قوانین و مقررات، قرارداد های کارکنان و حتی محیط رقابتی



نیاز به نظام راهبری شرکت از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می‌شود

نیاز به نظام راهبری شرکت<sup>۲</sup> از تضاد منافع بالقوه بین افراد در ساختار شرکت ناشی می‌شود. این تضاد منافع که اغلب به آن مشکل نمایندگی<sup>۳</sup> اطلاق می‌شود از دو منبع اصلی ناشی می‌شود. اولاً افراد مختلف حاضر در ساختار شرکت دارای اهداف و ترجیحات متفاوتی هستند. ثانیاً اطلاعات افراد مزبور از

را در بر می‌گیرد. به طور کلی عوامل فوق را می‌توان در دو قالب مکانیسم‌های کنترل داخلی (همانند هیات مدیره) و مکانیسم‌های کنترل بیرونی (همانند کنترل بازار) در نظر گرفت.

اعمال، دانش و ترجیحات دیگران کامل نمی‌باشد. در شرایط عدم وجود سایر مکانیسم‌های نظام راهبری شرکت، تفکیک مالکیت از کنترل، این امکان را به مدیران می‌دهد که در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهامداران اقدام نمایند.

## سهامداران نهادی<sup>۲</sup>

یکی از مکانیسم‌های کنترلی بیرونی موثر بر نظام راهبری شرکت که به طور جهان شمول دارای اهمیت فزاینده‌ای می‌باشد، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه می‌باشد. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می‌باشند. تأثیر غیرمستقیم سهامداران نهادی می‌تواند خیلی قوی باشد. برای مثال سهامداران نهادی ممکن است در قالب یک گروه، از سرمایه‌گذاری در یک شرکت خاص خودداری نمایند. و از این طریق موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت شوند. زیرا جذب سرمایه برای شرکت‌های مزبور سخت‌تر و در نتیجه گران‌تر خواهد بود.

## نظام راهبری شرکت

در ارتباط با نظام راهبری شرکت تعاریف مختلفی ارائه شده است. گیلان و استارکس<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) تعریف زیر را ارائه نمودند. «سیستمی از قوانین، مقررات و عواملی که عملیات یک شرکت را کنترل می‌نماید.» طبق نظر آنان این نظام دربرگیرنده مجموعه‌ای از ساختارهایی است که تعیین کننده حد و مرز برای عملیات می‌باشد. این مجموعه از ساختارها دربرگیرنده افراد ذی‌مدخل در فعالیت‌های شرکت (همانند مدیران، کارکنان و تأمین‌کنندگان سرمایه) و محدودیت‌هایی می‌باشد که تحت آن افراد مزبور فعالیت می‌کنند. شلیفر و ویشنی<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) نظام راهبری شرکت را در قالب منافع اقتصادی افراد مرتبط با شرکت تعریف می‌کنند.

طبق نظر ایشان این نظام به روش‌هایی مربوط می‌شود که بر اساس آنها تأمین‌کنندگان سرمایه از بازگشت سرمایه خود اطمینان حاصل می‌کنند.

با تغییر محیط شرکت‌ها، فعالیت‌های این نظام نیز تغییر یافته‌اند. هر چند این تغییر در

کشورهای مختلف متفاوت بوده است، لیکن در اقتصادهایی که بانک‌داری، بازار سرمایه و سیستم‌های حقوقی تغییرات چشم‌گیری داشته‌اند، این تغییرات معمول بوده است. تغییرات در کشورهایی که به طور نسبی از سرمایه‌گذاری نهادی بالاتری برخوردارند، گسترش بیشتری داشته است. طبق نظر گیلان و استارکس (۲۰۰۳) سهامداران نهادی و به ویژه

سهامداران نهادی خارجی، نقش اصلی را در شکل‌گیری تغییرات در بسیاری از سیستم‌های نظام راهبری شرکت داشته‌اند.

