

تأملی بر فصل سوم «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» و نحوه‌ی اعمال آن

علی حیاتی^۱/ احمد شهنیایی^۲/ فرزین دهدار^۳

چکیده

در تاریخ ۲۷-۴-۱۳۹۷ «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است، و در دوازدهم آبان ماه همان سال ابلاغ شده است. مقاله‌ی حاضر در صدد بررسی برخی از مفاهیم به کارگرفته شده در حوزه‌ی حاکمیت شرکتی در مورد هیأت مدیره و مدیرعامل، و نحوه‌ی اعمال آن بر شرکت‌های موضوع دستورالعمل است، که تمامی مواد آن از تاریخ ۳۱-۶-۱۳۹۸ لازم‌الاجرا شده‌اند. ابتدا در مورد شیوه‌ی اجرای این دستورالعمل و از الزام تمام شرکت‌های بزرگ و کوچک به پیروی از رویه‌ی واحد در مدت زمان نسبتاً کم و آثار مالی‌ای که الزامات این دستورالعمل می‌تواند برای شرکت‌ها داشته باشد، بحث می‌شود. در ادامه به چرایی و نیز کارایی الزام شرکت‌ها به جدایی سمت رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل پرداخته خواهد شد. همچنین میزان توجه سیاست‌گذار به سهامداران اقلیت و نیز موضوع تنوع در هیأت مدیره بررسی خواهد شد. این مقاله با روش توصیفی-تحلیلی و با مطالعه‌ی تطبیقی و مراجعه به تجربه‌ی سایر کشورها، از جمله به این نتیجه دست یافته است که اثر قطعی در مورد بسیاری از رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب یا بد، اثبات نشده است و سرمایه‌گذاران نیز باید رویه‌های حاکمیت شرکتی را تنها یکی از چندین تکه از اطلاعات در مورد کیفیت شرکت‌ها، به شمار آورند.

واژگان کلیدی: دستورالعمل، حاکمیت شرکتی، بورس، مدیران مستقل، کمیته

طبقه‌بندی موضوعی: K22

۱. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، مؤسسه‌ی عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی؛ تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

ali.hayati@ymail.com

۲. استادیار گروه حقوق خصوصی مؤسسه‌ی عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی؛ تهران، ایران.

۳. استادیار گروه حقوق خصوصی مؤسسه‌ی عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی؛ تهران، ایران.

مقدمه

اساساً مباحث حاکمیت شرکتی به دو صوت وارد نظام حقوقی می‌شوند: در قالب دستورالعمل‌ها یا قوانین مصوب مجلس. در هر دو شکل بسته به حدی که مطلوبیت مجموعه قواعد مربوط به حاکمیت شرکتی برای مقررگذار ثابت شده‌است، از شرکت‌های موضوع حکم انتظار می‌رود که از این قواعد تبعیت کنند.

یکی از مزایای بارز اعمال دستورالعمل‌ها و کدهای حاکمیت شرکتی بر شرکت‌های بورسی این است که ماشین‌کند قانون‌گذاری را دور می‌زنند و بنابراین ابزار مناسبی برای حوزه‌هایی چون مقررات مالی هستند که دائماً با تغییر سروکار دارند (Sja°fjell, 2017).

در مقابل در بعضی از کشورها مانند ایالات متحد، قواعد حاکمیت شرکتی در قوانینی مانند قانون سربنز-اکسلی^۴ تدوین شده‌اند (Du Plessis, and Low, 2017). صورت افراطی این شکل وضع قواعد را باید در هند مشاهده کرد؛ در حقیقت، قانون شرکت‌های سال ۲۰۱۳ هند، حاوی مسائلی است که عرفاً در کدهای داوطلبانه یا قواعد پذیرش شرکت‌ها در بورس‌های اوراق بهادار می‌آیند. برای مثال، این قانون حاوی مقررات تفصیلی در مورد مدیران مستقل است؛ مدیران مستقل را تعریف می‌کند، تعداد مدیران، کارکردها، تکالیف و مسؤولیت‌های آن‌ها را توصیف می‌کند و برنامه‌ای چهار صفحه‌ای در مورد کد رفتار برای مدیران مستقل دارد. نه تنها قواعد آمره در این خصوص به شدت توصیفی هستند، بلکه در قانون اصلی شرکت‌ها آمده‌اند که تغییرات دوره‌ای آن دشوار است. البته این قانون ظاهراً به دلیل همین موانع جدی‌ای که برای کسب و کار ایجاد کرده‌است، در سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۱۶ اصلاح شده‌است (Vorottil, 2017).

یکی از تازه‌ترین مقرره‌های راجع به شرکت‌های بورسی و فرابورسی در ایران مربوط می‌شود به دستورالعملی که در تاریخ ۱۲-۸-۱۳۹۷ خطاب به کلیه ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران و همچنین کلیه حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، با عنوان «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» ابلاغ شده‌است.^۵ دستورالعمل در فصل سوم خود که در خصوص هیأت مدیره و مدیرعامل

^۴ Sarbanes-Oxley Act; July 30, 2002.

^۵ این دستورالعمل در تاریخ ۲۷-۴-۱۳۹۷ در ۶ فصل، ۴۴ ماده و ۲۴ تبصره به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده‌است؛ در تاریخ ۱۲-۸-۱۳۹۷، به شماره‌ی ۴۴۰/۰۳۷/ب/۹۷ ابلاغ شده و از تاریخ ۳۱-۶-۱۳۹۸ نیز به طور کامل لازم‌الاجرا شده‌است. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

است، کلیه‌ی شرکت‌ها را ملزم می‌نماید که کمیته‌ی حسابرسی و کمیته‌ی انتصابات را تحت نظر هیأت مدیره تشکیل دهند و تجمیع سمت‌های رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل را برای تمام شرکت‌ها، مطلقاً منع می‌کند؛ در نمونه‌ای دیگر از احکام آمره‌ی این دستورالعمل می‌توان به ماده‌ی ۴ آن اشاره کرد که مقرر می‌دارد: «اکثریت اعضای هیأت مدیره باید غیر موظف باشند و تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره نباید کمتر از ۲۰ درصد تعداد کل اعضای هیأت مدیره باشد».

خوشبختانه در ایران موضوع الزام شرکت‌های بورسی به قواعد حاکمیت شرکتی به صورت دستورالعمل تدوین شده‌است و بنابراین انعطاف لازم را برای اصلاح دارد. اما همچنان این بحث جدی وجود دارد که آیا تدوین مقررات امری در دستورالعمل واجد مطلوبیت است؟

در حقیقت، با توجه به ماده‌ی ۴۴ دستورالعمل که مقرر می‌دارد: «در صورت عدم رعایت الزامات مقرر در این دستورالعمل، مطابق فصل سوم دستورالعمل‌های انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران^۶ و فرابورس ایران^۷ و آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی»^۸ و سایر قوانین و مقررات مرتبط عمل خواهد شد»^۹ باید انتظار داشت که شرکت‌ها به دلیل تنبیهات مورد نظر و اشاره شده در ماده‌ی فوق، مانند تذکر، اخطار، جریمه، محرومیت از انجام بخشی از فعالیت‌ها، توقف موقت معاملات اوراق بهادار ناشر در بورس، تعلیق یا لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر در بورس، نهایتاً دیر یا زود چاره‌ای جز رعایت این دستورالعمل ولو به صورت صوری نخواهند داشت. البته لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر

^۶ «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ مصوب ۱۲-۱۱-۱۳۸۷ هیأت مدیره‌ی سازمان بورس و اوراق بهادار. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://tse.ir > Portals > ghavanin>

^۷ «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در فرابورس ایران»؛ مصوب ۲۱-۶-۱۳۸۸ هیأت مدیره‌ی سازمان بورس و اوراق بهادار. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://www.ifb.ir > RulesRegulations>

^۸ آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی» در تاریخ ۱-۸-۱۳۹۰ به تصویب هیأت وزیران رسیده و در تاریخ ۲-۹-۱۳۹۰، به شماره ۱۷۳۲۶۵/ت۴۵۶۷۶هـ/بلاغ شده‌است. این آیین‌نامه در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://tse.ir > Portals > ghavanin>

^۹ شایان ذکر است که «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در فرابورس ایران»، فصل سوم ندارد، و «بخش سه» این دستورالعمل، مطمح نظر ماده ۴۴ بوده است. همچنین عنوان دقیق آیین‌نامه‌ی مذکور در ماده‌ی ۴۴ دستورالعمل، «آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی» می‌باشد.

در بورس تهدیدی در شرایط بحرانی به شمار می‌رود و به دلیل این که به سهامداران زیان می‌رساند، بیشتر در حد نظریه باقی می‌ماند (Hopt, 2013).

شیوه‌ای که دستورالعمل در الزام همه‌ی شرکت‌ها به پیروی از یک سری مقررات خاص مذکور در دستورالعمل در پیش گرفته‌است، به طور کلی به «رویکرد یک اندازه مناسب برای همه»^{۱۰} تعبیر می‌شود. بر اساس این رویکرد، یک مجموعه رویه، به عنوان بهترین رویه‌ها^{۱۱} تعریف شده و از تمام شرکت‌ها انتظار می‌رود که از آنها پیروی کنند. برای مثال همانطور که گفته شده‌است، در امریکا این رویه‌ها از جمله در قانون سربنز-اکسلی آمده‌است و اتفاقاً یکی از مهمترین انتقاداتی هم که از این قانون شده این است که سیاست‌های خاصی را حکم می‌کند و در نتیجه انعطافات حیاتی و لازم را در حاکمیت شرکتی از بین می‌برد. همچنین استدلال شده‌است که ممکن است فشار آوردن برای اتخاذ یک مجموعه قواعد حاکمیتی یک‌شکل بر شرکت‌ها اثرات زیان‌باری داشته باشد و با نیاز شرکت‌ها متناسب نباشد. معمولاً هم برای اثبات ناکارآمدی این رویکرد و به عنوان مثال نقضی برای آن شاهدی از هیأت‌مدیره‌ی انرون^{۱۲} می‌آورند، که روشن‌ترین تأیید ممکن بر این مفهوم است که پیروی از بهترین رویه‌ها، به تنهایی کفایت نمی‌کند. (Rose, 2007) یا فرضاً داشتن کمیته‌های مختلف پیش‌بینی شده در دستورالعمل تضمین‌کننده‌ی نظارت مؤثر بر هیأت‌عامل نیست (Dallas, 2003).

وانگهی، حتی اگر به طور کلی این بحث صحیح باشد که پیروی از یک مجموعه رویه‌های حاکمیت شرکتی ممکن است بر عملکرد شرکت اثر مثبت بگذارد، اما روشن نیست که متغیرهایی که توسط دستورالعمل انتخاب شده‌اند، محک‌های مناسبی برای ارتقای عملکرد شرکت‌های ایرانی باشند. این مقاله در پی ارزیابی مطلوبیت روش آمره‌ی این دستورالعمل در پرداختن به موضوعات حاکمیت شرکتی است و ساختار آن به صورت زیر است: در بند ۱، در مورد شیوه‌ی اجرای این دستورالعمل و الزام تمام شرکت‌های بزرگ و کوچک به پیروی از رویه‌ای واحد در مدت زمانی نسبتاً کم و آثار مالی‌ای که الزامات این دستورالعمل می‌تواند برای شرکت‌ها داشته باشد، بحث می‌شود. بند ۲، به چرایی و کارایی الزام شرکت‌ها به جدایی سمت رئیس هیأت‌مدیره و مدیر عامل می‌پردازد. در بند ۳، موضوع توجه به سهامداران اقلیت در دستورالعمل بررسی می‌شود. در بند ۴، از موضوع تنوع در هیأت‌مدیره، به عنوان رویه‌ی حاکمیت شرکتی خوب، بحث به میان خواهد آمد. بند ۵، با توجه به

¹⁰ One-size-fits-all approach

¹¹ Best practices

¹² اگرچه انرون (Enron) قبل از وضع قانون سربنز-اکسلی ورشکست شده‌بود، اما از نظر تکنیکی واجد بسیاری از الزامات این قانون بود.

یافته‌های بندهای قبل، به بحث انتخاب رژیم مقرراتی مناسب برای اعمال مفاهیم حاکمیت شرکتی می‌پردازد. در نهایت با نتیجه‌گیری بحث خاتمه خواهد یافت.

