

## مطالعه تطبیقی مدل‌های حاکمیت شرکتی و ارائه مدل مناسب برای حاکمیت شرکتی حقوق شرکت‌های سهامی ایران

جمشید یحیی پور<sup>۱</sup>

### چکیده

مطالعات حاکی از آن است که دو مدل حاکمیت شرکتی در دنیا بعنوان مدل‌های غالب وجود دارد (آنگلو-آمریکایی و اروپای قاره‌ای). هر یک از کشورها براساس سیستم حقوقی و وضعیت اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی تابع یکی از این دو مدل می‌باشند. هر یک از این مدل‌ها دارای نقاط قوت و ضعف می‌باشد که منجر به این شده است که هیچ کدام از این دو مدل بعنوان یک مدل نهایی برای انتخاب تلقی نشود. به همین دلیل گرایش‌ها به سمت حاکمیت شرکتی نو ظهور، تحت عنوان ترکیبی می‌باشد. نظام حقوق شرکت‌های سهامی ایران منطبق با مدل حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای می‌باشد. در این نوشتار ضمن بررسی و نقد هر یک از مدل‌ها و نظام حاکمیت شرکتی موجود در مقررات شرکت‌های سهامی ایران به این نتیجه می‌رسیم که مدل حاکمیت شرکتی تطبیقی از نوع پویا می‌تواند برای ایران مناسب باشد.

**واژگان کلیدی:** مدل حاکمیت شرکتی آنگلو-آمریکایی، مدل حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای، مدل ترکیبی شرکتی، شرکت‌های سهامی، سهامداران.

**طبقه‌بندی موضوعی:** K22, K40, G34, G38, P50

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱. عضو هیأت علمی دانشگاه علامه محدث نوری

## مقدمه

امروزه اقتصاد اجتماعی جایگزین اقتصاد فردی شده است و رقابت در بازارهای اقتصادی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. فضای مسالمت‌آمیز اقتصادی دنیای سنتی جای خود را به بازار رقابت و انحصار داده است. بنابراین تداوم رقابت شرکت‌های سهامی در گرو حمایت‌های اجتماعی، اقتصادی و بویژه قانونی است. در واقع مهم‌ترین عرصه‌ای که باید مورد توجه قرار گیرد عرصه قانونی است. از نظر اقتصادی قواعد حقوق شرکت‌ها باید به نحوی باشد که موجب بهره‌وری شود، لذا به هر اندازه مقررات از کارآمدی بالایی برخوردار باشند، موجب بهره‌وری بیشتری می‌شود. با توجه به این که در ایران یکی از موضوعات مورد بحث فرآیند خصوصی‌سازی و اجرایی نمودن سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی است، جهت‌گیری خصوصی‌سازی نیازمند یک حرکت تدریجی در تدوین مقررات متناسب با آنچه اقتصاد آزاد در عملکرد شرکت‌ها اقتضاء می‌کند می‌باشد. یکی از نیازمندی‌های اساسی، تدوین مقررات شرکت‌های سهامی با چارچوب اصول حاکمیت شرکتی مناسب است. حاکمیت مناسب، همیشه همراه و ملازم شرکت‌های موفق بوده است. نظریه پردازان حقوقی و رویه‌های تجارت شرکتی موجود در دنیا حاکی از وجود دو مدل حاکمیت شرکتی است که کشورها عمدتاً مبانی حاکمیت شرکتی خود را با یکی از این مدل‌ها یا هر دو تلفیق می‌نمایند. هر یک از این مدل‌ها توصیف‌های متفاوتی ارائه می‌نمایند که گاهی بین مدل‌ها تمایزهای ظریفی وجود دارد و در چنین حالتی یک ارزیابی دقیق نشان می‌دهد که طرح و بحث توسط کدام مدل به حقیقت نزدیک‌تر است. البته هر یک از این مدل‌ها یک راه‌حل نهایی نیستند، بلکه استفاده از آنها می‌تواند یک چارچوب منطقی برای مسایل مهم تلقی گردند. این که کدام مدل به تنهایی می‌تواند معرف حاکمیت شرکتی خوب باشد یا خیر، اختلاف نظر است. به عنوان نمونه OECD بیان داشته است که: «هیچ مدل خوبی که به تنهایی معرف حاکمیت شرکتی باشد وجود ندارد و مدلی وجود ندارد که برای تمام موارد مناسب باشد» (Allen, et al., 1999). مطالعات حاکی از آن است که هر کشوری الگوی حاکمیت شرکتی منحصر به خود را دارد، زیرا شرکت‌ها در کشورهای مختلف در یک محتوای تاریخی توسعه پیدا کرده‌اند. به همین دلیل در محیط‌های فرهنگی، حقوقی، اجتماعی و اقتصادی غیرهمگونی عمل می‌نمایند. در نتیجه هر کشور، مدل یا مدل‌های حاکمیت شرکتی خاصی را توسعه بخشیده است تا بتواند عملکرد تجاری خود را به بهترین وجه عملی سازد. (Rezaee – cheffins 2001 – Roe, 2000)

(2007)

در حال حاضر دو مدل حاکمیت شرکتی آنگلو-امریکایی و اروپایی قاره‌ای از مدل‌های غالب محسوب می‌شوند که برای درک بهتر ابتدا هر یک از مدل‌ها را توصیف، ویژگی‌های هر یک را

تشریح و بعد از تحلیل هر یک وضعیت موجود در مقررات حقوق شرکت‌های سهامی ایران و مدل غالب در مقررات حقوق شرکت‌های سهامی را مطرح تا با ارزیابی هر یک امکان پیشنهاد مدل مناسب حاکمیت شرکتی برای مقررات حقوق شرکت‌های ایران فراهم گردد.

### مبحث اول - مدل حاکمیت شرکتی آنگلو-آمریکایی<sup>۱</sup>

مدل موصوف در واقع در دو کشور بریتانیا و ایالات متحده تأسیس شد. با این وجود این نوع حاکمیت شرکتی به سایر کشورهای انگلیسی زبان چون کانادا، استرالیا و ... توسعه پیدا کرده است. این مدل از یک سری ویژگی‌هایی برخوردار است که آن را از مدل اروپای قاره‌ای متمایز می‌سازد البته ساختار مالکیت (متمرکز و غیرمتمرکز)، نظام‌های حقوقی داخلی و نظام‌های مالی و ظرفیت آن برای ارائه بودجه و تأمین سرمایه خارجی (منبع تأمین سرمایه) در تعیین این متغیرها حایز اهمیت است. (Mavrommati, 2008).

### گفتار اول - ویژگی‌های مدل حاکمیت شرکتی آنگلو - آمریکایی

#### بند اول - تفکیک مالکیت از کنترل

یکی از ویژگی‌های متمایز مدل آنگلو - آمریکایی، تفکیک (جدایی) مالکیت از کنترل است. ساختار مالکیت شرکتی در ایالات متحده و بریتانیا با مالکیت سهام گسترده و غیرمتمرکز شناخته شده است (Rezaee, 2007). با این توضیح که مالکیت سهام به طور گسترده‌ای میان سرمایه‌گذاران پراکنده می‌شود و هر یک از سهامداران مالک بخش اندکی از مجموع سهام شرکت می‌شوند در نتیجه شرکت فاقد سهامداران کنترل‌کننده است.

این پراکندگی سهام بین سهامداران موجب جدایی مالکیت از کنترل می‌گردد. نتیجه عدم نقش کنترلی برای سهامداران این است که اداره شرکت را به مدیران حرفه‌ای تفویض کنند. تفویض اداره شرکت به یک گروه مدیریتی متخصص هر چند معقول و مناسب است اما این ایراد را دارد که در صورتی که مدیران دارای سهام اندک یا فاقد سهم باشند، سعی می‌کند که اداره شرکت را در جهت کسب منافع بیشتر خود به هزینه سهامداران سوق دهند (Cheffins 2002). به عبارتی مدیران ممکن است همیشه در راستای تأمین منافع سهامداران اقدام نکنند. به عقیده آدام اسمیت مدیران چنین شرکت‌هایی بیشتر مسؤل سرمایه‌دیگران هستند تا سرمایه خود و نمی‌توان به خوبی انتظار داشت که آنها باید با همان انگیزه و اشتیاقی که سهامداران شرکتی غالباً سرمایه خود را به دقت مراقبت و

---

1. Anglo – American Model

نگهداری می‌کنند، مراقبت و حافظ سرمایه آنها باشند (Van der Elst, 2006). موضوعی که برخی نویسندگان از آن بدین تعبیر یاد کردند که با توجه به گسترش و افزایش شرکت‌های سهامی، توزیع و پراکنده شدن سهام میان سهامداران خرد، منجر به تمرکز قدرت و کنترل مدیریت شرکت شده است (Hansmann, et al., 2000).