دلایل منطقی برای حضور سهامداران نهادی در نظام راهبری شرکت

در نیمه دوم قرن بیستم در بسیاری از شرکت‌ها سرمایه‌گذاران نهادی یکی از مهم‌ترین اجزای بازار سرمایه شدند. برای مثال در آمریکا سهامداران نهادی از ۶/۱٪ از کل مالکیت شرکت‌ها در سال ۱۹۵۰ به بیش از ۵۰٪ در سال ۲۰۰۲ رسید.<sup>۶</sup> هر چند در کشورهایی با بازارهای سرمایه نوظهور نقش سرمایه‌گذاران نهادی خیلی برجسته نمی‌باشد. لیکن خصوصی‌سازی برای تأثیرگذاری بر دارایی‌های مالی نهادها شروع شده است و لذا بر بازار سرمایه این اقتصادها نیز تأثیر خواهد گذاشت. با توجه به تفاوت‌های

## با تغییر محیط شرکت‌ها، فعالیت‌های

این نظام نیز تغییر یافته‌اند.

هر چند این تغییر در کشورهای

مختلف متفاوت بوده است، لیکن

در اقتصادهایی که بانک‌داری،

بازار سرمایه و سیستم‌های حقوقی

تغییرات چشم‌گیری داشته‌اند،

این تغییرات معمول بوده است

بسیاری از نویسندگان از جمله شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) آدماتی و همکاران (۱۹۹۳)، هودارت (۱۹۹۳)،<sup>۱۱</sup> ماوگ (۱۹۹۸)<sup>۱۲</sup> و نو (۲۰۰۲)<sup>۱۳</sup> اعتقاد دارند که شمول سهامداران عمده در فعالیت های کنترل و نظارتی به طور بالقوه موجب محدود نمودن مسأله نمایندگی می شود. این نویسندگان همچنین بیان داشتند چون تمامی سهامداران از منافع فعالیت های نظارتی سهامدار نظارت کننده، بدون هزینه بهره مند می شوند، لذا تنها سهامداران عمده، انگیزه لازم برای نظارت را دارند.

شواهد تجربی در مورد نقش نظارتی سهامداران عمده از این تئوری پشتیبانی می نماید. برای مثال بتل، لیبسکیند واپلر (۱۹۹۸)<sup>۱۴</sup> گزارش نمودند که عملکرد شرکت ها پس از خرید بخشی از سهام آن توسط یک سهامدار فعال، بهبود می یابد. کانگ و شیوداسانی (۱۹۹۵)<sup>۱۵</sup> و کاپلان و مینتون (۱۹۹۴)<sup>۱۶</sup> دریافتند که حضور سهامداران بزرگ با جابجایی زیاد مدیریت ارتباط دارد که نشانگر انجام وظیفه نظارتی توسط سهامداران مزبور می باشد.

#### نقش سهامداران نهادی در نظارت بر شرکت و انتقال اطلاعات

یک نقش بالقوه دیگر برای سهامداران نهادی بزرگ فراهم نمودن مکانیسمی معتبر برای انتقال اطلاعات به بازارهای مالی یا به عبارت دیگر سایر سهامداران می باشد. طبق تحقیق چیدمبران و جان (۲۰۰۰)<sup>۱۷</sup> سهامداران نهادی بزرگ می توانند اطلاعات محرمانه ای را که از مدیران شرکت کسب می کنند به سایر سهامداران منتقل نمایند. اما برای اینکه چنین نظارتی قابل قبول باشد لازم است سهامداران بزرگ سرمایه گذاری خود را برای مدت زمان نسبتاً طولانی حفظ نموده و سهام کافی برای تعدیل مشکل استفاده مجانی<sup>۱۸</sup> دیگر سهامداران از این نظارت را داشته باشند.

نتایج فوق نشان می دهد که تحت شرایط خاصی، پاداش لازم برای سهامداران بزرگ نظارت کننده بر عملکرد مدیریت و همچنین پاداش برای مدیران همکاری کننده با سهامداران

موجود در مالکیت نهادی بین بازارها، نقش نظارتی سهامداران نهادی، در اقتصادهای مالکیت غیر متمرکز، در مقایسه با اقتصادهایی با حضور سهامداران کنترل کننده (عمده)، متفاوت می باشد.

