

مقدمه

تاسیس شرکت‌های با مسوولیت محدود و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، در نیمه دوم قرن نوزدهم در ایالات متحده آمریکا جدایی مالکیت و کنترل در شرکت‌ها را در پی داشت؛ سیستم بازار به گونه‌ای سازماندهی شد که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران تفویض کنند. این جدایی سبب شد تا نفوذ سهام‌داران - مالکان واقعی - بر مدیران که نمایندگان آنان در شرکت بودند، کاهش یافته و تضاد منافع بین مالکان و مدیران با عنوان «مشکل نمایندگی» شکل بگیرد. مساله نمایندگی مختص رابطه بین سهام‌داران و مدیران نیست، بلکه رابطه بین سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان شرکت نیز می‌تواند مشمول آن شود. (قالباف اصل و رضایی، ۱۳۸۶)

از جمله ساز و کارهای اعمال نظارت و مراقبت در زمینه حل مشکل نمایندگی، طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است.

حاکمیت شرکتی ابزاری است که هدایت کلی شرکت، نظارت و کنترل اقدامات مدیریت اجرایی در راستای منافع سهام‌داران و بر آوردن انتظارات قانونی و منافع ورای مرزهای شرکت را در بر می‌گیرد. (حساس یگانه، ۱۳۸۵)

نظام حاکمیت شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می‌شود. توجه به حاکمیت شرکتی کارآفران‌آفرین کارآیی در قراردادهای فی‌مابین ذی‌نفعان به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی، که تمام یا بخشی از سرمایه آن‌ها از طریق مردم تامین شده است، منجر به تخصیص کارآیی منابع و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی می‌شود. (جان و سنیت، ۱۹۹۸)

تعریف حاکمیت شرکتی

اخیراً، ادبیات زیادی در رابطه با حاکمیت شرکتی مطرح شده است. به همین دلیل، در این مقاله به تعاریف مختصری از آن بسنده می‌شود.

دستیابی به یک تعریف واحد از حاکمیت شرکتی حتی در محدوده سیستم یک کشور نیز آسان نیست. تعاریف موجود درباره حاکمیت شرکتی در یک طیف قرار دارد. در یک سمت، دیدگاه‌های «محدود» و در سمت دیگر، دیدگاه‌های «گسترده» قرار دارد. دیدگاه محدود، حاکمیت شرکتی را به رابطه بین شرکت و سهام‌دارانش محدود می‌کند. این الگوی مالی سنتی، تئوری نمایندگی را نشان می‌دهد. دیدگاه گسترده، حاکمیت شرکتی را در شبکه‌ای از روابط می‌بیند که نه تنها رابطه بین شرکت و سهام‌داران، بلکه رابطه بین شرکت و سایر ذی‌نفعان را نیز در بر می‌گیرد. این دیدگاه، تئوری ذی‌نفع را بیان می‌کند. (سلومن و سلومن، ۲۰۰۵)

کدبری در سال ۲۰۰۲ در گزارش خود، محدودترین تعریف حاکمیت شرکتی را که نقش اساسی آن را بیان می‌کند، ارائه کرد: «حاکمیت شرکتی، سیستمی است که از طریق آن، شرکت‌ها هدایت و کنترل می‌شوند.» (همان منبع)

تعریفی که تریکر در سال ۱۹۸۴ ارائه کرد از جمله تعاریفی است که به حاکمیت شرکتی با دیدگاه گسترده می‌نگرد:

«حاکمیت شرکتی، نقش حاکمیتی است که به خودی خود به اداره کسب و کار شرکت مربوط نیست، بلکه، هدایت کلی شرکت، نظارت و کنترل اقدامات مدیریت اجرایی و بر آوردن انتظارات قانونی و منافع ورای مرزهای شرکت را در بر می‌گیرد.»

سلومن و سلومن در سال ۲۰۰۵ در کتابشان با عنوان «حاکمیت شرکتی و پاسخگویی»، تعریفی جامع را که بر پاسخگویی شرکت‌ها به کل جامعه و دنیای آینده اشاره دارد، مطرح کردند: «حاکمیت شرکتی، سیستمی از کنترل‌ها و

تعادل‌های داخلی و خارجی شرکت‌هاست که اطمینان می‌دهد، شرکت‌ها در مقابل همه ذی‌نفعان خود، مسوولیت دارند و در همه زمینه‌های فعالیت کسب و کار خود به شیوه مسوولیت‌پذیری اجتماعی عمل می‌کنند.»

