

نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی*

(قسمت دوم)

نویسنده: Jill Solomon & Aris Solomon

ترجمه و تخریص: دکتر رحیمی حسام یگانه

امیر پوریان‌سب

امانت‌داری واحدهای اوراق بهادار فعالیت‌گرا هستند، آیا سیاست‌های بدون رای‌دهی را نسبت به شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان دارا هستند، و آیا این سیاست‌ها را برای موکلان و اعضای هیات مدیره‌ی شرکت‌های سرمایه‌پذیر افشا می‌کنند. نتایج پرسش‌نامه‌ها نشان داد که ۷۲٪ از نهادهای پاسخ‌دهنده دارای یک سیاست رای‌دهی مکتوب در قبال شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان بودند. در پاسخ به این پرسش که آیا مدیران بنیادهای امانت‌داری واحدهای اوراق بهادار می‌کوشند تا با برگزاری جلسات خصوصی (محرمانه) بر فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان تأثیر بگذارند یا خیر، ۸۴٪ پاسخ دادند که آنها چنین سیاستی را دنبال می‌کنند، یک شاخصه‌ی مشابه ۲۵ نیرومند از فعالیت‌گرایی سهامداران این

تمرکز می‌کند. کارگروه نیوبولد درباره‌ی این موضوع گفته است که رای دادن یکی از وظایف امانت‌داری سرمایه‌گذاران نهادی است. در حقیقت، این کارگروه نتیجه گرفته است که رای‌دهی منظم باید یکی از اولین اصول راهبری درست توسط هیات‌های امنای صندوق‌های وجوه بازنشستگی باشد. مالین نتیجه می‌گیرد که گرچه مفهوم رای‌دهی به عنوان وظیفه‌ی امانت‌داری مدت‌هاست که در ایالات متحد آمریکا پذیرفته شده است، اما در بریتانیای کبیر فقط در همین اواخر معرفی شده است. ما در پژوهش‌مان با استفاده از بررسی پرسش‌نامه‌ای به رای‌دهی بنیادهای امانت‌داری واحدهای اوراق بهادار بریتانیا پرداختیم (سولومون و سولومون، ۱۹۹۹) ما این فرضیه‌ها را آزمودیم که آیا مدیران بنیادهای

اخیراً مقاله‌ی (مالین، ۲۰۰۱) شیوه‌های رای‌دهی سرمایه‌گذاران نهادی را در بین چهار کشور مقایسه کرده است. مطالعه‌ی مزبور بر محور این مسئله متمرکز است که آیا رای‌دهی جزء وظیفه‌ی امانت‌داری سرمایه‌گذاران نهادی است. در حالی که استاپلدون (۱۹۹۵) اظهار می‌کند که نهادها محدودیت رای، به عنوان بخشی از مسئولیت‌های قانونی و امانت‌داری‌شان ندارند، اما مالین دریافت که آنها محدودند. در حقیقت، او شواهدی را فراهم آورد که نشان می‌دهد در ایالات متحد آمریکا حق رای به عنوان وظیفه‌ی امانت‌داری سرمایه‌گذاران نهادی تلقی می‌شود. مقاله‌ی مذکور به ترغیب سرمایه‌گذاران نسبت به اعمال حق رای‌هایشان از اوایل دهه‌ی ۱۹۹۰، همان طور که ما در بحث بالا نشان دادیم

جدول ۵. شواهدی پیرامون سرمایه‌گذاران نهادی و فعالیت‌گرایی سهامداران

رتبه	پاسخ میانگین
۱	سرمایه‌گذاران نهادی باید سیاست رای‌دهی‌شان را برای موکلانشان افشا کنند
۲	شرکت‌ها باید به صورت چاپی، میزان آرای ماخوذه‌ی مربوط به هر تصمیم متخذه در آخرین AGM را افشا کنند
۳	سرمایه‌گذاران نهادی باید میزان رای‌دهی در شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان را برای موکلانشان افشا کنند
۴	سرمایه‌گذاران نهادی باید با اثربخشی بیشتری در ساختار مدیریتی شرکت‌های سرمایه‌پذیر درگیر شوند

این گزارش هیچ‌گونه شواهد متقنی برای این ادعا به دست نمی‌دهد. آیین‌نامه‌ی ترکیبی تصریح می‌کند که:

سرمایه‌گذاران نهادی، در صورت عملی بودن، باید آماده‌ی گفت‌وگو با شرکت‌ها، برپایه‌ی تفاهم دوجانبه از اهداف، باشند.