نقش مناسب سهامداران نهادی در هر اقتصادی یک موضوع بحث برانگیز است. سهامداران به عنوان مالکین شرکت ها دارای حقوق مشخص همانند انتخاب هیات مدیره، هستند. که آنها نیز به عنوان نماینده سهامداران، مسئولیت نظارت بر مدیران شرکت و عملکرد آنها را دارند. اگر سهامداران همانند سرمایه گذاران نهادی از عملکرد هیات مدیره (و احتمالاً عملکرد شرکت) راضی نباشند، آنها سه انگیزه دارند: سهام خود را بفروشند، سهام خود را نگه دارند لیکن نارضایتی خود را اعلام کنند و یا سهام خود را نگه دارند ولی هیچ اقدامی نکنند. سؤالی که مطرح هست این است که تحت چه شرایطی سهامداران گزینه دوم را انتخاب نموده و در نظارت وارد می شوند.

#### سهامداران نهادی به عنوان ناظر

جدایی مدیریت از مالکیت تنها دلیل ایجاد مسأله نمایندگی بین سهامداران و مدیران نمی باشد. بلکه پراکندگی سهامداران شرکت در تعداد زیادی سهامدار کوچک نیز می تواند دلیلی بر آن باشد. طبق نظر رویه (۱۹۹۰)<sup>۱۹</sup> در یک ترکیب مالکیت گسترده، هیچ یک از سهامداران کوچک انگیزه ای برای نظارت بر مدیریت شرکت ندارند. زیرا در این صورت هر شخص که بخواهد نظارت کند باید هزینه های مرتبط را بپردازد. و این در حالی است که همه بقیه سهامداران نیز از منافع آن استفاده می کنند. بنابراین میزان و ماهیت مسأله نمایندگی مستقیماً به ترکیب مالکیت بستگی دارد.

تنوع ترکیب مالکیت<sup>۲۰</sup> در کشورهای دنیا، تنوع در شکل، نتایج و راه حل های مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران را نیز در پی خواهد داشت. در کشورهایی که مالکیت در اختیار سهامداران عمده می باشد، مسأله نمایندگی حاصل از مالکیت شاید خیلی متداول نباشد.

تضاد منافع بین مالکین اکثریت و اقلیت بوجود می آید و لذا تصمیمات سهامداران اکثریت ممکن است منجر به انتقال منافع اقلیت به اکثریت شود.

شرکت های سهامی عام با درجات متفاوتی با مشکل نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین سهامداران مواجه هستند و نوع مشکلات نمایندگی یک شرکت تحت تأثیر ساختار مالکیت سهام آن شرکت می باشد. طبق تحقیقات رویه (۱۹۹۰) زمانی که مالکیت همانند کشور آمریکا و انگلیس پراکنده باشد مشکل نمایندگی از تضاد منافع مدیران و سهامداران ناشی می شود. در حالی که طبق پژوهش شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) زمانی که تمرکز مالکیت به حدی افزایش می یابد که یک مالک کنترل مؤثر یک شرکت را داشته باشد، ماهیت مشکل

نمایندگی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به تضاد منافع سهامداران اکثریت و اقلیت تغییر می یابد. که این نوع دوم مشکل نمایندگی می باشد.

#### نتیجه گیری

با در نظر گرفتن این نکته که نیاز به نظام راهبری شرکت از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می شود. مسئله نمایندگی در ساختار های مختلف شرکت ها متفاوت خواهد بود. جدایی مدیریت از مالکیت تنها دلیل ایجاد مسئله نمایندگی بین سهامداران و مدیران نمی باشد. بلکه پراکندگی سهامداران شرکت در تعداد زیادی سهامدار کوچک نیز می تواند دلیلی بر آن باشد.

چون در یک ترکیب مالکیت گسترده، هیچ یک از سهامداران کوچک انگیزه ای برای نظارت بر مدیریت شرکت

مزبور ایجاد خواهد شد. بنابراین چیدمان و جان چنین بیان می دارند که این نوع نظارت که سرمایه گذاری برای ایجاد رابطه<sup>۱۱</sup> گفته می شود، هم برای مدیریت و هم برای سرمایه گذار بزرگ بهینه خواهد بود.