در اصول OECD، حاکمیت شرکتی این‌گونه تعریف شده است: «ساختاردهی روابط و هماهنگی مسوولیت‌های موجود در بین سهام‌داران، اعضای هیات‌مدیره و مدیران اجرایی شرکت، به منظور عملکرد بهتر در دستیابی به اهداف شرکت.»

حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری

در سهام

ایجاد شرکت، شکل مناسب برای انجام فعالیت‌های اقتصادی است. شرکت‌ها تخصص‌گرایی و تقسیم کار را ممکن می‌سازند و به دلیل مقیاس اقتصادی و توزیع ریسک، ابزار مناسبی برای رشد و توسعه اقتصادی هستند. یک پرسش اساسی این است که چگونه باید شرکت‌ها و فعالیت‌های اقتصادی تامین مالی شوند؟ شرکت‌ها از طرق مختلف می‌توانند به تامین مالی بپردازند. یکی از رایج‌ترین شیوه‌ها، استقراض و اخذ وام است. روش دیگر، تامین مالی از طریق بازار سرمایه است. زمانی که یک وام‌دهنده به شرکتی وام می‌دهد، شرایط و جزئیات دوره‌های پرداخت وام در قراردادی ذکر می‌شود. در رایج‌ترین شکل، یک قرارداد شامل این موارد است:

۱. دوره‌های پرداخت؛

۲. تعهدات شرکت مبنی بر حفظ برخی نسبت‌های مالی در سطحی مناسب؛

۳. محدودیت‌های احتمالی در اخذ وام‌های دیگر از سایر موسسات مالی و اعتباری یا همان موسسه وام‌دهنده؛

۴. شرایط مربوط به عدم ایفای تعهدات.

ولی قراردادی مشابه قرارداد فوق بین شرکت و سهام‌دار منعقد نمی‌شود.

ایرادی که به نظام‌های متکی بر بازار اوراق بهادار گرفته می‌شود این است که به دلیل فاصله بین مدیریت و مالکیت شرکت‌ها در راستای منافع سهام‌داران و جامعه، مدیریت نمی‌شوند و کارآیی آن‌ها پایین‌تر از نظام‌های بانک محور است. حاکمیت شرکتی تلاش برای رفع این کاستی‌ها است. سیستم حاکمیت شرکتی به‌عنوان مدافع حقوق سهام‌داران مطرح می‌شود. سیستم حاکمیت شرکتی شرایط قرارداد سهام را مشخص می‌کند. مدیریت باید صلاحیت لازم برای اداره شرکت را داشته باشد. از طرفی نباید به نفع خود و به زیان شرکت و در نتیجه زیان سهام‌داران گام بردارد. از آنجا که نتایج عملکرد شرکت بر ثروت سهام‌داران اثر مستقیم دارد، آن‌ها تمایل دارند عملکرد مدیریت را نظارت کنند. حال اگر مدیریت در اداره شرکت به صورت کارآ و به‌نحو مناسبی عمل نکند و در نتیجه بازدهی مناسبی عاید سهام‌داران نشود، چه چیز روی خواهد داد؟ سهام‌داران حق رای در انتخاب اعضای هیات مدیره را دارند و می‌توانند از این حق خود در تعویض مدیران استفاده کنند؛ همچنین ممکن است آن‌ها سهام خود را در بازار سرمایه به فروش برسانند که این امر منجر به افت قیمت سهام خواهد شد.

ارزش سهام؛ یعنی قیمتی که سرمایه‌گذاران حاضرند بابت تملک آن پرداخت کنند، به‌طور مستقیم تحت تأثیر سیستم حاکمیت شرکتی است. برای مثال، اگر نتوان عملکرد مدیریت را به‌درستی ارزیابی کرد، اگر نتوان مدیران ضعیف را تعویض کرد، اگر تمام اختیارات در دست سهام‌داران عمده باشد و منافع سهام‌داران خرد در نظر گرفته نشود، بازده مورد انتظار سهام‌دار افزایش و در نتیجه ارزش سهام کاهش خواهد یافت. حاکمیت شرکتی مناسب، منجر به افزایش ارزش سهام و کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود.

حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند منجر به انتقال منابع از سایر بازارها بیشتر به

ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در نتیجه، منجر به جذب سرمایه‌گذاری می‌شود و اشتغال بیشتری را به همراه دارد و از این طریق رشد و توسعه اقتصادی را به دنبال دارد.

