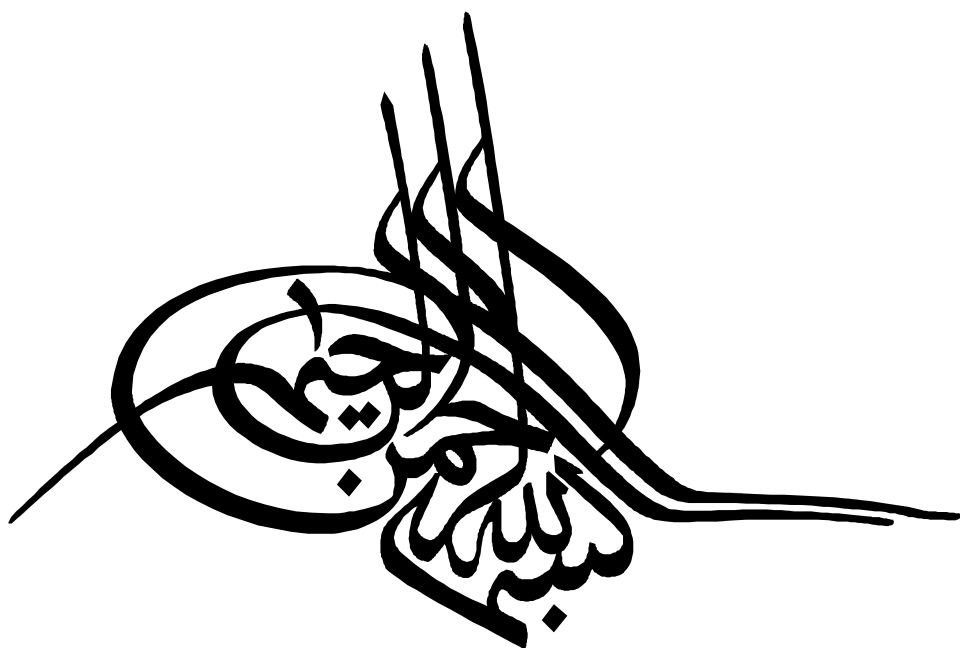


نظام راهبری شرکتی



شرکت بورس اوراق بهادار پاکستان
(سابق نام)

مدیریت آموزش



نظام راهبری شرکتی

مجموعه مقالات دانشجویی

کلیه حقوق مادی اثر / ترجمه متعلق به بورس اوراق بهادار تهران می باشد.
استفاده از مطالب این کتاب با ذکر منبع بلامانع است.

فهرست مقالات

1. نظام راهبری شرکت ها پس از انرون، ترجمه و گردآوری : محمد مرادی، دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران - هدی اسکندر ، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران
2. نظام راهبری و ارزشهای شرکت، مترجم: مهدی محمد آبادی، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران
3. هیئت مدیره: داور یا مربی، مترجم: مهسا قاسمی ، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران
4. بررسی اثربخشی کمیته های مشورتی مدیریت، مترجم: سیما یزدانی، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران
5. تاثیر نظام راهبری شرکت ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت، مترجم : حسین صفرزاده، دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران
6. اداره یک واحد تجاری همانند یک دولت در اقتصاد جدید: درس هایی برای طراحی سازمانی و نظام راهبری، مترجم: آرش تحریری، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران
7. بررسی نظام راهبری شرکت ها در آلمان، مترجم: افسانه رفیعی، دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران
8. تحلیل تغییرات در نظام راهبری شرکت ها در فرانسه، مترجم: محسن هاشمی گهر، کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران
9. اصلاح نظام راهبری شرکت ها در منطقه آسیای شرقی، مترجم : فرزانه جلالی، دانشجوی کارشناسی حسابداری دانشگاه تهران

پیش گفتار

صورتهای مالی می توانند اطلاعات مفیدی درباره عملیات و سودآوری شرکت ها برای عموم فراهم کنند. بنابراین سرمایه گذاران ، دست کم تا حدی، بر پایه اطلاعات صورتهای مالی سرمایه گذاری کنند. با وجود این زمانیکه شرکتها مبادرت به دستکاری اطلاعات کرده و صادقانه افشاء نمی کنند، اطلاعات افشاء شده در صورت های مالی توأم با جانبداری خواهد بود و از حقیقت انحراف خواهد داشت . اما تحت مکانیزم نظام راهبری مناسب، هیئت مدیره قادر به کنترل شرکت و ممانعت مدیریت از مبادرت به تحریف داده های مالی خواهد بود. این نظام راهبری اولاً به سهامداران اقلیت این اطمینان را می دهد که اطلاعاتی قابل اتکا در رابطه با ارزش شرکت دریافت کرده اند و از جانب مدیران شرکت و سایر سهامداران بزرگ مورد خیانت و سوء استفاده قرار نگرفته اند و ثانیاً مدیران را اینگونه تشویق می کند که به جای پرداختن به اهداف شخصی خود، به دنبال حداکثر کردن ارزش و منافع شرکت باشند. از جمله سیستم ها (یا سازمان ها) ی ارتقاء دهنده نظام راهبری شرکت ها می توان به واسطه های معتبری همچون بانک های سرمایه گذاری، مؤسسات حسابداری، قوانین و مقررات اوراق بهادار (مثل SEC در آمریکا) و انواع شیوه ها (رژیم)ی افشاء اشاره کرد که در حقیقت تولید کننده اطلاعاتی قابل اتکا برای شرکت های سهامی عام می باشند. اما در ایران اوضاع به چه صورت است؟ اگر چه در اوایل 1340 بورس اوراق بهادار تشکیل شد و فرایند ایجاد و کنترل شرکت ها اندکی در قانون تجارت و به ویژه در اصلاحیه آن در فروردین 1347 ذکر شد اما موضوع نظام راهبری شرکت ها با مفهوم امروزی آن از اهمیت چندانی برخوردار نبود. نخستین بار در اوایل سال 1379 این موضوع کانون توجه قرار گرفت. در آن زمان مدیران بورس اوراق بهادار تهران ، مرکز تحقیقات مجلس شورای اسلامی و کمیته ای تخصصی در وزارت امور اقتصادی و دارایی شروع به انجام تعدادی بررسی در زمینه حاکمیت شرکتی در ایران نمودند. خوشبختانه در اواخر سال 1383 مرکز تحقیق و توسعه سازمان بورس اوراق بهادار تهران اولین نسخه آیین نامه نظام راهبری شرکت ها را در ایران منتشر نمود. این آیین نامه در 22 بند تنظیم شده و شامل تعدادی تعریف ضروری، مسئولیت های سهامداران و هیئت مدیره، افشاهای مالی، مفهوم حسابرسی و پاسخگویی بود. این آیین نامه با توجه به ساختار مالکیت، موقعیت بازار سرمایه و قانون تجارت در سال بعد (1384) تعدیل شد. نسخه دوم آیین نامه نظام راهبری شرکت ها ی ایران در 5 بخش و 37 بند تهیه شد و از طریق برخی رسانه ها اعلام گردید.

هدف از ارائه این مجموعه از ابتدا بررسی ابعاد گوناگون نظام راهبری شرکت ها بود. ولی از آنجا که این موضوع از پیچیدگی خاصی برخوردار بوده و در سالهای اخیر جوانب گوناگونی از آن مورد بررسی و تحقیق قرار گرفته است، پرداختن به تمامی جوانب آن در این مجموعه امکانپذیر نگردید. لذا اینطور تصمیم گیری شد که در این مجموعه به گوشه ای از موضوع نظام راهبری شرکت ها پرداخته شده و جوانب بعدی در مجموعه هایی دیگر ارائه گردد. در واقع با حرکتی که اخیراً بورس اوراق بهادار تهران در اشاعه فرهنگ نظام راهبری شرکت ها نموده است، مطالعه این مجموعه خواهد توانست دید وسیعتری به مشارکت کنندگان در این حرکت قرار دهد. بنابراین ادعا نمی شود این مجموعه، مجموعه کاملی در رابطه با نظام راهبری شرکت هاست، بلکه اذعان می شود که مطالعه آن گشاینده ی باب جدیدی از تفکر نظام مند در این مقوله خواهد بود.

این مجموعه که حاصل تلاش برخی دانشجویان رشته حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران در مقطع کارشناسی ارشد و دکترا و به راهنمایی اینجانب بوده، شامل موارد زیر می باشد:

وقوع رسوایی انرون و موارد مشابه که در اوایل قرن حاضر به وقوع پیوست، الگوی نظام راهبری شرکت های موجود در کشور آمریکا که خود از کاملترین الگوهای نظام راهبری شرکت ها در دنیا تلقی می شد را به شدت به چالش کشید. در مقاله اول به طور خلاصه به روند توسعه نظام راهبری شرکت ها پس از واقعه انرون در سطح بین الملل پرداخته می شود. از سوی دیگر امروزه شاهد توجه روز افزون به بحث ارزشهای شرکت هستیم. حال این ارزشها از کجا سرچشمه می گیرند و چه عواملی این ارزشها را تعیین می کنند؟ مقاله دوم به بحث در مورد تعیین این ارزشها توسط نظام راهبری شرکت ها، در مفهوم وسیع خویش، می پردازد. در مقاله سوم نقش هیات مدیره در نظام راهبری شرکت ها مورد بحث و بررسی قرار می گیرد. پیچیدگی محیط تجاری امروزی مستلزم آن است که هیئت مدیره از نقش سنتی داور بودن فراتر رود و تا جائیکه مناسب واحد تجاری و مدیران ارشد آن است، در کارها مشارکت کند. تمرکز این مقاله بر این مسئله است که چگونه مدیران می توانند الگوهای رفتاری مدیران ارشد را کنترل و اثر آن را بر تصمیم گیری هایشان ارزیابی کنند. مقاله چهارم اثربخشی کمیته های مشورتی مدیریت مورد بررسی واقع می شود. دلایل ایجاد کمیته مشورتی می تواند استفاده از تخصص و اعتبار آنها، تجربه و دانش اعضای کمیته، اداره شرکت، مشارکت آنها در مباحثات و قراردادهای بازاریابی، مدیریت مالی و... باشد.

انجام تحقیق در زمینه های مالی و اقتصاد بنگاه، همواره فرایندهای ایجاد ارزش اقتصادی را به عنوان یکی از زمینه های اصلی پژوهش مورد توجه قرار داده است. در مقاله پنجم، تاثیر نظام راهبری شرکت ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش آنها مورد تحلیل قرار می گیرد. در مقاله بعد باب جدیدی در زمینه نظام راهبری شرکت ها گشوده شده و به اهمیت این امر در بخش های دولتی (با ارائه مثالی واقعی) پرداخته می شود. در دو مقاله بعد نیز تجاربی از روند تغییرات و بهبود در نظام راهبری شرکت ها در دو کشور توسعه یافته اروپایی یعنی آلمان و فرانسه ارائه می شود. مقاله آخر نیز به این موضوع می پردازد که چگونه می توان عملکرد نظام راهبری شرکت ها در کشورهای آسیای شرقی را ارتقا بخشید. امید است این مجموعه بتواند در تحقق اهداف اصلی آن موفق شده باشد.

دکتر بیتا مشایخی

عضو هیات علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

مرداد ماه 1387



نظام راهبری شرکت ها پس از انرون

محمد مرادی¹، هدی اسکندر²

1. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران

2. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

تحقیق حاضر جهت فراهم آوردن شواهدی پیرامون تغییرات سیستم های نظام راهبری شرکت ها پس از فروپاشی انرون انجام شده است. وقوع رسوایی انرون و موارد مشابه که در اوایل هزاره سوم به وقوع پیوستند، الگوی نظام راهبری شرکت های موجود در کشور آمریکا که خود از کاملترین الگوهای نظام راهبری شرکت ها در دنیا تلقی می شد را به شدت به چالش کشید. در این تحقیق مشکلاتی که انرون برای نظام راهبری شرکت ها ایجاد نمود و مسئولیت مدیران، سرمایه گذاران و نگهبانان بازار نیز در خصوص این فروپاشی و شکست مدل نظام راهبری شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته است و سپس واکنش های کنگره را مورد بررسی قرار داده و در پایان نیز مزایا و برخی نقص ها و کمبودهای قانون ساربینز-آکسلی را بیان شده است.

واژه های کلیدی: انرون، نظام راهبری شرکت ها، قانون ساربینز-آکسلی

مقدمه

انرون یک شرکت فعال در بخش انرژی بود که توسط کنت لی در سال 1985 از ادغام دو شرکت گاز طبیعی هستون¹ و شرکت اینتر نورث² پا به عرصه وجود گذاشت. در سال 1989 این شرکت فعالیت خود را در زمینه فروش گاز طبیعی شروع کرد. تنها پس از اندک زمانی این شرکت به بزرگترین تاجر گاز در آمریکای شمالی و انگلستان تبدیل شد. این شرکت بنابر پیشنهاد مشاوران خود (مک کینسی و کمپانی) و به رهبری مدیرعامل سابق خود جفری اسکیلینگ در زمینه مدیریت خطر نیز فعال شد، تا جایی که هر چیزی از کالاهای گوناگون تا مشتقات مختلف را مبادله می کرد. موفقیت انرون یک پدیده شگفت انگیز بود. در سال 1998 این شرکت در 8 شاخه من جمله خدمات انرژی و سرمایه گذاری فعال بود. در انرون موفقیت به حدی بود که در اوایل سال 2001 کلمات روی در ورودی دفتر مرکزی در هستون از " شرکت برجسته انرژی دنیا " به " شرکت برجسته دنیا " تغییر پیدا کرد. در این مقطع زمانی انرون از حیث رتبه بندی اوراق بهادار هفتمین شرکت بزرگ آمریکا تلقی می شد.

1 Houston Natural Gas

2 Inter North



فضای متقلبانه انرون

انرون بیش از کلیه شرکت های «انرژی» مشابه، به معامله کالاها و ابزارهای مشتقه ای که به خاطر مرسوم نبودن معامله آن ها دارای قیمت مشخصی نبود، می پرداخت. در اینجا بحث سیالیت مطرح است؛ وقتی معامله نیاز به قیمت برای کالایی دارد که به ندرت خرید و فروش می شود (از سیالیت پایینی برخوردار است) و در عین حال، هیچ بازار رسمی که این قیمت را تعیین نماید، وجود ندارد، در اینجا بود که دست انرون برای افزایش قیمت ها کاملاً باز می شد. انرون مزایده های پیشنهادی را ارزشگذاری می کرد. میزان این ارزشگذاری بر ارقام منعکس شده در دفاتر و گزارش های مالی انرون تأثیر می گذاشت و در نتیجه، میزان سود شرکت را مشخص می کرد. این ارزشگذاری ها باعث می شد، طرفی که آن ها می خواستند (یعنی خودشان)، به سودهای غیر عادی برسد. آری ارزشگذاری ها باعث می شد میلیون ها دلار به جیب این تصمیم گیرندگان برود، جهت گیری آن ها به سمت منافع شخصی، نقش مهمی داشت. این در حالی بود که آنان تظاهر به صداقت و حسن نیت می کردند. کاش در این میان، حداقل برخی از مسئولین انرون صادقانه عمل می نمودند. علت وجود چنین وضعیتی این بود که غالباً گزینه های انتخابی مسئولین انرون بین گزینه قانونی A و گزینه قانونی B نبود، بلکه آن ها برای تعیین قیمت ها از حماقت برخی افراد استفاده می کردند، چون منبع دیگری برای تعیین قیمت ها وجود نداشت! یکی دیگر از خصوصیات انرون استفاده گسترده از واحدهای دارای مقاصد خاص است. انرون نه تنها از این مسیر وارد فعالیتهای پرخطر می شد بلکه بدهی های خود را نیز به نحو درست در ترازنامه منعکس نمی کرد. انرون با ایجاد حدود 3000 شرکت برون مرزی قیمت انرژی را دستکاری می کرد. وقتی ایالتی مانند کالیفرنیا برای عقد قرارداد به انرون مراجعه می کرد، انرون یکی از قراردادهای خود با شرکتهای اقماری را نشان می داد و با قیمتهای سرسام آور با مشتریان واقعی خود قرارداد منعقد می کرد. علاوه بر این، انرون با انتقال تعهدات خود به این گونه شرکتهای سودهای ساختگی را برای وال استریت گزارش می کرد. در ادامه این مقاله فارغ از این که ماجرای انرون چه بود، به بحث درباره مبانی نظری رسوایی انرون و موارد مشابه می پردازیم.

مشکلات انرون برای مدل نظام راهبری شرکت ها

وقوع رسوایی انرون و موارد مشابه که در اوایل هزاره سوم به وقوع پیوستند، الگوی نظام راهبری شرکت ها موجود در کشور آمریکا که خود از کاملترین الگوهای نظام راهبری شرکت ها در دنیا تلقی می شد را به شدت به چالش کشید. تا پیش از این رسوایی ها تصور بر آن بود که کشتی نجات دنیا، پیروی از نظام نظام راهبری شرکت ها آنگلو ساکسونی است. به هر در این زمان مشخص شد که این نظام نظام راهبری شرکت ها نیز دارای نقص هایی بوده و باید به فکر ترمیم آن بود. در واقع ماجرای انرون سبب شد برخی از نقص های نظام نظام راهبری شرکت ها که پیش از آن کمتر مورد توجه قرار گرفته بود عیان شود و فعالان بازار سرمایه درس هایی از ارزنده از آن بگیرند. ما این موارد را در پنج طبقه (1) فرضیه بازار کارا، (2) استقلال حسابرسان، (3) نظام راهبری شرکت ها هیات مدیره محور، (4) حق اختیارات خرید سهام به عنوان پاداش مدیران اجرایی و (5) طرحهای بازنشستگی کارکنان، مورد بحث قرار می دهیم.