طبق نتایج تحقیق جیانگ و کیم<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت های ژاپنی افزایش می یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذی نفع در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت هایی که میزان مالکیت نهادی در آنها بیشتر است، قیمت سهام اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را سریع تر از شرکت هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، منعکس می کند.

بین توانایی ها و انگیزه های نظارتی سهامداران نهادی و

سهامداران بزرگ غیر نهادی تفاوت هایی وجود دارد. گورتون و کهل<sup>۳۱</sup> (۱۹۹۹) نشان دادند که سهامداران نهادی به دلیل مشکلات نمایندگی خود ممکن است نظارت های غیر کاملی داشته باشند. با وجود این از آنجا که سهامداران شخص حقیقی زیادی برای نظارت بهتر وجود ندارد، لذا نظارت سهامداران نهادی مورد استقبال سهامداران قرار می گیرد. لذا در مدل گورتون و کهل سهامداران نهادی بزرگ و سهامداران غیر نهادی بزرگ به عنوان نظارت کنندگان بر شرکت ها به طور همزمان وجود دارند.

مشکل نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین سهامداران طبق تحقیقات انجام شده توسط شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، لاپورتا و دیگران<sup>۳۲</sup> (۱۹۹۹) و جانسون و دیگران<sup>۳۳</sup> (۲۰۰۰) در شرایطی که تمرکز مالکیت وجود دارد،

## شرکت های سهامی عام با درجات متفاوتی با مشکل نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین سهامداران مواجه هستند و نوع مشکلات نمایندگی یک شرکت تحت تأثیر ساختار مالکیت سهام آن شرکت می باشد

◀ منابع

**Admati, A., P. Pfleiderer, and L. Zechner (1994).** "Large shareholder, risk sharing, and financial market equilibrium" *Journal of political economy*, 94, 461-480.

**Bethel, J., J. Liebeskind, and T. Opler (1998).** "Block share purchases and corporate performance" *Journal of Finance*, 53, 605-635.

**Board of Governors of the Federal Reserve System (2003).** Flow of funds accounts of United States: Annual flow and outstanding (Washington, D.C).

**Chidambaran, N. and K. John (1997).** *Relationship investing and corporate governance, working paper, Tulane University and New York University.*

**Gillan, S. L., and L.T. Starks (2003).** *Institutional investors, Corporate governance: Global perspective, ownership and governance of enterprises: Recent innovative developments, Laixiang Sun, Macmillan.*

**Gillan, S.L. and L.T. Starks (1998).** "A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence" *contemporary Finance Digest*, 2, 3, 10-34.

**Gorton, G., and M. Kahl (1999).** *Block holder identity, equity ownership structure and hostile takeovers NBER working paper, 7123.*

**Huddart, Steven (1993).** "The effect of a Large shareholder on corporate value" *Management Science*, 39, 1407-1421.

**Jahson, S., P. Boone, A., Breach, and E. Friedman (2000).** "Corporate governance the Asian financial crisis" *Journal of Financial Economics.*

**Jiang, L. and J.B. Kim (2000).** "Cross-corporate ownership, information asymmetry and the

ندارند. از این رو حضور سهامداران عمده خصوصاً سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت و فعالیت های کنترل و نظارتی آنها به طور بالقوه موجب محدود نمودن مسأله نمایندگی می شود. البته زمانی که تمرکز مالکیت به حدی افزایش می یابد که یک مالک کنترل مؤثر یک شرکت را داشته باشد، ماهیت مشکل نمایندگی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به تضاد منافع سهامداران اکثریت و اقلیت تغییر می یابد.

پی نوشت

۱- دکتری حسابداری از دانشگاه تهران

2- Corporate governance

3- Agency Problem

4- Institutional Investor

5- Gillan and Starks

6- Shlefer and Vishny

7- Board of Governors of the Federal Reserve System

8- Roe

9- ownership structure

10- Admati, and et al.