### بند دوم - تأمین سرمایه از طریق منابع خارجی

دو منبع مختلف برای تأمین بودجه در نظام‌های حقوقی وجود دارد. یکی نظام‌های بازارمدار<sup>۱</sup> و دیگری بانک‌مدار<sup>۲</sup> که این خود یکی از عوامل در ایجاد تنوع در ترتیبات آرایش حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود. الگوی بازارمدار وضعیت نظامی را توصیف می‌کند که تأمین بودجه مالی شرکت اصولاً از طریق بازار است و در واقع سرمایه‌گذارانی هستند که سرمایه خود را در شرکت‌های معینی سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این مدل سرمایه از طریق منابع خارجی و عمدتاً با عرضه سهام به بازار و عموم مردم تأمین می‌شود. وجود بازارهای سرمایه قدرتمند، نقدینگی بالای بازار، بازار سیال و توسعه یافته امکان جذب سرمایه را برای شرکت‌ها امکانپذیر نموده است. تأمین سرمایه از طریق منابع خارجی موجب شده است که به این مدل عنوان برون‌سازمانی<sup>۳</sup> بدهند. این عنوان خود نتیجه وجود بازارهای فعال، بازار سهام نقدی و بازارهای فعال برای مدیریت شرکت‌هاست & (Brendet, 2000) (Cheffins, 2000).

بریتانیا نیز همچون ایالات متحده جزء کشورهایی است که تأمین سرمایه آن به شکل بازارمحور است و نقش بانک‌ها در چنین کشوری کم‌رنگ است (Clarke, 2007) سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید سهام شرکت‌ها می‌نمایند بدنبال کسب سود هستند، در صورتی که شرکت دچار زیان دهی شود یا سهامداران به هر نحوی از عملکرد مدیران ناراضی باشند از شرکت خارج می‌شوند و چون سهامداران در شرکت‌های مختلف اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند تمایلی به داشتن رابطه طولانی مدت با شرکت ندارند، در نتیجه در کوتاه مدت، در صورت عدم رضایت از عملکرد مدیریت شرکت از راه حل خروج استفاده می‌کنند و این نشان دهنده ضعف شرکت در حفظ سهامداران است. به ویژه حالتی که علت خروج عملکرد بد مدیریت باشد (Jill, et al., 2004).

---

1. Market - oriented  
2. Bank-oriented  
3. Outsider system

### بند سوم - برخورداری از قواعد افشاء اطلاعات استاندارد

در این مدل به دلیل پراکندگی مالکیت سهام و جدایی مالکیت از کنترل و تفویض اداره شرکت به مدیر غیرسهامدار موجب عدم کنترل سهامداران یا سهامداران گشته است، در نتیجه اطلاعات سهامداران درخصوص وضعیت مالی و عملکرد شرکت نسبتاً پایین است. بنابراین در جهت حمایت از سهامداران و ایجاد اطمینان برای سرمایه‌گذاران از افشاء اطلاعات استاندارد استفاده می‌شود. داشتن سطح بالایی از افشای اطلاعات از ویژگی‌های متمایز این مدل است. به همین دلیل این مدل به نظام‌های مبتنی بر افشاء<sup>۱</sup> موسوم شده‌اند، چرا که سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم آگاهانه در خصوص سرمایه‌گذاری نیازمند اطلاعات موثق و قابل اتکا هستند. در نتیجه مقرراتی جهت تضمین این امر در نظر گرفته شده است که کلیه سرمایه‌گذاران مطلع شده و مانع از دسترسی اعضای گروه‌های ممتاز سهامداران و تبادل اطلاعات گردند (Clarke, 2007). در چنین مدلی به لحاظ جدایی مالکیت از کنترل، تقاضا برای افشاء به موقع اطلاعات مالی را افزایش داده تا از این طریق اطلاعات نامتقارن بین مدیران و مالکان بالقوه و بالفعل و سایر ذینفعان تعدیل شده و زمینه نظارت عالی بر عملکرد مدیران اجرایی پدید آید. افشای کامل اطلاعات برای کارکرد مطلوب بازار سرمایه عامل حیاتی تلقی می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌گردد که آگاهی مدیران اجرایی از فعالیت‌های شرکت، نسبت به سرمایه‌گذاران بالفعل، بالقوه و سایر ذینفعان بسیار بیشتر است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۵).

بطور کلی سهامداران به افشای اطلاعات تفصیلی و قابل اتکا، جهت ارزیابی اقدامات مدیریت نیاز دارند، بگونه‌ای که بدون این اطلاعات، برای سهامداران ارزیابی عملکرد به نحو مناسب و ارزیابی دقیق اقدامات مدیریت دشوار است. دستیابی به اطلاعات در قیمت‌گذاری و کارآمدی بازار نیز تأثیرگذار است (Van der Elst, 2006). به همین دلیل در جهت تسهیل دسترسی سهامداران یا سرمایه‌گذاران به اطلاعات ضروری، مقرراتی در این خصوص تنظیم شده است. از جمله در ایالات متحده آمریکا قانون کمیسیون بورس اوراق بهادار<sup>۲</sup> مصوب ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ میلادی می‌باشد که دربرگیرنده گزارش‌های ادواری است که مجموعاً نظام جامع افشای اطلاعات کمیسیون بورس و اوراق بهادار را تشکیل می‌دهد که علاوه بر تحمیل تکلیف مبنی بر روزآمد کردن مداوم اطلاعات موجود، دسترسی نامحدود عموم شامل سرمایه‌گذاران فعلی و آینده و دیگر طرفین مربوط را به اطلاعات امکانپذیر می‌سازد (Zetzsche, 2004).

---

1. Disclosure Based

2. Security Exchange Commission

یکی دیگر از مقررات که در این زمینه نقش مهمی ایفاء نموده است. قانون ساربنز - اکسلی<sup>۱</sup> است. این قانون پس از مدت ها تحقیق جامع در مورد قوانین موجود آمریکا در ۲۰۰۲ به تصویب رسید که از قدرت اجرایی بالایی برخوردار است. بخش چهارم آن به افزایش افشاهای مالی اختصاص دارد. هدف اصلی این بخش الزام شرکت ها به افشای اطلاعاتی است که قبلاً الزامی در خصوص افشای آن وجود نداشت ارائه گزارش های سه ماهه و سالانه به صورت منصفانه، ارائه اطلاعات کامل در مورد رویدادهای مالی خارج از ترازنامه و صورت های مالی پیش بینی شده، افشای اطلاعات از اهداف این قانون است (Sarbanes-oxley Act, 2002).

در بریتانیا نیز شورای گزارشگری مالی<sup>۲</sup> در سال ۲۰۱۰ در بخش هفتم خود قواعدی در خصوص افشای اطلاعات را پیش بینی کرده است (The Uk Corporate Governance Code, 2010). همچنین در قانون شرکت های ۲۰۰۶ نیز مقرراتی در خصوص افشای اطلاعات پیش بینی شده است (بخش ششم این قانون).

#### بند چهارم - قدرت در حال افزایش سرمایه گذاران حرفه ای<sup>۳</sup> و سرمایه گذاران نهادی<sup>۴</sup>

گسترش نفوذ سرمایه گذاران حرفه ای و نهادی از ویژگی های این مدل است. اگر چه شرکت ها در چنین مدلی بطور مستقیم تحت کنترل مدیران خود هستند، اما بطور غیرمستقیم بوسیله افراد خارج از حلقه کنترل می شوند. در آمریکا و بریتانیا چنین سرمایه گذارانی نفوذ چشم گیری در شرکت ها بدست آوردند و به تدریج این گروه ها کنترل اصلی شرکت ها را بدست گرفتند. چرا که سرمایه گذاران نهادی بزرگترین بخش از سهام شرکت ها را بدست آورده و با نقش گرفتن به عنوان یک سهامدار داخلی نفوذ شدیدی بر مدیریت شرکت اعمال می کنند (Jill, et al., 2004).

رشد چشم گیر سرمایه گذاران نهادی از دهه ۱۹۹۰ به ویژه مؤسسات سرمایه گذاری انگلیسی و امریکایی پیامدهای مهمی برای مالکیت و کنترل صنعت در سطح بین المللی و حاکمیت شرکتی داشته است (Clarke, 2007). از مشکلات سرمایه گذاران نهادی، در مقام نظارت بر مدیریت شرکت این است که آنها در واقع سهامدار نیستند. رابطه آنها با شرکت و با سهامداران حقیقی، شبکه ای پیچیده از مالکیت و مسئولیت پاسخگویی را درگیر می کند. سهامداران داخلی، موکلان این نهادهای

---

1. Sarbanes-oxley  
2. Financial Reporting Council  
3. Professional Investors  
4. Institutional Investors

سرمایه‌گذار هستند. همچنین تمایل به کوتاه مدت‌گرایی<sup>۱</sup> از دیگر ایرادات این سرمایه‌گذاری است آنها به حداکثرسازی سود در کوتاه مدت علاقمند هستند (Jill, et al., 2004).

### بند پنجم - حمایت قوی از سرمایه‌گذاران

از دیگر ویژگی‌های متمایزکننده مدل حاکمیت شرکتی آنگلو - آمریکایی سطح حمایت‌های قانونی از سهامداران است. نتیجه مطالعات و تحقیقات تجربی و آماری برخی محققین در سال ۱۹۹۹ حاکی از آن است که کشورهایی که حمایت قانونی ضعیفی نسبت به سرمایه‌گذاران دارند - برخلاف کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران - نوعاً دارای مالکیت متمرکز در شرکت‌ها هستند. در مقابل در کشورهایی دارای قوانین حمایتی قوی از سرمایه‌گذار، سهامداران پراکنده و مدیران حرفه‌ای رایج‌تر است. زیرا حمایت قوی از سرمایه‌گذاران موجب جلب اعتماد و جذب سرمایه‌گذاران و توسعه بازارهای سرمایه می‌شود (La porta, et al., 1999 & 1996) همچنین حمایت قوی از سرمایه‌گذاران و سهامداران در ایجاد بازارهای مالی ارزشمند و کارآمد و مالکیت گسترده سهام مؤثر باشد.