فرضیه بازار کارا

بر اساس فرضیه بازار کارا قیمت سهام منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و امکان کسب بازده های غیر عادی در بازار وجود ندارد. اما با وجود عدم صداقت انرون و دستکاری سود طی سال های 1997 تا 2001 بازار فریب خورده بود. طی این سال ها قیمت سهام انرون روند روبه رشدی داشت و بسیار بالاتر از آن چیزی بود که باید باشد. در واقع بازار در ارزیابی چشم انداز سوددهی شرکت شکست خورد و فرضیه بازار کارا به چالش کشیده شد.

از جمله عوامل موثر در شکست بازار می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- پیچیده بودن ساختار مالی انرون
- وجود سازمان های خارج از ترازنامه و افشای مودیان و زیرکانه آنها
- عدم افشای کافی
- عدم تقارن اطلاعاتی

اگر بازار کارا بود باید نسبت به عدم افشای کافی در ارتباط با ساختار پیچیده مالی انرون و معاملات راز آلودش با واحدهای با مقاصد خاصش واکنش منفی نشان می داد. ولی در این برهه انگار بازار در خواب بود. علاوه بر این نگاهی به قیمت سهام شرکت انرون در سال 2001 نکات جالبی را عیان می کند. در ژانویه و فوریه قیمت هر سهم 80 دلار بود که در مارس و آوریل به 60 دلار سقوط کرد. این روند کاهشی قیمت سهم در ادامه داشت به نحوی که در تابستان به 50 دلار و در اوایل پاییز به 40 دلار رسید. جالب اینکه سود هر سهم شرکت در سه ماهه اول سال 18 درصد و در سه ماهه دوم سال 32 درصد افزایش نشان می داد. توجیه افت قیمت با وجود رشد پایدار سود آوری در سال 2001 را می توان در دو موضوع زیر یافت:

- نشت اطلاعات از افرادی که مدارکی در مورد وضعیت شکننده شرکت داشتند؛ یا
- فروشندگان مشکوک (مدیران ارشد اجرایی انرون در این زمان اقدام به فروش مقدار قابل ملاحظه ای از سهامشان نمودند).

این موارد نشان دهنده محدودیتهای فرضیه بازار کارا هستند.

استقلال حسابرسان

در اینجا این سؤال مطرح می شود که چرا حسابرسان مستقل انرون اجازه دادند که چنین اقداماتی صورت گیرد؟ آنها باید از این اقدامات آگاه بوده باشند. مشکل چه بود؟

سالها موسسه حسابرسی آرتور آندرسن به طور همزمان خدمات مشاوره مدیریت و حسابرسی مستقل را به شرکت انرون ارائه می کرد. در اکثر موارد حق الزحمه قراردادهای مشاوره بسیار بیشتر از حق الزحمه حسابرسی مستقل بود. به عنوان مثال این موسسه در سال 2000، مبلغ 27 میلیون دلار برای خدمات مشاوره ای و مبلغ 25 میلیون دلار برای حسابرسی صورتهای مالی انرون دریافت کرده بود. تضاد منافع، یک مشکل همیشگی در حرفه حسابرسی است. انتخاب حسابرسان توسط سهامداران شرکت اغلب با انتصاب ذهنی مدیریت ارشد و روسای شرکت جایگزین می شود. بنابراین موسسه حسابرسی آندرسن به مدیریت



ارشد شرکت مدیون بود. افزون بر آن، تضاد منافع ناشی از ارائه همزمان خدمات مشاوره و حسابرسی مستقل وجود داشت. اینگونه روابط، می‌تواند قضاوت حسابرس مستقل را به مخاطره بیندازد و عملکرد حسابرسی را مبهم سازد. چنین تضاد منافعی به عملکرد نظام راهبری شرکت ها تجاوز می‌کند و در نتیجه، به منافع گروه کثیری از ذینفعان و جامعه لطمه می‌زند. علی‌رغم آنکه اخراج حسابرس باید توسط شرکت افشا شود ولی عزل و نصب حسابرس برای انجام خدمات مشاوره ای نیاز به افشا ندارد. در صورتی که حسابرس شرکت در ارتباط با عدم توافق روی اصول پذیرفته شده حسابداری با مدیریت اخراج شود یا استفا دهد این موضوع باید افشا شود. بنابر این مدیریت کمتر می‌تواند از این طریق حسابرس را تحت فشار قرار دهد. ولی مدیریت می‌تواند با تهدید حسابرس به عزل وی از انجام خدمات مشاوره ای که وی به طور همزمان با خدمات حسابرسی انجام می‌دهد وی را تحت فشار قرار دهد. با این اوصاف خدمات مشاوره ای حسابرس که همزمان با خدمات حسابرسی صورت می‌پذیرد می‌تواند زمینه تضعیف استقلال حسابرس مستقل را در انجام خدمات حسابرسی فراهم آورد، زیرا در این حالت یک اهرم فشار نامرئی برای همسو کردن حسابرس با اهداف شرکت وجود دارد که در صورت عدم همکاری حسابرس قرارداد مشاوره منعقد نمی‌شود.

نظام راهبری شرکت ها ی هیات مدیره محور

هیات مدیره را می‌توان به عنوان نهاد هدایت کننده و ناظر بر کار مدیران اجرایی تعریف کرد. ماجرای انرون کمرنگ شدن نقش هیات مدیره را در اداره شرکت عیان کرد. دلایل کمرنگ شدن نقش هیات مدیره عبارتند از:

- برخی از گروه های تحت نظارت هیات مدیره، در هیات عضو هستند و گاهی اکثریت آن را تشکیل می‌دهند.
- در بسیاری موارد مدیر عامل شرکت، رئیس هیات است. در انرون آقای کنت لی این دو پست را در مقطعی در اختیار داشت.
- معمولاً فرآیند انتخاب اعضای هیات به گونه ای است که مدیریت در تعیین اعضای هیات تاثیر گذار است. فرآیند انتخاب اعضا در انرون به گونه ای بود که مدیر عامل در پشت پرده، نقش قابل ملاحظه ای داشت بنابر این فشار اعضای هیات مدیره بر روی مدیریت ارشد ممکن بود احتمال کاندیدا شدن آنها را کاهش دهد.

دو راهکار برای ارتقای کارایی هیات مدیره می‌توان بیان کرد:

(1) رویکرد مدیر امین. اعضای هیات مدیره به نحوی انتخاب که استقلال آن ها توسط مدیران اجرایی تضعیف نشود. در ضمن اعضای کمیته حسابرسی نباید بر مبنای قیمت سهام و یا سود شرکت پاداش دریافت نمایند. در واقع باید وضعیتی پدید آورد که ایشان نسبت به میزان قیمت سهام و سود شرکت منافع شخصی نداشته باشند.

(2) افزایش مسئولیتهای اعضای هیات مدیره. ایجاد مسئولیت اعضای هیات مدیره در صورتی که وظیفه شان (علی‌الخصوص در مورد عملکرد نظارتی شان) را زیر پا بگذارند. این امر از چند راه قابل انجام است:

(1) توسعه دامنه مواردی که مدیر مشمول جریمه است.



2) محدود کردن مواردی که مدیر تبرئه می شود.

3) جریمه کردن اعتبار مدیران.

حق اختیاراتهای خرید سهام به عنوان پاداش مدیران اجرایی

طرحهای پاداشی سهام یکی از افزارهای اصلی در قراردادهای استخدامی به شمار می رود. این طرحهای پاداشی سهام اصولاً به منظور همسو کردن منافع مدیران و سهامداران به کارکنان رده بالای شرکت تعلق می گیرد. طرحهای پاداشی سهام دارای ویژگی جالب حسابداری و مالیاتی هستند، به این ترتیب که علی رغم آنکه معمولاً به عنوان هزینه در صورت سود و زیان گزارش نمی شوند ولی کاهنده مالیاتند. یک عامل موثر در فروپاشی انرون حق اختیاراتهای خرید سهام که به عنوان پاداش برای مدیران اجرایی به کار می رفت، بود. افزایش این طرحها (که در طی دهه 1990 از 5 درصد به 60 درصد پاداش مدیران اجرایی رسید) مشکلاتی به شرح زیر در پی دارد:

- تقلب مدیریت: برای افزایش قیمت سهام به هر روشی حتی تقلب روی می آورد.
- افزایش ریسک پذیری مدیران اجرایی: انگیزه مدیریت برای ورود به زمینه ها پر ریسک را افزایش می دهد.

به طور کلی می توان چنین عنوان کرد که مدیران با توجه به این موضوع که سهامدار شرکتند تمایل دارند که قیمت سهام افزایش یابد. برای این منظور آن ها ممکن است مرتکب تقلب مالی نیز شوند. به این صورت که با نشان دادن وضعیت مالی شرکت به بهتر از آن چیزی که است سبب رشد قیمت سهام به بیش از ارزش واقعی شوند و سپس سهام شرکت را بفروشند. یا ممکن است مدیر که به سبب بهره مندی از طرحهای پاداشی سهام بسیار ریسک پذیر شده، وارد پروژه ای شود که به دلیل متناسب نبودن بازده آن با ریسک بالای آن برای شرکت صرفه نداشته باشد. طرحهای پاداشی سهام که به عنوان یک افزار جهت همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به کار می رود، خود در صورت ازدیاد سبب تشدید تضاد منافع بین سهامداران و مدیران خواهد شد. حال سوالی که پیش می آید این است که نقطه بهینه حق اختیار خرید سهام مشخص کجاست؟ در پاسخ باید گفت: این نقطه مشخص نبوده و به منحنی مطلوبیت مدیران بستگی دارد.

طرحهای بازنشستگی کارکنان

طرح های بازنشستگی به دو گروه کلی، طرح بازنشستگی با کمک معین و طرح بازنشستگی با مزایای معین طبقه بندی کرد. در طرح بازنشستگی با کمک معین ریسک طرح بازنشستگی متوجه کارکنان است، در حالی که در طرح بازنشستگی با مزایای معین ریسک اصلی متوجه طرح یا حامی آن بوده و کارکنان صرفنظر از سود دهی یا زیان دهی طرح مستمیشان را با عنایت به عواملی چون سطح آخرین حقوق، مدت سنوات خدمت و... دریافت می دارند. آنچه در مورد انرون شاهدش بودیم حرکت از طرحهای بازنشستگی با مزایای معین به سوی طرحهای بازنشستگی با کمک معین و انتقال ریسک به کارکنان. این موضوع در نهایت سبب شد 1/3 میلیارد دلار از 2/1 میلیارد دلار پس انداز بازنشستگی کارکنان انرون که در سهام خود شرکت



سرمایه گذاری شده بود، نابود شود. تجربه انرون به ما نشان می دهد که باید نگران از بین رفتن طرحهای بازنشستگی با مزایای معین (ثابت) و انتقال ریسک به کارکنان باشیم.

سیر تطور نظام راهبری شرکت ها در آمریکا طی دو دهه اخیر

نظام راهبری شرکت ها تا سال 1980

سیستم نظام راهبری شرکت ها با سرعت خیره کننده ای در دو دهه پایانی هزاره دوم تغییر یافت. قبل از سال 1980 نگرش به شرکتهای سهامی بر پایه نظریه سرمایه داری مدیریتی بود که به شرکت به عنوان یک بوروکراسی متورم می نگریست که تنها منجر به حداکثر سازی فروش، رشد و اندازه می شود ولی تاثیری بر روی قیمت و سود ندارد. هدف شرکتهای در این مقطع زمانی کسب سود متناسب به جای حداکثر کردن سود بود. مدیران به دنبال تامین منافع گروه های متعددی بودند و برای سهامداران اولویت خاصی قایل نبودند. از جمله ریسکهای که مدیران با آن مواجه بودند ریسک نقدینگی (ناتوانی در پرداخت بدهی های) بود و مدیران سعی داشتند با متنوع سازی امنیت خود را افزایش دهند. با این اوصاف مدیران نسبت به قیمت بازار سهام شرکت بی تفاوت بودند.

نظام راهبری شرکت ها در دهه 1980

ظهور پدیده تصاحب مالکیت¹ در دهه 1980 نظام نظام راهبری شرکت ها وقت را به شدت متحول کرد. در این زمان تصاحب مالکیت شرکت از طریق انتشار اوراق قرضه بنجل² در بازار سرمایه متداول شد. چنانچه ارزش بازار سهام شرکتی به کمتر از ارزش تصفیه آن می رسید به ندرت می توانست مستقل بماند و از دام تصاحب مالکیتش بگریزد. در این میان مدیران دیگر نمی توانستند نسبت به قیمت سهام شرکتشان بی تفاوت باشند. در این زمان ماهیت پاداش مدیران اجرای تغییر کرد و از نقدی به سرمایه ای (پاداش به شکل اختیار خرید سهام شرکت) تغییر ماهیت داد. این موضوع بیش از پیش مدیران را نسبت به قیمت سهام شرکت (که با توجه به این طرحها سهامدارش نیز بودند) حساس کرد. بازیگران اصلی بر هم زدن تعادل نظام راهبری شرکت ها در آن زمان سرمایه گذاران نهادی و کنگره بودند. سرمایه گذاران نهادی سعی داشتند با استفاده از حق اختیارهای خرید سهام به عنوان پاداش مدیران اجرایی و اعضای هیات مدیره حساسیت آن ها را نسبت به قیمت سهام شرکت افزایش دهند تا احیاً دچار پدیده تصاحب مالکیت نشوند. اما کنگره به طور غیر تعمودی وارد ماجرا شد. داستان از این قرار بود که کنگره محدودیتهایی را بر روی پاداش نقدی وضع کرد و این موضوع سبب گرایش شرکتهای به سمت پاداش سرمایه ای گشت.

¹ Takeover

² Junk Bond



پارادایم جدید نظام راهبری شرکت ها از دهه 1990

مدیران. در دهه 1990 استفاده از پاداش های سرمایه ای به مدیران بیش از پیش شدت گرفت. ریشه تسریع استفاده از طرح های پاداش وابسته به قیمت سهام (که خود زاییده تصاحب مالکیت در دهه 1980 است) را می توان مقررات زدایی هایی یافت که در این زمان در ارتباط با این قبیل پاداش ها صورت گرفت. نگاهی به آمار روند شتابان این پاداش ها را عیان می کند: در سال 1990 حدود 5 درصد از کل طرح های پاداش از اوراق بهادار شرکت تشکیل می شد. این در حالیست که در سال 1999 این رقم به 60 رسید. این موضوع سبب دگرگونی انگیزه های مدیران شد. با این اوصاف مدیران انگیزه داشتند قیمت سهام شرکت را (هر چند موقتی) بالا ببرند تا ارزش سهامشان حداکثر شود. البته تلاش مدیران برای بالا بردن قیمت سهام شرکت بد نیست ولی در این مقطع آن ها سعی داشتند با اعمالی چون مدیریت سود قیمت سهام را حداکثر کرده و سپس آن را بفروشند. چیزی که در ماجرای انرون به وضوح شاهد آن بودیم. تا قبل از سال 1990 هم مدیریت سود وجود داشت. هدف مدیریت سود در آن زمان هموار کردن نوسانات درآمد برای کاهش بی ثباتی جریانهای نقدی و ارائه یک روند صعودی یکنواخت از یک دوره به دیگر بود. اما این مدیریت سود در دهه 1990 تغییر ماهیت داد و کار به جایی رسید که از تمرکز بر هموار کردن نوسانات سود به انتخاب لحظه شناسایی درآمد توسط مدیر رسید. در این زمان مدیران به شناسایی پیش از موعد سود اقدام و به اصطلاح سود را پیش خور می کردند. آری مدیرانی که تا قبل از دهه 1980 نسبت به قیمت سهام شرکتشان بی تفاوت بودند در این دهه قدری نسبت به قیمت سهام حساس شدند که برای افزایش آن حتی مرتکب اعمال تقلب آمیز می شدند.

نگهبانان بازار. حال سوال عمیقی که اینجا پیش می آید این نیست که چرا برخی مدیران درگیر اعمال متقلبانه می شوند؟ بلکه سوال این است که چرا نگهبانان بازار¹ به آن ها اجازه تقلب دادند؟ بدو دلایل آشکاری برای تسلیم نشدن نگهبانان بازار در برابر اختلالات حسابداری به نظر می رسد. نگهبانان بازار تعدادی مشتری دارند که حق الزحمه دریافتی از هر کدام، بخش کمی از کل درآمدهایشان را تشکیل می دهد. بنا بر این شرکت انگیزه ای برای پذیرش ریسک خدشه دار شدن اعتبارش در مقابل هر یک از مشتریان را نخواهد داشت. ولی آنچه طی دهه 1990 در عمل به وقوع پیوست خلاف این موضوع را ثابت کرد و شاهد سریالی از تسلیم نگهبانان بازار در مقابل تقلب مدیریت بودیم. برای مثال موسسه حسابرسی آرتورآندرسن 2300 مشتری حسابرسی داشت و آنچه از انرون دریافت می کرد تنها 1 درصد کل درآمدهایش بود. اما سر انجام دیدیم که چگونه آرتور آندرسون در مقابل تقلب مدیران انرون زانو زدند. با توجه به شواهد تجربی نمی توان ادعا کرد که آندرسون بسیار متفاوت از سایر همتایانش است. در دهه 1990 ارئه مجدد صورتهای مالی به نحو افسار گسیخته ای رشد کرد. برای مثال ارئه مجدد سود از 49 درصد سال 1990 به 91 درصد در سال 1997، 150 درصد در سال 1999 و 156 درصد در سال 2000

¹ در اینجا برای اشاره به واسطه هایی که خدمات تایید و شهادت را برای سرمایه گذاران فراهم می آورند (نظیر حسابرسان مستقل، آژانس های مستقل رتبه بندی اعتبار، تحلیل گران اوراق بهادار و ...) از واژه نگهبانان بازار (Gatekeeper) استفاده می کنیم. آن ها در واقع به عنوان یک کارشناس بی طرف ادعاهای مدیران شرکت بررسی می کنند.