• حاکمیت شرکتی عملکرد عملیاتی شرکت را بهبود می‌بخشد و علاوه بر مدیریت منابع باعث تخصیص بهینه منابع نیز می‌شود که در نهایت به افزایش ثروت می‌انجامد و از این طریق در رشد و توسعه اقتصادی موثر است. کیفیت حاکمیت شرکتی به‌طور قابل ملاحظه‌ای به مکانیزم‌های بنیادی کشور شامل فاکتورهای اقتصاد سیاسی، استانداردهای قانونی و حقوقی و بازارها وابسته است. نتایج تحقیق بوشمن، پیوتروسکی و واسمیت (۲۰۰۳)، نشان داد که تفاوت بین کشورهای مختلف در خصوص شفافیت و حاکمیت شرکتی ناشی از تفاوت در نظام‌های سیاسی یا اقتصاد کشورها است. شفافیت مالی در کشورهایی بیشتر است که سهم دولت در مالکیت شرکت‌ها و بانک‌ها کمتر بوده و ریسک سرمایه‌گذاری خصوصی در ارتباط با مصادر اموال در آن‌ها کمتر است. همچنین اقتصاد سیاسی به دخالت دولت در بازارهای مالی اشاره دارد.

بازارها شامل سرمایه‌گذاران نهادی، بازار کنترل شرکتی، بازار بدهی، بازار محصول و نیروی منابع انسانی است. کاپلان و هولمسترون در سال ۲۰۰۱ با بررسی پیشینه تحقیق نشان می‌دهند که بازارهای سرمایه در ایالات متحده آمریکا نقش مهمی در حاکمیت ایفا می‌کنند. در اقتصاد کشورهای انگلوساکسون، بازارهای سرمایه به خوبی توسعه یافته و از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردارند. در آنجا، بازار کنترل شرکتی فعال است. میر در سال ۱۹۹۴ خاطر نشان می‌سازد که وجود بازارهای فعال برای کنترل شرکت، مهم‌ترین خصیصه حاکمیت شرکتی؛ به‌خصوص برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است.

ارزش سهام؛ یعنی قیمتی که سرمایه‌گذاران حاضرند بابت تملک آن پرداخت کنند، به‌طور مستقیم تحت تأثیر سیستم حاکمیت شرکتی است

سمت بازارهای مالی شود. اگر حاکمیت شرکتی ضعیف باشد، هزینه مربوط به قرارداد سهام از هزینه قرارداد بدهی بیشتر خواهد شد. علت نیز آن است که وام‌دهنده مستقیماً می‌تواند شرایط قرارداد بدهی را تحت نظارت خود قرار دهد. البته بازار پول و دسترسی به تامین مالی از طریق بدهی نیز بدون هزینه نیست. مقایسه بازار پول سرمایه در اینجا بحث نمی‌شود، فقط به این نکته بسنده می‌شود که شرایط مختلف، ابزارهای تامین مالی متفاوتی را می‌طلبد و حاکمیت شرکتی ضعیف دسترسی به تامین مالی از طریق بازار سرمایه را محدود می‌کند.

حاکمیت شرکتی و توسعه بازار سرمایه

نقش حاکمیت شرکتی در توسعه اقتصادی را می‌توان در سایر بخش‌ها جست‌وجو کرد. برای نمونه، میزان اهمیت تامین مالی، حق مالکیت و رقابت، از مواردی هستند که براساس آن‌ها می‌توان نقش حاکمیت شرکتی را در توسعه اقتصادی مشاهده کرد. حاکمیت شرکتی می‌تواند از این راه‌ها بر رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار باشد:

• حاکمیت شرکتی باعث کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و

بررسی سیستم حاکمیت شرکتی در کشورمان حاکی از آن است که قانون تجارت حاضر، همانند روابط تجاری گذشته منسوخ بوده و پاسخگوی کارکردها و روابط تجاری موجود نیست. برای ایجاد بازاری منصفانه برای دادوستد اوراق بهادار، از تقوا و اصلاح حاکمیت شرکتی ضروری است. افزون بر آن، بدون اجرای اصلاحات اساسی در سیستم حاکمیت شرکتی، عرضه سهام شرکت‌های ایرانی در بازارهای بین‌المللی سرمایه، غیرممکن است و ورود گسترده سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه نیز بعید به نظر می‌رسد. در واقع، اصلاح و ارتقای حاکمیت شرکتی موجب توسعه بازار سرمایه خواهد شد و رشد و توسعه اقتصادی را به همراه خواهد داشت.