### گفتار دوم - نقد مدل حاکمیت شرکت آنگلو - آمریکایی

یکی از ویژگی‌های این مدل جدایی مالکیت از کنترل و پراکندگی سهام است که این خود منجر به مشکل و معضل نمایندگی<sup>۲</sup> شده است. جدایی مالکیت از کنترل وضعیتی را ایجاد کرده است که سهامداران بر مدیریت شرکت تأثیرگذاری اندکی داشته و سهامداران بواسطه پراکندگی سهام و بی تفاوتی نسبت به فعالیت‌های مدیریتی شرکتی که در آن سرمایه‌گذاری نموده‌اند، از اعمال کنترل ناتوان شده‌اند و اساس مشکل البته در پراکندگی سهام است. از آنجا که سهامداران انگیزه لازم برای درگیر شدن با ادامه شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده ندارند شاید به علت داشتن سهام اندک و در نتیجه عدم رضایت از عملکرد شرکت اقدام به فروش سهام خود کنند و از رویکرد خروج استفاده کنند تا استفاده از رویکرد اظهار نظر. یکی از فرضیات اصلی نظریه نمایندگی این است که بین اصیل (سهامدار) و نماینده (مدیر) تضاد منافع وجود دارد، زیرا هدف اولیه در شرکت‌ها این است که مدیران دارای سهامداران را به حداکثر برسانند اما در عمل ضرورتاً چنین موضوعی صادق نیست. این احتمال وجود دارد که مدیران منافع خود را ترجیح دهند و این موضوع می‌تواند منجر به بروز تمایل مدیران به تمرکز سرمایه‌گذاری بر طرح‌هایی شود که دارای منافع کوتاه مدت هستند (Jill, et al., 2004). هر

1. Short - Termism

2. Agency problem

چند واگذاری اداره شرکت به مدیران متخصص معقول است اما یکی از ایرادات آن این است که موجب هزینه‌هایی تحت عنوان هزینه‌های نمایندگی<sup>۱</sup> می‌شود (Cheffins, 2002). از ایرادات اساسی تفکیک مالکیت از کنترل یا پراکندگی سهام این است که نماینده لزوماً در جهت منافع اصیل (سهامداران) و اهداف شرکت عمل نمی‌نماید. مشکل اساسی اینجاست که نماینده (مدیر) نوعاً اطلاعات بیشتری از اصیل (سهامداران) در خصوص وضعیت شرکت دارد و اصلی نمی‌تواند بدون هیچ هزینه‌ای از عملکرد نماینده (مدیر) اطمینان حاصل نماید. لذا اصیل برای وصول اطمینان از کیفیت عملکرد نماینده باید متحمل هزینه‌هایی برای نظارت و کنترل بر رفتار و عملکرد نماینده شود. هر اندازه وظایف تفویضی نماینده پیچیده‌تر باشد و اختیارات وسیع‌تر باشد هزینه‌های نمایندگی همچون هزینه‌های نظارت بیشتر می‌شود که از آن تعبیر به هزینه‌های نمایندگی<sup>۲</sup> می‌شود.

یکی دیگر از ایرادات این مدل موضوع تصاحب خصمانه<sup>۳</sup> است. اعمال کنترل خصمانه صرفاً در این مدل نقش مهمی ایفا می‌کند. تصاحب خصمانه زمانی اتفاق می‌افتد که اقدامات مدیران موجب حداکثرسازی منافع سهامداران نمی‌شود، ارزش سهام کاهش می‌یابد، این امر به دیگر شرکت‌کنندگان در بازار اجازه می‌دهد تا سهام بیشتری را بدست آورند یا پیشنهاد خصمانه ارائه کنند و مدیریت فعلی را از صحنه خارج کنند (Van der Elst, 2004).

وجود تصمیمات و اقدامات تصاحب و قبضه مالکیت در شرکت‌ها از دیدگاه مدیران بسیار حائز اهمیت است چرا که در شکل گسترده به دلیل عکس‌العمل سهامداران، سهامداران نسبت به تغییرات ارزش سهام شرکت‌ها می‌تواند نوعی ابزار کنترلی بر مدیریت شرکت‌ها باشد. زیرا در صورت نارضایتی سهامداران، سهامداران به معجم عمومی به نفع تصاحب شرکت رأی خواهند داد. مسلماً خطر تصاحب، ضمانت اجرای شدید انضباطی و بازدارنده برای مدیران است. چرا که مدیران بدنبال آن هستند که موقعیت خود را از دست ندهند (Jill, et al., 2004 & Clarke 2007).

از دیگر ایرادات وارد، بر این مدل این است که این مدل تمرکز بیش از حد بر حداکثرسازی ثروت سهامداران دارد. به عقیده محققین این طرز تفکر با واقعیت منطبق و هماهنگ نیست. زیرا مطابق این دیدگاه سهامداران تنها یکی از ذی‌نفعان محسوب می‌شوند و منافع آنها بایستی بر منافع سایر ذی‌نفعان اولویت داشته باشد و در واقع منافع سهامداران بر سایر ذی‌نفعان مقدم است و تنها وظیفه مدیران حداکثرسازی منافع آنها است. این در حالی است که به عقیده منتقدان این تفکر با واقعیت منطبق

---

1. Agency costs  
2. Agency Costs  
3. Hostil Takeover



نیست و منافع سهامداران نباید اولویتی داشته باشد. شرط اثربخش حاکمیت شرکتی آن است که منافع دیگر گروه‌های نیز مدنظر قرار گیرد (Ziolkowski, 2005).

زیرا بر اساس نظریه‌های جدید، قلمرو حاکمیت شرکتی باید منافع سایر گروه‌های ذی‌نفع غیر سهامدار در اداره شرکت به منظور حداکثرسازی منافع پایدار و بلند مدت سهامداران شرکت در نظر گرفته شود.

### مبحث دوم - مدل حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای<sup>۱</sup>

در مقابل مدل حاکمیت شرکتی انگلو-امریکایی، مدل اروپای قاره‌ای قرار دارد. مدل اروپای قاره‌ای به civil law و درون‌سازمانی<sup>۲</sup> هم معروف شده است. به نظام‌های درون سازمانی به دلیل روابط نزدیک میان شرکت‌ها و سهامداران عمده آنها نظام‌های رابطه‌ای<sup>۳</sup> نیز گفته می‌شود. (Jill, et al., 2004)

این مدل دارای ویژگی‌هایی است که آن را از مدل اول متمایز می‌کند که ذیلاً بدان می‌پردازیم.

### گفتار اول - ویژگی‌های مدل حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای

#### بند اول - اتحاد مالکیت و کنترل

از ویژگی‌های این مدل موضوع اتحاد مالکیت و کنترل است که این خود ناشی از حالت مالکیت متمرکز سهام است. شاید به همین علت، عنوان درون سازمانی یا نظام داخلی را بدان داده‌اند. بالای از تمرکز مالکت سهام در این مدل وجود دارد (Dignem, et al., 2010; Thyil, et al., 2011; Mavrommati 2008; Berndt, 2000).

در مقایسه با شرکت‌های دارای مالکیت پراکنده که سهامداران رابطه کوتاه مدت با شرکت دارند، حضور سهامداران عمده موجب شده است که در این مدل سهامداران رابطه بلند مدت با شرکت داشته باشد (Jill and Aris, 2004).

در این مدل بانک‌ها نقش عمده ایفای می‌کنند. در ژاپن که به عنوان یکی از کشورهای تابع این مدل است بین بانک و شرکت رابطه بلند مدت ایجاد می‌شود. بانک‌ها دارایی شرکت را در اختیار دارند و هنگامی که شرکت دچار بحران مالی شود، مداخله می‌نمایند (Ziolkowski, 2005).

---

1. Continetal Europ Model  
2. Insider system  
3. Relation ship – based systems

در نتیجه تمرکز مالکیت سهام در این مدل و وجود سهامداران یا گروه سهامدار عمده و غالب که کنترل شرکت را در اختیار دارند دیگر نیاز به استفاده از راهکار دیگری جهت نظارت و کنترل بر مدیران نظیر بازار نیست. نه تنها بازار جهت کنترل و نظارت بر شرکت ضرورتی ندارد، سهامداران عمده نیز به ندرت برای فروش سهام به بازار متکی هستند. در نتیجه برخلاف مدل آنگلو - آمریکایی نیاز به وجود بازار سیال و سرمایه توسعه یافته که قیمت سهام روز به روز مشخص باشد نیست (Caffee, 2005).

بنابراین از ویژگی‌های اساسی و متمایز این مدل این است که بین مالکیت و کنترل اتحاد وجود دارد و به عبارتی در این مدل سهامداران همان مدیران شرکت هستند. به تعبیری نظام مالک - مدیر حاکم است. این خود از نتایج مالکیت متمرکز است. زیرا برخلاف مدل آنگلو - آمریکایی، سهام پراکنده نیست و در دست گروه سهامداران است که بعضاً سهامداران عمده و غالب هستند. (یحیی‌پور، ۱۳۹۲).