رسید. یک استنتاج منطقی از این آمار آن است که اختلالات حسابداری سالهای 2001 و 2002 به دلیل افت کیفیت گزارشگری مالی در دهه 1990 می باشد. گزارش های مالی که حسابرسان مستقل وظیفه تایید اعتبار آن را دارند، تحلیل گران اوراق بهادار طی دهه 1990 الگویی مشابه تسلیم حسابرسان در مقابل اختلالات حسابداری دارند. در اواخر اکتبر 2001 قبل از ورشکستگی انرون، ارزیابی 15 شرکت از 16 تحلیل گر مالی پوشش دهنده انرون نسبت به سهم مذکور پیشنهاد خرید یا تاکید بر خرید بود. در حالیکه حتی یک تحلیل گر نیمه هشیار باتوجه به اینکه در 31 دسامبر 2000 قیمت انرون 70 برابر سودآوری و 6 برابر ارزش دفتری آن و همچنین بازده سالیانه 89 درصد (در حالی شاخص بازار 9 درصد پایینتر از سال قبل) بوده است، نسبت به متورم بودن قیمت سهم شک می کند. نظیر حسابرسان با آمار می توان ثابت کرد که در دهه 1990 تغییراتی در کار تحلیل گران اوراق بهادار به وجود آمده است. نسبت توصیه خرید به توصیه فروش در سال 2000 حدود 100 به 1 است. البته دلایل آشکاری برای فزونی نسبت توصیه خرید به توصیه فروش حتی در غیاب تضاد منافع وجود دارد. فاجعه وقتی محرز می شود که بدانیم در ابتدای دهه 1990 این نسبت 6 به 1 بوده است. آری موازی با افزایش ارائه مجدد های صورتهای مالی، نسبت توصیه خرید به توصیه فروش نیز رشد داشته است.

تشریح قصور نگهبانان بازار. برای تشریح عدم کشف فروپاشی انرون تا یک لحظه قبل از فروپاشی، علی رغم وجود شواهدی در این مورد، دو فرضیه متفاوت ولی مکمل در دسترس است. "فرضیه منع" اثباتی اساساً اقتصادی دارد در حالی که "فرضیه حباب" اساساً روانشناختی است. قبل از دهه 1990 ریسک مسئولیت مدنی زیادی برای حسابرسان وجود داشت. اما در دهه 1990 به دلیل برخی رای دادگاه ها و تشکیلات قضایی این مسئولیت کاهش یافت (کاهش منع). همچنین خدمات مشاوره ای که قبل از دهه 1990 کم بود، طی دهه 1990 افزایش یافت. بر اساس شواهد تجربی در اواخر دهه 1990 حق الزحمه حسابرسان برای خدمات مشاوره ای 3 برابر خدمات حسابرسی بود.

به عنوان یک آموخته اقتصادی: هزینه فعالیتی کم و منافع مربوط بالا = افزایش فعالیت

در اینجا فعالیت تسلیم حسابرسان بود. بر اساس دیدگاه اقتصاد رفتاری افراد دارای عقلانیت محدودند و همه اطلاعات را جمع آوری نمی کنند. برخی صاحب نظران این حوزه معتقدند افراد با روش اکتشافی (محاسبات سرانگشتی) و نه از طریق پردازش کلیه اطلاعات در دسترس تصمیم می گیرند. با این اوصاف چنانچه بازار اخیراً سود غیر عادی را تجربه کرده باشد، افراد احتمالاً انتظار تداوم این سودها دارند. سرمایه گذاران انتظار دارند آنچه اخیراً اتفاق افتاده، تداوم یابد. در اوایل و اواسط دهه 1990 زمانی که بازار اوج گرفت، سرمایه گذاران با روش اکتشافی به این نتیجه رسیدند که این الگو ادامه خواهد یافت. به این وضعیت اصطلاحاً حباب بازار اطلاق می شود. در وضعیت حباب سرمایه گذاران احتیاط و تردید طبیعی خود را از دست می دهند. بنابراین خدمات نگهبانان بازار نا مربوط شده و در نتیجه سبب کمرنگ شدن نفوذ و اعتبارشان می شود. سرمایه گذاران کمتر به نگهبانان بازار اتکا کرده و نگاه مدیران به آن ها به عنوان تکلیف و نه نیاز است. در چنین محیطی شرکتها به دلیل الزام SEC یا جلوگیری از اینکه انگشت بدنامی به سمت شرکت نشانه نرود، از حسابرسان استفاده می کنند. در این شرایط احتمالاً نگهبانان بازار انگیزه ای برای تسلیم نشدن در



مقابل مدیران متقلب ندارد. در دهه 1990 وابسته شدن تحلیل گران اوراق بهادار نیز در حباب بازار غرق شدند. اگر در این حباب تحلیل گری واقع بینانه عمل می کرد متهم به احتیاط و حسابگری بیش از حد می شد. شاید در این شرایط یک تحلیل گر منطقی چاره ای جز کنار گذاشتن احتیاط و پیش بینی بازده های غیر عادی نداشت. در این دهه تحلیل گران اوراق بهادار به سوبسید بانکهای سرمایه گذاری (که اقدام به عرضه اولیه سهام می کردند) وابسته شدند.

تقسیم مسئولیت

شرکت کنندگان مختلف در نظام راهبری شرکت ها که هر یک به نوعی در حوادث پیش آمده دخیل بودند، عبارتند از:

1. مدیران
2. نگهبانان بازار
3. سرمایه گذاران

نقش مدیران

همانطور که بیان شد در دهه 1990 استفاده از پاداش های سرمایه ای به مدیران بیش از پیش شدت گرفت. روشن ترین معیار این تغییر، رشد قابل ملاحظه در حق اختیارات خرید سهام بود که نسبت به دهه گذشته چندین برابر شد. این حق اختیارات سبب تحریک مدیریت به تمرکز بر کوتاه مدت و غفلت از آثار بلندمدت امور شد. با این اوصاف مدیران انگیزه داشتند قیمت سهام شرکت را (هر چند موقتی) بالا ببرند تا ارزش سهامشان حداکثر شود. البته تلاش مدیران برای بالا بردن قیمت سهام شرکت بد نیست ولی در این مقطع آن ها سعی داشتند با اعمالی چون مدیریت سود قیمت سهام را حداکثر کرده و سپس آن را بفروشند. چیزی که در ماجرای انرون به وضوح شاهد آن بودیم. ریشه این امر را می توان در مقررات زدایی هایی یافت که در این زمان در ارتباط با این قبیل پاداش ها صورت گرفت و بر این اساس برای اعمال و فروش حق اختیارات خرید سهام دیگر نیازی به سپری شدن مدت زمان بیان شده در قانون قبلی (حداقل 6 ماه) نبود و مدیران قادر به فروش سریع حق اختیارات خود شدند.

نقش نگهبانان بازار

نگهبانان بازار در دهه 1990 ضعیف عمل کردند و تسلیم مدیران شدند. دلیل این امر آن بود که قبل از دهه 1990 ریسک مسئولیت مدنی زیادی برای حسابرسان وجود داشت، اما در دهه 1990 به دلیل برخی آرای دادگاه ها و تشکیلات قضایی این مسئولیت کاهش یافت (کاهش منع). همچنین نگهبانان بازار برای افزایش منافع خود به ارائه خدمات مشاوره ای به صاحبکار پرداختند و از آنجا که مسئولیت مدنی آنها کم شده بود، این امر از نظر اقتصادی به نفع آنها بود و در نتیجه آنها تمایل داشتند تا تسلیم مدیریت شوند. خدمات مشاوره ای که قبل از دهه 1990 کم بود، طی دهه 1990 افزایش یافت. بر اساس شواهد تجربی در اواخر دهه 1990 حق الزحمه حسابرسان برای خدمات مشاوره ای 3 برابر خدمات حسابرسی بود.



نقش سرمایه گذاران

سرمایه گذاران نیز چندان قربانی های بی گناهی نبودند. سرمایه گذاران انتظار دارند آنچه اخیراً اتفاق افتاده، تداوم یابد. در اوایل و اواسط دهه 1990 زمانی که بازار اوج گرفت، سرمایه گذاران با روش اکتشافی (محاسبات سرانگشتی) و نه از طریق پردازش کلیه اطلاعات در دسترس به این نتیجه رسیدند که این الگو ادامه خواهد یافت. سرمایه گذاران احتیاط و تردید طبیعی خود را از دست دادند و کمتر به نگهبانان بازار اتکا کردند. در این شرایط سرمایه گذاران به مدیران اتکای زیادی داشتند چرا که آنها را مسبب افزایش ثروت خود می دیدند حال از این امر که این ثروت و افزایش قیمت سهم واهی است، غافل بودند.

واکنش کنگره: قانون ساربینز - اکسلی

کنگره امریکا برای بازگرداندن اعتماد سرمایه گذاران، قانون ساربینز- اکسلی (Sarbanes- Oxley) 2002 را تصویب کرد که تبعات گسترده ای بر گزارشگری مالی شرکتها دارد. در ادامه به بعضی از بخشهای این قانون اشاره می شود.

1) ایجاد هیات نظارت حسابداری شرکت های سهامی عام

این هیات برای نظارت بر حسابرسی شرکت های سهامی عام (مشمول قوانین بورس اوراق بهادار) تشکیل شده است و اساساً نهادی قانونی متشکل از موسسات حسابرسی است که تحت نظارت که تحت نظارت SEC قرار دارد.

2) بازرسی موسسه های حسابرسی ثبت شده

هیات نظارت بر موسسه های حسابرسی موظف است رعایت مواد این قانون، مقررات هیات، مقررات کمیسیون، و استانداردهای حرفه ای توسط موسسه های حسابرسی را ارزیابی کند.

3) تغییر در ساختار تدوین استانداردهای حسابداری

هیات تدوین استانداردهای حسابداری با توجه به این قانون، در حال بررسی رویکرد مبتنی بر اصول است.

4) استقلال حسابرسان

برای حفظ استقلال، موسسه های حسابرسی ثبت شده مجاز نیستند همزمان با حسابرسی، برخی خدمات غیرحسابرسی را که در این قانون آمده انجام دهند.

5) تضاد منافع

مدیرعامل، کنترلر، معاون مالی، مدیر ارشد حسابداری یا اشخاصی با موقعیت مشابه نباید تا یک سال قبل از حسابرسی در استخدام موسسه حسابرسی بوده باشند.

6) سایر موارد

در این قانون مقررات زیاد دیگری برای تقویت گزارشگری مالی تصویب شده است.

همچنین این هیات مسئول ثبت موسسات حسابرسی و تدوین استانداردهای حسابرسی است و باید با گروه های حرفه ای نظیر ASB مشورت کند اما هر جا لازم باشد، قدرت کامل برای تدوین استاندارد را دارد. قانون ساربینز - اکسلی بازرسی توسط این هیات را جایگزین بررسی همپیشگان کرد که گامی دیگر در



فاصله گرفتن از "خود مدیریتی" توسط حرفه است. با تدوین این قانون، FASB بخش عمده ای از استقلال خود در قبال SEC را از دست داد.

اما به نظر جان کافی قانون ساربینز - اکسلی علی رغم همه اصلاحاتی که در پی داشت ولی 3 هدف زیر را برآورده نکرد:

1. افزایش مجازات قانونی برای ممانعت نگهبانان بازار از تسلیم شدن در برابر تقلب مدیریت،
2. کاهش انگیزه ها و محرکهای نادرست ایجاد شده از طریق استفاده های نامحدود از حق اختیارات سهام،

و

3. پرداختن و توجه به تناقضات ساختاری که باعث سوگیری تحلیل گر و بازار به سمت خوش بینی می شود.

نتیجه گیری

تحقیق حاضر جهت فراهم آوردن شواهدی پیرامون تغییرات سیستم های نظام راهبری شرکت ها پس از فروپاشی انرون انجام شده است. وقوع رسوایی انرون و موارد مشابه که در اوایل هزاره سوم به وقوع پیوستند، الگوی نظام راهبری شرکت ها موجود در کشور آمریکا که خود از کاملترین الگوهای نظام راهبری شرکت ها در دنیا تلقی می شد را به شدت به چالش کشید. در این تحقیق مشکلاتی که انرون برای نظام راهبری شرکت ها ایجاد نمود و مسئولیت مدیران، سرمایه گذاران و نگهبانان بازار نیز در خصوص این فروپاشی و شکست مدل نظام راهبری شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته است و سپس واکنش های کنگره را مورد بررسی قرار داده و در پایان نیز مزایا و برخی نقص ها و کمبودهای قانون ساربینز-اکسلی را بیان شده است.

منابع

1. موسی، بزرگ اصل (1382). « پشت صحنه سقوط انرون و پیامدهای آن برای حرفه حسابداری». فصلنامه حسابر، شماره 20، صص 46-53.
2. Clarck, Thomas (2005). " Theories of Corporate Governance: The philosophical foundations of corporate governance", Routledge.
3. Coffee, J.C. (2004b), "What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990s", *Cornell Law Review*, Vol. 89 pp.269-310
4. Gordon, J. (2002), "What Enron means for the management and control of the modern business corporation: some initial reflections", *University of Chicago Law Review*, Vol. 69 pp.1233-50.
5. Wolk, Harry I, Dodd, James and Tearney, Michael (2004). " Accounting Theory", 6/E , South-Western.



نظام راهبری و ارزشهای شرکت

مترجم - مهدی محمد آبادی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

در حال حاضر شاهد توجه روز افزون به بحث ارزشهای شرکت هستیم. این ارزشها از کجا سرچشمه می گیرند و چه عواملی این ارزشها را تعیین می کنند؟ این مقاله به بحث در مورد تعیین این ارزشها توسط نظام راهبری شرکت ها ، در مفهوم وسیع خویش، می پردازد. در این مقاله سه کارکرد راهبری مورد تاکید قرار گرفته اند که عبارتند از : ساختار مالکیت ، ترکیب مدیران و تأثیری که ذینفعان دارند. در واحدهای تجاری نه چندان بزرگ ، معمولاً مالکان و موسسان ، نقش محوری در شکل دادن به سیستمهای ارزشی واحد تجاری دارند. در شرکت های بزرگ که کنترل و اداره امور از مالکیت جدا شده است ، مدیریت نقش پر رنگتری در تعیین ارزشهای شرکت دارد. در هر دو مورد، کنش متقابل و پیوسته واحد تجاری با مشتریان، کارکنان و سایر ذینفعان می تواند بر فرهنگ سازمانی واحد تجاری ، شهرت و آوازه¹ آن و بالتبع بر ارزشهای واحد تجاری اثر گذار باشد. **کلید واژه ها :** ارزشها ، نظام راهبری ، ذینفعان ، مالکیت واحد تجاری ، هیات مدیره

مقدمه

در سالهای اخیر شاهد توجه روز افزون به بحث ارزشهای شرکت، در قالب عناوینی چون ارزش [ثروت] سهامدار (رأپارت 1986، کاپلند 1994، جنسن 2000)، ارزش ذینفعان (فریمن 1984)، ارزش مشتری (مورفی و دیگران 1996)، اصول اخلاقی تجارت (والسکوز 1998، فورت 2001)، مسئولیتهای اجتماعی شرکت (کارول 1999)، نگهداشت محیط زیست² (تیسدل 1993، تن برونسل و دیگران 2000) و نیز حقوق شهروندی³ (بولینو 1999) بوده ایم. هرچند سیستمهای ارزشی جدید در سطحی گسترده برای تمامی انواع فعالیتهای تجاری معرفی گردیده اند، اما این قبیل سیستمها با اقبال اندک محققین و دانشگاهیان مواجه شده اند. (البته استثنائاتی بدین شرح در این مورد وجود دارد: جونز (1995)، میچل، اگل و وود (1997)، راجان و زینگالس (2000) و تیروول (2001))

بی شک طرح بسیاری از این ارزشها با دیدگاهی سطحی و نادرست نسبت به واحد تجاری صورت گرفته است (لن کوین 2002). در اینجا منظور آن دسته از ارزشهایی است که به صورت کلی⁴ [فله ای] یا به صورت اختصاصی، از طریق رسانه های جمعی⁵ و برخی کارشناسان مطرح می شوند (آنترونی و شوالتز 2003). در مقابل مقاله حاضر به بررسی ارزشهای اساسی یعنی " تفاوت هایی که خود سبب پیدایش سایر تفاوتها می شوند " و " بخشی از فرآیند تصمیم گیری در سازمان هستند " (تیسن 2003) می پردازد. در دیدگاه سنتی این ارزشها به عنوان " اصول ، اعتقادات و باور هایی که در انتخاب یک راهکار از بین چند گزینه موجود به واحد تجاری کمک می کند " (راکیچ 1973) تعریف می شود. از یک دیدگاه فنی تر و با دقت بیشتر می توان

1- reputation

2- environmental sustainability

3- citizenship

4- off the shelf (that can be bought immediately and does not have to be specially designed or ordered)

5- communication agencies



این ارزشها را به عنوان " وزن و اهمیتی که تصمیم گیران سازمان هنگام اخذ تصمیم به راهکارهای مختلف می دهند " تعریف نمود.

در این مقاله عوامل تعیین کننده ارزشهای مزبور بررسی می شوند. دیدگاه رایج^۱ این است که ارزشهای واحد تجاری بر پایه ارزشها و استانداردهای اخلاقی مدیران و کارکنانش شکل می گیرد. پذیرش این دیدگاه، صرفنظر از درست بودن یا نادرست بودن آن، بلافاصله این سوال را پیش خواهد آورد که چرا افرادی با خط مشی های اخلاقی و ارزشهای متفاوت در واحد تجاری به کارگرفته می شوند؟ قطعاً بکارگیری مدیران و سایر کارکنان در واحد تجاری، تصادفی و مبتنی بر شانس نیست و از اینرو می توان گفت ارزشهای واحد تجاری و تصمیمات استخدامی هیچ یک متغیرهای مستقل خارجی نیستند. درضمن باید توجه داشت که مدیران و کارکنان از بافت اجتماعی که در آن فعالیت می کنند، برای مثال از سایر کارکنان و مدیران یا از فشار بازار سرمایه یا فشارهای مشتریان، متأثر می شوند. به عبارت دیگر بر دیدگاه سنتی که بیان می دارد ارزشهای واحد تجاری تابع ارزشها و اخلاقیات مدیریت و کارکنان آن است، انتقاداتی به شرح ذیل وارد است. اولاً حضور مدیران و کارکنان در واحد تجاری متأثر از تصمیمات استخدامی است و این یعنی که ارزشها و اخلاقیات مدیران و کارکنان خود تابعی است از تصمیمات استخدامی و نه متغیری که همواره به طور مستقل عمل می نماید. ثانیاً ارزشها و اخلاقیات مدیران و کارکنان، حتی اگر آنها یک متغیر مستقل اثر گذار بر ارزشهای واحد تجاری بدانیم، از بافت اجتماعی که مدیران و کارکنان در آن کار می کنند تأثیر می پذیرد. به عبارتی بافت اجتماعی اثرات متغیر مورد بحث را تعدیل می نماید.