(آیین‌نامه‌ی ترکیبی، ۱۹۹۸، ص. ۲۴، بند E2)

آخرین گزارش سیاست‌های حاکمیت شرکتی، گزارش هیگز، مجدداً بر نقش مهمی تاکید می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به واسطه‌ی روابط سرمایه‌گذاری ایفا نمایند و اظهار می‌کند که:

من هم رویکرد دولت را مبنی بر ملاقات فعالانه‌تر سهامداران تایید می‌کنم.

(گزارش هیگز، ۲۰۰۳، ص. ۷۰)

افزون بر این، گزارش هیگز توصیه می‌کند بند E2 آیین‌نامه‌ی ترکیبی (که در بالا آورده شد) به صورت نگارش قوی‌تر زیر اصلاح شود:

سطوح رای‌دهی‌شان تعمیم نیافت، زیرا بر سر آن توافق ضعیف‌تری صورت گرفت (گزاره‌ی ۳ که در جدول ۵ رتبه‌بندی شده است). این یافته‌ها هم چنین در گزارش همپل تایید شده است. گزارش همپل می‌گوید که سرمایه‌گذاران نهادی نباید در اجرای روزمره‌ی فعالیت‌های اقتصادی شرکت‌های سرمایه‌پذیر درگیر شوند، آن‌گونه که گزاره‌ی ۴ با مخالفت عمومی بر آن صحنه می‌گذارد.

سرمایه‌گذاران نهادی و ملاقات

گزارش کدبری و گزارش میشرز (۱۹۹۵) بر اهمیت برگزاری جلسات منظم بین سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران اجرایی شرکت‌های سرمایه‌پذیر تاکید می‌کنند. گزارش همپل (۱۹۹۸) توصیه‌های گزارش کدبری در این عرصه را شرح و بسط داده است. همپل اظهار داشت که توصیه‌های قبلی با استقبال گسترده‌ی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران روبرو شده است، اگر چه

است که آیا سرمایه‌گذاران نهادی هرگز در مواقعی که شرکت سرمایه‌پذیر در بحران به سر می‌برد ائتلافی را با دیگر سرمایه‌گذاران نهادی تشکیل داده‌اند بدیهی است که این یک شاخصه‌ی روشنی از سرمایه‌گذاری رابطه‌ای است. در این مورد هم، ۸۴٪ پاسخ مثبت دادند. جالب این‌که یکی از پاسخ‌دهندگان در مصاحبه‌ای تلفنی پاسخی شگفت‌انگیز به این پرسش داد. وی گفت که دوست دارد قبل از وقوع بحران اقدام کند. در جدول ۵ می‌توانیم ببینیم که چطور پاسخ‌دهندگان گزاره‌های مرتبط با فعالیت‌گرایی سهامداران را رتبه‌بندی کرده‌اند.

سرمایه‌گذاران نهادی نشان دادند که قویاً این پیشنهاد را می‌پذیرند که باید سیاست رای‌دهی‌شان را برای موکلانشان افشاء کنند، احتمالاً به این دلیل که موکلان گروه اصلی هستند که آنها در برابرشان مسئولیت پاسخگویی دارند (همان‌گونه که استاپلدون اظهار داشته است، ۱۹۹۶). با وجود این، مسئولیت پاسخگویی به میزان افشای

سرمایه‌گذاران نهادی باید با شرکت‌ها بر مبنای فهم و درجانه از اهداف گفت‌وگو کنند.

(گزارش هیگز، ۲۰۰۳، پیوست الف)

آیین‌نامه‌ی فعالیت‌گرایی
سرمایه‌گذاران نهادی نیز بر اهمیت ملاقات فعالانه بین سرمایه‌گذاران نهادی و شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان تاکید کرده است (ISC، ۲۰۰۲). این آیین‌نامه تصریح می‌کند نهادها هنگامی که مسئولیت مداخله در شرکت‌های سرمایه‌پذیر را دارند ضروری است تا مسئولیت پاسخگویی‌شان را در برابر موکلانشان ادا نمایند. البته این آیین‌نامه چندین وضعیت را بر شمرده است که در آنها سهامداران نهادی دوست دارند در شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان مداخله نمایند. به عبارت دیگر زمانی که آنها نگرانی‌هایی را دانسته باشند چنین می‌کنند. برخی از این نگرانی‌ها عبارت‌اند از: استراتژی شرکت، فعالیت عملیاتی شرکت؛ استراتژی تحصیل/واگذاری شرکت؛ قصور اعضای غیراجرایی هیات مدیره برای هدایت درست مدیریت اجرایی برای گزارش‌دهی؛ نارسایی‌های کنترل داخلی؛ برنامه‌ریزی ناکافی؛ قصور توجیه‌ناپذیر از رعایت آیین‌نامه‌ی ترکیبی؛ سطوح پاداش‌دهی نامناسب (و بسته‌های حقوق و دستمزد مرتبط)؛ و رویکرد شرکت به مسئولیت اجتماعی‌اش (ISC، ۲۰۰۲، ص. ۳).
گزارش هیگز هم چنین بعد دیگری را به مجادله بر سر نقش حاکمیت شرکتی و مسئولیت‌های سرمایه‌گذاران نهادی افزود. این گزارش توجه را به عدم مداخله‌ی اعضای غیرموظف هیات مدیره در روابط بین شرکت‌هایشان و سرمایه‌گذاران نهادی معطوف کرد و می‌گوید:

ندرتاً اعضای غیرموظف هیات مدیره مستقیماً به دیدگاه‌های سهامداران عمده گوش می‌دهند. اکثریت اعضای غیرموظف هیات مدیره هرگز درباره‌ی کسب و کار شرکت با سرمایه‌گذارانشان صحبت نمی‌کنند.

(گزارش هیگز، ۲۰۰۳، ص. ۶۷)

این موضوعی است که در توصیه‌ها و گزارش‌های قبلی حاکمیت شرکتی به آن پرداخته نشده بود و عرصه‌ای را بازنمایی می‌کند که در سازوکار نظارتی حاکمیت شرکتی بهبود قابل ملاحظه‌ای ایجاد می‌کند.

همان‌گونه که در مباحث فصل قبل دیدیم، توصیه‌ی اصلی گزارش هیگز به اعضای غیرموظف هیات مدیره این بود که در فرایند ملاقات و گفت‌وگوی‌شان در برخی جلسات منظمی که اعضای موظف هیات مدیره و مدیرعامل با سهامداران کلیدی برقرار می‌نمایند شرکت کنند. با وجود این، ایده‌ی بهبود پیوند بین سرمایه‌گذاران نهادی و اعضای غیرموظف هیات مدیره‌ی شرکت‌های سرمایه‌پذیر ابداً جدید نبود. استاپلدون (۱۹۹۶) خاطر نشان ساخته است که اعضای غیرموظف هیات مدیره نمی‌توانند حقیقتاً مستقل باشند مگر آن که با یک گروه نیرومند برون سازمانی، مانند سرمایه‌گذاران نهادی که می‌توانند نیروی متعادل کننده‌ی مدیریت شرکت باشند ارتباط داشته باشند. در حقیقت، استاپلدون توصیه‌ای را طرح می‌کند که بسیار غنی‌تر از آن است که بعداً گزارش هیگز مطرح شد. وی پیشنهاد داد که سرمایه‌گذاران نهادی بریتانیایی باید اعضای غیرموظف هیات مدیره را در هیات مدیره منصوب نمایند و این اعضای غیرموظف باید با اثربخشی افزون‌تری بر مدیریت نظارت کنند. او

نتیجه گرفت که گزارش کدبری به اندازه‌ی کافی برای همراه ساختن و سازوکار نظارتی نیرومند نکوشیده است؛ این دو ساز و کار عبارت‌اند از سرمایه‌گذاران نهادی و اعضای غیرموظف هیات مدیره. با وجود این، استاپلدون بیان کرد که موانع اقتصادی قابل ملاحظه‌ای وجود دارد که ارائه چنین پیشنهاد ریشه‌ای را برای کدبری غیرواقع بینانه می‌ساخت. یکی از این موانع، تاثیر مفت‌سواران است، بدان سبب که سرمایه‌گذاران نهادی نمی‌خواهند در جهت منافع رقبايشان با اثربخشی بر مدیریت نظارت کنند. شاید دلیل آن که هیگز توانست پیش‌رفت بیش‌تری در این عرصه داشته باشد این است که مشکل مفت‌سواران با رشد ملاقات و گفت‌وگو کاهش می‌یابد.

اینک تقریباً اکثریت سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور اثربخشی با شرکت‌های سرمایه‌پذیر ملاقات می‌کنند. اینک آنها به رقابت با یکدیگر برای جلب موکلان، در نتیجه‌ی داشتن برترین و اثربخش‌ترین استراتژی‌های ملاقات، به جای نگرانی از بهره‌مندی دیگر نهادها از کوشش‌هایشان، علاقه‌مندی نشان می‌دهند. ملاقات و گفت‌وگو، عرصه‌ای برای کسب مزیت رقابتی برای نهادها و هم چنین افزاری برای نظارت بر مدیریت و بهبود عملکرد (و از این رو پرتفولیوی) شرکت شده است. البته، آیین‌نامه‌ی فعالیت‌گرایی (ISC، ۲۰۰۲) تاکید می‌کند که نظارت سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است مستلزم تقسیم اطلاعات با دیگر سهامداران به منظور توافق بر سر شیوه‌ی کنش مشترک باشد. آیین‌نامه‌ی ترکیبی تجدید نظر شده که در جولای ۲۰۰۳ منتشر شد هم چنین به شیوه‌ای برای فعالیت‌گرایی بیش‌تر سهامداران، به همراه تعریف دقیق‌تر