۱- اعطای فرصت کم و عدم توجه جدی به شرکت‌های کوچک

مطالعات نشان داده‌است که حداقل کیفیت حاکمیت شرکتی که توسط قانون و هنجارها وضع شده‌است، آنقدر به طور گسترده در شرکت‌های امریکایی پذیرفته شده و بالاست که تقریباً هیچ شرکت بورسی‌ای از آنها فاصله نمی‌گیرد. لذا بررسی‌ها در مورد اثر پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی در ارزش بازاری سهام یا عملکرد شرکت‌ها در امریکا، چندان چشمگیر نبود. در مقابل، در روسیه مشاهده شد که کیفیت پایین حاکمیت شرکتی مانند بی‌اعتنایی گسترده به قوانین راجع به شرکت‌ها و رواج سرقت از شرکت‌ها توسط مدیران، جای زیادی برای نوسان در مورد اثر پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی در ارزش بازاری سهام یا عملکرد شرکت‌ها باقی گذاشته و ارزش سهام شرکت‌هایی که از رویه‌های حاکمیت شرکتی پیروی کردند به طور محسوس نسبت به شرکت‌هایی که به این رویه‌ها بی‌اعتنا بوده‌اند، بالاتر رفت. آنچه در مورد شرکت‌های روسی درست است، شاید تا حدی برای دیگر شرکت‌های کشورهای دیگر که رویه‌های حاکمیت شرکتی ضعیف دارند، صحیح باشد^{۱۳} (Black, 2001). همین اثر مثبت در قیمت سهام، در شرکت‌های هندی که از دستورالعمل حاکمیت شرکتی پیروی کردند نیز مشاهده شد (Afsharipour, 2009). با وجود این رابطه‌ی میان رعایت کدهای حاکمیت شرکتی و قیمت سهام شرکت‌ها، هنوز به صورت عینی و قطعی ثابت نشده- است (Hopt, 2013). به هر حال ممکن است بتوان انتظار داشت که پیروی واقعی از رویه‌های حاکمیت شرکتی در ایران نیز به طور کلی اثر اقتصادی مثبتی برای شرکت‌ها به ارمغان آورد؛ به ویژه برای شرکت‌هایی که تنها به سرمایه‌گذاران داخلی دل نبسته باشند.

اما در مقام مقایسه باید متذکر شد که اعمال اصلاحات مشابه در هند حداقل دو سال زمان برد. در حقیقت مانند دستورالعمل سازمان بورس ایران، هند هم به مدد مقررات حاکمیت شرکتی کشورهای توسعه یافته به ویژه امریکا و بریتانیا، دستورالعملی که موسوم به اصلاحات بند ۴۹ و شامل قواعد تفصیلی در خصوص نقش و ساختار هیأت مدیره‌ی شرکت، کنترل‌های داخلی و افشای اطلاعات به سهامداران بود را تدوین و در طی دو سال (از مارس سال ۲۰۰۱ تا تا مارس ۲۰۰۳)، ابتدا بر شرکت‌های بزرگ‌تر و تازه وارد بورس شده و نهایتاً به شرکت‌های بورسی کوچک‌تر اعمال کرد. علی‌رغم این که

^{۱۳} البته در این مورد، نویسنده خود به دلیل پایین بودن جامعه‌ی آماری تحقیق، اذعان می‌کند که نتایج یافته‌هایش نمی‌تواند قطعی باشد.

بسیاری از شرکت‌های بزرگ مشکل چندانی در تطبیق خود با بند ۴۹ نداشتند، به نظر می‌رسید که شرکت‌های کوچکتر به تقلا افتاده بودند تا الزامات مذکور را برآورده کنند (Afsharipour, 2009). این در حالی است که مقررات دستورالعمل حاکمیت شرکتی در ایران در ظرف کمتر از یک سال به تمام شرکت‌های بزرگ^{۱۴} و کوچک بورس و فرابورس ایران تحمیل شد، که نشان‌دهنده‌ی تعجیل واضع مقررات و عدم توجه به هزینه‌هایی است که این مقررات الزامی می‌تواند به ویژه بر شرکت‌های کوچکتر تحمیل کند؛ از جمله‌ی این هزینه‌ها می‌توان به هزینه‌ی کنترل‌های داخلی اشاره کرد.

در حقیقت، مواد ۸ و ۹ دستورالعمل، به نظر از مهمترین مقررات این دستورالعمل باشند که شاید به اندازه‌ی کافی در مورد آنها مطالعه نشده‌است. دستورالعمل در ماده‌ی ۸ خود مقرر می‌دارد که «هیأت مدیره باید اقدامات لازم را جهت استقرار سازوکارهای کنترل داخلی اثر بخش به منظور اطمینان بخشی معقول از حفاظت از دارایی‌ها و منابع شرکت در برابر اتلاف، تقلب و سوء استفاده، تحقق کارایی و اثربخشی عملیات شرکت، کیفیت گزارشگری مالی و غیرمالی و رعایت قوانین و مقررات، برقرار نماید. همچنین واحد حسابرسی داخلی را مطابق با ضوابط و مقررات این سازمان تشکیل و مورد نظارت قرار دهد.» همچنین مطابق ماده‌ی ۹، «هیأت مدیره باید سیستم کنترل داخلی را حداقل به طور سالانه بررسی و نتایج آن را در گزارشی تحت عنوان «گزارش کنترل‌های داخلی» درج و افشا نماید. حسابرس مستقل شرکت باید در گزارش خود به مجمع عمومی صاحبان سهام در خصوص رعایت استقرار و به کارگیری کنترل‌های داخلی مناسب و اثر بخش توسط شرکت مطابق با ضوابط و مقررات مرتبط، اظهار نظر کند.»^{۱۵} البته شرح تفصیلی این الزامات، قبلاً هم در فصل سوم (مواد ۱۲ تا ۱۷) «دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

^{۱۴} در این خصوص باید اضافه شود که علی‌رغم تحمیل مقرراتی خاص برای شرکت‌های بزرگ در دستورالعمل، اساساً تعریفی از شرکت‌های بزرگ در آن به چشم نمی‌خورد. برای مثال، مطابق تبصره‌ی ۱ ماده ۴ دستورالعمل: «تعداد اعضای هیأت مدیره برای شرکت‌های بزرگ، به تشخیص و اعلام سازمان، حداقل هفت نفر می‌باشد.» اما دستورالعمل شرکت‌های بزرگ را تعریف نکرده‌است. شایان ذکر است اساساً از دو روش برای تعیین شرکت‌های بزرگ استفاده می‌کنند: نخست رسیدن سرمایه‌ی شرکت به نصاب معین (Afsharipour, 2009) و دوم ترکیبی از تعیین نصابی برای سرمایه‌ی شرکت و تعداد سهامداران (Weiss, 1984).

^{۱۵} همچنین در ماده ۱۶ دستورالعمل آمده است که «هیأت مدیره باید فرآیندی را مستقر کند که بر اساس آن، هر ساله اثر بخشی هیأت مدیره و مدیرعامل، کمیته حسابرسی، سایر کمیته‌های تخصصی هیأت مدیره و مدیرعامل، و همچنین اعضای هیأت مدیره ذریع در شرکت‌های فرعی و وابسته را ارزیابی کند. تمامی این ارزیابی‌ها باید به نحو مناسبی مستندسازی شوند. هیأت مدیره باید برنامه بهبود را تنظیم و نتایج اجرای آن را مورد پیگیری و ارزیابی قرار دهد و از کیفیت اجرای آن برنامه‌ها اطمینان حاصل نماید.»

فرابورس ایران»، در مورد گزارش کنترل‌های داخلی، آمده‌بود و الزام شرکت‌ها به رعایت آن در دستورالعمل حاکمیت شرکتی مورد مطالعه در این مقاله، موضوع جدیدی محسوب نمی‌شود.^{۱۶} به هر حال، این مواد تداعی کننده‌ی بخش ۴۰۴ قانون قانون سربنز-اکسلی در امریکا هستند که در مورد ارزیابی مدیریت شرکت در مورد کنترل‌های داخلی است و مقرر می‌دارد هر گزارش سالانه باید حاوی گزارش کنترل داخلی باشد، که مؤثر بودن ساختار و رویه‌های کنترل داخلی را در مورد سال مالی، ارزیابی کند؛ و در این مورد شرکت حسابداری‌ای که گزارش حسابرسی را برای ناشر آماده می‌کند، می‌بایست ارزیابی‌ای که مدیریت شرکت ناشر کرده‌است را تأیید کند و در مورد آن گزارش دهد.

هنگامی که این قانون تصویب می‌شد، هیچ یک از کنگره یا کمیسیون بورس و اوراق بهادار گمان نمی‌کردند که این تأیید مدیریت و حسابرسی خارجی شرکت، راجع به مؤثر بودن کنترل‌های شرکت تا چه میزان می‌تواند هزینه‌بر باشد (Bainbridge, 2011). در حقیقت در آن زمان هزینه‌های این کنترل‌های بخش ۴۰۴ قانون برای هر شرکت، در هر سال ۹۱۰۰۰ دلار، تخمین زده می‌شد که به نظر بهای کمی برای جلوگیری از سرقت به شمار می‌آمد. اما هزینه‌ی واقعی بخش ۴۰۴، تقریباً ۷٫۸ میلیون دلار برای هر شرکت گزارش شده‌است که بسیار میزان بالاتری از آنچه تخمین زده می‌شد، بود (Easterbrook, 2009).

هر چند بتوان مزایایی هم برای این کنترل‌ها متصور بود، این هزینه‌های غیرضروری و بیش از اندازه، به رقابت‌پذیری و نهایتاً به منافع سرمایه‌گذاران آسیب می‌زند. در همین خصوص مطالعات متعددی نشان دادند که به طور کلی افزایش هزینه‌هایی که قانون سربنز-اکسلی تحمیل می‌کرد، موجب شد که بسیاری از شرکت‌های سهامی عام تصمیم بگیرند که به شرکت سهامی خاص تبدیل شوند. و حتی اثر منفی بر شرکت‌های خارجی‌ای که در بورس‌های امریکا ثبت شده بودند بگذارند و آنها را تشویق کند که خود را از فهرست بازارهای سرمایه‌ی امریکا خارج کنند. بعضی‌ها هم نتیجه گرفتند که قانون مزبور با از بورس خارج کردن شرکت‌های کوچک، اثر معکوس بر بورس‌های سهام امریکا گذاشت (Bainbridge, 2011).

^{۱۶} این دستورالعمل در تاریخ ۱۶-۲-۱۳۹۱ به تصویب هیأت مدیره‌ی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده‌است و در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

به طور خلاصه، هزینه‌ی تطابق با مسؤولیت‌های تعریف شده ممکن است مبلغ معتابهی را به خود اختصاص دهد و این تأکید بر پیروی شرکت‌ها زمان و کوشش مدیران اجرایی را از مسائل کلیدی مانند توسعه‌ی محصول، ایجاد اشتغال، کارآمدی و رقابت جهانی منحرف می‌کند.

مطابق آمار در هند هم، حتی با فرصت دو برابری که شرکت‌های هندی داشتند، میزان عدم پیروی شرکت‌ها بالا بود؛ درحالی‌که شرکت‌های خصوصی به این دلیل که برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی رقابت می‌کردند، احتمالاً انگیزه‌ی بالایی داشتند که به عنوان شرکتی دیده شوند که به خوبی اصول حاکمیت شرکتی را رعایت می‌کند و از افزایش شفافیت ترسی ندارد، شرکت‌های خصوصی کوچکتر و شرکت‌های دولتی به دلیل ساختار مالکیت سنتی بسته یا تحت کنترل دولت انگیزه‌ی چندانی در این باره از خود نشان ندادند. در حقیقت تجربه‌ی اصلاحات در هند ثابت کرد که در حالی که قواعد حاکمیت شرکتی ممکن است در سطح رسمی با هنجارهای حاکمیت شرکتی بریتانیایی و امریکایی شباهت داشته باشد، اما اگر زیرساخت مؤثر برای اجرا و اعمال وجود نداشته باشد، ویژگی‌های بنیادی محلی مانع می‌شوند که اصلاحات فراتر از این سطح رود (Afsharipour, 2009).