در مقاله حاضر، نظام راهبری شرکت ها در یک گستره مفهومی وسیع در قالب ساختار مالکیت، مدیریت و ذینفعان تعریف شده و سپس یک چارچوب نظری برای تبیین ارزشهای شرکت به عنوان محصول^۲ نظام راهبری شرکت ها ارائه می گردد. این بدان معناست که برخورداری شرکتها از ارزشهای خاص، بیشتر بخاطر ساختار نظام راهبری شرکت ها است و نه الزاماً بخاطر مفید یا اخلاقی بودن خود آن ارزشها. بر اساس چارچوب مزبور دلایلی برای توضیح تفاوتهای موجود در ارزشهای شرکتها ارائه می گردد.

مقاله حاضر بر تحقیقاتی که در خصوص تئوری نمایندگی و تئوری ذینفعان^۳ انجام شده استوار است. لذا از نتایج تحقیقات برنهایم و وینستون (1986)، هارت (1995)، هانسن (1996)، ویلیامسون (1996)، راجان و زینگالس (2000)، هرملین و ویسبچ (2000) و تیورول (2001) در زمینه تئوری نمایندگی و تئوری اقتصادی شرکتها^۴ و از نتایج تحقیقات هیل و جونز (1992)، دونالدسون و پرستون (1995)، میچل و دیگران (1997) و جواهر و مک لاکلین (2001) در زمینه تئوری ذینفعان استفاده شده است.

نکته قابل توجه این است که اگر شرکت را به عنوان یک ساختار تصنعی^۵ [یک شخصیت مجازی قانون ساخته] در نظر بگیریم بگیریم، پس قاعدتاً می توان گفت ارزشهای آن از ارزشها و اولویتهای ذینفعان و سازندگانش منتج شده است. این بدان معناست که ارزشهای واحد تجاری به دنبال درونی ساختن^۶ ارزشهای ذینفعان واحد تجاری، ایجاد می گردند. به عبارت دیگر، ارزشهای واحد تجاری بدنال تبلور و انعکاس ارزشهای ذینفعان در واحد تجاری، شکل می گیرد. ذینفعان می توانند بدون اینکه ارزشهای خود را به واحد تجاری تحمیل کنند، از طریق مبادلاتی که در بازار انجام می دهند یا قراردادهایی که منعقد می سازند، واحد تجاری را متأثر سازند اما هزینه های مترتب بر انجام مبادلات و مسایل و مشکلات مرتبط با اطلاعات، محدودیتهایی را در خصوص استفاده از مکانیسم های قراردادی برای آنان به وجود می آورد. ناتوانی در انعقاد قراردادهای

۱- traditional

۲- outcome

۳- stakeholder theory

۴- economic theory

۵- legal fiction

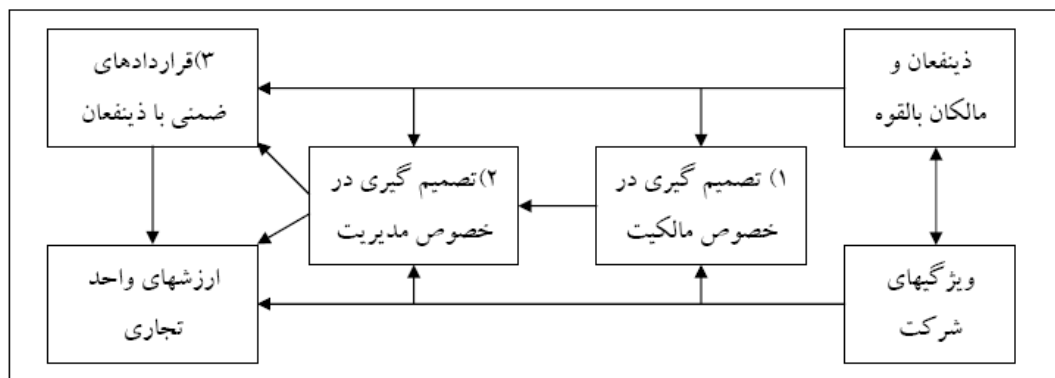
۶- internalize



کامل¹ سبب می شود آنان به استفاده از مکانیسم های راهبری که متکی بر بازار نیستند²، روی آورند (زینگالس 2001). با استفاده از این مکانیسمها، ارزشهای ذینفعان طی یک فرآیند سه مرحله ای به شرح زیر [در واحد تجاری] تبلور می یابد:

1. تخصیص و تسهیم حقوق مالکانه³
2. تعیین ساختار هیات مدیره⁴
3. اثرگذاری ذینفعان متنفذ بر واحد تجاری⁵

شکل یک. ساختارهای قانونی / سازمانی / فرهنگی



در هر مرحله، تقسیم قدرت و نفوذ⁶ بین ذینفعان را شاهد هستیم. به عبارت دیگر در هر مرحله ذینفعان خاصی برای مشارکت در تصمیم گیری گزینش شده و بالتبع سایرین کنار گذاشته می شوند. یک توالی منطقی بین مراحل مزبور وجود دارد بدین معنی که ابتدا حق کنترل بین مالکان بالقوه تسهیم شده و سپس مالکان اعضای هیات مدیره را انتخاب و مسئولیتهایی را به آنان تفویض می نمایند. در نهایت مدیران، ماهیت و نوع قراردادهای ضمنی⁷ [نانوشته] با ذینفعان و طرفهای تجاری شرکت را، تعیین می کنند.

در مرحله اول - تصمیم گیری در خصوص مالکیت - حقوق مالکانه بین گروههای مختلف ذینفعان از قبیل سهامداران بالقوه و بالفعل واحد تجاری تقسیم می شود. در این مرحله رخداد "مساله انطباق" را شاهد هستیم که به معنای مشابهت داشتن خصوصیات واحدهای تجاری با خصوصیات مالکان و موسسان آنهاست. دسترسی به اطلاعات و برخورداری از دانش و سرمایه از ویژگیهای مالکان به شمار می روند. ویژگیهای مهم یک شرکت عبارتند از: اندازه، فناوری، بکار می برد، نوع فعالیتی که انجام می دهد و ویژگیهای محیط اطلاعاتی و در خصوص نحوه تقسیم حقوق مالکانه، تئوری اقتصادی⁸ (هارت 1995 و هانسن 1996) پیش بینی می کند که تسهیم مالکیت به صورتی خواهد بود که هزینه های مبادلات را به کمترین مقدار ممکن برساند. مبادلاتی که مالکان در بازار انجام می دهند در قالب واحد تجاری تبلور یافته [یا درونی میشود] و مالکیت موثر و کارآ می تواند هزینه هایی که واحد تجاری بابت انجام مبادلات متحمل می شود را به حداقل برساند. فرد یا افراد علاقمند می توانند در هر مقطعی از زمان به مالکین پیشنهاد خرید حقوق مالکانه شان را بدهند. نتیجه مذاکرات، که عبارتست از

1- incomplete contracting

2- non – market governance mechanisms

3- allocation of ownership rights

4- board composition

5- the influence of important stakeholders

6- allocation of influence

7- implicit contracts

8- economic theory of corporate ownership



تعیین هویت مالکان نهایی واحد تجاری، با توجه به قراردادهای ناکامل¹، می تواند بر ارزشها و عملکرد واحد تجاری اثر گذار باشد (هارت 1995 و هانسمن 1996).

در مرحله دوم- تصمیم گیری در خصوص ساختار مدیریتی- پستها و مناصب مدیریتی به کسانی که بالقوه می توانند عضو هیات مدیره باشند شامل، نمایندگان سهامداران، مدیران حرفه ای و اعضای فعلی هیات مدیره، اختصاص می یابد. در اغلب کشورها مدیران توسط مالکان انتخاب می شوند اما در تعدادی از کشورها دیگر گروههای ذینفع نظیر دولت و کارکنان نیز حق انتصاب اعضای هیات مدیره را دارند. مالکان حقوق و اختیارات خود برای تصمیم گیری و اداره امور شرکت، و از جمله حق تصمیم گیری در خصوص ارزشهای واحد تجاری را به مدیران تفویض می کنند. به عبارت دیگر در شرکتهایی که مالکیت و مدیریت از هم جدا شده اند، مدیران نقش بسیار مهمی در ایجاد سیستمهای ارزشی یا انجام تغییر در آنها دارند. هرچند از نظر قانون تمامی اعضای هیات مدیره مسئولیت مشترک و تضامنی² در قبال سهامداران (و اعتبار دهندگان) دارند، اما نظریه پردازان حوزه تئوری سازمانی³ (جونز و گلد برگ 1982، اوان و فریمن 1993، لوما و گودستین 1999) این بحث را مطرح می کنند که برخی اعضای هیات مدیره فقط به عنوان نماینده و واسطه ذینفعان خاصی عمل می نمایند. این نوع عملکرد با وظیفه امانتداری و مباشرت آنان در تضاد است. برای مثال نمایندگان کارکنان که در برخی کشورها نظیر آلمان، حضور آنان در هیات مدیره الزامی است، ممکن است فقط به شرایط کاری کارکنان توجه داشته و هنگام اخذ تصمیم آنرا ملاک قرار دهند.

در مرحله سوم، مدیریت وارد فرآیند انعقاد قراردادهای ضمنی با ذینفعان متنفع و اثر گذار بر واحد تجاری میگردد (روزن 1994). از آنجا که قراردادهای رسمی و مبادلاتی که از طریق بازار انجام می گردند، می توانند به وضوح واحد تجاری را متأثر سازند، به سطحی که تابع هدف واحد تجاری⁴ را بیشینه سازد، محدود می شوند. با توجه به مطالب پیشگفته، مقاله حاضر بر نقش قراردادهای ضمنی که بر اساس شهرت و آوازه واحد تجاری (فامبرون و شانلی 1990، کای 1995) و فرهنگ سازمانی (کرپز 1990) آن شکل میگیرند، تاکید می کند.

یک بافت قانونی، سازمانی و فرهنگی مشخص سه مرحله فوق الذکر را در برمیگیرد. این بافت می تواند به صورت مستقیم بر ارزشهای واحد تجاری اثر بگذارد (چارکهام 1994، لیچ 2001). تفاوتی که در ساختارهای قانونی از نظر میزان حمایت به عمل آمده از سرمایه گذاران خرد وجود دارد می تواند بر میزان توجه شرکتهای [ثروت] سهامداران⁵ اثر گذار باشد (لاپورتا و دیگران 1998، 1999a,b). ساختارهای سازمانی که می توانند ساختار مالکیت را متأثر سازند به صورت غیر مستقیم بر ارزشهای شرکت اثر دارند (رو 1994، پروس 1995، پدرسن و تامسن 1997، لاپورتا و دیگران 1998، 1999a,b). ارزشهای واحد تجاری از ساختارهای مدیریتی هم اثر می پذیرند (چارکهام 1994، بامس و دیگران 1994) که در این خصوص می توان نسبت مدیران اجرایی به غیر اجرایی در هیات مدیره، و نیز میزان حضور نمایندگان کارکنان در بین مدیران را مثال زد. مقاله حاضر به بررسی عوامل شکل دهنده ارزشهای واحد تجاری با فرض ثبات ساختارها و بافتهای قانونی، سازمانی و فرهنگی می پردازد.

ترتیبی که در اینجا در تاکید بر ساختار مالکیت، سپس مدیریت و در نهایت ذینفعان وجود دارد از پشتوانه تئوریک برخوردار بوده، مبتنی بر منطق حاکم بر توالی موارد مزبور می باشد و البته الزاما نشان دهنده مراحل تکامل و شکل گیری تدریجی نظام راهبری شرکت ها نیست. برای مثال توجه کنید که ارزشهای واحد تجاری در درجه اول توسط مالکان و به صورت مستقیم در مجمع عمومی سالانه شرکت و در درجه دوم به صورت غیر مستقیم و توسط نمایندگان آنها در هیات مدیره، تعیین می شود. بنابراین می توان استدلال کرد مالکیت بر سایر عوامل اثر گذار بر ارزشهای واحد تجاری تقدم دارد. در ابتدا تصمیم گیری در

1- incomplete contracts

2- joint responsibility

3- organizational theorists

4- corporate objective function

5- shareholder value



خصوص تحصیل مالکیت واحد تجاری تعیین خواهد کرد که چه کسانی حق کنترل واحد تجاری را داشته باشند. در مرحله بعد مالکان (به ویژه در شرکتهای بزرگ) مسئولیت را به مدیران تفویض می کنند. در نهایت مالکان، یا مدیران منتخب آنان ممکن است نمایندگان سایر گروههای ذینفع مرتبط با شرکت را در هیات مدیره بپذیرند (یا نپذیرند) و برای انعقاد قراردادهای ضمنی با ذینفعان اقدام کنند یا (نکنند).

تابع ارزش واحد تجاری

در دیدگاه سنتی ارزشهای واحد تجاری اینگونه تعریف میشود: اصول، اعتقادات و باورهایی که به واحد تجاری کمک می کند بین چند گزینه و راهکار دست به انتخاب بزند (راکیچ 1973). به صورت دقیقتر و تخصصی تر می توان ارزشهای واحد تجاری را وزنی دانست که تصمیم گیران یک سازمان هنگام اخذ تصمیم به اهداف و نتایج مختلف می دهند. برخی از این اهداف عبارتند از سودآوری، بازده سهام واحد تجاری، ارزش مشتری¹ [رضایت مشتری]، رشد واحد تجاری، رضایت شغلی کارکنان، رضایت و رفاه عرضه کنندگان، برخورداری از عملکرد مناسب اجتماعی و ... تصمیم گیران ممکن است ارزش فعلی یا آتی این اهداف (فاما و جنسن 1985) همراه با ریسک مرتبط با هر یک از آنها (سیتکین و پابلو 1992، سیتکین و وینگارت 1994، رایت و دیگران 1996) را هنگام اخذ تصمیم مورد توجه قرار دهند. در برخی موارد ممکن است آنان هنگام تصمیم گیری امیال، ارزشها و اهداف شخصی خود را نیز مد نظر قرار دهند. برای مثال اگر مدیریت واحد تجاری به ایجاد یک امپراتوری علاقمند باشد آنگاه ممکن است رشد فعالیتهای واحد تجاری و ایجاد تنوع در آنها جز لاینفک سیستم ارزشی واحد تجاری گردد.

می توان گفت واحد تجاری به نحوی که به ایجاد توازن بین علایق و اهداف گوناگون بیانجامد، عمل می کند. به عبارت دیگر می توان عملکرد واحد تجاری را در راستای حداکثر کردن ارزش مورد انتظار ارزشهای شرکت² که خود تابعی است از چند هدف بالقوه، تفسیر نمود. بحث اصلی این است که هریک از این اهداف بالقوه تا چه اندازه می توانند بر رفتار و عملکرد واحد تجاری اثر بگذارند. اگر واحد تجاری را صرفاً یک ساختار تصنعی در نظر بگیریم، می توان گفت که این شخصیت مجازی و دست ساخته بشر ارزشهای ذاتی و متعلق به خویش ندارد و ارزشها و اولویتهای حاکم بر آن در واقع متعلق به ذینفعان و کسانی است که در ساخت آن مشارکت داشته اند. هر یک از این ذینفعان [به تبع پیروی از منافع شخصی] و در جستجوی حداکثر کردن مطلوبیت خود درصدد بر می آید ترجیحات، اولویتها، ارزشها و اهداف خود را برواحد تجاری تحمیل کند. این تلاشها در نهایت سبب می شود که اهداف و ارزشهای واحد تجاری حول اهداف و ارزشهای ذینفعان شکل گیرد یا به عبارت دیگر، تابع اهداف و ارزشهای ذینفعان مزبور باشد.

از لحاظ نظری بهتر است بین دو دسته از اهداف و ارزشها تفاوت قایل شویم. یکی ارزشهایی که به خودی خود مهم تلقی می شوند یا به اصطلاح "ارزشهای نهایی"³ و دیگری ارزشهایی که بخاطر مثر مثر واقع شدن در کسب اهداف اساسی واحد تجاری، برخورداری از آنها ضروری است (راکیچ 1973). در عمل، طبقه بندی و تفکیک ارزشها به اصلی و فرعی یا به عبارت دیگر به هدف و وسیله براهتی صورت نخواهد پذیرفت با اینحال، اغلب، خلق ارزش برای سهامداران⁴ [افزایش ثروت سهامداران] ارزش اصلی [هدف]، و کسب سهم از بازار، انجام عملیات با صرفه اقتصادی، رضایت شغلی کارکنان و ... اهداف فرعی [وسیله] تلقی می شوند. استثنائاتی نیز وجود دارد، بدین معنی که ممکن است برخی مدیران برای افزایش کیفیت محصولات و رضایت شغلی کارکنان اولویت قائل بوده و خلق ارزش برای سهامداران را صرفاً یک ضرورت در راستای دستیابی

1- customer value

2- expected value of corporate value function

1- terminal values

2- shareholder value creation

3- value statements



به اهداف مذکور به شمار آورند، حتی این مدیران نیز رویه خود را با ارایه دلایلی مبنی بر اینکه توجه آنها به رضایت شغلی کارکنان و کیفیت محصولات بخاطر نقش پر رنگی است که این اهداف در رسیدن به هدف اصلی تر، یعنی خلق ارزش برای سهامدار ایفا می کنند، توجیه می نمایند. مطالب مطرح شده نمایانگر این است که ما به تئوری نیاز داریم که بتواند پیش بینی کند چه ارزشهایی در یک واحد تجاری خاص حکمفرما [غالب] خواهد بود.