### بند دوم - تأمین سرمایه از طریق منابع داخلی

برخلاف مدل حاکمیت شرکتی انگلو - آمریکایی که در آن منابع مالی و سرمایه شرکت از طریق بازار تأمین می‌شد در مدل اروپای قاره ای علاوه بر خانواده‌ها و دولت، بانک‌ها نقش اساسی در تأمین سرمایه شرکت‌ها ایفا می‌کند. (Cocks, et al., 2010; Mavrommati, 2008)

در واقع در چنین مدلی که به عنوان بانک محور موسوم هستند بویژه آلمان و ژاپن، بانک‌ها نقش غالب را ایفا می‌کنند. به عنوان یک قاعده، بانک‌ها بسته‌های سهام شرکت را در اختیار می‌گیرند و براساس آن به شرکت‌ها اعتبار می‌دهند. نتیجه این می‌شود که بانک‌ها کنترل خاصی بر این شرکت‌ها داشته باشند. در مطالعات آمده است که این جایگاه خاص و نقش بانک‌ها در اقتصاد نیز تأثیرات مثبتی را برای وضعیت و امور شرکت‌ها فراهم می‌کند (Clarke, 2007).

بانک‌ها اطلاعات معتبر و موثقی از شرکت‌ها در اختیار دارند و این مسئله برای بانک‌ها مفید است. زیرا این امکان را به آنها می‌دهد که در ازای اعتباراتی که اعطاء می‌نمایند، کنترل مؤثرتری اعمال کنند. علاوه بر این مشارکت بانک در شرکت منجر به افزایش ثبات و توانایی رشد شرکت می‌گردد (Ziolkowski, 2005).

نقش بانک‌ها در شرکت‌ها محدود به اعطای وام نیست بلکه در شرکت دارای سهام بوده و در جلسات هیأت‌مدیره نیز حضور پیدا می‌کنند. در واقع وقتی که وام دهنده سهامدار نیز باشد رابطه کنترل

غنی‌تر می‌گردد. زیرا وی را بر می‌انگیزد که در توزیع جریان نقدینگی علاقه نشان داده و ذی‌نفع باشد نه این که خود را صرفاً بر اعمال بازپرداخت وام ذی‌نفع بداند. تعارض منافع میان طلبکاران و سهامداران نیز در چنین حالتی تا حدی مرتفع می‌شود (Mavrommati, 2008).

#### **بند سوم - هزینه نمایندگی کمتر**

در مباحث قبل آمده است که یکی از مشکلات مدل آنگلو - آمریکایی موضوع نمایندگی و هزینه‌های آن است. وقتی سهام به صورت پراکنده باشد و نظارت و کنترلی از سوی سهامداران بر مدیران شرکت وجود نداشته باشد، مدیران شرکت را در راستای تأمین منافع خویش اداره می‌کنند و نظارت و کنترل بر مدیران مستلزم هزینه زیاد برای سهامداران است. اما این مشکل در شرکت‌های مدل اروپای قاره‌ای رایج نیست یا حداقل کمتر است و آن نیز به علت پایین بودن پراکندگی مالکیت است (Tyil, et al., 2011) در چنین حالتی هنگامی که مالکیت سهام در اختیار مالک یا مالکان معدودی که به صورت توافقی عمل می‌کنند (حالتی که شرکت تحت تملک خانواده است) خود سهامداران کنترل مؤثر در شرکت را دارند و ماهیت حاکمیت شرکتی متفاوت می‌شود و مشکلات نمایندگی از تعارضات مدیر-سهامدار به سهامداران اکثریت و سهامداران اقلیت تغییر جهت می‌دهد. در نتیجه هدف حاکمیت شرکتی ایجاد توازن و تعادل منافع میان بلوک سهامداران قدرتمند و سهامداران اقلیت و ضعیف می‌باشد (Mavrommati, 2008).

علت نظارت بهتر از سوی سهامداران بدین سان است که سرمایه‌گذاری آنها در شرکت به اندازه‌ای قابل توجه است که انگیزه قوی در نظارت بر روند امور شرکت داشته باشند. سهامداران به منظور دسترسی به اطلاعات با کیفیت بالا راجع به عملکرد شرکت و هماهنگی برای عزل مدیران ناکارآمد باید دارای نفوذ و تأثیر کافی باشند (Cheffins, 2002).

در نتیجه وقتی که سهامداران کنترل کننده در شرکت از نفوذ کافی برخوردار باشند، به طور مستقیم بر مدیر نظارت و در صورت لزوم آنها را از سمت خود عزل می‌نمایند و دیگر نیازی به استفاده از مکانیزمی چون تصاحب خصمانه نیست (Mavrommeti, 2008).

#### **بند چهارم - سطح پایین افشای اطلاعات**

اطلاعات مایه حیات بازار است، اطلاعات شفاف در اقتصاد جامعه نه تنها مؤثر بوده و کارآیی و رشد اقتصادی را به همراه دارد، بلکه موجب اعتماد سرمایه‌گذاران را نیز می‌شود. به هر میزانی که ضریب افشاء اطلاعات صحیح بالا باشد جذب سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری نیز بیشتر خواهد شد. چون

اعتماد را در بازار سرمایه گذاری حاکم می کند و عدم تقارن اطلاعات میان سهامداران و مدیران و سهامداران اکثریت و اقلیت را تحت تأثیر قرار می دهد. این مدل از سطح افشای اطلاعات پایین و عدم استاندارد اطلاعات برخوردار می باشد. به عبارتی لزوم به افشاگری و دادن اطلاعات در کشورهای تابع این مدل به نسبت مدل آنگلو - آمریکایی پایین است (Clarke, 2007; Berndt, 2000).

البته در برخی از کشورها مثل آلمان این موضوع با قوانین جدید رفع شده است. در کد حاکمیت شرکتی آلمان در بند ۱-۶ چنین مقرر شده است که: «هیأت مدیره باید اطلاعات مربوط به شرکت را بدون تأخیر، بطور مستقیم افشاء نماید مگر این که وی را از افشاء در مورد خاصی معاف نموده باشند». در بند ۳ نیز آمده است «که شرکت باید با همه سهامداران در مورد اطلاعات رفتار یکسان داشته باشد» (German Corporate Governance, 2010).

در فرانسه نیز به موجب قانون NRE<sup>1</sup> ۲۰۰۱ که حاوی قواعد جدیدی در زمینه اقتصادی بوده است مباحثی راجع به افشاء پیش‌بینی شده است. از جمله افشاء حقوق و پاداش مدیریتی بوده است. این قانون جایگاه سهامداران را نیز بهبود بخشید. سهامداران از حق رأی به شکل الکترونیک و ارتباط از طریق ویدیو کنفرانس و نمایندگی برخوردار شدند و حق دسترسی به اطلاعات برای سهامداران افزایش یافت. همچنین حمایت از سهامداران اقلیت نیز افزایش یافت (Cock, et al., 2010).

### گفتار دوم - نقد مدل حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای

مدل مورد بحث نیز با مشکلاتی مواجه شده است. از جمله این که به دنبال رابطه نزدیک میان سهامداران و مدیران، مشکل نمایندگی کمتری وجود دارد - که در بدو امر از مشخصه های مثبت آن است - ولی مشکلات جدی دیگری دارد. بواسطه سطح پایین و ناچیز تفکیک مالکیت و کنترل، در بسیاری از کشورها امکان سوء استفاده از قدرت و اختیارات وجود دارد. وجود سهامداران عمده که کنترل کننده هستند موجب می شود که سهامداران اقلیت نتوانند از عملیات شرکت آگاه شوند (Jill, et al., 2004) وجود سهامداران کنترل کننده موجب تضییع حقوق سهامداران اقلیت می شود.

از دیگر ایرادات این مدل این است که معاملات مالی مبهم و غیرشفاف است و افزایش سوء استفاده از منابع مالی نمونه‌هایی از سوء جریان‌ها در این مدل به شمار می آید (Johanson, et al., 1999).

1. Loi Relative Aux Nouvelles Regulations Economique

از دیگر نقاط ضعف این مدل شفافیت پایین است. اطلاعات چندانی به بازار و سهامداران و بازار سرمایه ارائه نمی‌کند (Ziolkowski, 2005; Berndet, 2000) فقدان شفافیت، احتمال سوء استفاده های مالی مکرر در این مدل را افزایش می‌دهد (Jill, et al., 2004).

### مبحث سوم - مدل حاکمیت شرکتی نوظهور گفتار اول - همگرایی<sup>۱</sup> بین المللی حاکمیت شرکتی

در نتیجه افزایش تجارت بین المللی و روابط تجاری، ایجاد روش‌ها و استانداردهای تجاری قابل مقایسه در سطح بین المللی ضرورت بیشتری پیدا کرده است. ضرورت همگرایی جهانی در حاکمیت شرکتی برخاسته از حضور نیروها و عواملی است که بازارهای مالی را با افزایش سرمایه‌گذاری بین المللی و ادغام بازارهای سرمایه بین المللی به سمت یکنواخت سازی بین المللی سوق می‌دهد. شرکت‌ها دیگر بر منابع داخلی متکی نیستند، بلکه تلاش می‌کنند تا با متقاعد ساختن سرمایه‌گذاران خارجی جذب سرمایه کنند. استانداردسازی حاکمیت شرکتی یک روش ایجاد اعتماد در بازارهای مالی یک کشور و تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری وجوه و اعتبارات خود و خطرپذیری در این راستا است که به عنوان نمونه، طرح‌های ابتکاری به منظور استانداردسازی حاکمیت شرکتی در سطح جهان شده است (Jill, et al., 2004).