۱- مدیر عامل بورس تهران

۲- کارشناس توسعه فرهنگ

سرمایه‌گذاری بورس تهران

*مقاله پذیرفته شده در نخستین

همایش ملی حاکمیت شرکتی

سرمایه‌گذاری و عملیاتی می‌شوند. کاهش هزینه سرمایه و بهبود عملکرد عملیاتی در نهایت، هم‌توانایی شرکت در تامین مالی از طریق سهام را افزایش می‌دهد و هم افزایش ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت؛ این امر سرانجام توسعه بازار سرمایه را به دنبال دارد.

نتیجه‌گیری

بر اساس مبانی نظری و پیشینه عملی در سراسر دنیا، برای اطمینان از کارکرد مناسب شرکت‌ها و بازار سرمایه و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی، ارتقای حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه کشورمان ضرورت حیاتی دارد. افزون بر آن، ارتقای حاکمیت شرکتی موجب افزایش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و رشد اقتصادی خواهد شد و فقدان حاکمیت شرکتی مناسب، سلب حقوق سهام‌داران - به‌ویژه سهام‌داران خرد - سوءاستفاده‌های احتمالی مدیران، فرار سرمایه و... را به همراه خواهد داشت.

همچنین قوانین و مقررات موجود، کار بازار کنترل شرکتی را تسهیل می‌کند. اعمال و رعایت رویه‌های حاکمیت شرکتی توسط شرکت، چه به صورت اجباری و چه به صورت داوطلبانه می‌تواند هزینه‌های سلب حقوق سهام‌داران در فرآیند حاکمیتی را کاهش دهد و تاحدی عدم کارایی تمهیدات سازمانی در توسعه اقتصادی را تعدیل کند.

مطابق رویکردهای اقتصادی مربوط به حاکمیت شرکتی، حاکمیت شرکتی مناسب‌تر در سطح شرکت نه تنها هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، بلکه اعتماد سرمایه‌گذار نسبت به پیش‌بینی رشد و جریانات نقدی آتی افزایش می‌دهد. این امر به نوبه خود، با کاهش نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت را کاهش می‌دهد. همچنین شرکت‌هایی که رویه‌های حاکمیتی را به نحو مطلوب‌تری اعمال می‌کنند، با کاهش در هزینه‌های نمایندگی باعث بهبود عملکرد

منابع

۱. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). «تأثیر حاکمیت شرکتی در گسترش بازار سرمایه بر خلی از کشورها» مجله حسابدار، سال بیستم، شماره ۱۷۲.
۲. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). «حاکمیت شرکتی در ایران» مجله حسابرس، شماره ۳۲، صص. ۳۹-۳۲.
۳. حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشید (۱۳۸۷). «حاکمیت شرکتی و شفافیت» مجله حسابدار، سال بیست و سوم، شماره ۲۰۳.
۴. قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه (۱۳۸۶). «حاکمیت شرکتی، مالکیت و کنترل: تئوری‌ها و شواهد تجربی» همایش ملی بازار سرمایه، شفافیت و حسابداری، آذر ۱۳۸۶.
5. Bushman R.M., J. Piotroski and A. Smith, 2004, "What determines corporate transparency?" Journal of Accounting Research, Vol 42 (2) pp. 207-251.
6. Faizul, Hauque. Thankom, A., Colin K., «Corporate Governance and Capital Markets: A conceptual Framework», Journal of corporate ownership and control,

5(2). pp. 204-276

7. John, K., Senbet, Lemma W. (1998)

Corporate governance and board effectiveness, Journal of Banking & Finance 22, pp.371-403.

8. OECD (1999). «OECD Principles of

Corporate Governance», OECD, Paris.

9. Ronald J. Gilson, (2000).

«Transparency, Corporate Governance and Capital Markets», the Latin American Corporate Governance Roundtable, Sao Paulo, Brazil, April 26-28.

10. Solomon, Jill, and Solomon, Aris (2005). «Corporate governance and accountability», John Wiley & Sons, Ltd.

11. Wymeersch E., (1994). Aspect of Corporate Governance in Belgium, Corporate Governance: An international Review, vol. 2, Issue 3.