تئوری مزبور باید بتواند پیش بینی کند یک واحد تجاری چه اهدافی را مورد توجه قرار داده و برای آنها اولویت قایل می شود، به عبارت دیگر بایستی قادر باشد میزان اهمیتی را که تصمیم گیران سازمان به هر هدف می دهند، تعیین نماید. بهترین دلیل برای طرح تئوری موصوف این است که فهم ارزشهای حاکم بر یک واحد تجاری، می تواند درک ما از رفتارها و عملکرد شرکت را بهبود بخشد. متأسفانه در عمل واحدهای تجاری ارزشها و اهداف برجسته خویش را با هیاهوی فراوان اعلام می دارند ولی در گزارشگری و اعلام عمومی ارزشهای قابل مقایسه با سایر واحدهای تجاری سستی به خرج میدهند. قوانین موجود نیز تاکنون نتوانسته اند شرکتها را به اطلاع رسانی در این خصوص وادارند (لن کوین 2002). لن کوین (2002) نمونه هایی از " صورت ارزشهای¹ " تهیه شده توسط شرکتهای بزرگ آمریکایی نظیر انرون را مستند ساخته که عملاً بی معنی به شمار می روند. در مقابل برخی شرکتهای پیوسته، صورت ارزشهایی سرشار از اطلاعات مفید منتشر کرده و در صورتهای مزبور عواملی را که هنگام اخذ تصمیمات اساسی مورد توجه آنها قرار می گیرد، افشا می نمایند.

در ساده ترین شکل ممکن، تابع هدف واحد تجاری به شکل خطی و به صورت میانگین موزون تعریف می شود. در واقع تابع مزبور عبارتست از مجموع حاصلضرب وزنهایی که بین صفر و یک قرار دارند در اهداف بالقوه ای که ممکن است واحد تجاری بدنبال آنها باشد. وزنها [یا همان ضرایب اهمیت] را با a و اهداف بالقوه را با p نشان می دهیم. مجموع ضرایب برابر صفر است زیرا با تاکید بیشتر بر یک هدف از میزان اهمیتی که تصمیم گیران واحد تجاری برای سایر اهداف قایلند، کاسته می شود. ممکن است برخی ضرایب صفر باشند که دلیل آن ناتوانی مدیران و تصمیم گیران واحد تجاری برای پیگیری تمامی اهداف بالقوه و بالفعل در آن واحد است. (میچل و دیگران 1997). با پذیرش این مفهوم که واحد تجاری قاعدتاً در راستای حداکثر کردن ارزش مورد انتظار تابع هدف خویش عمل می نماید، می توان نوشت:

$$\text{MAX } E(V(p)) = E(a, p), \sum_{i=1}^n a_i = 1$$

بنابر تئوری نمایندگی (برنهایم و وینستون 1986)، توابع هدف واحدهای تجاری در صورتی به شکل میانگین موزون خواهند بود که تابع مطلوبیت کارفرما، شبه خطی² باشد. مدل سازی به شکل فوق بحث را ساده کرده و در ارایه تصویری از کلیت موضوع راهگشاست اما مناسب حالتهای پیچیده نیست (دیگسیت و دیگران 1997). در رابطه با این مدل باید توجه داشت، همانطور که قبلاً ذکر شده، برخورداری از برخی ارزشها به سبب کارکرد موثری که در دستیابی به اهداف و ارزشهای اساسی تر دارند، ضرورت می یابد و نه بخاطر ارزش ذاتی آنها (دونالدسون و پرستون 1995). همینطور باید توجه کرد که وزنها یا ضرایب اهمیت به سطوح عملکردی وابسته اند، بدین معنی که در سطح عملکرد رضایت بخش مقدار آنها کمتر از سطح عملکرد بیشینه است. در هر حال، تئوری پردازی و اندیشیدن در قالب تابعی از اهداف [همچون تابع فوق]، مناسبتر از اندیشیدن در قالب مجموعه ای ثابت از ارزشها بنظر می رسد، هرچه یک هدف از اهمیت بیشتری برخوردار باشد وزن بیشتری در تصمیم گیرها به آن اختصاص می یابد.

این مقاله به دنبال بررسی، شناسایی و تبیین عواملی است که سبب تفاوت در a ها - یعنی ارزشهایی که مدیران به اهداف مختلف میدهند - می شوند. رویکردی که برای این بررسی پیشنهاد شده، عبارتست از در نظر گرفتن شرکت به عنوان مجموعه ای از قراردادهای ناکامل بین ذینفعان³ (جنسن و مک لینگ 1976، هارت 1995). برخی ذینفعان توسط قراردادهای

1- quasi-linear

2- nexus of incomplete contracts between stakeholders

3- critical stakeholders

4- socialization (the process by which sb, especially a child, learns to behave in a way that is acceptable in their society)



مبتنی بر بازار باهم مرتبط می شوند و برخی نه ، علایق این دسته از ذینفعان [دسته دوم] که به آنها "ذینفعان بحرانی"¹ گفته می شود از طریق مکانیسم های راهبری که متکی بر بازار نیستند در تابع هدف واحد تجاری منعکس می شود. در ابتدا هر یک از ذینفعان بحرانی بخشی از مالکیت واحد تجاری را تحصیل می کنند (در این مرحله علایق آنان از طریق مالکیت، در تابع هدف و تصمیمات واحد تجاری انعکاس می یابد) ، در مرحله بعدی آنها مستقیم یا غیر مستقیم در هیات مدیره واحد تجاری حضور می یابند (در این مرحله علایق آنان از طریق مدیریت، در تابع هدف و تصمیمات واحد تجاری انعکاس می یابد)، در مرحله سوم علایق، اولویتها و ترجیحات آنها از طریق قراردادهای ضمنی همچون شهرت ، فرهنگ سازمانی یا جامعه پذیری² در تابع هدف و تصمیمات واحد تجاری منعکس می شود.

شرکت به عنوان مجموعه ای از قراردادهای ناکامل

ارزشهای شرکت هم از دید تئوری نمایندگی (جنسن و مک لینگ 1976 ، هلم استرام 1979 و 1982 ، جنسن 2000) و هم از دید تئوری ذینفعان (فریمن 1984، دونالدسون و پرستون 1995، میچل و دیگران 1997، جواهر و مک لاگلین 2001) مورد بحث قرار گرفته است.

تئوری نمایندگی و تحقیقاتی که متعاقب آن در اقتصاد انجام شده (هارت 1995، هانسمن 1996، شلفر و ویشنی 1997) بر ساختار مالکیت تاکید دارند. نظریه پردازان اقتصاد و مالیه نوین (دبرو 1959، فاما 1976) با در نظر گرفتن این فرض که واحدهای تجاری در نهایت از آن مصرف کنندگان می باشند، هدف طبیعی یک واحد تجاری را حداکثر کردن سود می دانند. در این خصوص تئوری نمایندگی مدعی است وزنی که مدیران به سودآوری می دهند ، تابع میزان سهمی است که مدیران در واحد تجاری دارند. تحقیقات بعدی (شلفر و ویشنی 1986 و 1997) نشان داد که در عمل توزیع مالکیت بین تعداد زیادی از افراد ، همراه با حمایتهای قانونی و نظارت اعتبار دهندگان می توانند نیروی محرکه واحد تجاری برای حداکثر کردن سود باشند. تئوری حقوق مالکانه³ (هارت 1995، هانسمن 1996) بر نقش هویت و شخصیت مالکان در تعیین ارزشهای واحد تجاری تاکید دارد.

تئوری ذینفعان بر این نکته که هدف و مأموریت واحد تجاری خلق ارزش برای تمامی ذینفعان اولیه اش است ، تاکید می کند. تحقیقات انجام شده در قلمرو این تئوری ، رویکرد هنجاری یا رویکرد توصیفی داشته اند (دونالدسون و پرستون 1995). تحقیقات هنجاری بر پایه اخلاق به استدلال پرداخته و از ارزشهای ذینفعان دفاع می کنند (وان و فریمن 1983) یا سودآوری را به عنوان توجه به ذینفعان تعریف می کنند (جونز 1995). تحقیقات توصیفی به بررسی این می پردازند که ارزشهای شرکت تا چه اندازه از ماهیت ذینفعان و نفوذ نسبی آنان تاثیر می پذیرند (میچل و دیگران 1997، جونز و دیکز 1999، جواهر و مک لاگلین 2001).

از آنجا که هم تئوری نمایندگی و هم تئوری ذینفعان در ایجاد یک تصویر کلی از بحث ارزشهای شرکت متمرکز واقع می شوند، در مقاله پیش رو ، ایندو بر اساس تحقیقاتی که قبلاً انجام شده (هیل و جونز 1992) باهم ترکیب و براین اساس بنیانهای یک چارچوب نظری مبتنی بر تئوری نمایندگی - ذینفعان پی ریزی شده است. تئوری نمایندگی - ذینفعان مبین این ایده است که مدیران در راستای منافع شخصی خویش و برای تمامی ذینفعان و نه فقط سهامداران ، کار می کنند. از دید تئوری نمایندگی ، عملکرد و رفتار شرکت را می توان در قالب مساله نمایندگی⁴ تفسیر و آنرا مدلسازی کرد (برنهایم و وینستون 1986). در این دیدگاه ، نماینده (مدیر) نه فقط با یک کارفرما بلکه با مجموعه ای از کارفرمایان روبروست که ارزشها ، اولویتها و ترجیحات آنها باهم متفاوت است و این تفاوت بعضاً آنقدر زیاد است که می تواند به تضاد منافع و بازی با جمع

1- property rights theory

2- agency problem

3- zero sum game (a situation in which what is gained by one person or group is lost by another person or group)



صفر¹ در بین آنان منجر شود. اگر شرکت را مجموعه ای از قراردادهای در نظر بگیریم (جنسن و مک لینگ 1976) می توان گفت کارفرمایان و نیز ذینفعانی که رفاه و مطلوبیت آنها بواسطه پیامدهای ایجاد شده توسط واحد تجاری دستخوش تغییر شده است، خریداران و فروشندگان کالاها و خدمات آن هستند. این کارفرمایان و ذینفعان، افراد حقیقی یا حقوقی هستند که از نظر برخورداری از منابع، اطلاعات، فناوری، ترجیحات و اولویتهای و ... با هم تفاوت دارند (هیل و جونز 1992). برخی از آنها محصولات و خدمات بالنسبه معمولی، که در بازار نیز یافت می شوند، ارائه میدهند در حالیکه برخی از آنها ممکن است ارائه دهنده خدمات و محصولات کمیاب و خاص شرکت باشند (هیل و جونز 1992). دارندگان این منابع حیاتی از قدرت چانه زنی برخوردار بوده، می توانند آنرا برای کسب منافع بکار برند. برای مثال آنها می توانند با افزایش دادن قیمت منابع و نهادهای تحت کنترلشان بخشی از سود واحد تجاری را به خود منتقل کنند. در عین حال چنانچه منابع تحت کنترل آنها در سایر فعالیتهای کاربرد نداشته باشد و صرفا خاص یک واحد تجاری باشد، ممکن است آنها به شرکت وابستگی پیدا کنند و بدین جهت داراییها، منابع و نهادهای تحت کنترل آنها در معرض خطر قرار گیرد (کلارکسون 1995). در اینجا قصد نداریم وارد مقوله "قدرت ذینفعان یا مشروعیت ادعاهای آنان" (میچل و دیگران 1997) شویم و به ذکر این نکته بسنده می کنیم که در مقاله حاضر، فرض بر این است که ذینفعان، مشروع و دارای قدرت هستند. قدرت آنها از عکس العمل منفی رسانه ها و فشارهای قانونی و اجتماعی که همگی می توانند تبعات اقتصادی جدی برای واحد تجاری به همراه داشته باشند، ریشه می گیرد.

از دیدگاه اقتصادی، یک مجموعه بهینه از قراردادهای باید بتواند مجموع ارزش خلق شده برای تمامی ذینفعان را - که به معنی ارزشهای خلق شده به سبب انعقاد قرارداد با واحد تجاری در مقایسه با انعقاد قرار داد با بهترین جایگزین ممکن می باشد - حداکثر کند (کای 1995، هلم استرام 1999). این تعریف، کل ارزش افزوده شده به ذینفعان را دربرمیگیرد. برای مالکان ارزش افزوده مزبور ممکن است سود اقتصادی به کسر هزینه سرمایه (کاپلند و دیگران 1994) و بعلاوه سایر مزایای ناشی از کنترل واحد تجاری باشد. برای کارکنان ارزش افزوده مزبور می تواند مجموع دستمزد و مطلوبیت ایجاد شده مازاد بر سایر مشاغل باشد. برای مشتریان این ارزش افزوده می تواند رفاه و مطلوبیت ایجاد شده به کسر قیمت خرید محصول یا خدمت باشد. برای عرضه کنندگان کالا و خدمات و نیز اعتبار دهندگان، ارزش افزوده مزبور در قالب سودی که از معامله با واحد تجاری کسب می کنند، قابل مشاهده است. برای دولت و شهروندان ارزش افزوده مزبور می تواند مجموع درآمدهای مالیاتی مأخوذه باشد. به سبب وجود مشکلاتی در رابطه با اندازه گیری و نیز هزینه های مترتب بر انجام مبادلات، انعقاد قراردادهای کامل و جامع و نیز به حداکثر رساندن کل ارزش شرکت امکان پذیر نیست (هارت 1995 و هلم استرام 1999). این موضوع سبب پیدایش مشکلات و مسایل حاد راهبری، در دو شکل بازاری و غیر بازاری²، می گردد (زینگالس 2001). زیرا اولاً، مبادلات متداول بازار، فرآیندهای انعقاد قرارداد و دخالت بخش خصوصی³ موجب می گردند ارزشهای ذینفعان تا حدی در تابع هدف و ارزشهای واحد تجاری منعکس شود. این امر بویژه وقتی قابل مشاهده است که واحد تجاری برای تامین و حفظ منابع و نهادهای مورد نیاز خویش، به ارائه و انعقاد قراردادهای جذاب با دارندگان این منابع می پردازد (اکرولف و ین 1986) یا وقتی که قانون، جبران خسارتهای زیانهای وارده به گروه یا گروههای خاصی از ذینفعان را تضمین می کند (کوآس 1960). ثانیاً، قوانین دولتی نظیر قوانینی که در راستای حمایت از ذینفعان وضع می شوند یا قوانین زیست محیطی، ممکن است شرکتهای را مجبور کنند به علایق برخی ذینفعان توجه خاص داشته باشند. مدیران آگاه این چالشهای بالفعل و بالقوه را تشخیص داده و به نحو مقتضی با تابع ارزش واحد تجاری در می آمیزند. در هر حال مواردی وجود دارد که بخاطر هزینه بالای مبادلات، این راهکار مدیریت موثر واقع نمی شود. مقاله حاضر به سه راهکار جایگزین شامل ساختار مالکیت، ترکیب هیات مدیره و قراردادهای ضمنی می پردازد.

1- difficult governance problem which may be addressed by alternative market and non-market mechanisms

2- private arbitration

3- supplier and customer cooperatives



مالکیت

یکی از راه‌های موجود برای مساله قرارداد بین شرکت و ذینفع یا گروه خاصی از ذینفعان، درونی ساختن [انعکاس] رابطه ذینفع و شرکت در قالب مالکیت است (هارت 1995، ویلیامسون 1999، هانسمن 1996). برای مثال می‌توان تلفیق عمودی بین شرکت‌های بالا و پایین دستی (ویلیامسون 1975)، تملک شرکت توسط مدیران (تامسن و پدرسن 1998)، تعاونی‌های تولید و مصرف¹ (هانسمن 1996)، مالکیت توسط دولت (شفرد 1989، هارت 1995، شلفر و ویشنی 1997)، مالکیت توسط کارکنان و شرکت‌های تضامنی را نام برد. همانطور که در مثالهای فوق می‌بینید سرمایه‌گذاری و کسب مالکیت کاربرد وسیعی دارد که شاید یک دلیل آن کمکی است که این راهکار به حل مساله قرارداد می‌نماید. سرمایه‌داران می‌توانند از ابزارهایی چون قراردادهای بدهی استفاده کنند، از اینرو لازم است برای سوق دادن آنها به سمت انجام سرمایه‌گذاری و کسب بازده همراه با ریسک، بخشی از حق کنترل واحد تجاری به آنان واگذار شود (شلفر و ویشنی 1997، لاپورتا و دیگران 1998، هانسمن 1996).

بنظر هانسمن (1996) مالکیت به ذینفعانی اختصاص خواهد یافت که حاضرند هزینه‌های مالکیت را تحمل کنند اما از تحمل هزینه انعقاد قراردادهای مبتنی بر بازار امتناع می‌کنند. بنابراین می‌توان گفت هزینه فرصت اختصاص یافتن مالکیت به سایر ذینفعان عبارتست از مجموع هزینه‌های مالکیت و هزینه انعقاد قرارداد در بازار. از لحاظ تئوری، مالکیتی بهینه است که مجموع هزینه مبادلات، شامل هزینه‌های مالکیت و هزینه انعقاد قرارداد را به حداقل رساند. در عین حال شایان ذکر است چه ساختار مالکیت بهینه باشد و چه نباشد، ارزشهای شرکت از هزینه‌ها و منافع مترتب بر مالکیت تاثیر می‌پذیرد (هانسمن 1988). زیرا این هزینه‌ها و منافع می‌توانند هویت مالکان شرکتها را تعیین کنند و تفاوت مالکان می‌تواند سبب تفاوت رفتار و عملکرد شرکتها با هم شود (هارت 1995، هانسمن 1996). به وضوح می‌توان گفت که تفاوت ساختارهای مالکیت یکی از دلایل اصلی تفاوت در ارزشهای واحدهای تجاری است.