۲- منع تصدی همزمان سمت مدیریت عامل و ریاست هیأت مدیره

دو نقش عمده‌ای که از هر هیأت مدیره‌ای انتظار می‌رود نظارت بر هیأت عامل و مشاوره به آنها است؛ نقش‌هایی که به دلیل نیاز داشتن به تخصص‌های گوناگون می‌توانند با یکدیگر در تعارض باشند (Avci, 2018). یکی از دلایل عمده‌ی نظارت هیأت مدیره بر هیأت عامل کاهش دادن هزینه‌های نمایندگی^{۱۷} است؛ اطمینان از این امر که مدیر(ان) عامل به سود سهامداران شرکت اقدام کنند تا منافع شخصی خود. از جمله مواردی که برای ارتقای توان نظارتی هیأت مدیره بر هیأت عامل در حاکمیت شرکتی معرفی شد، تغییراتی در ساختار و ترکیب هیأت مدیره است؛ مانند افزایش تعداد مدیران بیرونی در هیأت مدیره و ایجاد کمیته‌های هیأت مدیره است (Dallas, 2003). جایی که تعارض منافع به طور بالقوه در بالاترین حد خود آشکار است، تأکید خاصی روی استقلال اعضای

^{۱۷} تا حدی که هیأت عامل در پی منافع خود باشد، چیزی را که اقتصاددان‌ها از آن به «هزینه‌های نمایندگی» (Agency Costs) یاد می‌کنند، بر سرمایه‌گذاران شرکت تحمیل می‌کنند. هزینه‌ی نمایندگی می‌تواند خود را به صورت مختلف نشان دهد: مدیر(ان) عامل شرکت‌ها می‌توانند از انجام تکالیف خود شانی خالی کنند و به فعالیت‌هایی که بیشتر به مزاجشان خوش می‌آید پردازند؛ برای مثال ممکن است از نفوذ خود در هیأت مدیره استفاده کنند و پرداخت حقوق بالا و پاداش‌های بیش از اندازه را برای خود تضمین کنند، یا باقی ماندن خود در پست‌های مزبور را، حتی اگر دیگر شایستگی و صلاحیت برای اداره کردن کسب و کار را نداشته‌باشند با نفوذ مزبور تضمین کنند. (Cheffins, 1999)

کمیته‌های هیأت مدیره مانند کمیته‌های حقوق و مزایا، انتصابات و حسابرسی می‌شود. در حقیقت، این اعتقاد وجود دارد که وظیفه‌ی نظارت هنگامی می‌تواند به بهترین حالت انجام شود که کسانی که نظارت می‌کنند مستقل از کسانی باشند که نظارت می‌شوند (Ringe, 2013).

عضو هیأت مدیره‌ای که عضو هیأت عامل فعلی شرکت نباشد، عنصر مشترک مفاهیمی مانند مدیر بیرونی،^{۱۸} مدیر غیر موظف^{۱۹} و مدیر مستقل^{۲۰} است که عمده‌ی بار نظارت از هیأت عامل را بر دوش می‌کشند. اغلب مفهوم مدیر بیرونی با مفهوم مدیر مستقل اشتباه می‌شود، اما از آنجا که این دو می‌توانند نقش‌های متفاوتی بازی کنند، منطقی است که آن‌ها را از هم تمیز داد؛ منظور از مدیر بیرونی، مدیری است که مستخدم شرکت نیست، بدون در نظر گرفتن این که آیا شرایط استقلال را دارد یا خیر. مدیر بیرونی و مدیر غیر موظف، اغلب به طور جایگزین به کار می‌روند. اما به نظر می‌رسد که اصطلاح مدیر غیر موظف می‌تواند شامل مدیری شود که مستخدم شرکت باشد، ولی مسؤلیت اجرایی نداشته باشد - برای مثال، نماینده کارگران. چنین مدیری نه مدیر بیرونی خواهد بود، به این معنی که قادر باشند تخصص ویژه به هیأت مدیره بیاورد که به طریق دیگری برای شرکت در دسترس نباشد، نه مدیر مستقل، به این معنی که احساس کند که آزاد است تا با مدیر(ان) عامل مخالفت کند. به دلیل این که نقش چنین مدیر مستخدمی، بسیار متفاوت از نقش مدیر غیرمستخدم و فاقد مسؤلیت اجرایی است، ترجیح بر این است که از اصطلاح مدیر غیر موظف که ظاهراً شامل هر دو می‌شود، استفاده نشود (Clarke, 2006).^{۲۱}

اخیراً، هیأت‌های مدیره با فشار معتنا بهی برای این که نظارت مؤثر بیشتری بر هیأت عامل داشته باشند مواجه هستند. رسوایی‌های مالی این نگرانی را پدید آورد که آیا هیأت‌های مدیره به اندازه‌ی کافی به کارکرد نظارتی توجه می‌کنند. یکی از اصلاحاتی که برای کم کردن این نگرانی‌ها پیشنهاد شده است، جدایی سمت مدیرعامل از سمت رئیس هیأت مدیره در بحث ساختار رهبری هیأت مدیره است، (Fairfax, 2014) و گفته شده است که شواهدی وجود دارد که جدایی این دو پست هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (Ramirez, 2007).

¹⁸ Outside

¹⁹ Non-executive

²⁰ Independent

^{۲۱} بند ۴ ماده‌ی ۱ دستورالعمل، مدیر غیرموظف را به مدیری تعریف کرده است که «هیچ‌گونه مسؤلیت اجرایی زیر نظر مدیرعامل نداشته باشد». بند ۱ ماده‌ی ۱ دستورالعمل، عضو مستقل هیأت مدیره را به شخص حقیقی عضو هیأت مدیره تعریف کرده است که شرایط استقلال را داشته باشد و بند ۶ همین ماده به ذکر مصادیقی از شرایط استقلال پرداخته است.

ابتدا باید توجه کرد که گرچه رئیس هیأت مدیره وظایفی بر عهده دارد، اما نباید از خاطر برد که اساساً مسؤولیت‌های هیأت مدیره، بر دوش هیأت مدیره به عنوان یک کل است، و نه تنها رئیس هیأت مدیره (Bainbridge, 2011). این معنی به روشنی از لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت برداشت می‌شود.^{۲۲}

اما، در ترکیب هیأت مدیره‌ای مانند هیأت مدیره‌ی شرکت‌های سهامی کشور ما که ساختار واحدی دارد و یک گروه همزمان هر دو نقش نظارت بر هیأت عامل و مشاوره و تعیین اصول کلی برای مدیرعامل و تیم او را بر عهده دارند، به نظر می‌رسد که یکی از جدی‌ترین مشکلات هنگامی بروز کند که رئیس هیأت مدیره‌ی شرکتی، همزمان به عنوان مدیرعامل آن نیز فعالیت کند. در این حالت، شخص ارشد مسؤول نظارت مدیرعامل، به معنای دقیق کلمه، خود مدیرعامل است (Macey, 2008). در چنین مواردی از ترکیب این دو نقش به رویه‌ی حاکمیت شرکتی بد یاد می‌شود (Du Plessis et al., 2011).

بر همین اساس، ماده‌ی ۱۹ دستورالعمل مقرر می‌دارد: «رئیس هیأت مدیره نباید همزمان، مدیرعامل شرکت یا از اشخاص زیر نظر مدیرعامل باشد. وظایف، اختیارات و مسؤولیت‌های رئیس هیأت مدیره، مدیرعامل و سایر اعضای هیأت مدیره، نحوه تنظیم دستور جلسات هیأت مدیره و نحوه تصمیم‌گیری و تصویب آن در قالب منشور هیأت مدیره باید به طور صریح و روشن مشخص شود و به تصویب هیأت مدیره برسد. همچنین وظایف، اختیارات و مسؤولیت‌های افراد فوق‌الذکر نباید هیچ‌گونه تداخلی با یکدیگر داشته باشد. رئیس هیأت مدیره مسؤول اداره اثربخش جلسات هیأت

^{۲۲} در حقیقت مطابق ماده‌ی ۱۲۰ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، «رئیس هیأت مدیره علاوه بر دعوت و اداره‌ی جلسات هیأت مدیره موظف است که مجامع عمومی صاحبان سهام را در مواردی که هیأت مدیره مکلف به دعوت آنها می‌باشد دعوت نماید.» اما طبق ماده‌ی ۱۲۲ همان قانون: «ترتیب دعوت و تشکیل جلسات هیأت مدیره را اساسنامه تعیین خواهد کرد. ولی در هر حال عده‌ای از مدیران که اقلاً یک سوم اعضای هیأت مدیره را تشکیل دهند می‌توانند در صورتی که از تاریخ آخرین جلسه هیأت مدیره حداقل یک ماه گذشته باشد با ذکر دستور جلسه هیأت مدیره را دعوت نمایند.» به عبارت روشن‌تر در تأیید این نظر که اساساً مسؤولیت بر دوش هیأت مدیره به عنوان یک کل است و نه صرفاً رئیس هیأت مدیره می‌توان به پیش‌بینی ماده‌ی اخیر یا پیش‌بینی موادی از قبیل ماده‌ی ۹۱ که مقرر می‌دارد: «چنانچه هیأت مدیره مجمع عمومی سالانه را در موعد مقرر دعوت نکند بازرس یا بازرسان شرکت مکلفند رأساً اقدام به دعوت مجمع مزبور نمایند»، و همچنین ماده‌ی ۱۳۶ همان لایحه در خصوص دعوت مجمع عمومی از سوی مرجع ثبت شرکت‌ها با تقاضای هر ذینفع، و مهم‌تر از همه پیش‌بینی مسؤولیت کیفری برای رئیس و اعضای هیأت مدیره، در صورت عدم دعوت مجمع عمومی در قانون تجارت، مانند مواد ۲۵۴ و ۲۵۹ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت اشاره کرد. همانطور که حقوق‌دانان به درستی اشاره کرده‌اند (دمرجیلی و دیگران، ۱۳۸۷، ۱۸۳)، لازمه‌ی این مسؤولیت برای سایر اعضای هیأت مدیره اختیار داشتن ایشان است.

مدیره و اطمینان از این که مسائل مهم و راهبردی شرکت در دستور جلسات هیأت مدیره گنجانده شده است، می باشد.»^{۲۳}

گرچه هدف از جدا کردن این دو پست، اطمینان یافتن از رهبری مستقل هیأت مدیره است، اما باید اذعان داشت که شواهد و مدارک در مورد کارایی جدایی این دو پست برای همه‌ی شرکت‌ها قطعی نیست (Rose, 2007).

مخالفان استدلال می‌کنند که حتی اگر جدا کردن پست‌های مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، نظارت کردن مدیرعامل را برای هیأت مدیره آسان‌تر بکند، ممکن است این مشکل جدید برای هیأت مدیره به وجود آید که اکنون باید رئیس قدرتمند هیأت مدیره را زیر نظر بگیرد و کاوش کند که او از پست خود برای اعمال نفوذ در شرکت استفاده نمی‌کند و برای انجام وظایفش به اندازه‌ی کافی کوشش می‌کند. همچنین هیأت مدیره باید اطمینان حاصل کند که رقابت ناسالم بین مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، که هر دو به طور مفروض افرادی جاه‌طلب و توانمندی هستند، رخ ندهد. به عبارت دیگر، جدا کردن دو پست صرفاً نگرهبان دیگری را ایجاد می‌کند که حتماً باید او هم زیر نظر قرار بگیرد. وانگهی، رئیس هیأت مدیره‌ای که «مدیرعامل شرکت یا از اشخاص زیر نظر وی» نیست، به احتمال زیاد، از مدیرعامل کم‌اطلاع‌تر است و بنابراین در رهبری هیأت مدیره و ایفای نقش‌های مشاوره‌ای اش و به همین ترتیب، در هدایت هیأت مدیره در نظارت کردن اشخاص زیر نظر مدیرعامل ناتوان‌تر و ناکارآمدتر خواهد بود، زیرا این افراد را آنطور که مدیرعامل آنها را از نزدیک می‌شناسد، نمی‌شناسد. بنابراین، اگر مشکلی هم وجود داشته باشد این نیست که یک تن دو پست را در اختیار دارد، بلکه مشکل این است که اعضای هیأت مدیره اختیارات زیادی به رئیس هیأت مدیره تفویض کرده‌اند. راه حل تدوین منشوری است که فرضاً به اعضای مستقل هیأت مدیره اجازه‌ی دعوت جلسات خاص را می‌دهد، یا آنها را ملزم می‌کند که به صورت دوره‌ای بدون حضور مدیرعامل یا اشخاص زیر نظر وی ملاقات کنند و مانند این‌ها (Bainbridge, 2011).