11- Huddart

12- Maug

13- Noe

14- Bethel, Liebeskind, and Opler

15- Kang, and Shivdasani

16- Kaplan, and Minton

17- Chidambaran and John

18- Free-rider problem

19- Relation Investing

20- Li Jiang and Jeong Bon Kim

21- Gorton and Kohl

22- La Porta et al

23- Jahson et al

Monitors: is there a trade off between Liquidity and control?" *Journal of Finance*, 53, 65, 98.

Noe, T. (2002). "Institutional activism and financial market structure" *Review of Financial studies*, 15, 289-319.

Roe, M. (1990). "Political and legal restraints on ownership and control for public companies" *Journal of Financial Economics*, 27, 7-41.

Shleifer, A., and R. Vishny (1997). "A survey of corporate governance" *Journal of Finance*, 52, 737-775.

Shleifer, A., and R. Vishny (1986). "Large shareholders and corporate control" *Journal of political Economy*, 94, 461-48.

usefulness of accounting performance measures in Japan" *The International Journal of Accounting*, 35, 85-98.

Kang, J. K., and R. Stulz (1997). "Why is there a home bias an analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan" *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.

Kaplan, S. and B. Minton (1994). "Appointments of outsiders to Japanese boards; Determinants and implications for managers" *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.

La porta, R. F. Lopez-De- silanes, and A. shleifer (1999). "Corporate ownership around the world" *Journal of Finance*, 54, 471-518.

Maug, E. (1998). "Large shareholders as

## شرایط پذیرش مقاله ها و چگونگی ارسال آن ها

### شرایط قبول مقاله ها:

۴- فهرست منابعی که مورد استفاده قرار گرفته بدون ذکر شماره ردیف بر روی صفحه‌ای مستقل و با توجه به الگوی زیر درج شود:

● الف) کتاب تألیف شده: نام خانوادگی و نام نویسنده. (تاریخ نشر). نام کتاب، محل انتشار، ناشر.

● ب) کتاب ترجمه شده: نام خانوادگی و نام مؤلف. (تاریخ تألیف). نام کتاب به فارسی، نام و نام خانوادگی مترجم، ناشر، تاریخ ترجمه.

● ج) مقاله: نام خانوادگی و نام. (تاریخ نشر). عنوان مقاله. نام مجله، شماره انتشار، شماره صفحات استفاده شده.

**ضوابط نهایی پذیرش مقاله ها برای چاپ در فصلنامه**  
مقاله‌های تألیفی، تحقیقی و ترجمه‌ای را حداقل دو تن از اعضای شورای سردبیری مورد ارزیابی قرار می دهند و پذیرش نهایی منوط به موافقت قطعی مدیر مسئول است.

### نحوه ارسال مقاله:

خواهشمند است مقاله‌های خود را با رعایت موارد فوق همراه با نامه‌ای با ذکر نام و نام خانوادگی، میزان تحصیلات، مرتبه علمی، محل اشتغال، نشانی پستی و الکترونیکی و شماره تلفن به عنوان سردبیر مجله ارسال فرمایید.

### الف: از لحاظ محتوا

- ۱- در جهت هدف‌های نشریه باشد.
- ۲- جنبه علمی یا پژوهشی یا تخصصی یا حرفه‌ای داشته باشد.
- ۳- حاصل مطالعات، تجربه‌ها و پژوهش‌های نویسنده باشد.
- ۴- در صورت ترجمه، مقاله حاوی موضوعات جدید و تجارب خاص بوده که با مقتضیات و شرایط جامعه متناسب باشد.
- ۵- قبلاً برای هیچ یک از نشریات داخلی و خارجی ارسال و یا در هیچ یک از آنها چاپ نشده باشد.

### ب: از لحاظ شکل ظاهری

- ۱- ارسال ۱ نسخه از مقاله تایپ شده (حداکثر ۱۲ صفحه تایپ شده با برنامه Word-XP و همراه با دیسکت).
- ۲- چکیده‌ای در حدود ۱۵۰ کلمه به زبان فارسی و انگلیسی همراه مقاله باشد.
- ۳- مقاله‌های ترجمه شده با نسخه‌ای از متن اصلی همراه باشد.