هزینه‌های انعقاد قرارداد در بازار مشتمل است بر هزینه‌های مبادلات (ویلیامسون 1985)، هزینه‌های اطلاعات (ارو 1974) و هزینه‌های ناشی از انحراف بازار² (تیرول 1992). چنانچه ذینفعان، مالک واحد تجاری گردند و مبادلاتشان در قالب واحد تجاری درونی [متبلور] شود، می‌توانند از تحمل این هزینه‌ها اجتناب کنند. هزینه‌های مالکیت در برگیرنده هزینه نظارت و هزینه تحمل ریسک (جنسن و مک‌لینگ 1976) و نیز هزینه تصمیم‌گیری جمعی³ (هانسمن 1988) – که بویژه در صورت زیاد بودن تعداد مالکان قابل توجه است – می‌باشد.

وجود هزینه‌های مالکیت می‌تواند مبین این باشد که چرا مالکیت براساس میزان مشارکت گروههای ذینفع بین آنها تقسیم نمی‌شود. اولاً تمامی ذینفعان سرمایه اضافی برای انجام سرمایه‌گذاری در شرکت ندارند یا اینکه به پذیرش ریسک علاقمند نیستند که خود، یکی از موانع کسب مالکیت برای برخی از آنها به شمار می‌رود. ثانیاً تمامی ذینفعان به اطلاعاتی که آنها را به مالکیت موثر قادر سازد دسترسی ندارند. ثالثاً هزینه‌های مترتب بر تصمیم‌گیریهای جمعی می‌تواند یک عامل بازدارنده برای کسب مالکیت باشد، این بدان معناست که واحدهای تجاری که مالکیت آنها بین افراد بالنسبه مشابه توزیع شده، احتمالاً کارایی بیشتری دارند (همچون واحدهای تجاری متعلق به اقوام یا خانواده‌های کشاورزان).

با توجه به اینکه مکانیسمهای تصمیمات منطقی و انتخابهای اقتصادی⁴ به حفظ حیات و تداوم فعالیت واحدهای تجاری با سازمانهای کارا می‌انجامد، چارچوب مطرح شده، درصدد است توضیح دهد مالکیت به صورتی کارا یعنی به شکلی که جمع هزینه‌های مبادلات را حداقل کند توزیع می‌شود (هانسمن 1996، پوترمن 1993). برای مثال واحدهای تجاری بزرگ توسط موسسات مالی و سرمایه‌گذاری، بدلیل کاهش هزینه سرمایه، تملک می‌شوند. شرکت‌های تعاونی که فعالیتهای کشاورزی انجام

1- market power distortions

2- collective decision making

3- rational decisions and economic selection mechanisms

4- externalities

5- explicit or implicit contracts

6- ethical codes



می دهند، به دلیل هزینه کمتر اخذ تصمیمات جمعی، بیشتر مورد توجه افراد قرار می گیرند. دولت اغلب مالک صنایع خدمات عمومی و نه صنایع تولیدی است که دلیل آن وجود تبعات اجتماعی¹ می باشد.

در نظر گرفتن تخصیص بهینه مالکیت به معنای نادیده انگاشتن ناکاراییهای احتمالی نیست. مکانیسم انتخاب اقتصادی ممکن است مدت زیادی طول بکشد (هیل و جونز 1955) و در برخی موارد شاید ساختار مالکیت برای همیشه تحت کنترل دولت یا دچار رکود و ایستایی باشد و حالت کلیشه ای به خود گرفته باشد (رو 1991 و 1994، هانسن 1996). ممکن است تمامی گروههای ذینفع بحرانی اقدام به تحصیل بخشی از مالکیت واحد تجاری نمایند، در نتیجه پیاده سازی طرحهای جایگزین، چون قراردادهای ضمنی یا صریح²، و آیین های اخلاقی³ ضرورت می یابد (تیرول 2001). به عبارت دیگر حداقل یک دلیل برای حمایت از ارزشهای ذینفعان بحرانی - کسانی که از طریق قراردادهای مبتنی بر بازار با شرکت مرتبط نیستند - وجود دارد. این دلیل همانطور که هیل و جونز (1992) بیان می کنند عبارتست از اینکه مدیریت به عنوان نماینده تمام ذینفعان، چه آنانکه مالک هستند و چه آنها که نیستند، عمل می کند. در اغلب موارد در نظر گرفتن علایق این ذینفعان و در آمیختن آن با تابع هدف واحد تجاری مفید خواهد بود. (ارو 1973)

هیات مدیره

دومین مکانیسمی که سیستم ارزشی واحد تجاری را شکل می دهد، ساختار هیات مدیره، یعنی ساختار تیم مدیران ارشد واحد تجاری است. در واحدهای تجاری که کنترل و اداره امور از مالکیت جدا شده، وظیفه تعریف و نیز ایجاد تغییر در ارزشها به مدیران محول گردیده است. برقراری ارتباط با ذینفعان بحرانی ممکن است از طریق نماینده ای که آنان به عنوان مدیر غیر اجرایی در هیات مدیره دارند، صورت گیرد (جونز و گلد برگ 1982، اوان و فریمن 1983، لوما و گودستین 1997). اعضای هیات مدیره نمایندگان گروههای ذینفع مختلف (برای مثال موسسین، سهامداران و ...) هستند. در برخی کشورها قانون به دولت یا کارکنان اجازه می دهد که نماینده یا نمایندگانی در کادر مدیریت واحد تجاری داشته باشند علاوه بر این بعضا خود مالکان اقدام به انتخاب افرادی برای عضویت در هیات مدیره می نمایند که صرفا نماینده گروه خاصی از ذینفعان بوده و حضور آنان برای رشد فعالیتهای واحد تجاری و تداوم فعالیت آن مفید تشخیص داده می شود (برای مثال نمایندگان موسسات توسعه و تحقیقات یا نمایندگان موسسات خدمات مالی).

اتخاذ چنین دیدگاهی در مورد هیات مدیره منطبق بر "نقش وابستگی منابع"⁴، یکی از سه نقش مطرح شده توسط جوهانسون و دیگران (1996) در رابطه با هیات مدیره، می باشد. تئوری نمایندگی بر دو نقش دیگری که توسط جوهانسون و دیگران (1996) مطرح شده، یعنی کنترل و خدمت دهی⁵، تاکید دارد. خدمت دهی به عنوان یکی از نقشهای مدیران، زمانی بوجود می آید که تقسیم کار بین مالک و مدیران (شامل مدیران غیر اجرایی) صورت می گیرد. نقش کنترل هنگامی بوجود می آید که مدیریت و مالکیت از هم جدا بوده و مالکان درصدد کسب اطمینان از این باشند که مدیریت در راستای منافع آنان عمل می نماید. از دید تئوری نمایندگی، ایفای نقش کنترل دلیل اصلی وجود هیات مدیره می باشد (فاما و جنسن 1983 a). هسته بحث این است که مدیریت بایستی حداکثر کردن ارزش سهامداران⁶ [ثروت سهامداران] را هدف و وظیفه خود بداند. هرچند در کتب درسی به سادگی بیان می شود که حداکثر شدن ارزش [ثروت] سهامداران اولویت دارد ولی در عمل، با توجه به تنوعی که مالکان واحدهای تجاری دارند، شاید اینگونه نباشد. اولاً سرمایه گذاران عمده از قبیل صندوقهای بازنشستگی، در کنار توجه به بازدهی سهامشان به اولویتهای اخلاقی و سیاسی نیز توجه دارند (ویک 2002). ثانیاً سهامداران عمده نظیر

1- resource dependency function

2- control and service

3- shareholder value

4- non ownership business relationships



موسسان واحد تجاری و شرکتهای دیگر، ممکن است علاوه بر بازده سهام، برای روابط تجاری که براساس مالکیت شکل نگرفته اند¹ هم، اهمیت قابل باشند (تامسن و پدرسن 2000). ثالثاً، ممکن است کسانی که یک واحد تجاری را تاسیس کرده اند برداشتهای متفاوتی در رابطه با اهداف و ماموریتهای واحد مزبداشته باشند (مورک و دیگران 1988). هرچند وظیفه اصلی مدیریت، حداکثر کردن ارزش [ثروت] سهامداران است اما مدیران بایستی علایق ذینفعانی که جز مالکان واحد تجاری نمی باشند را نیز در نظر بگیرند. معمولاً پذیرش نمایندگان این ذینفعان در هیات مدیره، به عنوان یک راه حل در این خصوص بکار می رود.

بایستی منافع ناشی از بهبود روابط با ذینفعان را با هزینه های مترتب بر تصمیم گیری جمعی، که برخاسته از تنوع علایق و بزرگ بودن هیات مدیره است، مقایسه کرد (هرمالین و ویسیچ 2000). زیرا بنابر تئوری انتخاب اجتماعی²، تصمیماتی که توسط هیات مدیره های بزرگ با تعداد اعضای قابل توجه اخذ می شود، الزاماً درست نیستند (ارو 1951، میچل 1994، هانسن 1988، جنسن و مک لینگ 1976). یک راه حل، فراخواندن کارشناسانی برای عضویت در هیات مدیره است که گمان می رود نیازها و علایق ذینفعان را می دانند (هرچند منافع حاصل از اجرای این راه حل قابل اندازه گیری نیست).

با توجه به مطالب پیشگفته، می توان بیان داشت که بخش اعظم مسئولیت تدوین و تبیین ارزشهای واحد تجاری با مدیران اجرایی آنها خواهد بود. لوما و گودستین (1997) طی تحقیقی نشان دادند فقط 14 درصد از اعضای هیات مدیره نمایندگان ذینفعان هستند که این مقدار صرفاً برای بیان علایق ذینفعان به هنگام تصمیم گیری کافی است ولی نمی تواند فرآیند اخذ تصمیم را متاثر سازد. بنابر تئوری نمایندگی، تفویض اختیارات و مسئولیتها به مدیریت می تواند سبب ایجاد کارایی شود زیرا مدیر به اطلاعات مناسبتری درخصوص واحد تجاری و علایق گروههای مختلف ذینفعان دسترسی دارد (هرمالین و ویسیچ 2000). این امر در عین حال می تواند مسائل انگیزشی³ را در پی داشته باشد. از آنجا که انعقاد قراردادهای کامل امکان پذیر نیست، نظام راهبری شرکت ها قادر به حذف مسایل و مشکلات نمایندگی نبوده، سود در بهترین حالت پس از کسر هزینه های نمایندگی حداکثر خواهد شد، و عملکرد و رفتار واحد تجاری از ارزشهای هم مدیران و هم مالکان تاثیر خواهد پذیرفت. به عبارت دیگر تابع هدف شرکت از وزنی که مدیران به اهدافی چون رشد شرکت و افزایش اندازه آن میدهند متاثر می گردد (سایرت و مارچ 1963، ماریس 1963، ماریس و مولر 1980).

در نهایت باید توجه داشت که حتی اگر مدیریت بدنبال حداکثر کردن ثروت سهامداران باشد، با توجه به نوسانات موجود در قیمت سهام، سود حسابداری و سایر معیارهای مبتنی بر بازده⁴، میزان دستیابی به این هدف را نمی توان به دقت اندازه گیری کرد. در نتیجه حداکثر کردن ثروت سهامداران اغلب از طریق ارزشهای واحد تجاری که مستقیماً توسط مدیریت کنترل می شود، به مرحله اجرا در می آید (هلم استرام 1979). هلم استرام (1979) اولویت بندی و تقدم یا تاخر قابل شدن برای معیارهای عملکرد را منعکس کننده "ارزش اطلاعاتی"⁵ [محتوای اطلاعاتی] آنها می داند. معیارهای عملکردی که تاثیر بیشتری در ایجاد ارزشهای اقتصادی دارند یا تلاشهای انجام شده توسط مدیریت را منعکس می سازند، توجه بیشتری را به خود جلب کرده و اولویتهای بالاتری را به خود اختصاص می دهند. اولییتی که به یک هدف خاص داده می شود متناسب با افزایش نسبت علائم به اختلالات⁶ افزایش می یابد، به عبارت دیگر معیارهایی که با متغیرهای اساسی در ارتباطند اولویتهای بالاتری را نسبت به معیارهایی با نوسانات زودگذر، به خود اختصاص می دهند. برای مثال نوآوری در تولید برای بازدهی سهام در بلند مدت ضروری، اما هدایت و کنترل فرآیند ایجاد نوآوری برای مدیران مشکل و اندازه گیری آن برای سایرین ناممکن است. بالتبع بجای معیار نوآوری، معیارهایی همچون مخارج تحقیق و توسعه استفاده می شود. اهمیتی که به یک هدف داده

1- social choice theory

2- incentive problems

3- outcome based measures of performance

4- informativeness

5- signal-to-noise ratio (a measure of how much useful information you receive, compared to information which is not useful)

6- marginal information



می شود وابسته به اطلاعات نهایی¹ تولید شده توسط معیار عملکرد مرتبط با آن است. هرچه همبستگی یک معیار با سایر معیارها بالاتر باشد و از طرف دیگر به اطلاعات جدید کمتر واکنش نشان دهد، اولویتهای پایین تری را به خود اختصاص می دهد.

قراردادهای ضمنی با ذینفعان

سومین روشی که واحدهای تجاری برای انعکاس علایق ذینفعان در پیش می گیرند، افزایش دادن اعتبار و قابلیت اعتماد خویش از طریق قراردادهای ضمنی مبتنی بر شهرت واحد تجاری (فامبرون و شانلی 1990، کای 1995)، فرهنگ سازمانی (کرپس 1990) و جامعه پذیری (اسکات و لان 2000) است. نام آوری و شهرت در نتیجه ثبات رفتاری در یک بازه زمانی بلند مدت ایجاد شده و از طریق اطلاع رسانی تداوم می یابد (فامبرون 1996). کرپس (1990)، اشتها به درستی را یک دارایی ارزشمند میدانند که انگیزه های کافی اقتصادی برای دستیابی به آن وجود دارد. التزام به حفظ رضایت شغلی کارکنان، ارزش مشتریان و حفظ حقوق اعتبار دهندگان همگی داراییهایی ارزشمند به شمار می روند. ارو (1973)، سن (1993) و سایرین نشان داده اند پابندی به آیین های اخلاقی، بویژه در شرایط خاص، می تواند کارایی اقتصادی را بهبود بخشد.

در واحدهای تجاری به ارزشهای ذینفعانی که قدرت چانه زنی بیشتری دارند، اهمیت بیشتری داده می شود زیرا آنها می توانند ایجاد ارزش در واحد تجاری را تحت تاثیر قرار دهند (برنهایم و وینستون 1986، میچل و دیگران 1997، اسکات و لان 2000). برای مثال در صنایع کاربر قاعدتا باید تاکید بیشتری بر رضایت شغلی کارکنان، در مقایسه با صنایع سرمایه بر، شود. با توجه به مساله نمایندگی، این بیان که واحد تجاری باید برآوردن علایق و منافع تمام یا بخشی از ذینفعان را هدف خود بداند، قابل قبول نیست. زیرا مشکلات جدی برای تحقق بخشیدن به این هدف و نیز برای اندازه گیری نمودن نتایج حاصل، وجود دارد. چنانچه علایق و اولویتهای ذینفعان به وضوح مشخص و قابل اثبات و اندازه گیری باشد، امکان گنجاندن آنها در یک قرارداد رسمی² وجود دارد. اما به سبب وجود هزینه های مترتب بر معاملات، این امر اغلب ناممکن است (هارت 1995). معین و قابل اثبات نبودن ارزشها، علایق و ادعاهای ذینفعان، حتی سبب می شود که اجرای قراردادهای ضمنی نیز با مشکل مواجه شود. برای مثال ممکن است مدیران توجه کمی به اصول اخلاقی تجارت و مسایل زیست محیطی داشته باشند، با این وجود آیا واقعا می توان گفت آنان هنگام تصمیم گیری نسبت به این ارزشها بی تفاوتند؟ در نبود معیارهای قابل اتکا، همواره سایر اشخاص می توانند مدیران واحد تجاری را به کم توجهی به این علایق و نگرانیها متهم کنند.

با توجه به مطالب فوق، می توان گفت قراردادهای ضمنی به عنوان نشانه ها و علایمی مرتبط با هدفهای اصلی، پیگیری و اجرا شده، و همچون معیارهای عملکرد به حل مساله مدیران - ذینفعان کمک می کنند (هلم استرام 1979). در این خصوص می توان استخدام مادام العمر³، تضمین کیفیت، برنامه ارتباط با مدیریت، بررسی و بکارگیری معیارهای رضایت مشتریان و کارکنان و حفظ آنان، گواهینامه های کیفیت⁴ و استانداردهای فعالیتهای زیست محیطی را مثال زد. مجددا تاکید میشود که اهمیت معیارهای عملکرد، منعکس کننده ارزش اطلاعاتی آنها و اهمیت اهداف اصلی است. برخورداری از ارزش اطلاعاتی در اینجا به این معنی است که معیارهای عملکردی که ثبات آنها کم و خطای اندازه گیری آنها بالاست و کمتر به عوامل تحت کنترل مدیریت مربوط می شوند، در تابع هدف واحد تجاری وزن کمتری خواهند داشت. دیدگاههای هلم استرام بیشتر متکی بر تئوری تصمیم گیری آماری⁵ است. اسکات و لان (2000) نیز با اتکا بر روانشناسی اجتماعی به نتایج مشابهی رسیده اند.