مخالفان همچنین اضافه می‌کنند که گرچه سمت رئیس هیأت مدیره سالها بود که در شرکت‌های بریتانیایی از مدیرعامل جدا بود، اما کارایی چندانی برای جلوگیری از بحران یا کاهش اثرات آن بر نظام مالی بریتانیا نداشت (Bruner, 2011)؛ و آنچه در خصوص این موضوع به طور قطع می‌توان بیان کرد این است که جدایی این دو پست تضمینی برای اجتناب از حاکمیت شرکتی ضعیف

^{۲۳} مطابق ماده ۱۲۴ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، «مدیرعامل شرکت نمی‌تواند در عین حال رئیس هیأت مدیره همان شرکت باشد مگر با تصویب سه چهارم آراء حاضر در مجمع عمومی.»

نیست (Cheffins, 2009). همچنین اصرار دارند که نه تنها مزایای ترکیب این دو پست، بلکه هزینه‌های همراه با ساختار رهبری هیأت مدیره را که متکی بر رئیس هیأت مدیره مستقل است نادیده گرفته شده‌است. محققان هم از این ایده حمایت می‌کنند که الگوی رهبری هیأت مدیره ممکن است بسته به شرکت و نیازهای خاص هر شرکتی متفاوت باشد (Fairfax, 2014).

طرفداران ایده‌ی جدایی سمت رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل، اعتقاد دارند که جدا کردن این نقش‌ها استقلال هیأت مدیره را در برابر هیأت عامل افزایش می‌دهد، در نتیجه کارکرد نظارتی هیأت مدیره را بهبود می‌بخشد؛ در حالی که همزمان رفتارهای نامناسب هیأت عامل را به صورت بالقوه کاهش می‌دهد، منجر به رهبری بهتر می‌شود و عملکرد شرکتی را بهبود می‌بخشد. از نگاه آنان، چنین جدایی‌ای تمرکز قدرت و تعارض منافع ذاتی در ساختار رهبری هیأت مدیره را که ترکیب دو نقش به وجود می‌آورد را از بین می‌برد. وانگهی، اغلب در بیان هزینه‌های جدایی این دو نقش اغراق می‌شود، مخصوصاً اگر توجه داشت که این هزینه‌ها می‌تواند با مزایای آن، به ویژه برای شرکت‌های بزرگ‌تر که پیچیدگی سازمانی بیشتری دارند، جبران شود (Fairfax, 2014).

باید افزود که از نظر منطقی باید به مسائل دیگری نیز توجه کرد، از جمله این که با وجود دیگر تغییرات در هیأت مدیره مانند حضور اعضای غیرموظف و مستقل و وجود کمیته‌های متعدد در این هیأت، از قدرت هر دو منصب کاسته شده‌است و بنابراین می‌تواند نگرانی‌های راجع به ترکیب این دو نقش و تمرکز قدرت را کاهش دهد. لذا، ممکن است هیأت مدیره بتواند فارغ از ساختار رهبری‌اش، به طور مؤثر بر مدیرعامل نظارت داشته باشد. وانگهی، ممکن است شرکتی وجود داشته باشد که در آن تمام مدیران، غیر از یکی، غیرموظف یا مستقل باشند و نیاز چندانی به تفکیک در چنین ساختاری وجود نداشته باشد (Fairfax, 2014). مطابق مواد دستورالعمل هم به نظر نمی‌رسد که سقف و محدودیتی از این منظر در مورد مدیران غیرموظف یا مستقل، وجود داشته باشد.^{۲۴}

روی هم رفته، حمایت مشروط برای جدا کردن این دو نقش وجود دارد. لذا، تلاش‌ها برای الزامی کردن چنین جدایی‌ای در تمام شرکت‌ها می‌تواند مضر باشد و به طور مناسبی هزینه‌های آن را در نظر نگیرد. از جمله‌ی این شرایط که در حمایت از جدایی این دو نقش ذکر می‌شود، وجود شرایط استقلال در رئیس هیأت مدیره است. در مورد شرایط استقلال هم عنوان می‌شود که حتی ارتباطات اجتماعی مانند تحصیل در دانشگاه مشترک، یا حتی هم شهری بودن، می‌تواند اثرات معتناهی بر موضوع

^{۲۴} ماده‌ی ۴ دستورالعمل مقرر می‌دارد: «اکثریت اعضای هیأت مدیره باید غیرموظف باشند و تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره نباید کمتر از ۲۰ درصد تعداد کل اعضای هیأت مدیره باشد.»

استقلال واقعی داشته باشد. به عبارت روشن تر، جدایی این دو سمت بدون استقلال واقعی ممکن است نتواند از تعارض منافی که مانع نظارت مؤثر هیأت مدیره می شود، جلوگیری کند. در حقیقت صرف جدایی این دو نقش رهبری مستقل هیأت مدیره را تضمین نمی کند، زیرا این اطمینان وجود ندارد که رئیس هیأت مدیره واقعاً مستقل و بنابراین، آزاد از تعارض ها و جانبداری هایی که توانایی او را برای انجام مؤثر نقش نظارت تضعیف می کند باشد. این امر عدم قطعیت بیشتری را در خصوص این موضوع که آیا جدا کردن این نقش ها ممکن است به رهبری مستقل واقعی تعبیر شود، ایجاد می کند و بر میزانی که مزایای جدایی این دو نقش می تواند تحقق یابد اثر می گذارد (Fairfax, 2014).

در دستورالعمل اولاً ضرورتی وجود ندارد که رئیس هیأت مدیره، لزوماً واجد شرایط استقلال باشد؛ ثانیاً حتی اگر او حائز شرایط استقلال مورد نظر در دستورالعمل باشد، باید توجه کرد که به نظر می رسد شرایط مزبور، وجود ارتباطات اجتماعی اشاره شده در فوق را منع نمی کند؛ موضوعی که می تواند باعث تضعیف نهاد استقلال واقعی و فلسفه ی به کارگیری آن شود.

در استرالیا^{۲۵} به عنوان ضابطه ی اصلی پیشنهاد می شود، این دو نقش را دو تن بر عهده بگیرند و رئیس هیأت مدیره حائز شرایط استقلال باشد. البته این توضیح نیز داده شده است که اگر رئیس هیأت مدیره، مدیر مستقل نیست، شرکت باید انتصاب مدیر مستقل را به عنوان نایب رئیس یا به عنوان «مدیر مستقل ارشد» را در نظر بگیرد، که نقش رئیس را هنگام تعارض ایفا کند؛ و اضافه شده است، حتی جایی که رئیس، مدیر مستقل است، داشتن نایب رئیس یا مدیر مستقل ارشد، می تواند به هیأت مدیره در بررسی عملکرد رئیس هیأت مدیره کمک کند.^{۲۶} همچنین، در خصوص شرایط استقلال، علاوه بر روابط خانوادگی و کاری، از ارتباطات اجتماعی و دوستی هم به عنوان مصادیق عدم تحقق شرط استقلال یاد شده است.^{۲۷} اما در دستورالعمل، همانطور که گفته شده است، استقلال نه در رئیس و نه در نایب رئیس هیأت مدیره اساساً مطمح نظر مقررات گذار در ایران نبوده است؛ البته از این موضوع منعی هم نشده است. در اصول سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، نیز مشاهده نشده است که بر شرط استقلال در رئیس هیأت مدیره اشاره شود (OECD, 2015).^{۲۸}

²⁵ Corporate Governance Principles and Recommendations (the Fourth Edition: February 2019); Available at: <https://www.asx.com.au/>

²⁶ Principle 2: Structure the board to be effective and add value; Recommendation 2.5.

²⁷ Principle 2: Structure the board to be effective and add value; Recommendation 2.3.; Box 2.3: Factors relevant to assessing the independence of a director. Commentary.

²⁸ Principle VI. (The responsibilities of the board) E.

در امریکا هم همین نگرانی‌ها باعث شد که بخش ۹۷۲ قانون داد-فرانک^{۲۹} به جای این که لازم بداند شرکت‌ها منصب‌های مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره را جدا کنند و رئیس هیأت مدیره، مدیری غیرموظف باشد، صرفاً مقرر می‌دارد که شرکت‌ها سیاست خود را در خصوص نحوه تکمیل این دو پست و دلایل خود را برای اتخاذ هر کدام از رویه‌ها افشا کنند و بنابراین هیچ کدام از روش‌ها را نه منع و نه تأیید می‌کند (Bainbridge, 2011).

۳- سهامداران اقلیت

در ایران ساختار مالکیت متمرکز در شرکت‌های بورسی غلبه دارد، (یحیی پور، ۱۳۹۴، ۱۲۷) و بنابراین انتظار می‌رود که به وضعیت سهامداران اقلیت به طور جدی توجه شود.

در حقیقت، در ساختار مالکیت و کنترل در بریتانیا و امریکا، مالکیت سهام به جای این که در دستان تعداد کمی خانواده، بانک، دولت یا دیگر شرکت‌ها متمرکز باشد، بین تعداد زیادی از افراد پراکنده شده است؛ در این حالت نگرانی عمده‌ی سهامداران شرکت‌های بورسی که سهامدار کنترلی ندارند، «هزینه‌های نمایندگی» است (Cheffins, 1999). از آن‌جا که برخلاف ساختار مذکور، توزیع متمرکز سهام در شرکت‌های بورسی ایران وجود دارد و بنابراین موقعیت سهامدار اقلیت منبع اصلی نگرانی است، به نظر می‌رسد مسائل دیگری که اهمیت زیادی در نظام‌های حاکمیت شرکتی کشورهای مزبور دارند، در کشور ما باید در درجه‌ی دوم اهمیت قرار بگیرند.

به عبارت روشن‌تر، شرکت‌هایی که سهامداران عمده یا کنترلی^{۳۰} دارند، این سهامداران احتمالاً آنقدر نفع مالی دارند که به آنها انگیزه دهد که بر مدیریت شرکت نظارت دقیق داشته-باشند (Cheffins, 1999)؛ لذا با در نظر گرفتن این امر که در ایران مالکیت متمرکز در شرکت‌های بورسی غلبه دارد، مشکل نظارت بر مدیران اجرایی نباید موضوعی با فوریت بالا تلقی شود. اما این خطر جدی‌تر وجود دارد که سهامداران عمده یا کنترلی به واسطه یا با تبانی با مدیران به حقوق مالکان دیگر سهام تعدی کنند؛ این کار می‌تواند به طرق متعددی انجام شود. برای مثال، سهامدار کنترلی ممکن است ترتیبی دهد تا سهام را بر اساس شرایط مطلوب بخرد، یا قراردادهای بسیار سودآور با شرکت منعقد کند (OECD, 2017). بنابراین حداقل در زمان حاضر، از آنجا که ساختار مالکیت و

²⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; July 21, 2010.

³⁰ مطابق بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل سهامدار عمده «سهامداری است که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به همراه شرکت‌های فرعی و وابسته، توانایی انتخاب حداقل یکی از اعضای هیأت مدیره شرکت را دارا می‌باشد». همچنین مطابق بند ۳ ماده ۱ دستورالعمل سهام کنترلی «حداقل میزان سهام مورد نیاز برای آن که دارنده‌ی آن قادر به تعیین اکثریت اعضای هیأت مدیره باشد» است.

کنترل متمرکز سهامداران اقلیت را در معرض ریسک‌های جدی قرار می‌دهد، به نظر می‌رسد که فراهم کردن حمایت مناسب برای چنین سرمایه‌گذارانی، باید اولویت بالاتری در ایران داشته باشد. دستور العمل به دو صورت به موضوع سهامداران اقلیت پرداخته است: ابتدا در فصل دوم خود با عنوان «اصول حاکمیت شرکتی»، به «حفظ حقوق سهامداران و برخورد یکسان با آن‌ها» اشاره شده است.^{۳۱} همچنین در بیان شرایط استقلال، یکی از شرایط مدیر مستقل را این موضوع بیان کرده است که «منتخب سهامدار عمده (شخص حقیقی منتخب وی، یا «شرکت‌های فرعی، وابسته، مشارکت خاص یا سهامداران عمده وی»)^{۳۲} نباشد. این موضع، به نظر مطابق با رهنمودهای اصول سازمان همکاری اقتصادی و توسعه تدوین شده است^{۳۳} و در آن حفظ حقوق سهامداران اقلیت نیز مطرح نظر بوده است.^{۳۴}

شاید بتوان گفت که شرط استقلال از سهامدار عمده، در مورد مدیر مستقل، در کد حاکمیت شرکتی بریتانیا که ساختار مالکیت پراکنده در آن غلبه دارد هم آمده است^{۳۵} و این اندازه حمایت از سهامداران اقلیت در ایران کافی نیست. البته می‌توان در پاسخ گفت که وجود این شرط در کد حاکمیت شرکتی بریتانیا اگر مضر نباشد، تا حد زیادی نامرتب است (Ringe, 2013).