هر چند در راستای همگرایی بین المللی حاکمیت شرکتی اقداماتی صورت گرفته است. از جمله اقدامات، اصول حاکمیت شرکتی OECD<sup>۲</sup>، اظهار نظر شبکه بین المللی حاکمیت شرکتی ICGN<sup>۳</sup> که مدل OECD را به عنوان سنگ بنای حاکمیت شرکتی خوب تأیید نموده است و نیز اصول کالپر<sup>۴</sup> به عنوان گام مهم دیگری در راستای هماهنگ‌سازی استانداردها و حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود، اما به عقیده برخی محققین بکارگیری موفق اصول کاری بین المللی بستگی به میزان رعایت سیستم‌های مختلف حاکمیت شرکتی از دستورالعمل‌های فوق دارد و هر کشوری یک سیستم حاکمیت شرکتی دارای مشخصه و ساختار قانونی کاملاً متفاوت، سیستم مالی و ساختار مالکیت شرکتی، فرهنگ و عوامل اقتصادی خاص خود را دارد. چنین چارچوب‌های متفاوتی در حاکمیت شرکتی، استفاده از اصول کاری عمومی را بسیار مشکل می‌کند (Jill and Aris, 2004).

1. Convergence
2. Organization for Economic Co-Operation And Development
3. International Corporate Governance Network
4. The Calpers Principles

مهم این است که کشورها بتوانند در حالی که برای یکسان‌سازی استانداردها و حاکمیت شرکتی خود و برای یکسان‌سازی و انعکاس بهترین رویه تلاش می‌کنند، هویت بومی خود را نیز حفظ نمایند، به عقیده برخی یک رویکرد واحد مناسب برای محققان، رویکردی غیرواقع بینانه است، چرا که نمی‌توان رویه‌های بیگانه را تحمیل کرد یا به نظام داخلی پیوند زد، اما این امکان وجود دارد که مجموعه‌ای از اصول را شناسایی و برای ترویج آن به شرکت‌ها اعمال نمود (Monks, et al., 2003).

به همین دلیل همگرایی با موانعی مواجه شده است. یکی از موانع اصلی تحت عنوان وابستگی راهی (وابسته به مسیر معمول)<sup>۱</sup> است. وابستگی راهی تحت عنوان گرایش نظام های حاکمیت شرکتی به حفظ شرایطی تعریف می‌شود که در گذشته جهت دلایل اقتصادی یا سیاسی یا صرفاً به دلیل حوادث تاریخی وجود داشته اند این حوادث تاریخی هم شامل شرایط اولیه و هم شامل رویدادهای تاریخی است (Licht, 2001).

به عقیده او وابستگی راهی ثمره تاریخ و شرایط اولیه شکل‌گیری آن است و ارزش های فرهنگی را به عنوان مادر وابستگی‌ها می‌نامد. فرهنگ یک ملت را می‌توان به عنوان مادر تمام وابستگی‌های راهی پنداشت. این بدان معناست که فرهنگ یک ملت مقاوم تر از سایر عواملی که می‌پنداریم، موجب ایجاد وابستگی راهی می‌شود (Ibid).

به عقیده برخی برای این که درک کنیم کدام ساختار مالکیت کارآیی دارد باید به ساختارهایی که شرکت‌ها در آن محیط شکل گرفته‌اند توجه نمود و ساختار موجود مانعی برای عدم کارآیی می‌شوند. ساختارهای اولیه مالکیت در نظام اقتصادی به طور مستقیم در انتخاب‌های بعدی آن اثر می‌گذارند (Bebchuk, et al., 1999).

لذا وابستگی راهی تأکید بر وابستگی متقابل نهادهای اقتصادی و اجتماعی دارد. حاکمیت شرکتی صرفاً شامل یک سری عناصر نیست بلکه متشکل از نظام هاست. پیوند دادن برخی از عناصر شکلی بدون در نظر گرفتن مکمل‌های نهادی می‌تواند بعدها موجب مشکلات جدی شود (Clarke, 2004).

#### 1. Path Dependence

منظور از وابستگی راهی این است که مقررات حقوق شرکت‌ها در هر نظامی براساس عوامل مختلف قانونی، فرهنگی، سیاسی و اقتصادی آن نظام شکل می‌گیرد که با گذشت مدت طولانی از وجود چنین ساختاری نوعی وابستگی و اعتیاد به مسیر که ناشی از طی مکرر آن می‌باشد ایجاد می‌گردد. در نتیجه امکان جدا شدن و تأسیس مقررات جدید دشوار است و ساختار موجود مانعی برای ساختار بعدی می‌گردد مگر اینکه موانع رفع‌گشته و زیربنا با توجه به عوامل مختلف برای ایجاد ساختار و مقررات جدید فراهم گردد.

در نتیجه با وجود موانع یاد شده، امکان همگرایی حاکمیت شرکتی وجود نداشته یا حداقل در حال حاضر و آینده نزدیک امکانپذیر نیست. به همین دلیل مدل حاکمیت شرکتی ترکیبی به عنوان مدل نوظهور کمتر با ایراد مواجه شده است که در بحث بعدی بدان می پردازیم.

## گفتار دوم - مدل حاکمیت شرکتی ترکیبی

### مبحث اول - توجیه مدل

مطالعات حاکی از آن است که بهترین مدل حاکمیت شرکتی وجود ندارد. هر دو مدل مزایای قابل مقایسه متفاوتی دارند. مدل حاکمیت شرکتی آنگلو - آمریکایی از شرکت‌ها در بخش‌هایی بهتر حمایت می‌کند که نیازمند حرکت سریع برای ورود یا خروج به بازارهای جدید است. از شرکت‌ها در بخش‌هایی حمایت می‌کند که نیازمند سرمایه‌گذاری در پروژه‌های درازمدت است (Spisto, 2006). مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی مبتنی بر فرضیه ارجاع متقابل<sup>۱</sup> (اقتباس مدل‌ها از یکدیگر) است که پیش فرض خود را بر این قرار می‌دهد که نظام‌های حاکمیت شرکتی تجزیه پذیر هستند (Bratton, et al., 1999)

این بدان معناست که مولفه‌های یک مدل را می‌توان از یکدیگر جدا نمود و آنها را برای استفاده برای مدل جدید بدون آن هیچ‌گونه آثار نامطلوب در برداشته باشد سازگار نمود. یک مشخصه خاص با یک نوآوری باید امکان جدایی از مدل و سازگار شدن با مدل‌های دیگر را داشته باشد. لذا فرضیه ارجاع زمانی منطقی است آن نظامها در کشور عملاً تجزیه‌پذیر باشند. به عبارتی قابلیت پذیرش آن مؤلفه با مشخصه را داشته باشند (Zhao, 2007).

در توجیه نظری مدل حاکمیت شرکتی ترکیبی قانع‌کننده‌ترین توجیه اصل «رقابت کامل می‌کند»<sup>۲</sup> است. رقابت‌های جهانی این معنا را در پی دارد که بازار بزرگتر، سرمایه بیشتر و تولیدکنندگان سرمایه‌دارها متخصص‌تری می‌طلبند و مستلزم مشارکت فرامرزی میان سازمان‌های تولیدکننده کنونی است. فناوری‌های نوآورانه تولید نیز مانند حوزه سرمایه به سرعت در حال گسترش در بنگاه‌های سراسری جهان شد. همین مسیر باید در خصوص حاکمیت شرکتی دنبال شود. در مدل غالب که در بازارهای بین‌المللی به طور تنگاتنگی با یکدیگر ارتباط دارند. تحت فشار جهانی سازی نظام شرکت تلاش خواهند کرد تا مزایای متقابل یکدیگر را جذب نمایند. هر مدل حاکمیت شرکتی به کمک تحقیقات داخلی آکادمیک و شواهد و تجربیات عملی تلاش می‌کند تا موضوع جدیدی از مدل

1. Reference Hypothesis  
2. Competition Mark perfect

دیگر اقتباس کند تا مدل خود را تکامل بخشد. مدل مبتنی بر سهامدار محور با تأکید بر تعهدات درازمدت، تمایل بیشتر بر حمایت از سهامداران دارد و مدل مبتنی بر ذی نفع بیشتر بر بازار تکیه دارد. ناکامی های احتمالی مدل بازار مدار را می توان از طریق راهکار مالکیت متمرکز سهام بهبود بخشید. در مقابل مدل های سهامدار محور نیز می تواند مزایا و راهکارهای معتبر نظام بازارمدار را اقتباس کند. این نوع بهبود متقابل مسلماً منجر به مدل ترکیبی در نظام حاکمیت شرکتی می گردد (Zhao, 2007, 2011)

صرفنظر از ارجاع با وجود رقابت های متقابل میان نظام ها در عصر اقتصاد نوین و مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی در این عصر با توجه به نوآوری ها و اصلاحات مبتنی بر جامعه دانش مناسب است. پیشرفت در تکنولوژی این امکان را ایجاد کرده که بازارهای سرمایه، تغییر قیمت سهام در سراسر جهان را ظرف مدت چند ثانیه در اختیار داشته باشند و معاملات جهانی بزرگ و پیچیده می تواند بدون نیاز به تعامل حضور انجام شود (Wheeler, 2002).