جامعه پذیری، راه دیگری برای انعکاس علایق، اولویتها و نگرانیهای ذینفعان، در ارزشهای شرکت و نیز در ذهن و شخصیت مدیران است. اسکات و لان (2000) دریافتند که شخصیت مدیران به سبب ایفای نقش نماینده سازمان در برقراری ارتباط با

1- formal contract

2- lifetime employment

3- quality certifications

4- statistical decision theory



ذینفعان، متأثر شده و بتدریج بر تصویری که در این روابط از مدیرارایه می شود، منطبق می گردد. تئوری مباشرت¹ (دیویس و دیگران 1997) بیان می دارد که مدیران ارزشهای سازمانی را تشخیص داده و رفتاری مطابق با این ارزشها، که می تواند انعقاد قراردادهای ضمنی با ذینفعان را تسهیل سازد، درپیش میگیرند.

فرضیات

در این بخش خلاصه ای از مباحث قسمتهای قبل در قالب فرضیاتی که بتوان در تحقیقات بعدی آنها را مورد آزمون قرار داد، ارائه می شود.

اثرات مالکیت، نتایج تحقیقات قبلی مبین این نکته است که با متمرکزتر شدن مالکیت، نظارت قویتر شده و تاکید بیشتری بر سودآوری و خلق ارزش برای سهامداران می شود. میزان نظارت را باید با توجه به هویت و شخصیت مالکان واحد تجاری سنجید. برای مثال موسسات سرمایه گذاری، علیرغم برخورداری از ارتباطات بی شبه با شرکتهایی که در آنها سرمایه گذاری کرده اند و نیز اهمیتی که برای ثروت سهامداران قایلند، اغلب نمی توانند بخاطر وجود قوانین دولتی و التزامی که به ایجاد تنوع در سرمایه گذاری دارند، به صورت عمده در مالکیت مشارکت داشته باشند. سایر گروههای مالکان – همچون خانواده ها، بانکها، سازمانهای دولتی و ... – نیز، علایق خاص خود را دارند (تامسن و پدرسن 2000).

فرضیه 1. شخصیت مالکان واحد تجاری بر ارزشهای آن اثر گذار است. با افزایش سهم یک فرد از مالکیت، تاثیر او بر عملکرد و رفتار واحد تجاری افزایش خواهد یافت.

برای توجیه این فرضیه می توان مفهوم ارزش اطلاعاتی که توسط هلم استرام (1979) مطرح شده را در نظر آورد. علاوه بر این باید گفت، هزینه هایی که مالکان برای جمع آوری اطلاعات و برخورداری از آنها متحمل می شوند² نیز، می تواند بر ارزشهای واحد تجاری اثر گذار باشد. برای مثال مالکی که خود به اداره واحد تجاری می پردازد موقعیت مناسبی برای ارزیابی کیفیت برآوردهای حسابداری دارد و بالتبع توجه بیشتری به این معیار خواهد داشت. چنین مزیت اطلاعاتی در مورد قیمتهای سهام که می توانند آشکارا توسط تمامی افراد (و نه فقط کسانی که درون واحد تجاری به کار مشغولند)، مشاهده شوند، وجود ندارد. حتی ممکن است افراد خارج از واحد تجاری که یک سبد سرمایه گذاری متنوع را اداره میکنند اطلاعات بیشتری در خصوص عملکرد نسبی بازار سهام و وضعیت ریسک و بازده داشته باشند. بدین ترتیب باید گفت که تملک واحدهای تجاری توسط موسسات سرمایه گذاری می تواند باعث شود مدیران واحدهای مزبور به معیارهای عملکرد مبتنی بر بازار³ اهمیت بیشتری بدهند.

ساختار هیات مدیره، ساختار هیات مدیره نیز می تواند بر درونی سازی [انعکاس] ارزشهای سهامداران و ذینفعان اثر گذار باشد. پیرو بحث انجام شده در بالا می توان گفت اثرگذاری ساختار هیات مدیره بر ارزشهای واحد تجاری، متأثر از هویت و شخصیت اعضای هیات مدیره و میزان وابستگی آنان به ذینفعان بحرانی است. فرض بر این است که هر چه حضور مالکان عمده و ذینفعان بحرانی در هیات مدیره پررنگتر باشد، توجه بیشتری به ارزشها و اولویتهای آنها می شود. وجود مالکانی که به ایفای نقش مدیر پرداخته و در هیات مدیره عضویت دارند را می توان در همین راستا توجیه کرد. بر همین اساس می توان دریافت که چرا سهامداران، دولت و بانکها در قبال تحصیل بخشی از مالکیت واحد تجاری خواستار عضویت در کادر مدیریتی آن هستند.

فرضیه 2. هویت و شخصیت اعضای هیات مدیره، ارزشهای واحد تجاری را تحت تاثیر قرار میدهد. حضور سهامداران یا ذینفعان به خصوص در کادر مدیریتی واحد تجاری به آن معناست که به علایق و ارزشهای آنها توجه ویژه خواهد شد.

1- stewardship theory

2- information gathering costs

3- market based performance measures

4- formal contracting

5- creative destruction



این فرضیه تا اندازه ای با الزامات قانونی مبنی بر اینکه اعضای هیات مدیره باید علایق و منافع تمامی سهامداران را در نظر بگیرند، در تضاد است. به هر حال واقعیت این است که احتمال جایگزین شدن اعضای هیات مدیره با اشخاص جدید، انگیزه طرفداری و اولویت قایل شدن برای مالکان بزرگ را در آنان به وجود می آورد. علاوه بر این بنظر می رسد برخی از اعضای هیات مدیره که توسط کارکنان یا سایر شرکتهای انتخاب می شوند، بیش از حد معمول به علایق انتخاب کنندگان خود توجه نشان میدهند. حتی عضویت اعضای هیات مدیره یک واحد تجاری در هیات مدیره واحد تجاری دیگری که با هم عضو یک گروه تجاری هستند، می تواند بر تصمیمات تیم مدیریتی واحد تجاری نخست، اثر گذار باشد.

ساختار دینفعان، همانطور که ارزشهای واحد تجاری از هویت و شخصیت مالکان و مدیران تاثیر می پذیرد، از هویت و قدرت چانه زنی دینفعان صاحب نفوذ هم متاثر می گردد.

فرضیه 3. ارزشهای واحد تجاری تحت تاثیر هویت، شخصیت و نیز قدرت چانه زنی نسبی دینفعان آن قرار می گیرد. با توجه به تفاوت محسوسی که در قدرت چانه زنی گروههای دینفع در شرکتهای مختلف وجود دارد (مشتریان، سهامداران، اعتباردهندگان و عموم مردم)، می توان مستندات کافی برای این فرضیه فراهم آورد.

کارکنان، از آنجا که کارکنان جز منابع کمیاب به شمار می روند، علایق آنها از طریق اعطای برخی حقوق برای تصمیم گیری در خصوص تابع هدف واحد تجاری مورد توجه قرار میگیرد (هانسمن 1996). هرچه سرمایه انسانی برای واحد تجاری مهمتر باشد اهمیت بیشتری به رضایت شغلی کارکنان داده می شود. برای مثال انتظار می رود صنایع خدماتی که نیاز مبرم به نیروهای انسانی دارند، رضایت شغلی کارکنان را یک هدف عمده به شمار آورند.

مشتریان، همانگونه که در ادبیات بیان شده، پابندی به علایق و ارزشهای مشتریان یک دارایی گرانبها به شمار می رود (ورنر فلت 1996) از دید تئوریک، با افزایش قدرت خریداران در بازار و گرانت، پیچیده تر و بادوام تر شدن محصولی که به آنان عرضه می شود، قاعدتا بایستی تاکید بر علایق و ارزشهای مشتریان افزایش یابد. به صورت خاص، ارزشهای مشتریان مورد توجه واحدهای تجاری قرار می گیرد که با تعداد اندک خریداران روبرو هستند. برای این واحدها بازیافت بهای منابع هنگفتی که در داراییها سرمایه گذاری کرده اند، موکول به ارایه خدمات مناسب در مرحله فروش و پس از فروش است. برای نمونه می توان به تولید کنندگان ماشین آلات تخصصی اشاره کرد.

اعتباردهندگان، زمانی که واحد تجاری با کمبود منابع مالی مواجه می گردد یا با مشکلات نقدینگی روبروست، و از دیگر سو منابع مالی محدود و دور از دسترس هستند، بانکها و موسسات مالی و اعتباری در موقعیتی قرار می گیرند که می توانند ارزشهای واحد تجاری را به شدت تحت تاثیر قرار دهند (شلفر و ویشنی 1997). اعتبار دهندگان از اعطای اعتبار به شرکتهای پر ریسک، برای مثال آنهایی که در معرض ورشکستگی قرار دارند، خودداری می کنند. دلیل اینکار این است که اگر واحد تجاری در بازپرداخت دین خود کوتاهی کند، اعتبار دهنده متضرر خواهد شد و اگر واحد تجاری به سطوح بالای سودآوری برسد، اعتبار دهنده در سودهای اضافی مشارکت نخواهد کرد. با توجه به آنچه گذشت، می توان گفت وابستگی به اعتبار دهندگان (که از طریق نسبت بدهی بلند مدت به سرمایه اندازه گیری می شود) موجب می گردد ریسک گریزی، تاکید فزاینده بر جریانهای نقدی و حفظ حیات شرکت بر سایر ارزشها و اهداف واحد تجاری اولویت داشته باشد.

مسئولیتهای اجتماعی، بنظر می رسد هر چه اهمیت سایر اشخاص برای واحد تجاری بیشتر باشد به مسئولیتهای اجتماعی توجه بیشتری خواهد شد. منعکس شدن این مسئولیتهای ارزشها در اهداف و ارزشهای واحد تجاری وابسته به این است که اولاً عموم تا چه اندازه این مسئولیتهای را به رسمیت شناخته و برای آنها اهمیت قایلند، ثانیاً عملکردن بر خلاف این مسئولیتهای تا چه اندازه با عکس العمل منفی عموم مردم، رسانه های خبری و دولت مواجه خواهد شد. معمولاً صنایعی که فعالیت آنها



تبعات اجتماعی به دنبال دارد، توجه بیشتری به این مسئولیتها دارند. برای کسب اطمینان از توجه به مسئولیتهای اجتماعی، اغلب، دولت مالکیت این صنایع را تقبل می کند.

بحث و نتیجه گیری

مقاله حاضر، یک چارچوب نظری برای تبیین تفاوت ارزشهای شرکتهای با هم آرایه می دهد. برخلاف تئوری پردازان مدیریت که مدعی هستند یک یا چند ارزش ذاتی بوده و از نظر شرکتهای بر سایر ارزشها اولویت دارند، چارچوب نظری مزبور مدعی است که ارزشها و اولویت آنها توسط مکانیسمهای نظام راهبری شرکت ها تعیین می شود.

بنابر چارچوب نظری مزبور، ارزشهای واحد تجاری طی یک فرآیند سه مرحله ای شکل میگیرد. در ابتدا حقوق مالکانه به نحوی تقسیم می شود که هزینه های مترتب بر انجام مبادلات را حداقل کند. سپس مالکان، هیات مدیره ای متشکل از نمایندگان ذینفعان و مالکان را انتخاب و حقوق تصمیم گیری را، شامل حق تصمیم گیری در خصوص ارزشهای واحد تجاری، به آنها تفویض می کنند. در نهایت هیات مدیره وارد فرآیند انعقاد قراردادهای ضمنی با ذینفعان کلیدی واحد تجاری می گردد. بنابر چارچوب مزبور ارزشهای واحد تجاری تابع ساختار مالکیت، مدیریت و ذینفعان واحد تجاری است. متغیرهایی که احتمالا می تواند براین رابطه اثر گذار باشد عبارتند از قراردادهای رسمی¹ و قوانین دولتی. چارچوب مزبور در قیاس با دیدگاههای سنتی مبین مواردی به شرح ذیل است:

اول اینکه، ارزشهای شرکت و تغییرات آنها در مالکیت واحد تجاری ریشه دارد. تلاشهای انجام شده برای توسعه استانداردهای اخلاقی در صورتی به بار خواهد نشست که استانداردهای مزبور جزیی از اولویتهای و ترجیحات سهامداران شود. بنابراین باید توجه بیشتری به سهامداران نمود. چنانچه واحد تجاری سهامداران خود را بدرستی نشناسد یا اینکه ساختار مالکیت واحد تجاری فاقد ثبات باشد، آنگاه پای بند بودن به ارزشهایی که ممکن است با تغییر سهامداران، اعتبار و پذیرش عمومی خود را از دست بدهند بیش از پیش برای واحد تجاری مشکل خواهد بود.

دوم اینکه، ساختار هیات مدیره، به معنای پس زمینه فکری، شخصیت و ارزشهای مدیران واحد تجاری می تواند مستقیما بر ارزشهای واحد تجاری اثر بگذارد. هرچه تغییرات رخ داده در ساختار هیات مدیره کمتر باشد، احتمال تغییر ارزشهای واحد تجاری نیز کمتر می شود.

سوم اینکه، فشار ذینفعان (علاق و احساسات ذینفعانی مانند کارکنان و مشتریان) می تواند موجب شکل گیری ارزشهای جدید برای واحد تجاری گردد. هرچه قدرت چانه زنی ذینفعان بیشتر باشد احتمال اینکه فشار آنان به شکل گیری ارزشهای جدید یا تغییر ارزشهای موجود منجر شود، افزایش می یابد.

چهارم اینکه، بنابر چارچوب مزبور، از آنجا که ساختارهای مالکیت، مدیریت و ذینفعان واحد تجاری ممکن است تغییر کنند، نباید انتظار داشت که ارزشهای واحد تجاری بدون تغییر باقی بماند. در واقع در طول چرخه عمر واحد تجاری ارزشهای آن به صورت پیوسته در حال تغییر و تحول هستند (جواهر و مک لاگلین 2001). چنانچه ارزشهای واحد تجاری به موقع با تغییرات رخ داده در محیط فعالیتهای اقتصادی هماهنگ نشود، ممکن است بین ارزشهای مزبور و مکانیسمهای نظام راهبری شرکت ها تضاد به وجود آید. برای مثال می توان به تغییر در محیط فعالیت که با تغییر به موقع در ساختار مالکیت و مدیریت دنبال نمی شود، اشاره کرد (هیل و جونز 1992، رو 1991 و 1994، هانسن 1996). رکود و تمایل به ثبات، همراه با هزینه های مترتب بر انجام تغییر از جمله دلایلی هستند که ممکن است سبب شوند سیستمهای ارزشی در مقابل انجام تغییر و بروز شدن مقاومت کرده و بر حفظ ساختارهایی که آنها را به وجود آورده اند، اصرار ورزند (هیل و جونز 1992، نورث 1990، روملت 1995). در مقابل، خلق ارزشهای جدید ممکن است به نوبه خود، ایجاد تغییر در محیط فعالیتهای اقتصادی را به دنبال داشته باشد. تغییر خط مشی های موجود می تواند حتی نقض قراردادهای ضمنی را دنبال داشته باشد (جنسن 1993، شلفر و سامر 1988). همانطور که شومپیتر (1950) بیان داشته، "انهدام خلاق"² به معنی تجدید ساختار یک واحد تجاری، جزیی از

1- formal contracting

1- creative destruction



کارایی و اثر بخشی است. اینگونه تحولات می تواند با مقاومت قابل توجهی از سوی ذینفعان (شامل سهامداران) مواجه شود، با اینحال بنا بر نظر شومپتر، نوآوری و انهدام خلاق، موتور و نیروی محرکه رشد اقتصادی شرکتها در جوامع سرمایه داری است. او بیان می دارد که نیروهای جدید (نسل جدید تصمیم گیران واحد تجاری) عامل مهمی در رخداد تغییرات هستند. ممکن است برنامه ریزیهای انجام شده برای مالکیت و مدیریت آینده واحد تجاری ارزشهای واحد مزبور را نیز در برگیرد (هارت و هلم استرام 2002). به عبارت دیگر ممکن است ارزشهای شرکت به صورت غیر مستقیم در برنامه ریزیهای انجام شده برای آینده واحد تجاری تصویر شوند. در هر حال مطابق چارچوب نظری پیشنهادی در این مقاله، هرگونه تغییری در ارزشهای واحد تجاری از کانال تغییر در نظام راهبری شرکت ها (برای مثال بکارگیری مدیران جدید یا پیدایش گروههای قدرتمند مشتریان) به مرحله اجرا در خواهد آمد.

منبع:

Steen Thomsen (2004), “Corporate values and corporate governance”, corporate governance, Vol. 4 No. 4, pp. 29-46



هیئت مدیره: داور یا مربی



ترجمه : مهسا قاسمی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

پیچیدگی محیط تجاری امروزی مستلزم آن است که هیئت مدیره¹ از نقش سنتی داور بودن فراتر رود و تا جائیکه مناسب واحد تجاری و مدیران ارشد آن است، در کارها مشارکت کند. هیئت مدیره باید سه اصل نظام راهبری را بکار بندند: دستورالعمل هایی که می گویند چه کاری باید انجام شود و چه کاری نباید انجام شود؛ فرایندهای جامع نظام راهبری² که اثربخشی فعالیت های هیئت مدیره را تضمین می نمایند، و آخرین مورد از حیث ترتیب و نه اهمیت، روانشناسی اولیه برای درک تغییر جهت های احتمالی مدیران ارشد. تمرکز مقاله حاضر بر این مسئله است که چگونه مدیران می توانند الگوهای رفتاری مدیران ارشد را کنترل و اثر آن را بر تصمیم گیری هایشان ارزیابی کنند. رویکرد اصلی نویسنده به درک مدیران اجرایی³ و فرایند تصمیم گیری آنها کمک می کند. نویسنده پیشنهاد می کند که هیئت مدیره از روش شناسی "خلق ارزش تجاری"⁴ توصیف شده در این مقاله استفاده کند. با ایجاد شفافیت در کل سیستم تجاری، مهارت های مدیریت عالی⁵ و رفتارها و روش های ناکارا آشکار می شود.