به هر روی گرچه در دستورالعمل به درستی به این شرط اشاره شده است، به نظر، به صورت‌های بهتری هم می‌توان به سهامداران اقلیت توجه کرد. یکی از روش‌ها می‌تواند تصریح به حمایت ویژه از سهامداران اقلیت، توسط مدیر مستقل باشد. روش دیگر استفاده از سازوکارهای حمایتی دیگر، مانند مدیر منتخب سهامداران اقلیت است. در ادامه به توضیح این دو موضوع می‌پردازیم.

بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل، عضو مستقل هیأت مدیره را به شخص حقیقی عضو هیأت مدیره تعریف کرده است که شرایط استقلال را داشته باشد و بند ۶ همین ماده به ذکر مصادیقی از شرایط استقلال پرداخته است. در صدر بند اخیر در مورد شرایط استقلال آمده است: «فقدان هر گونه رابطه یا

^{۳۱} ماده ۳، بند ۲. حفظ حقوق سهامداران و برخورد یکسان با آنها: «چهارچوب حاکمیت شرکتی باید از حقوق سهامداران حفاظت و اعمال حق آنها را تسهیل کند و نسبت به برخورد یکسان با تمام سهامداران، شامل سهامداران اقلیت و خارجی اطمینان فراهم کند. تمام سهامداران باید به طور منصفانه فرصت احقاق مؤثر حقوق خود را داشته باشند.»

^{۳۲} ماده ۱، بند ۶، قسمت «ح».

^{۳۳} Principle II. (The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership functions).

همین اصل نیز به صراحت، به موضوع حمایت از سهامداران اقلیت اشاره کرده است: G. البته علاوه بر این اصل کلی، در بند

Principle II. G. 'Minority shareholders should be protected from abusive actions by, or in the interest of, controlling shareholders acting either directly or indirectly, and should have effective means of redress. Abusive self-dealing should be prohibited.'

^{۳۴} Principle VI. (The responsibilities of the board): E.

^{۳۵} Sec. 2: Division of Responsibilities; Provision: 10.

منافع مستقیم یا غیر مستقیم که بر تصمیم‌گیری مستقل و بی‌طرفانه شخص اثر گذار باشد به گونه‌ای که موجب جهت‌گیری وی به سمت منافع شخص یا گروه خاصی از سهامداران شرکت یا سایر ذینفعان شود و نیز سبب عدم رعایت یکسان منافع سهامداران یا صرفه و صلاح شرکت گردد.» پیش‌تر نیز بند ۱ ماده ۱ «منشور کمیته حسابرسی شرکت نمونه (سهامی عام)» تعریفی مشابه از عضو مستقل کرده بود.^{۳۶}

اما در منابع حقوقی فارسی دیده نشده است که به توضیحی برای تبیین چرایی وجود چنین نهادی پرداخته شده باشد؛ جز این که در یکی از منابع آمده است: «وجود کمیته‌های هیأت مدیره ... نقشی اساسی در حاکمیت شرکتی در جهت حفظ منافع سهامداران دارند. این کمیته‌ها از اعضای مستقل هیأت مدیره تشکیل می‌شوند و بنابراین، انتظار می‌رود در تصمیم‌گیری‌های خود منافع شرکت را بر منافع شخصی اولویت بخشند.» (حسینی، ۱۳۹۷، ۶۵).

بنابراین، با توجه به صدر بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل، گرچه استقلال از سهامدار عمده، ممکن است مانع سوء استفاده‌های سهامدار عمده شود، اما با توجه به این که مدیر مستقل در وهله اول باید به «رعایت یکسان منافع [تمام] سهامداران یا صرفه و صلاح شرکت» توجه کند و حتی از «جهت‌گیری... به سمت منافع شخص یا گروه خاصی از سهامداران شرکت یا سایر ذینفعان» منع شده است، می‌توان این گونه هم نظر داد که مدیر مستقل در دستورالعمل از توجه خاص به منافع سهامداران اقلیت، منع شده است. از این لحاظ باید توجه داشت که سهامداران اقلیت ممکن است منافع خاصی داشته باشند و این منافع ممکن است ناهماهنگ با منافع شرکت یا منافع سهامداران به طور کلی باشد (De Poli, and de Gioia Carabellese, 2017).

هنگامی که بحث استقلال مدیر معرفی شد، اساساً در پی حمایت از منافع سهامداران بود. اما مدیران مستقل به عنوان ابزاری برای اهداف گسترده‌تر نیز در نظر گرفته می‌شوند. شاید به سان نوش دارویی

^{۳۶} بند ۱ ماده ۱ در تعریف «عضو مستقل» مقرر می‌دارد: «عضوی است فاقد هر گونه رابطه یا منافع مستقیم یا غیر مستقیم که بر تصمیم‌گیری مستقل وی اثر گذار باشد، موجب جانبداری وی از منافع فرد یا گروه خاصی از سهامداران یا سایر ذینفعان شود یا سبب عدم رعایت منافع یکسان سهامداران گردد.» در زیرنویس این بند، مانند دستورالعمل، به تعدادی از مصادیقی که به تشخیص مقام انتخاب‌کننده ممکن است منجر به عدم تحقق تعریف عضو مستقل شود، پرداخته است. این منشور در اجرای ماده ۱۰ دستورالعمل کنترل‌های داخلی برای ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، در تاریخ ۲۳-۱۱-۱۳۹۱ به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است و در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

تقریباً برای رفع تمام مشکلات شرکت‌ها. بعضی‌ها حتی تا حدی پیش رفتند که مدیران مستقل نه تنها در پی حفظ و حراست از منافع سهامداران، بلکه تمام ذی‌نفعان هستند (Ringe, 2013).

در حقوق فدرال امریکا به نظر می‌رسد نگرانی‌ای که مدیر مستقل در پی رفع آن است، دفاع از منافع سهامداران به صورت یک کل در برابر مدیران عامل است، نه دفاع سهامداران اقلیت در برابر سهامداران عمده. در مقابل، در چین نقش‌هایی برای مدیر مستقل برشمرده‌اند؛ مانند این که چگونه می‌توانند فساد را کاهش دهند، جرأت مطرح کردن سؤالاتی که پرسش آنها راحت نیست را داشته باشند، از هیأت عامل شرکت انتقاد کنند و از پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب اطمینان حاصل کنند؛ همانطور که پیداست، در میان نقش‌ها اهداف قابل‌سنجش کم است. بدون این که بدانیم که شرط استقلال قرار است به چه مشکلاتی پاسخ بگوید نمی‌توان قواعدی را در مورد مدیر مستقل طراحی و آنها را ارزیابی کرد (Clarke, 2006).

باید در نظر داشت که استقلال در سطحی کلی و انتزاعی، ابزاری برای حمایت از گروه‌های ضعیف در شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی است. همانطور که دیدیم، می‌تواند به نفع تمام سهامداران به طور کلی (در محیط سهامداری پراکنده) یا سهامداران اقلیت، در برابر سهامداران کترلی (در محیط سهامداری متمرکز) عمل کند. بنابراین، نکته‌ی مهم این است که توجه شود کارکرد مدیر مستقل، باید بر اساس محیط شرکتی کشورها، به طور خاص طراحی شود (Ringe, 2013).

بنابراین، گنجاندن شرط استقلال از سهامدار عمده، می‌تواند به گام برداشتن در مسیر درست تعبیر شود. اما، این اندازه کافی نیست و بهتر است گام‌های دیگری هم برداشته شود؛ گام دوم می‌تواند این باشد که استقلال از سهامدار عمده، باید به دقت با میزانی از وابستگی متوازن شود. این امر به معنی مسؤولیت‌پذیری مدیران مستقل نسبت به گروه‌های اقلیت است که باید از ایشان حمایت کنند. تقویت مسؤولیت‌پذیری ایشان، این نوید را می‌دهد که ضعف‌های خاصی مانند تخصص و مشکلات مربوط به انگیزه‌ی مدیران مستقل را جبران کند (Ringe, 2013).

به عبارت دیگر، به نظر ما استقلال مدیر مستقل، بهتر است با مسؤولیت‌پذیری در قبال گروه خاصی، مانند سهامداران اقلیت، ترکیب شود. این امر می‌تواند چند مزیت داشته باشد؛ اول، داشتن نماینده‌ای در هیأت مدیره ابزار مستقیمی برای بیان نگرانی گروه مورد حمایت، و همچنین باعث افزایش آگاهی در مورد موقعیت این گروه خواهد بود. دوم، ضعف‌های خاصی که مدیران مستقل دارند را ممکن است به این ترتیب بتوان حل کرد، مانند کاستی‌های مربوط به تخصص و مشکلات مربوط به انگیزه. منصوب کردن نمایندگان با برنامه‌ای روشن در هیأت مدیره تا حدی این اطمینان را خواهد داد که

این اشخاص انگیزه و تجربه‌ی بیشتری دارند. سوم، موقعیت آنها به عنوان نماینده‌ی یک گروه خاص، جریان اطلاعات را میان شرکت و هیأت مدیره و سهامداران اقلیت تسهیل می‌کند، و کمک می‌کند تا اطمینان حاصل شود که حداقل نگرانی‌های این گروه شنیده شود، بنابراین باعث افزایش آگاهی از موقعیت آنها می‌شود و می‌تواند به شفافیت بیشتر درون شرکت کمک کند (Ringe, 2013)، (De Poli, and de Gioia Carabellese, 2017).

بنابراین، مدیری می‌تواند همزمان مستقل از سهامدار عمده باشد، اما مسؤول نسبت به سهامداران اقلیت باشد. باید توجه شود که در حال حاضر مدیران مستقل، مسؤولیت‌ها و تکالیفی مانند مدیران دیگر هم دارند، از جمله تکلیف رعایت «صرفه و صلاح شرکت».

اما روش دیگر استفاده از سازوکارهای حمایتی دیگر، مانند مدیر منتخب سهامداران اقلیت است. در حقیقت، در بعضی از کشورها سهامداران اقلیت، به طور مستقیم عضو یا اعضای هیأت مدیره، یا اعضای کمیته‌ی حسابرسی یا دیگر کمیته‌ها، را انتخاب می‌کنند که به طور مؤثرتری می‌تواند حافظ منافع آنها باشد. اگرچه این رویه گسترده نیست (OECD, 2017)،^{۳۷} اما توجه به آن بی‌فایده نیست. اصل اکثریت کلی حقوق شرکت‌ها در این خصوص صریح است که سهامداران اکثریت از طریق رأی‌گیری تمام مدیران شرکت، از جمله مدیر مستقل را تعیین کنند؛ اقلیت صرفاً نظاره‌گر است و به طور منفعل تصمیمات اکثریت را می‌پذیرد، مگر این که به طور داوطلبانه بخواهد از شرکت خارج شود. با وجود این در مورد مدیران، می‌توان سهمی که به صورت درصدی یا عددی تعیین شود را برای سهامدار اقلیت در نظر گرفت. چنین مدیرانی، مستقیماً از سوی سهامداران اقلیت به عنوان اعضای هیأت مدیره شرکت انتخاب می‌شوند (De Poli, and de Gioia Carabellese, 2017).^{۳۸} تمام شرکت‌های بورسی در ایتالیا از سال ۲۰۰۷ لازم است که حداقل یک صندلی هیأت مدیره را برای نامزدهای تعیین شده توسط سهامداران اقلیت ذخیره کنند (Ringe, 2013).

به دلیل این که گروه اقلیت تا حد ممکن اطمینان حاصل خواهد کرد که نماینده‌ای را معرفی کند که به بهترین نحو از منافع آنها حمایت کند، عموماً شخصی متخصص و با تجربه را انتخاب خواهند کرد. لذا میتوان انتظار داشت که مشکلی که در موردی انگیزه در مورد مدیران مستقل وجود داشت، در چنین مدیرانی کاهش یابد؛ به عبارت دیگر فرض بر این است که مدیری که به طور مستقیم نماینده‌ی گروه خاص باشند انگیزه‌ی بیشتری برای تعقیب برنامه‌ی خاص خواهند داشت، تا مدیر

³⁷ Principle II. (The Rights and Equitable Treatment of Shareholders and Key Ownership Functions) G.

³⁸ در مورد نحوه‌ی انتخاب مدیر اقلیت توسط سهامداران اقلیت، می‌توان به منبع اشاره شده در متن مراجعه کرد.