جدول ۶- شواهدی پیرامون سرمایه‌گذاران نهادی و رابطه‌ی سرمایه‌گذاری

رتبه	پاسخ متوسط
۱	معتقدم که باید فعالیت‌های شرکتی توصیه شود که رابطه‌ی سرمایه‌گذاری بلندمدت را تقویت می‌کنند.
۲	معتقدم که سرمایه‌گذاران نهادی باید در مدیریت راهبردی بلندمدت شرکت‌های سرمایه‌پذیرشان بیش‌تر درگیر شوند
۲	معتقدم که اعضای هیات مدیره‌ی شرکت‌های سرمایه‌پذیر توجه دارند که نمایندگان سرمایه‌گذاران نهادی مرتباً تغییر می‌کنند و بنابراین باید آنها را برای اجرای امور اقتصادی در هر جلسه آموزش دهند
۴	معتقدم که حقوق قانونی و مسئولیت‌های سرمایه‌گذاران نهادی برای تشویق و تسهیل رابطه‌ی سرمایه‌گذاری بسنده است
۵	معتقدم که اعضای هیات مدیره‌ی شرکت‌های سرمایه‌پذیر از افزایش زمان صرف شده در جلسات با سرمایه‌گذاران نهادی آزرده می‌شوند زیرا از وظایفشان می‌کاهد
۶	معتقدم که تجدید ساختار و نوسامانی در حاکمیت شرکتی به رابطه‌ی سرمایه‌گذاری می‌انجامد
۷	معتقدم اگر الزامات افشای قانونی قوی‌تری در شرکت برقرار گردد تعهدات سرمایه‌گذاری بلندمدت را تشویق خواهد کرد

باز تولید شده با کسب مجوز رسمی از بلک ول پابلیشرز جورنالز

به نظر می‌رسد تاکنون چندین ماده‌ی قانونی خاص در این حوزه پدیدار شده است که در خصوصیات عمومی زیر برای تعیین دادوستدهای اطلاعات محرمانه که به لحاظ قانونی (در مقایسه با اخلاق) پذیرفته نیستند مشترک‌اند. این خصوصیات را می‌توان به صورت زیر چکیده‌سازی کرد:

الف) اطلاعات محرمانه به اوراق بهادار خاص یا به صادرکننده‌ی اوراق بهادار خاص، و نه به اوراق بهادار عام، یا به صادرکنندگان اوراق بهادار عام مربوط می‌شوند؛

ب) اطلاعات محرمانه، شخصی یا معین هستند؛

ریسک، وجود دارد. چراکه ممکن است این فرایند به عنوان دادوستد اطلاعات محرمانه^۲ تفسیر شود (هالند و استونر، ۱۹۹۶؛ سولمون و همکاران، ۲۰۰۵). تاکنون کوشش‌های گوناگونی صورت گرفته است تا بر سر تعریفی قانونی از دادوستد اطلاعات محرمانه توافق شود، بحثی که بهره‌جویی از اطلاعات تحریک‌کننده‌ی قیمت جزء اساسی آن است (مثلاً نگاه کنید به LSE، ۱۹۹۴). افزون براین در خلال دهه‌ی اخیر کوشش‌هایی صورت گرفته است تا چارچوبی قانونی ایجاد شود که به مدد آن بتوان با پدیده‌ی دادوستد اطلاعات محرمانه‌ی سده‌های کهن برخورد کرد.

نقش سرمایه‌گذاران نهادی در ارتقاء تجدید ساختار حاکمیت شرکتی، منتهی شد. برای خواندن بحثی پیرامون اثرات آیین‌نامه‌ی ترکیبی تجدید نظر شده به جدول ۶ نگاه کنید.

هم‌چنین قیودی قانونی پیرامون ملاقات وجود دارد. گزارش همپل به مشکلات بالقوه‌ی افزایش گفت‌وگو، مانند ریسک‌های اطلاعات تحریک‌کننده‌ی قیمت^۱ که به سرمایه‌گذاران نهادی داده می‌شود اشاره کرده است. از منظر قانونی، محدودیت‌هایی پیرامون شیوه‌ی افشای اطلاعات خصوصی برای سهامداران اصلی، به‌ویژه اطلاعات مرتبط با