در نتیجه یک الگوی مورد توافق همگانی (مدل ترکیبی بازارمدار و شبکه مدار) به جهت تغییر و جا به جایی درون جامعه دانش پدیدار خواهد شد در واقع الگوی نظریه گروهی ذی نفع با برتری سهامدار مخالفتی ندارد و آنچه مورد تأیید است این است که سهامداران در نهایت ثروتمند خواهند شد اگر به مدیران اجازه دهند تا اهداف درازمدت را دنبال نمایند. در اقتصاد نوین نفوذ، تأثیر بالای فناوری اطلاعات و ارتباطات و تأکید بر اطلاعات و افشای آن، موجب افزایش مسولیت و پاسخگویی جهانی تجارت می شود. در نتیجه منافع گروه های ذی نفع متعددی به شکل گسترده سهامداران در راستای افزایش پاسخگویی و مسولیت شرکت ها در نظر گرفته خواهد شد سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی نقش مهمی را در اقتصاد نوین با هدف گسترش موفقیت شرکت به عنوان نماینده گروه های ذی نفع ایفاء می کند. بنابراین منافع گروه های ذی نفع هنگامی در نظر گرفته می شود که شرکت ها رقابت پذیری خود را برای منافع سهامداران و خود شرکت گسترش دهند (Zhao, 2007).

برنامه های سیاسی بسیاری از دولت ها در سرتاسر اروپا تمرکز بر روش ترکیبی است. در بریتانیا، طبق قانون شرکت های ۲۰۰۶ (Section 172-174) مدیران، به موجب قانون ملزم می باشند تا منافع اشخاص ذی نفع را به منظور تقویت موفقیت شرکت در نظر بگیرند. همچنین دولت رفاه فعال در بلژیک Polder model و آلمان نیز Neuemitte مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی را ترویج نموده اند که اینها همه حاکی از گرایش به سمت یک مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی است که بر شماری از مکانیزم های رایج از قبیل هیأت مدیره های مستقل، افشاء اطلاعات، پاسخگویی و غیره تکیه دارند (Zhao, 2011).



## مبحث دوم - انواع مدل

الگوی ترکیبی را براساس تحلیل فرآیند تغییر و دگرگونی می‌توان به دو دسته تقسیم‌بندی کرد. الگوی ترکیبی ایستا<sup>۱</sup> و الگوی ترکیبی پویا<sup>۲</sup>. اگرچه پذیرش هر کدام از این الگوها، همچنان مبتنی بر گرایشات، فرهنگ و تاریخ هر کشوری می‌باشد اما ایجاد و شکل‌گیری الگو، در هر کدام از این دو نوع فرآیند مشابهی دارند. در الگوی ترکیبی ایستا دولت‌ها الگوی ترکیبی را طراحی می‌کنند که عناصر الگوهای خودشان و عناصر یک الگو در نقطه مقابل را با یکدیگر ترکیب می‌کنند. این نوع الگوی ترکیبی برای کشورهایی مناسب است که قبلاً نظام حاکمیت شرکتی محکم و یکپارچه‌ای داشته‌اند که برای مدتی طولانی شرکت‌ها را از طریق مقررات قانونی شرکت‌ها، کنترل و سازماندهی می‌کردند. در مقابل در الگوی ترکیبی پویا، از دولت‌ها خواسته می‌شود تا الگوهای ترکیبی طراحی کنند که عناصر الگوی برتری سهامدار و الگوی گروه‌های ذی‌نفع را با مشخصه‌های کشور خودشان ترکیب کنند که به موجب نقشه توجیهات وابستگی از جمله گرایشات تاریخ، فرهنگ و مرحله توسعه اقتصادی مقرر گردیده است. این نوع الگو در کشورهایی پذیرفته می‌شود که هنوز در مرحله ایجاد یک الگوی مطمئن و یا ثبات برای توسعه اقتصادی خویش می‌باشند (Zhao, 2011).

## مبحث چهارم - حاکمیت شرکتی در ایران

### گفتار اول - ساختار حاکمیت شرکتی ایران

نظام حقوقی شرکت‌های کشورها حسب سیستم‌های حقوقی خاص خود تابع یکی از این مدل‌های حاکمیت شرکتی می‌باشند. نظام حاکمیت شرکتی در ایران مبتنی بر مدل اروپای قاره‌ای (درون‌سازمانی) است و شاید دلیل عمده آن اقتباس از ساختار حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای است. زیرا قانون تجارت ایران در باب مقررات شرکت‌های سهامی از قانون تجارت فرانسه اقتباس شده است و فرانسه نیز جزء کشورهای تابع نظام اروپای قاره‌ای و مبتنی بر مدل حاکمیت شرکتی اروپای قاره‌ای است. البته عواملی وجود داشت که چرا قانونگذار در زمان اقتباس اولیه ساختار حاکمیت شرکتی، مدل اروپای قاره‌ای را انتخاب نموده است که یکی عامل سیاسی است و دیگری عامل اقتصادی. از نظر سیاسی بر این توجیه استوار است که چنین مدلی کنترل دولت بر بخش خصوصی را تضمین می‌کرد. توجیه دیگر درآمدزایی و تأمین استقلال مالی دولت است. کنترل دولت بر بخش خصوصی می‌توانست درآمدزا باشد و دولت را از وابستگی به بخش خصوصی رها سازد (رحمانی، ۱۳۸۸).

1. Referencing combinative Hybrid Models.
2. Developing combinative Hybrid Models.

هر چند در ایران در سال‌های اخیر موضوع خصوصی‌سازی مطرح شده است اما باز هم قسمت عمده اقتصاد در اختیار دولت است. به عنوان نمونه از سال ۱۳۸۵ از مجموع سهام واگذار شده ۸۲/۳۲ سهام، کماکان در کنترل بخش عمومی قرار دارد. با توجه به این می‌توان انتظار داشت که عملکرد این نوع بنگاه‌ها با توجه به مباحث نظری خصوصی‌سازی، تحولی اساسی در کار این شرکت‌ها ایجاد نموده باشد چرا که کماکان کنترل و مدیریت بنگاه در اختیار بخش عمومی قرار دارد ولو این که مالکیت به بخش خصوصی منتقل شده باشد. این چیزی است که از آن در حال حاضر تعبیر به شرکت‌های نیمه دولتی می‌شود (شقایقی شهری، ۱۳۹۱).

عامل دومی که در اقتباس از مدل اروپای قاره‌ای مربوط بوده است عامل اقتصادی (بهره وری) است. با این توضیح که مدل مزبور می‌توانست بیشتر از مدل آنگلو - آمریکایی به تأمین هدف بهره‌وری شرکتی کمک کند. از طرفی مدل اخیر در آن زمان به اندازه کافی در دنیا شناخته شده نبود یا حداقل قانونگذار ایران در زمان اقتباس نسبت به آن آگاهی نداشت (رحمانی ۱۳۸۸).

مضافاً به این که مدل آنگلو - آمریکایی تا انتهای دهه ۱۹۳۰ میلادی صرفاً در آمریکا تثبیت شده بود و استقرار آن در کشور انگلستان تا انتهای سال ۱۹۷۹ به طول کشید (Cheffins, 2002). در نتیجه اقتباس از مدل آنگلو - آمریکایی می‌توانست موجب صرف هزینه‌های اضافی در خصوص جستجو، یادگیری و تمرین باشد. از طرفی مجاورت ایران با اروپای قاره‌ای و معاملات تجاری گسترده‌اش با آن و نیز موفقیت شرکت‌های اروپایی با مدل حاکمیت شرکتی، این مدل را برای قانونگذار و ایران جذاب نمود مضافاً به این که این مدل به مفهوم سنتی شرکت مدنی که برای ایرانیان کاملاً شناخته شده بود از این حیث که در آن ارتباط بین مالکیت و کنترل حفظ می‌شد نزدیکتر بود (رحمانی، ۱۳۸۸).

در ایران به طور عمده شرکت‌های سهامی توسط شرکت‌های کوچک خانوادگی و یا شرکت‌های بزرگ دولتی انجام می‌گیرد و بازار سرمایه‌گذاری و بازارهای رقابت تا حدودی در ایران یا وجود نداشته یا ضعیف است و معاملات سهام نیز گسترده نبود و مردم نیز با این فرهنگ آشنا نیستند در نتیجه اقتباس از مدل آنگلو - آمریکایی می‌توانست منجر به نتایج زیانباری گردد.

## گفتار دوم - ویژگی‌های حاکمیت شرکتی ایران

### بند اول - اتحاد مالکیت و کنترل

یکی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در ایران وحدت مالکیت و کنترل است. به عبارتی ساختار مالک - مدیر حاکم است و مالکیت سهام در سطح بالایی متمرکز است. مطابق ماده ۱۰۷ لایحه مدیریت از بین

صاحبان سهام انتخاب می‌شوند بنابراین سهامداران به طور غیرمستقیم اداره و کنترل شرکت را در اختیار دارند. نتیجه آن این است که مشکلات نمایندگی و هزینه‌های کنترل بر مدیران شرکت توسعه سهامداران منتفی است یا حداقل کمتر است. با این وجود حضور سهامداران عمده یا اکثریت موجب می‌شود که نظارت و کنترل بر شرکت‌های سهامی توسط این گروه از سهامداران انجام شود. دیگر ضرورتی بر استفاده از راهکارهای نظارتی نظیر آنچه در مدل آنگلو - آمریکایی وجود داشت نیست. هر چند احتمال اختلاف بین سهامداران اکثریت و اقلیت در شرکت‌های سهامی ایران وجود دارد اما سهامداران اقلیت در صورت مخالفت با تصمیمی یا تحت شرایطی که از مدیریت شرکت‌ها ناراضی باشد و نتواند از طریق مجمع عمومی عزل وی را عملی کنند چاره‌ای جز فروش سهام و خروج از شرکت ندارند. البته موضوع خروج و انتقال به موجب ماده ۴۱ ل ا ق در شرکت‌های سهامی خاص با محدودیت مواجه است.