نوعی، بدون هدف روشن یا با اهدافی کلی (Ringe, 2013). البته، بدیهی است از آنجا که ممکن است سهامداران اقلیت از قدرت خود برای سد کردن منافع مشروع سهامداران اکثریت استفاده کنند، حمایت از آنها نمی‌تواند بیش از اندازه باشد (Clarke, 2006).

۴-تنوع در هیأت مدیره

نقش کمتر بحث شده‌ی دیگر هیأت مدیره، استفاده از وضع عضویت در هیأت مدیره برای تسهیل اشتراک اطلاعات و دیدگاه‌ها میان شرکت و ذی‌نفعان متعدّدش، مانند سهامداران و مشتریان است. از این حیث، تنوع در هیأت مدیره از لحاظ حضور زنان، اقلیت‌ها و مدیران خارجی در هیأت مدیره به این منظور است تا به شرکت اجازه دهد که بهتر با مشتریان و کارکنانشان ارتباط برقرار کنند. این موضوع می‌تواند برای شرکت‌ها دسترسی به اطلاعات را تسهیل کند و حمایت و مشروعیت برای آنها به ارمغان آورد (Dallas, 2003). لذا تنوع در هیأت مدیره، رویه‌ی حاکمیت شرکتی خوب در نظر گرفته می‌شود.

بر اساس منبع وابستگی، زنان، اقلیت‌ها و مدیران خارجی می‌توانند مشاوره، حمایت و مشروعیت را برای عملیات شرکت فراهم آورند. این کارکردها همچنین می‌تواند توسط افرادی با صبغه‌های طرفداری از محیط زیست نیز تأمین شود. این مدیران، به دلیل اعتبارشان در محیط اجتماعی، می‌توانند مشروعیت شرکت در جامعه را بالا ببرند. البته توجه به روی دیگر سکه نیز ضروری است؛ برای مثال، زنان در هیأت مدیره ممکن است بر شرکت اثر بگذارند تا به مسائل منابع انسانی که مختص زنان است توجه کنند (Dallas, 2003). یا حضور مدیر خارجی در هیأت مدیره ممکن است باعث ارتقای منظر جهانی شرکت شود. به همین دلیل، شرکت‌های بزرگ از مدیران خارجی در هیأت مدیره برای درک عمیق‌تر نسبت به بازارهای خارجی و خواسته‌های سرمایه‌گذاران بین‌المللی و نیز کسب اعتبار در بازارهای سرمایه‌ی خاص یا محیط‌های سیاسی استفاده می‌کنند. این تنوع در هیأت مدیره شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا به طور مؤثرتری با محیط اجتماعی-اقتصادی ارتباط برقرار کنند (Vishwakarma, 2017).

گفته می‌شود که با تنوع در هیأت مدیره، به دلیل وجود اشخاص با زمینه‌ها و سوابق متفاوت، اعضا محتمل‌تر است که نوآورتر باشند و تصمیمات بهتری بگیرند؛ بنابراین تنوع ممکن است کارکرد هدایت و برنامه‌ریزی یا مشاوره به هیأت عامل را برای هیأت مدیره بهبود ببخشد. از این رو تنوع در

هیأت مدیره موضوعی اساسی و از اهمیت حیاتی برخوردار است (Vishwakarma, 2017). در ادامه تنها به موضوع حضور زنان در هیأت مدیره به عنوان یکی از مصادیق این بحث می‌پردازیم. طرفداران تنوع جنسیتی در مورد حضور زنان به استدلال‌های متعددی متوسل می‌شوند. برای نمونه، گفته می‌شود که در تنوع جنسیتی، بحث حضور نمایندگان زنان در هیأت مدیره مطرح نیست، بلکه حضورشان به دلیل تخصص آنها در کسب و کار و نیز دسترسی آنها به اطلاعات و منابعی است که شرکت به آنها نیاز دارد (Vishwakarma, 2017). غالباً از منظر اقتصادی در حمایت از این موضوع استفاده می‌شود، با این استدلال که هیأت‌های مدیره با تنوع جنسیتی، می‌توانند عملکرد مالی شرکت را ارتقا دهند. یا به تفاوت در نحوه تفکر زنان اشاره می‌کنند؛ این که موقعیت‌هایی وجود دارد که زنان بیشتر مایلند تا به عمق مسأله بپردازند، حتی اگر پرداختن به آنها برای دیگر اعضای هیأت مدیره بسیار سخت باشد (Dhir, 2015) (Vishwakarma, 2017). به همین ترتیب عنوان می‌شود که زنان قسمت اعظمی از نیروی کار را در هر جامعه‌ای تشکیل می‌دهند و صاحب بخش معتناهایی از ثروت جامعه هستند و بسیاری از تصمیمات مصرف‌کنندگان توسط زنان گرفته می‌شود، از خریدهای ساده روزمره تا خرید رایانه، اتومبیل و خانه (Sealy, and Vinnicombe, 2012).

به هر ترتیب، حداقل این موضوع در یکی از تحقیقاتی که در مورد حضور زنان در هیأت مدیره انجام شده است، ثابت شده است که تنوع جنسیتی در مورد فرایند تصمیم‌گیری در هیأت مدیره اثر داشته است، اما حضور زنان لزوماً بر ماهیت تصمیم‌گیری اثری نداشته است؛ برای نمونه، زنان پرسش‌ها را روشمندتر پرسیدند، بر تعداد پرسش‌ها افزوده شد، و حضور آنها فرایند تصمیم‌گیری را نظام‌مندتر و منظم‌تر کرد (Rosenblum and Roithmayr, 2015).

روی هم رفته، دو رویکرد عمده در مورد نحوه‌ی اعمال این موضوع وجود دارد؛ در قوی‌ترین شکل، قانون‌گذاران سطح خاصی از برابری جنسیتی را در هیأت مدیره حکم می‌کنند. رویکرد دوم، افزایش اطلاعات در این خصوص است؛ به جای تحمیل خروجی از پیش تعیین شده، مقررات‌گذاران از شرکت‌ها می‌خواهند تا به طور عمومی رویه‌های خود را در مورد تنوع جنسیتی گزارش دهند (Dhir, 2015). به هر حال این معنی مسلم است که تحقیقات انجام شده در این مورد هم، مانند دیگر رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب، نتوانسته‌اند به طور قطعی پیدایش آثار مثبت را در خصوص عملکرد شرکت ثابت کنند.

در اصول سازمان همکاری اقتصادی و توسعه نیز در بحث ارزیابی هیأت مدیره، از جمله در خصوص ترکیب و صلاحیت‌های اعضای هیأت مدیره، و آموزششان، (OECD, 2017) توصیه

شده است که هیأت مدیره باید به طور منظم عملکرد خود را ارزیابی کند و برآورد کند که آیا از ترکیب متناسب سوابق و صلاحیت‌ها برخوردار است یا خیر^{۳۹}. در این رابطه بهره‌گیری از تنوع از جمله داشتن تنوع جنسیتی، برای بالا بردن عملکرد هیأت مدیره، و اجتناب از گیر افتادن در دام هم‌عقیدگی‌های مخرب، در هیأت مدیره و هیأت عامل توصیه شده است (OECD, 2015).

در کد حاکمیت شرکتی بریتانیا^{۴۰} نیز آمده است که اساساً انتخاب اعضای هیأت مدیره و هیأت عامل باید مبتنی بر شایستگی و شرایط عینی باشد، و از این لحاظ باید تنوع جنسیتی، سوابق اجتماعی و قومی، توانایی‌های شخصی و شناختی را ارتقا دهد.^{۴۱} در کد حاکمیت شرکتی استرالیا نیز به موضوع بهره‌گیری از تنوع جنسیتی نه تنها در سطح مدیریت، بلکه به طور کلی در نیروی کار اشاره شده است.^{۴۲} دستورالعمل اساساً به موضوع تنوع در هیأت مدیره توجه نکرده است.

۵- انتخاب رژیم مقرراتی

مطالبی که در بندهای فوق بررسی شده است، تا حد زیادی کاستی‌های رویکرد یک اندازه برای همه، دستورالعمل آن را اتخاذ کرده است را نشان داده است. گذشته از موارد فوق، الزام تمام شرکت‌ها به پیروی از یک سری رویه‌های حاکمیت شرکتی، ممکن است به دو صورت گمراه‌کننده باشند؛ از یک سو ممکن است منجر به این رویکرد اشتباه شود که پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی لزوماً به رویین تنی شرکت‌ها می‌انجامد. حتی اگر صحیح باشد که شرکت‌هایی که مطابق با معیارهای حاکمیت شرکتی رفتار می‌کنند شرکت‌هایی قدرتمندی هستند، نباید از خاطر برد که همواره احتمال ناکارآمدی و عملکرد ضعیف و حتی ورشکستگی آنها وجود دارد. از طرف دیگر این رویکرد نسبت به حاکمیت شرکتی، قطعاً منجر به نوع دیگری از اشتباهات نیز می‌شود؛ آنجا که شرکت‌هایی که ساختارهای حاکمیت شرکتی نوآورانه اتخاذ می‌کنند، یا شرکت‌هایی که رویه‌های حاکمیتی مؤثری دارند و صادقانه هم تلاش می‌کنند، ولی از آن‌جا که رویه‌های حاکمیت شرکتی پیشنهاد یا حکم شده را رعایت نمی‌کنند، برای حفظ رویه‌های خود تنبیه می‌شوند. رویکرد یک اندازه مناسب برای همه، ضرورتاً حاکمیت شرکتی را استانداردسازی می‌کند و سیاست‌های حاکمیت مختص شرکت یا حتی مختص صنعت را نادیده می‌گیرد و به این موضوع توجه نمی‌کند که آن‌چه برای بیشتر شرکت‌ها ممکن است مناسب باشد و جواب‌گوی نیازهای آنان باشد، لزوماً برای همه مناسب نیست (Rose, 2007).

³⁹ Principle VI. (The responsibilities of the board) E. 4.

⁴⁰ The UK Corporate Governance Code 2018; Available at: <https://www.frc.org.uk/>

⁴¹ Sec. 3: Composition, Succession and Evaluation; Principles: J. & L.

⁴² Principle 1: (Lay solid foundations for management and oversight); Recommendation 1.5.

شرکت‌های مختلف نیازهای حاکمیتی مختلفی دارند و اساساً هیأت مدیره باید آزاد باشد که ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب را که مختص شرکتشان است، برگزیند (Bainbridge, 2011). حتی، مطالعات تجربی اخیر پیشنهاد می‌کنند که رویکرد یک اندازه مناسب برای همه، در مقایسه با رویکردهای منعطف‌تر، عموماً سود کمتری را عاید شرکت‌ها کرده‌است. مشهورترین این رویکردها، رویکرد داوطلبانه است که با انتشار گزارش کدبری^{۴۳} در سال ۱۹۹۲ در بریتانیا معرفی شد و از سوی بیشتر کشورها^{۴۴} اتخاذ شده‌است (Du Plessis, and Low, 2017). پیروی از کد بهترین رویه‌ها در ساختار حاکمیت شرکتی «پیروی یا توضیح»^{۴۵} بریتانیا داوطلبانه است، اما شرکت‌ها حتماً باید افشا کنند که آیا از کد پیروی کرده‌اند یا خیر و اگر پیروی نکرده‌اند، توضیح دهند که چرا. بعضی از مطالعات نشان داد که شرکت‌هایی که به دلایل معتبر از بهترین رویه‌ها منحرف شده‌بودند به طرز خیره‌کننده‌ای بهتر از شرکت‌هایی که کاملاً از کد مزبور پیروی کردند، عمل کردند. در مقابل، صرف پیروی از مقرره‌های کد حاکمیت شرکتی لزوماً منتج به عملکرد بهتر نشده‌است. اتفاقاً رقبای بین‌المللی شرکت‌های امریکایی، عموماً تحت رژیم‌های حاکمیت شرکتی مانند بریتانیا عمل می‌کنند، که مطابق آن شرکت‌ها می‌توانند رویه‌های حاکمیت شرکتی متفاوتی داشته باشند که منعکس‌کننده‌ی شرایط خاصشان باشد (Rose, 2007).

بنابراین بحث انتخاب رژیم مقرراتی مناسب می‌تواند به کارآمدی رژیم حاکمیت پیروی یا توضیح منجر شود که معمولاً در منابع به عنوان راه‌حل جایگزین رویکرد آمره شناخته می‌شود. همانطور که گفته شد طبق این رویکرد مقرراتی، شرکت‌ها حتماً باید از فهرست بهترین رویه‌ها پیروی کنند یا دلیل عدم پیروی خود را ارائه کنند. در حقیقت، مقرره‌گذار از شرکت‌ها انتظار دارد تا از تمام رویه‌های موجود در فهرستش پیروی کنند و شرکت‌هایی که تماماً پیروی می‌کنند به عنوان شرکت‌های با بهترین حاکمیت در نظر گرفته می‌شوند. به دلیل اینکه پیروی نکنندگان در این رژیم، بار توضیح در مورد تصمیماتشان را به دوش می‌کشند، عدم پیروی می‌تواند اثری رعب‌آور یا اخلال‌کننده داشته باشد و هیأت عامل شرکت را از اتخاذ سازوکار حاکمیتی که می‌توانست مفید باشد منصرف کند؛ به عبارت دیگر، الزام توضیح برای عدم پیروی می‌تواند به عنوان دلالت ضمنی برای چیزی که نادرست است، فرض شود. بنابراین الزام شرکت‌ها به توجیه عدم پیروی هم از لحاظ نظری نامناسب است و ممکن

⁴³ Cadbury

⁴⁴ مانند استرالیا: (the 'if not, why not' approach)

⁴⁵ کد فعلی حاکمیت شرکتی بریتانیا (the UK Corporate Governance Code) در ژوئیه ۲۰۱۸ انتشار یافته‌است.

⁴⁶ 'Comply or explain' approach

است هزینه‌هایی را که نیاز نیست بر شرکت‌ها تحمیل کند. مخصوصاً با توجه به این که قدر متیقن انبوهی از مطالعات تجربی در مورد رژیم‌های پیروی یا توضیح این است که پیروی کنندگان از پیروی نکنندگان عملکرد بهتری نداشتند (Bhagat et al., 2008).

از لحاظ نظری نتیجه‌ی نهایی این خواهد بود که در انتخاب رژیم مقرراتی حاکمیت شرکتی، رژیم افشا،^{۴۷} بدون ارجاع به محک تطبیقی، چهارچوب مقرراتی مناسب‌تری از رژیم پیروی یا توضیح یا مقررات آمره خواهد بود. این امر به این دلیل است که رویکرد افشا در مورد رویه‌ی حاکمیت شرکتی یک شرکت، در پی این نیست که بهترین رویه‌ها را شناسایی کند و بنابراین القا کننده‌ی توهمی نیست که ما در این مورد دانشی در اختیار داریم که در حقیقت از آن بی‌بهره‌ایم. در رژیم افشای رویه‌ی حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها لازم نیست که توضیح دهند که چرا از یک رویه‌ی حاکمیت خاص پیروی می‌کنند، خواه این رویه با رویه‌ی شرکت دیگر متفاوت باشد یا خیر. آنها ساختارهای حاکمیت خود را افشا می‌کنند، و این بستگی به سرمایه‌گذاران دارد که آنچه می‌خواهند از آن برداشت کنند. چنین رژیمی، با در نظر گرفتن تمام احتمالات، مقداری هزینه‌ی اطلاعاتی را بر سرمایه‌گذاران در مقایسه با رژیم پیروی یا توضیح تحمیل می‌کند، از آنجا که روی هم رفته سخت‌تر خواهد بود که شرکت‌های گوناگون را با ابعاد حاکمیت متفاوت مقایسه کنند؛ چراکه افشاها با ارجاع به محک (وجه ممیز رویکرد پیروی یا توضیح)، انجام نمی‌شوند. اما این دقیقاً مزیت رژیم افشای صرف است. این امر وعده‌ی دروغینی را که در فهرست بهترین رویه‌ها یا شاخص حاکمیت وجود دارد را از بین می‌برد: این که یک مجموعه از رویه‌های اساسی وجود دارند که تمام شرکت‌ها با آنها باید سنجیده شوند. به عبارت دیگر، چنین رژیمی تصدیق می‌کند که بهترین محک یا مجموعه‌ای از بهترین رویه‌ها که برای همه یا حتی برای بیشتر شرکت‌ها مناسب باشد، وجود ندارد. در هر صورت سرمایه‌گذاران باید با رویه‌های حاکمیت شرکتی به همان صورتی که هستند برخورد کنند: یکی از چندین تکه از اطلاعات در مورد کیفیت شرکت (Bhagat et al., 2008).

اساساً هم مهمترین ابزار حقوقی‌ای که از طریق آن سرمایه‌گذاران بازار سرمایه، در مورد شرکت‌های بورسی اطلاعات به دست می‌آورند، نظام افشای الزامی است (Fanto, 1998). اما علی‌رغم صحت مطالب فوق، نباید به این موضوع بی‌توجه بود که این تحلیل‌ها اساساً در فضای قدرتمند دسترسی به اطلاعات کشورهای توسعه یافته ابراز شدند و بنابراین در شرایط کنونی کشور

⁴⁷ Disclosure regime

می‌تواند به همان اندازه کارایی داشته‌باشند؛ به‌علاوه در مورد افشا هم، چه به صورت رویکرد پیروی یا توضیح و چه به صورت رژیم افشای صرف، باید توجه داشت که تنها زمانی کارایی دارد که سهامداران از وضعیت منفعل خود خارج شده و بر اساس افشاها نقش فعال ایفا کنند (Veldman, 2017).

وانگهی، به نظر می‌رسد که مؤلفه‌های پس‌زمینه‌ی حاکمیت شرکتی، مانند نظام قانونی و سیاسی می‌تواند از خود مباحث حاکمیت شرکتی، در عملکرد شرکت‌ها مهم‌تر باشد. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد که اعمال اصل حاکمیت قانون^{۴۹} و تلاش‌های ضد فساد، اثر بیشتری در رشد و عملکرد شرکت‌ها داشته‌باشند، تا اصلاحات حاکمیت شرکتی در سطح شرکت‌ها. همچنین، باید تفاوت در سازمان شرکتی بین کشورها را در نظر گرفت. برای مثال همانطور که قبلاً هم اشاره شد، مشکل اصلی برای شرکت‌های سهامی عام در امریکا و بریتانیا بین هیأت‌عامل و سهامداران است؛ بنابراین سازوکارهای حاکمیت شرکتی در این کشورها اساساً طراحی شده‌اند تا این مشکل نمایندگی را حل کنند. در مقابل، در بسیاری از بازارهای در حال ظهور، مشکل عمده بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت است و مشکل نمایندگی هیأت‌عامل و سهامدار به آن اندازه جدی نیست، به دلیل این که سهامدار غالب اغلب خود به نوعی مدیریت شرکت را به دست دارد یا انگیزه‌ی بسیار بالایی دارد که نظارت دقیقی بر هیأت‌عامل داشته‌باشد. بنابراین، مالکیت سهام بیشتر توسط مدیران غیر موظف، که به نظر می‌رسد مشکلات نمایندگی را در بازارهای توسعه یافته کاهش می‌دهد،^{۵۰} ممکن است در بازارهای در حال ظهور اثر کمتری داشته‌باشد (Bhagat et al., 2008).

مسأله‌ی آخر هم این که اگرچه مهمترین انتقاد بر قواعد آمره این است که هیأت‌عامل را از انعطافی که برای اداره‌ی کسب و کار نیاز دارد محروم می‌کند، اما حدی از حمایت‌های قانونی قوی از

^{۴۸} در لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، افشای اطلاعاتی چون انتخاب مدیران و بازرس یا بازرسان، تصویب ترازنامه، کاهش یا افزایش سرمایه و هر نوع تغییر در اساسنامه، انحلال شرکت و نحوه تصفیه آن الزامی اعلام شده‌است. (سهرابی و فلاح نغفی، ۱۳۹۳، ۴۱) همچنین برای دیدن صورت تفصیلی تر افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی از جمله به «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان» مصوب ۳-۵-۱۳۸۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (صادق مقدم و نوروزی، ۱۳۹۰، ۱۳۳)، به ویژه ماده‌ی ۱۳ آن که برخی از مصادیق اطلاعات مهم را برشمرده‌است، مراجعه کنید. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://tse.ir > Portals > ghavanin>

^{۴۹} Rule of law

^{۵۰} تبصره‌ی ۴ ماده ۴ دستورالعمل در این خصوص مقرر می‌دارد: «هر یک از اعضای اصلی هیأت مدیره باید معادل یک دهم درصد سهام شرکت یا حداقل معادل پنج میلیارد ریال از سهام شرکت (که هر دو سال یک‌بار متناسب با نرخ تورم و شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی تعدیل می‌شود) را به عنوان سهام وثیقه مدیران نزد شرکت تودیع کنند.»

سهامداران اقلیت، می‌تواند از آنها در برابر مدیران و سهامداران کنترلی، محافظت کند. (Paredes, 2004) همچنین باید به نتایج مطالعاتی که نشان می‌دهند شرکت‌های با سهامداران متمرکز کمتر محتمل است به موضوع افشای داوطلبانه تن در دهند، توجه داشت (Vorottil, 2017).

به نظر می‌رسد دستورالعمل در توجه به بعضی از مسائل مختص نظام شرکت‌های ما موفق بوده‌است؛ اما، با مفروض گرفتن وجود شرایط مطلوب از لحاظ مؤلفه‌های پس زمینه‌ی حاکمیت شرکتی، اولویت اول نظام حاکمیت شرکتی کشور بهتر است تقویت جدی زیرساخت نظام افشای الزامی اطلاعات باشد. نباید از خاطر برد که تأکید بر نظام افشا هم هزینه‌زا است و سرمایه‌گذاران شرکت این هزینه‌ها را متحمل می‌شوند، (Fischel, 1982) ولی اگر قرار باشد بر موضوعی تأکید و سرمایه‌گذاری شود، بهتر است بر نظام افشا باشد تا الزام به رعایت قواعدی که نه اثر قطعی آنها اثبات شده و نه واجد تمام عناصر ضروری است. در مرحله‌ی بعد اگر قانون‌گذار در پی توسعه‌ی بازار اوراق بهادار باشد، به نظر منطقاً باید حدی از حمایت‌های جدی‌تر از سهامداران اقلیت که در این مقاله از آن‌ها نام برده شده‌است را بر شرکت‌های با ساختار مالکیت متمرکز تحمیل نماید.

۶- نتیجه‌گیری

فارغ از این موضوع کلی که به نظر دستورالعمل باید فرصت بیشتری برای اعمال مقرراتش در نظر می‌گرفت، هزینه‌ی الزامات کنترل‌های متعددی که دستورالعمل بر شرکت‌ها تحمیل می‌کند، این تصور را ایجاد می‌کند که این هزینه‌های غیرضروری و بیش از اندازه، ممکن است به رقابت‌پذیری شرکت‌ها و نهایتاً به منافع سرمایه‌گذاران آسیب بزنند. هدف اصلی این مقاله بررسی این موضوع بود که آیا رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب یا بدی که سیاست‌گذاران رعایت یا عدم رعایت آن‌ها را از همه‌ی شرکت‌ها به طور یکسان مطالبه می‌کنند، رویکرد مناسبی است یا خیر؛ در همین رابطه به طور اجمالی به دو موضوع پرداختیم.

یکی منع مطلق شرکت‌ها از تجمیع سمت‌های رئیس هیأت مدیره و مدیر عامل در یک تن، که اساساً به عنوان رویه‌ی حاکمیت شرکتی بد، به دلیل وجود تعارض منافع و فسادآوری بالقوه‌ی قدرت مطلق، پیشنهاد شده‌است؛ در این مورد نظر کلی این است که جدایی این دو نقش با رعایت شرایطی از جمله اندازه‌ی شرکت و میزان استقلال رئیس هیأت مدیره، می‌تواند اثر مثبتی در نظارت شرکت‌های بورسی ایرانی به دلیل داشتن ساختار هیأت مدیره‌ی واحد داشته باشد؛ البته ممکن است جدا کردن این دو سمت هزینه‌هایی در بر داشته باشد، که مقتضی است هنگامی که ساختار رهبری هیأت مدیره بررسی

می‌شود، به آنها نیز توجه شود. حمایت مشروط از جدایی این دو نقش در نظام فعلی هیأت مدیره‌ی ایران می‌تواند قابل دفاع باشد.