ایران به لحاظ ساختاری مبتنی بر مالکیت متمرکز است. تمرکز مالکیت مهمترین ابزار کنترل مدیران به شماری می‌آید. این ابزار در شرکت‌های با ساختار مالکیت متمرکز در جهت منافع سهامداران عمده قرار گرفته است. سهامداران اکثریت با اعمال نفوذ در مجامع عمومی، کنترل و اتخاذ تصمیمات و نظام مدیریتی شرکت را در اختیار گرفته‌اند، در نتیجه در چنین ساختاری مدیران نمایندگان گروه خاصی از سهامداران شده و در جهت منافع گروه سهامداران اکثریت عمل می‌نمایند و سهامداران اقلیت نیز به علت داشتن سهم ناچیز در انتخاب مدیران برای کنترل و هدایت شرکت نقش ندارند (سید احمدی سجادی، ۱۳۸۸).

### **بند دوم-تأمین سرمایه از طریق منابع داخلی**

از ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی ایران، تأمین سرمایه از طریق منابع داخلی است. یعنی تأمین سرمایه از طریق سهامداران و مؤسسين شرکت. البته برخلاف کشورهای چوآلمان و ژاپن که بانک محور است و بانک‌ها و مؤسسات مالی نقش اساسی در تأمین سرمایه شرکت‌های سهامی دارند. در ایران این موضوع کمتر اتفاق می‌افتد و تأمین سرمایه صرفاً سوی منابع داخلی نه بازار صورت می‌پذیرد. مطابق مقررات لایحه اصلاحی قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷ مقنن برای سهامداران حق تقدم در خرید سهام را در زمان افزایش سرمایه پیش‌بینی نموده است (ماده ۱۶۶). در نتیجه شرکت به بازار رقابتی وابسته نیست و این خود معلول عدم وجود بازار رقابتی قوی در ایران است.

### بند سوم - سطح پایین افشای اطلاعات

یکی دیگر از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در ایران، سطح پایین زیر استاندارد افشای اطلاعات است، مقررات شرکت‌های سهامی از حیث ارائه اطلاعات کارآمد نیست. با توجه به این که حسب اصول حاکمیت شرکتی OECD ارائه اطلاعات دقیق و مناسب برای سهامداران فعلی و سرمایه‌گذاران آتی و نیز تمامی ذی‌نفعان ضروری است، در نظام شرکت‌های سهامی ایران شاید سهامداران اکثریت به لحاظ نقش کنترلی از دسترسی به اطلاعات امکان لازم را داشته اما این امکان برای سهامداران اقلیت وجود نداشته یا پایین است. در صورتی که یکی از بنیادی‌ترین اصول حمایت از سهامداران اقلیت است. دسترسی سهامداران به تمام اطلاعات برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه الزامی است.

### گفتار سوم - نقد حاکمیت شرکتی ایران

در مباحث قبل آمده است که حاکمیت شرکتی در ایران مبتنی بر مدل اروپای قاره‌ای است. هر چند مشکلات نمایندگی و هزینه‌های آن و تصاحب خصمانه که از ایرادات مدل آنگلو - آمریکایی است در ایران موضوعیت ندارد اما با این وجود اهم ایرادات وارده بر حاکمیت شرکتی شرکت‌های سهامی ایران به شرح ذیل است:

- ۱- عدم مطابقت مقررات شرکت‌های سهامی با نیازهای تجاری مدرن.
- ۲- عدم برخورد یکسان و منصفانه با کلیه سهامداران.
- ۳- حمایت ضعیف از سهامداران اقلیت.
- ۴- عدم تفکیک بین وظایف هیأت مدیره و مدیرعامل.
- ۵- فقدان کمیته خاص در خصوص نامزدی انتخابات و دستمزد و پاداش هیأت مدیره.
- ۶- فقدان مقررات خاص در خصوص معیارهای صلاحیت حرفه‌ای و تخصصی مدیران.
- ۷- عدم تفکیک بین بازرسی و حسابرسی به تعبیری عدم پیش‌بینی کمیته حسابرسی در کنار بازرسی.
- ۸- فقدان مقررات کارآمد در خصوص گزارش‌های مالی و وضعیت شرکت.
- ۹- عدم مقررات در باب افشای اطلاعات کافی، دقیق، مناسب و به موقع.

### گفتار چهارم - انتخاب مدل حاکمیت شرکتی مناسب

با بررسی و مطالعه هر یک از مدل‌های حاکمیت شرکتی به این نتیجه رسیدیم که هر یک از این مدل‌ها دارای نقاط قوت و ضعف هستند. مشکلات نمایندگی و هزینه‌های آن در مدل آنگلو -

آمریکایی از نقاط ضعف این مدل و سطح پایین افشای اطلاعات و تضييع حقوق سهامداران اقلیت و عدم اتکا به بازارهای رقابتی از نقاط ضعف مدل اروپای قاره‌ای محسوب می‌شود و مطالعات حاکی از آن است یک مدل تحت عنوان بهترین مدل حاکمیت شرکتی وجود ندارد.

با توجه به این که حاکمیت شرکتی متأثر از عواملی چون اقتصادی، سیاسی، فرهنگی (وابستگی راهی) و میزان حمایت قانونی از سرمایه‌گذار است. سیستم حقوقی هر کشور حاکمیت شرکتی خاص خود را دارد. نظر به این که امکان همگرایی و ادغام مدل‌ها بعید به نظر می‌رسد، مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی می‌تواند به عنوان مدل مناسب قابل پذیرش باشد. با پذیرش چنین مدلی دستیابی به مدلی را که منافع سهامداران را با منافع گروه‌های ذی‌نفع ترکیب کند آسان‌تر می‌شود. چنین مدلی می‌تواند پایداری و مشروعیت سیستم‌های اقتصادی را در یک چارچوب متنوع اجتماعی و سیاسی تقویت نماید. (Anderea sson, 2006).

بنابراین یک مدل ترکیبی موفق باید بتواند دغدغه‌های سهامداران و گروه‌های ذی‌نفع را پوشش دهد و بعنوان یک چارچوب فرهنگی نهادینه شود و اگر مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی در شکلی پایدار عمل کند ساختار حاکمیت می‌تواند مؤثرتر از ساختارهای ذاتی و بومی باشد مشروط بر این که مدل ترکیبی تمام ویژگی‌های لازم حاکمیت را حفظ کند و مدل ترکیبی می‌تواند یک نقطه میانی پایدارتر برای حاکمیت شرکتی ایران باشد البته نظر به وضعیت ایران و فقدان نظام حاکمیت شرکتی محکم و عدم وجود قوانین کافی و فقدان بازار رقابتی، الگوی ترکیبی ترکیب کننده در حال توسعه برای ایران مناسب‌تر است.

در ایران که جهت‌گیری خصوصی‌سازی آغاز شده است نیاز به یک حرکت تدریجی است تا مقررات مناسب با آنچه اقتصاد آزاد و عملکرد داخلی شرکت‌ها اقتضاء می‌کند وضع شود. اجرایی شدن سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی نیازمند الزاماتی چون فرهنگ‌سازی (بویژه ترویج فرهنگ سهامداری) الزامات قانونی (بویژه وجود قانون تجارت و قانون حاکمیت شرکتی مناسب و کارآمد) و تربیت مدیران حرفه‌ای، شفافیت اطلاعاتی می‌باشد. با این وجود می‌توان مدل حاکمیت شرکتی ترکیبی با اوصاف ذیل را طراحی نمود.

- ۱- جدایی مالکیت از کنترل
- ۲- ایجاد بازار رقابتی قوی در جهت تأمین سرمایه شرکت‌های سهامی از طریق بازار
- ۳- شفافیت و افشای اطلاعات استاندارد
- ۴- مسئولیت‌پذیری مدیران

## ۵- نقش ذی‌نفعان

- پذیرش مدل ترکیبی حاکمیت شرکتی را می‌توان بر مبنای اهمیت نسبی شرایط زیر پیش‌بینی نمود:
- ۱- بر مدیران لازم است که امکان ایفای همزمان وظایفشان نسبت به سهامداران و گروه‌های ذی‌نفع پی ببرند. مدیران می‌توانند بدنبال به حداقل رساندن هزینه‌های گروه‌های ذی‌نفع باشند و در عین حال ثروت و دارایی سهامداران را به حداکثر برسانند.
  - ۲- در خصوص هدف حداکثرسازی موجودی و گسترش و توسعه ثروت و دارایی موجود، مدیران باید تلاش کنند تا ارزش بازاری دراز مدت شرکت را افزایش دهند و سرمایه‌گذاری صورت گرفته توسط گروه‌های مختلف را مورد توجه قرار دهند.
  - ۳- هدف نهایی تأسیس شرکت‌ها باید ترویج موفقیت درازمدت شرکت باشد. هدف از تصمیم‌گیری‌های شرکت باید هماهنگ با اصول بنیادین شرکتی در خصوص انصاف، پاسخگویی، شفاف‌سازی و مسئولیت‌پذیری مقرر شده توسط OECD باشد.
  - ۴- باید تدابیر تکمیلی قابل‌اجرایی برای محقق ساختن و اجرای این اصول در جهت حمایت از منافع گروه‌های ذی‌نفع در سطح شرکت ایجاد گردد.
  - ۵- بازار کنترل شرکت باید به جای مجازات کردن شرکتها بیشتر به تشویق آنها با ظرفیت بالقوه و رشد درازمدت روی بیاورد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهاد

حاکمیت شرکتی و انتخاب مدل مناسب امروزه بعنوان یکی از مباحث اساسی در مطالعات حقوق شرکت‌ها و حقوق اقتصادی محسوب می‌شود. انتخاب مدل مناسب و کارآمد می‌تواند به بهبود وضعیت اقتصادی شرکت و ترویج موفقیت شرکت‌ها و در نهایت اقتصاد جامعه تأثیر بسزایی داشته باشد. هرچند مدل‌های آنگلو-آمریکایی و اروپای قاره‌ای بعنوان مدل‌های غالب محسوب می‌شوند اما نظر به ایراداتی که هر یک از مدل‌ها دارند از جمله مشکلات نمایندگی و هزینه‌های آن، تصاحب خصمانه در مدل آنگلو-آمریکایی و وجود ایراداتی چون سطح پایین افشای اطلاعات، اختلاف سهامداران اقلیت و اکثریت و عدم حمایت از سهامداران اقلیت در مدل اروپایی قاره‌ای موجب شده است که هیچ‌یک از این دو مدل بعنوان مدل نهایی برای انتخاب حاکمیت شرکتی مناسب تلقی نشوند. با بینش حاصله مدل نوظهور حاکمیت شرکتی تحت عنوان مدل ترکیبی مناسب به نظر می‌رسد

البته از بین شیوه‌های مختلف حاکمیت شرکتی ترکیبی شیوه مدل ترکیبی پویا می‌تواند برای ایران مناسب باشد. با پذیرش این الگو دغدغه‌های سهامداران و گروه‌های ذی‌نفع پوشش داده می‌شود. با توجه به اینکه از زمان تصویب قانون تجارت ایران در باب شرکت سهامی مدت طولانی می‌گذرد و تحول و تغییرات در باب شرکت سهامی بعنوان یک ضرورت غیرقابل انکار است، پیشنهاد می‌گردد که بستر قانونی، اقتصادی و فرهنگی لازم برای پذیرش مدل ترکیبی پویای حاکمیت شرکتی فراهم گردد و در مقررات لایحه مواردی چون جدایی مالکیت از کنترل، شفافیت و افشای اطلاعات استاندارد، مسئولیت‌پذیری مدیران و نقش ذی‌نفعان در آن لحاظ گردد.



### منابع و مأخذ

۱. حساس یگانه، یحیی و نادى قمى، ولى (۱۳۸۵) " نقش شفافیت در اثر بخشی حاکمیت شرکتی " تهران: حسابدار، شماره ۱۷۹.
۲. رحمانی، عطا... (۱۳۸۸) " مطالعه تطبیقی مبانی قاعده اکثریت در شرکت های سهامی، حقوق انگلستان و ایران " تهران: تحقیقات حقوقی دانشگاه شهید بهشتی، شماره ۵۰.
۳. سید احمدی سجادی، سید علی (۱۳۸۸) " نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی " تهران: فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دوره ۳۹، شماره ۴.
۴. یحیی پور، جمشید، نظام حاکمیت (راهبری) شرکتی در شرکت های سهامی ایران با مطالعه تطبیقی در حقوق انگلستان و آمریکا، رساله دکتری، دانشکده حقوق دانشگاه مازندران.
5. Franklin Allen, Douglas Gale, (1999) "Corporate Governance and Competition" financial institutions center. Available at: <http://fic.Warton.upenn/fic/paper/99/9920>
6. Roe Mark J. (2002) " Corporate law, limits. Cpriortitle- the Quality of corporat law Argument and its limits". Columbia university school of law. Available at: <http://ssrn.com/abstract=id 260582>.
7. Cheffins Brian R. (2001) "Comparative Coporate Governance and the Australian Experience : A Research Agenda", Faculty of law, University of Cambridge. Available at: <http://ssrn.com/abstract=id 268935>.
8. Rezaee Zabihollah (2007) "Corporate Governance Post-Sarbanes Oxley" Copyright © 2007 by John&wiley & sons.INC Published Simultaneously in Canada.
9. Cheffins Brian R. (2000) "Putting Britain on the Roe Map the Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom ", Faculty of law University of Cambridge. Available at: <http://ssrn.com/abstract=id 218655>.
10. Christoph Van Der Elst (2006) " Economic View on Corporate law in Europe" FLI, Ghent university, Belgium. Available at: <http://ssrn.com/abstract=id 935013>.
11. Hansmann Henry and Kraakman Reinier, (2000) " The End of History for Coporate law" .Law and Economics Working Paper no.013. Available at: <http:// ssrn.com/ abstract=id 204528>.
12. Berndt Markus, (2000) " Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications for Refroms" Harward law School Combridge. Available at: <http://ssrn.com/abstract=id 255886>.
13. Clarke Thomas, (2007) "International Corporate Governance" first published by Routledge Taylor and Francis Group, London and Newyork .



14. Jill Solomon, Aris Solomon (2004) " Corporate Governance and Accountability". Copyright © 2004 by John Wiley & Sons ltd .
15. Zhao Jingchen (2007) "Stakeholders Interests in a Convergent Hybrid Corporate Governance Model".Global studies law. Review.eale.or/content/uploads/2015/01-eale,2007.program.pdf
16. Zhao Jingchen(2011). "Modernising corporate objective debate towards a hybrid model". 62Northern Irland legal quarterly. Available At SSRN: <http://ssrn.com/paper: Abstract-id = 1942310>.
17. Dirk Zetzsche (2004) "Explicit and Iplicit System of Corporate Control-A Convergence Theory of Shareholder Rights" University Duesseldorf/Germany factory of law. Available at:<http://ssrn.com/abstract=id 600722>.
18. La Porta Rafael & Lopez-De-Silanes Florencio & Shleifer Andrei & Vishny Robert. (1999)"Investor Protection and Corporate Governance ", Available At SSRN: <http://ssrn.com/paper: Abstract-id = 183908>.
19. La porta Rafael, florenciolopez – de – silanes, Andrei shleifer (1996) "law and finance" National Bureau of economic Research. Available at:<http://ssrn.com/ abstract=id 7788>.
20. Ziolkowski, Richard (2005)" A Re – Examination Of Corporate Governance. Concepts, Models, Theories and Future Directions" Thesis Of Doctor Of Philosophy (Corporate Law) At The University Of Canberra.
21. Cocks Leyanda, Dignam Alan, (2010) "The end of History for Anglo-Saxon Outsider Corporate Governance : Are we all French Now?" Queen mary University of London, School of Legal Studies Research.Available at:<http://ssrn.com/abstract=id 1700888>.
22. Thyil Vijara, Young Dtsazame, (2011) "An Empirical Investigation of Hybrid Corporate Governance Systemsin Large Firm : Evidence Form India ". Available at:<http://ssrn.com/abstract=id 1742064>.
23. Mavriommati Kayriaki, (2008) , "A Contribution to the Study of Corporate Governance in the Context of the Greek Legal Order" University of Warwick, school of law, february 2008.
24. Coffee John C. (2005) " A Theory Of Corporate Scandals : Why The U.S and Europe Differ " The Center For Law and Economic Studies, Working Paper No. - Available At SSRN: <http://ssrn.com/paper: Abstract-id =694581>.
25. Johnson mit Simon, Boone Peter, Warburg Brunswick, Breach Gold Alasdair man sachs, Rutgers Eric Friedman, (1999) "Corporate Governance in the Asian Finacial crisis".www.sciencedirect.com
26. Monks Robert A.G., Miowo Nell. (2004) "Corporate Governance".Blackwell Publishing

27. Licht Amir N. (2001) " The Mother of All path Dependencies Toward A Cross-Cultural Theory of Corporate Governance systems". Delawer Journal of Corporate Law.Vol 26. Available at:<http://ssrn.com/abstract=id 266910>.
28. Bebchuk Lucian A.& Roe Mark J. (1999) "A Theory Of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership" Working Paper In The Columbia Law School, No131. Available At SSRN: <http://ssrn.com/paper>: Abstract-id = 202748.
29. Michael p Spisto, (2006) "Legal Aspects of Corporate Governance in The Republic of South Africa to warps A Possible Model for Improved Stakeholder Relation within The Corporation ", University of The wit Watersrand – Johanesburg.
30. Bratton William W., Mccahery Joseph A., (1999) "Comparative Corporate Governance and The Theory of the firm : The Case Against Global Cross Reference" Columbia Journal of Transnational law.vol.38.NO.2. Available at:<http://ssrn.com/abstract=id 205455>.
31. Wheeler Sally, (2002) "Corporation and the Third Way " oxford and Portland, Oregon
32. Zhao Jingchen,(2011)"Modernising Corporate Objective Debate Towards a Hybrid Model". Nila 62(3). Available at HEINONLINE.
33. Andreasson Stefan, (2011) "Understanding Corporate Governance Reform in South Africa: Anglo-American Divergence, The King Reports and Hybridization" Queens University Belfast.
34. Companies Act 2006 U.K.
35. German Corporate Governance Ccode 2010.
36. OECD Principles of Corporate Governance (2004).
37. The Uk Corporate Governance Code , (2010)" Financial Reporting Council", june 2010.
38. The Company Law Reform Bill (2006)
39. The Sarbanes-Oxley Act 2002