موضوع دیگری که این مقاله به آن پرداخت، توجه به سهامداران اقلیت بود. در ایران علاوه بر ضعف و عدم مسؤولیت پذیری مدیران که مانند سایر نقاط دنیا وجود دارد، مسأله‌ی سوء استفاده از حقوق سهامداران اقلیت را باید اضافه به این مشکلات کرد. در این رابطه، از جمله مدیران مستقل به عنوان ابزاری برای کنترل بهتر هیأت عامل و کاهش هزینه‌های نمایندگی و حمایت از سهامداران اقلیت معرفی می‌شوند. نقش خاصی که مدیران مستقل باید بازی کنند به ویژه بستگی به ساختار مالکیت کشورها دارد. بنابراین حیاتی است که تعیین کرد مدیران نسبت به چه کسانی باید مستقل باشند. خوشبختانه در دستورالعمل به درستی به استقلال مدیران مستقل از سهامداران عمده توجه شده‌است. اما، به نظر می‌رسد بهتر است، به صراحت از بالا بردن مسؤولیت‌پذیری مدیران مستقل نسبت به سهامداران اقلیت نیز اشاره شود تا آنها نقش معنادارتری در این خصوص بازی کنند؛ همچنین مدیران منتخب سهامداران اقلیت، به عنوان ابزار دیگری برای حمایت جدی‌تر از سهامداران اقلیت، معرفی شدند.

نهایتاً در مورد داشتن تنوع در هیأت مدیره، به عنوان رویکرد حاکمیت شرکتی خوب، بحث شد که دستورالعمل اساساً به آن اشاره نکرده‌است. به طور کلی، به دلیل این که اثر قطعی در مورد بسیاری از رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب یا بد، اثبات نشده‌است، به نظر اتخاذ رویکرد الزامی یک‌شکل، انتخاب رژیم مقرراتی مطلوبی برای این دستورالعمل محسوب نمی‌شود. شکل مناسب مقررات حاکمیت شرکتی باید حد قابل پذیرشی از انعطاف را در خود داشته باشد. از آنجا که سازوکار حاکمیت شرکتی مطلوب می‌تواند شرکت به شرکت متفاوت باشد، مقررات هم حتماً باید به اندازه‌ی کافی منعطف باشد تا اجازه‌ی این نوسان را بدهد.

لذا در خصوص انتخاب رژیم مقرراتی در مورد رویه‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌ها، به نظر ما رژیم افشای الزامی صرف، از رویکرد پیروی یا توضیح، و رویکرد اخیر از رویکرد امره مناسب‌تر است. النهایه این بستگی به سرمایه‌گذاران دارد که بر اساس افشای صورت گرفته نقش فعال‌تری ایفا کرده و به خاطر داشته باشند که رویه‌های حاکمیت شرکتی تنها یکی از چندین تکه اطلاعات راجع به کیفیت شرکت‌ها هستند.

منابع و مآخذ

۱. حسینی، سید محمدرضا. ۱۳۹۷. «الزامات ناظر بر ارکان اداره و حسابرسی شرکت‌های سهامی در چهارچوب اصول حاکمیت شرکتی (مطالعه‌ی تطبیقی حقوق ایران، انگلستان و ایالات متحده)». پژوهش‌های حقوق تطبیقی. دوره ۲۲، شماره ۲، تابستان، صص ۹۰-۵۷.
 ۲. دمرچیلی، محمد، حاتمی، علی و محسن قرائی. (۱۳۸۷). قانون تجارت در نظم حقوقی کنونی، تهران، میثاق عدالت.
 ۳. سهرابی، لیلیا، و زینب فلاح تفتی. ۱۳۹۳. «بررسی اصول حاکمیت شرکتی در نظام حقوقی ایران». فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار. سال هفتم، شماره ۲۵، بهار، صص ۴۹-۲۵.
 ۴. صادقی مقدم، محمد حسن، و محمد نوروزی. ۱۳۹۰. «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران». فصلنامه حقوق، مجله‌ی دانشکده حقوق و علوم سیاسی. دوره ۴۱، شماره ۲، تابستان، صص ۱۳۱-۱۴۹.
 ۵. یحیی‌پور، جمشید. (۱۳۹۴). «مطالعه تطبیقی مدل‌های حاکمیت شرکتی و ارائه مدل مناسب برای حاکمیت شرکتی حقوق شرکت‌های سهامی ایران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۹، بهار، سال هشتم، تهران. صص. ۱۳۶-۱۱۱.
 ۶. «لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت»؛ مصوب ۲۴ اسفند ۱۳۴۷.
 ۷. آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی»؛ مصوب ۱-۸-۱۳۹۰.
 ۸. «۳- منشور کمیته حسابرسی شرکت نمونه (سهامی عام)»؛ مصوب ۲۳-۱۱-۱۳۹۱.
 ۹. «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان» مصوب ۳-۵-۱۳۸۶.
 ۱۰. دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ مصوب ۱۲-۱۱-۱۳۸۷.
 ۱۱. «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در فرابورس ایران»؛ مصوب ۲۱-۶-۱۳۸۸.
 ۱۲. «دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»؛ مصوب ۱۶-۲-۱۳۹۱.
 ۱۳. «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»؛ مصوب ۲۷-۴-۱۳۹۷.
14. Afsharipour, Afra. 2009. "Corporate Governance Convergence: Lessons from the Indian Experience", Northwestern Journal of International Law & Business. Vol. 29. pp. 335-402.

15. Avci, S. Burcu, Schipani, Cindy A., and H. Nejat Seyhun. 2018. "Do Independent Directors Curb Financial Fraud? The Evidence and Proposals for Further Reform", *Indiana Law Journal*. Vol. 93. pp. 757-805.
16. Bainbridge, Stephen M. 2011. "Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II", *Minnesota Law Review*. Vol. 95. pp. 1779-1821.
17. Bhagat, Sanjai, Bolton, Brian, and Roberta Romano. 2008. "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", *Columbia Law Review*. Vol. 108. No. pp. 1803-1882.
18. Black, Bernard. 2001. "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data", *University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 149. pp. 2131-2150.
19. Bruner, Christopher M. 2011. "Corporate Governance Reform in a Time of Crisis", *the Journal of Corporation Law*. Vol. 36. Issue, 2, pp. 309-341.
20. Cheffins, Brian R. 1999. "Current Trends in Corporate Governance: Going from London to Milan via Toronto", *Duke Journal of Comparative & International Law*. Vol. 10. pp. 5-42.
21. Cheffins, Brian R. 2009. "Did Corporate Governance 'Fail' During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500", *the Business Lawyer*. Vol. 65. pp. 1-65.
22. Clarke, Donald C. 2006. "The Independent Director in Chinese Corporate Governance", *Delaware Journal of Corporate Law*. Vol. 31. pp. 125-228.
23. Dallas, Lynne L. 2003. "Developments in US Boards of Directors and the Multiple Roles of Corporate Boards", in Sarra, Janis. Ed. *Corporate Governance in Global Capital Markets*. Vancouver: UBC Press. pp. 191-224.
24. De Poli, Matteo, and Pierre de Gioia Carabellese. 2017. "The minority directors in the corporate governance of EU listed institutions: A chimaera or a possibility?", *Maastricht Journal of European and Comparative Law*. Vol. 24(1). pp. 43-62.
25. Dhir, Aaron A. 2015. *Challenging Boardroom Homogeneity- Corporate Law, Governance, and Diversity*. New York: Cambridge University Press.
26. Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low. 2017. "Corporate Governance Codes Under the Spotlight", in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses*. Cham: Springer. pp. 3-20.
27. Du Plessis, Jean J., Hargovan, Anil, and Mirko Bagaric. 2011. *Principles of Contemporary Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
28. Easterbrook, Franck H. 2009. "The Race for the Bottom in Corporate Governance", *Virginia Law Review*. Vol. 95. pp. 685-706.
29. Fairfax, Lisa M. 2014. "Separation Anxiety: A Cautious Endorsement of the Independent Board Chair", *Indiana Law Review*. Vol. 47. pp. 237-270.
30. Fanto, James A. 1998. "The Role of Corporate Law in French Corporate Governance", *Cornell International Law Journal*. Vol. 31. pp. 31-91.
31. Fisch, Jill E. 2004. "The New Federal Regulation of Corporate Governance", *Harvard Journal of Law & Public Policy*. Vol. 28. Issue, 1. pp. 39-49.
32. Fischel, Daniel R. 1982. "The Corporate Governance Movement", *Vanderbilt Law Review*. Vol. 35. No. 6. pp. 1259-1292.

33. Hopt, Klaus J. 2013. "Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation" in Fleckner, Andreas M., and Klaus J. Hopt. Eds. *Comparative Corporate Governance - A Functional and International Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press. pp. 3-101.
34. Karmel, Roberta S. 2001. "The Future of Corporate Governance Listing Requirements", *SMU Law Review*. Vol. 54. pp. 325-356.
35. Macey, Jonathan R. 2008. *Corporate Governance- Promises Kept, Promises Broken*. Princeton: Princeton University Press.
36. OECD. 2015. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.
37. OECD. 2017. *Methodology for Assessing the Implementation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.
38. Paces, Alessio M. 2012. *Rethinking corporate governance- The Law and Economics of Control Powers*. Oxon: Routledge.
39. Paredes, Troy A. 2004. "A System Approach to Corporate Governance Reform: Why Importing U.S. Corporate Law Isn't the Answer", *William And Mary Law Review*. Vol. 45. Issue, 3. pp. 1055-1157.
40. Ramirez, Steven A. 2007. "The End of Corporate Governance Law: Optimizing Regulatory Structures for a Race to the Top", *Yale Journal on Regulation*. Vol. 24. No. 2. pp. 313-359.
41. Ringe, Wolf-Georg. 2013. "Independent Directors: After the Crisis", *European Business Organization Law Review*. 14. pp. 401-424.
42. Rose, Paul. 2007. "The Corporate Governance Industry", *the Journal of corporation Law*. Summer. pp. 887-926.
43. Rosenblum, Darren, and Daria Roithmayr. 2015. "More Than a Woman: Insight into Corporate Governance after the French Sex Quota", *Indiana Law Review*. Vol. 48. pp. 889-930.
44. Sealy, Ruth, and Susan Vinnicombe. 2012. "Women and the Governance of the Corporate Boards", In Clarke, Thomas, and Douglas Branson. Eds. *The SAGE Handbook of Corporate Governance*. London: SAGE Publications Ltd.
45. Sjøfjell, Beate. 2017. "When the Solution Becomes the Problem: The Triple Failure of Corporate Governance Codes", in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses*. Cham: Springer. pp. 23-55.
46. Veldman, Jeroen. 2017. "Self-regulation in International Corporate Governance Codes," in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses*. Cham: Springer. pp. 77-95.
47. Vishwakarma, Rachana. 2017. "Women on Board and its Impact on Performance: Evidence from Microfinance Sector", *Indian Journal of Corporate Governance*. 10(1). pp. 58-73.
48. Vorottil, Umakanth. 2017. "Corporate Governance in India: The Transition from Code to Statute," in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate*

Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses. Cham: Springer. pp. 97-114.

49. Weiss, Elliott J. 1984. "Economic Analysis, Corporate Law, and the ALI Corporate Governance Project", Cornell Law Review. Vol. 70. pp. 1-37.



A contemplation on the third chapter of “the Corporate Governance Directive for the Listed Companies of the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse”

Ali Hayati⁵¹
Ahmad Shahniaei⁵²
Farzin Dehdar⁵³

Abstract:

Securities and Exchange Organization in November 2018 communicated a directive called “the Corporate Governance Directive for the Listed Companies of the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse,” which eventually all of its provisions became effective in September 2019. A critical examination of the provisions of the third chapter of this directive about the board of directors and chief executive officer is the subject of this essay. We criticize requirements like that all companies must separate the office of the chairman of the board of directors and chief executive officer, and believe it should have contained provisions with the purpose of more serious protection of minority shareholders. This paper also questions the efficiency of mandating the one-size-fits-all approach of the directive to all companies, large or small. Furthermore, we have noticed that there is no provision in the directive about the issue of diversity on the board. Our comparative study came to this conclusion that most of the good or bad corporate governance practices have not been proven to have definitive effects, and investors should keep this point in mind that corporate governance practices are just one of the many pieces of information about the firm’s quality.

Keywords: Directive, Corporate Governance, Exchange, Independent directors, Committee

JEL Classification: K22

⁵¹- PhD Student of Private law at Institute for Management and Planning Studies (IMPS); Tehran, Iran. (Corresponding Author) ali.hayati@ymail.com

⁵²- Assistant Professor of Private law at IMPS; Tehran, Iran.

⁵³- Assistant Professor of Private law at IMPS; Tehran, Iran.