رویکرد مطرح شده در این مقاله اثر بخشی هیئت مدیره را هنگامیکه با مدیران اجرایی در مسائل بحرانی مشارکت می کنند، افزایش می دهد. نویسنده کاربرد "خلق ارزش تجاری" را نشان می دهد، روش شناسی جامع و اصلی که همه ذینفعان را قادر می سازد که مشخص نمایند کجا، چرا، چگونه و چه میزان ارزش تجاری در سراسر شرکت اضافه (تخریب) شده است و یا احتمال دارد اضافه (تخریب) شود. واژه های کلیدی: هیئت مدیره، نظام راهبری⁶، تصمیم گیری

مقدمه

مواردی چون انرن¹، پارمالات²، وردکام³، ویوندی⁴، و سویسییر⁵ چنان اثر عمیق و پایداری بر بازارهای مالی داشتند، که نظام راهبری شرکت ها تغییر جهت پایداری داد. کارهای زیادی در این زمینه صورت گرفته

1- Board of directors

2- governance

3- executives

4- "Creating Business Value"

5- Top management

6- Corporate Governance



است. اما، ما باور داریم، هنوز برای جلوگیری از مدیریت سوء و حمایت کامل از ذینفعان اصلی راه هایی برای طی کردن باقی مانده است.

نقش حیاتی هیئت مدیره باید شفاف شود. تاکنون، هیئت مدیره اساساً به عنوان داور⁶ عمل نموده است که تصمیمات اصلی و گزارشات نهایی را تصویب یا رد می کند. داور با بازی یا بازیکنان خیلی درگیر نمی شود و تنها برای اجرای قوانین حضور دارد. اما با وجود پیچیدگی محیط تجاری امروز و علاقه قابل ملاحظه به ریسک، ترجیح می دهیم هیئت مدیره به عنوان یک مربی⁷ پیش فعال عمل نماید. بدین منظور اعضای هیئت مدیره باید برای درک آنچه که واقعاً در سطح عالی شرکت در جریان است، مشارکت کافی با مدیریت عالی و واحد تجاری داشته باشند. اعضای هیئت مدیره از آن جهت به چنین دانش عمیقی از کارهای مدیران عالی نیاز دارند که مسائل بعدی را که در کمین نشسته اند، کشف کنند و برای انجام اقدامات مناسب آمادگی داشته باشند.

البته، می توان جزئیات بیشتری به نقش های متفاوت هیئت مدیره افزود. پروفیسور پل استربل⁸ پیشنهاد می کند که متناسب با قدرت مدیریت عالی و اهمیت موقعیت، هیئت مدیره باید حسب مورد نقش های حسابرسی، نظارتی، مربی گری یا هدایتی را به عهده گیرد (استربل، 2004). در یک سر این طیف، نقش های حسابرسی و نظارتی احتمالاً برای شرکت های کوچک تا متوسط که در محیطی پایدار فعالیت می کنند و با مدیریت با صلاحیتی اداره می شوند، کافی باشد. در سر دیگر طیف، شرکت های بزرگی داریم که در محیطی آشفته و متأثر از عواملی غیر از بازار فعالیت می کنند و در آنها بی کفایتی مدیریت عالی منجر به مشکلاتی بزرگ خواهد شد. در چنین مواردی، هیئت مدیره باید وارد عمل شود. هیئت مدیره می تواند با درخواست از تعدادی از اعضای هیئت مدیره برای به عهده گرفتن هدایت شرکت (هرچند موقتی) یا با ایجاد تغییرات مناسب در مدیریت عالی، نقش هدایت کننده را ایفا نماید. ایجاد تغییرات مناسب در مدیریت عالی عموماً راه حل بهتری است.

بین دو حد نهایی مذکور، بخش اعظم سازمان های بزرگتری وجود دارند که ضروری است هیئت مدیره در آنها به عنوان یک مربی پیش فعال ظاهر شود. در این مقاله جنبه های خاص وظیفه مربی گری هیئت مدیره در شرکت های بزرگتر در کانون توجه قرار می گیرد و رهنمودهایی برای انجام این کار به بهترین وجه ممکن ارائه می شود.

سه اصل مؤثر نظام راهبری

در حالیکه هیئت مدیره به عنوان مربی پیش فعال ایفای نقش می کند، باید حسب مورد سه اصل نظام راهبری شرکت ها را اجرا کند. این اصول عبارتند از دستورالعمل هایی که می گویند هیئت مدیره چه

1- Enron

2- Parmalat

3 -WorldCom

4- Vivendi

5 -Swissair

6- referee

7 -coach

8 - Paul Strebel



کارهای باید بکنند و چه کارهایی نباید بکنند، فرایندهایی که فعالیت های هیئت مدیره را برای بهینه سازی اثربخشی آنها سازماندهی می نمایند و، آخرین مورد به لحاظ ترتیب و نه به لحاظ اهمیت، روانشناسی به منظور درک روش ها و رفتارهای مدیران عالی و اثر احتمالی آنها بر عملکرد مدیران اجرایی و تیم مدیریت عالی. هر یک از این اصول دارای اهمیت هستند، اما باید به طور هماهنگ بکار گرفته شوند تا متضمن نظام راهبری شرکت ها با کارایی بالا باشند.

در حال حاضر، کانون توجه اکثر هیئت مدیره ها بر موافقت کردن با فرایندهایی است که رهنمودها و مقررات صادر شده از سوی دستگاه های ذیصلاح را رعایت کرده باشند. هیئت مدیره باید از فرایند جامع نظام راهبری شرکت ها نیز منتفع شود. آیا لازم است اعضای هیئت مدیره به روانشناسی مدیران عالی نیز توجه کنند؟ ما چنین فکر می کنیم. روانشناسی هنگام تعامل با مردم یک ضرورت محسوب می شود. هر چه نقشی که افراد ایفا می کنند، مهمتر باشد، درک محرک های درونی آنها و چگونگی اثرگذاری این محرک ها بر رفتار و عملکردشان مهمتر می شود. در این اواخر شاهد آن بوده ایم که عامل محرک برخی از مدیران عالی بلندپروازی های لجام گسیخته، برخی حرص و طمع بی حد و حصر و برخی دیگر تکبر کورکننده بوده است. همان طور که ورشکستگی شرکت ها نشان می دهد، مانند مواردی که در بالا ذکر شد، تغییرات ناگهانی روانشناختی که به سبب قدرت مدیران عالی رشد می کنند، به راحتی می توانند کل شرکت را نابود نمایند. اکنون در مورد این موضوع بحث می کنیم که چگونه روانشناسی می تواند به اعضای هیئت مدیره در اجرای مؤثرتر نقششان به عنوان یک مربی کمک نماید.

آیا علم روانشناسی در هیئت مدیره جایی دارد؟

مقصود ما این نیست که هیئت مدیره یک دوره عالی روانشناسی صنعتی را بگذرانند یا مدیران عالی باید تحت بررسی های روانشناسی بالینی قرار بگیرند. اما، مرور خلاصه تعداد اندکی از مفاهیم روانشناسی و اینکه اعضای هیئت مدیره چگونه می توانند آنها را بکار گیرند، مفید خواهد بود.

هر فردی ویژگی یا مجموعه خصوصیات روانشناختی برجسته ای دارد که در تعامل با محیط های خاص می تواند منجر به ایجاد محرک های روانشناختی شود و نگرش ها یا الگوهای رفتاری شخصیتی را ایجاد نماید. نگرش ها بر روشی که افراد فرایندهای ذهنی خود را سازماندهی می کنند، اثر گذاشته و بدین ترتیب چگونگی عمل یا عکس العمل فرد را به تصاویر، عقاید، افراد یا موقعیت ها تحت تأثیر قرار می دهند.

شکل 1 چهار فرایند ذهنی اصلی شامل رویکردهای عقلایی، ارتباطی، احساسی و شناختی را به تصویر کشیده است. رویکرد عقلایی اساساً آشکار است، رویکرد ارتباطی نسبتاً آشکار است، و رویکردهای احساسی و شناختی ممکن است تا اندازه ای ناآشکار باشند. معمولاً، فرد باید قادر باشد ترکیب مناسبی از فرایندهای ذهنی را به منظور برقراری ارتباط مؤثر با مسائل موجود ایجاد نماید. با این حال، اگر محرک های روانشناختی به جنون بیفتند، ممکن است توازن عادی فرایندهای ذهنی فرد را کاملاً از هماهنگی خارج کنند. این نوع موقعیت ها در الگوهای رفتاری غیرعادی یا رفتارهای ناهنجار مشاهده می شوند و می توانند نتایج وخیم و خطرناکی در پی داشته باشند. درک خصوصیات و محرک های روانشناختی بسیار مشکل است، اما نگرش ها یا الگوهای رفتاری حاصل از آنها قابل تشخیص هستند. بنابراین، زمانیکه مورد درک قرار



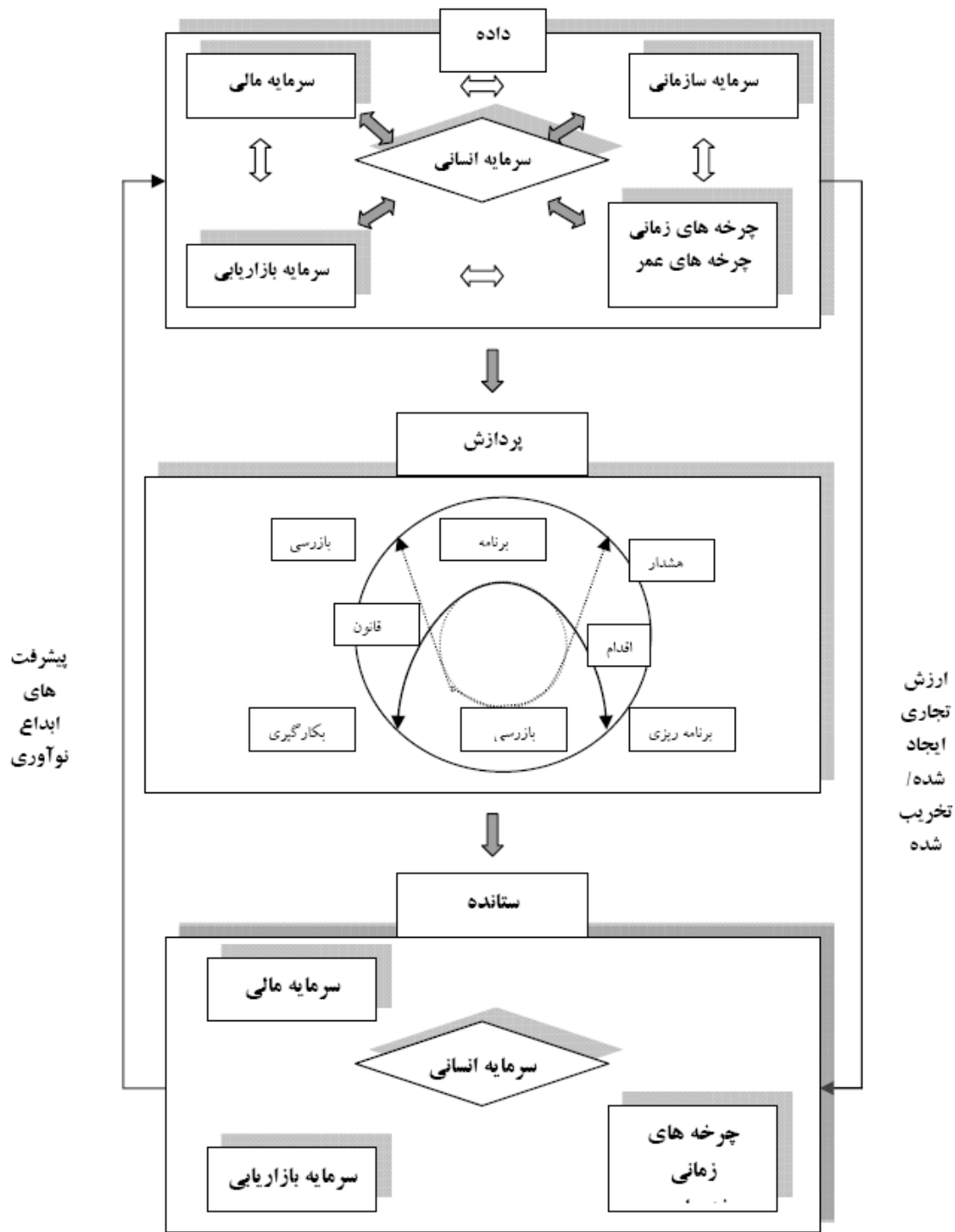
گیرند، تا حد زیادی قابل پیش بینی و تا اندازه ای قابل کنترل می شوند. در نتیجه، هیئت مدیره به منظور انجام مؤثر وظیفه مربی گری خود، باید رفتارها و نگرش های بیهوده یا غیرعادی مدیران عالی را کشف، نتایج احتمالی آنها را ارزیابی و به تناسب اقدامات چاره جویانه را اجرا نماید. در نتیجه، لازم است که اعضای هیئت مدیره اطلاعات مربوط را جمع آوری و تجزیه و تحلیل کنند. حال ببینیم چگونه می توان به بهترین وجه این مهم را به انجام رساند.

جلسات هیئت مدیره، کم، نسبتاً کوتاه و همراه با یک صورت جلسه خلاصه هستند. بعلاوه، مدیرعامل و افرادش معمولاً به منظور پیشبرد اهدافشان، گزارشات خود را به شکلی عالی تعدیل می کنند. بنابراین، چنین جلساتی به بررسی نگرش های مدیران اجرایی عالی کمکی نمی کند. در عوض، بررسی مدیران اجرایی باید جایگاه مناسبی برای مشاهده فراهم کند. همانطور که فشار و گرما فرایندهای شیمیایی را تسریع می کنند، بررسی مدیران اجرایی آنها را به سمت نوآوری در مورد مبادلات مهم و اتخاذ تصمیمات اصلی در محدودیت های زمانی و مکانی سخت سوق می دهد. این محدودیت ها و اهمیت این جلسات به یافتن نگرش های غیرمؤثر یا منفی کمک شایانی می کند. هرچه مسائل بزرگتر باشند، بحث ها داغ تر خواهند شد و شرکت کنندگان نگرش ها و کارهای پنهانی خود را بیشتر آشکار خواهند کرد.





شکل 1- ساختار مدیریت: "چگونه ارزش تجاری ایجاد می شود"



رئیس هیئت مدیره و مدیران برون سازمانی ممکن است برای شرکت در بررسی های مدیران اجرایی ضرورت نداشته باشند یا در دسترس نباشند. با این حال اعضای هیئت مدیره می توانند بازخورهای مربوطی از مدیران داخلی شرکت کننده، بررسی صورت جلسات، و ارزیابی نتیجه این بررسی ها بدست آورند. بعلاوه، هیئت مدیره می تواند درخواست کند که حسابرسی مالی مستقل با ارزیابی مستقل مدیریت انجام پذیرد.

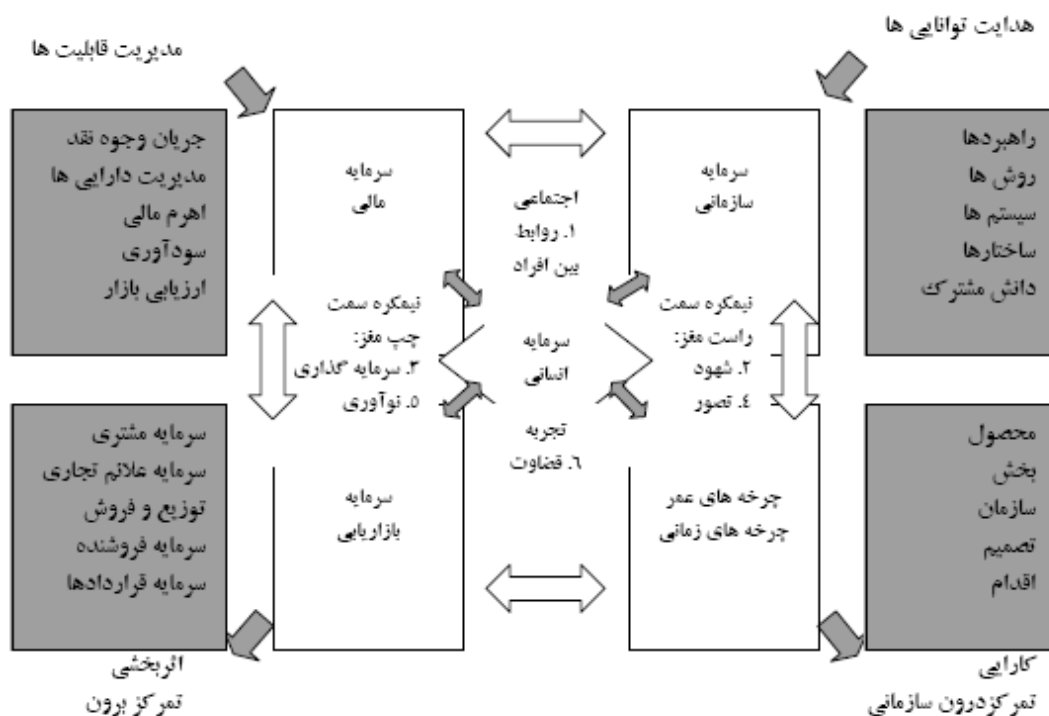


ارزیابی های مستقل مدیریت باید تحلیل جامعی از مسائل اصلی مطرح در محیط تجاری داخلی و خارجی و نیز بینشی در مورد کارهای مدیریت به هیئت مدیره ارائه نماید. به اعتقاد ما، با پیچیدگی تجارت، ارزیابی مدیریت، پشتیبان ارزشمندی برای وظیفه مربی گری هیئت مدیره فراهم می کند. خود-ارزیابی های مدیریت می تواند مکمل یا جایگزین ارزیابی های مستقل مدیریت باشد. در هر مورد، استفاده از روش "خلق ارزش تجاری" توصیه می شود.

رویکردی ساختاری در مورد چگونگی ایجاد یا تخریب ارزش تجاری

داشتن رویکرد ساختاری نسبت به بررسی های مدیران اجرایی نه تنها اثر بخشی آنها را افزایش می دهد، که به ارزیابی سیاست مدیران عالی و اثر آنها بر کارایی تیم مدیران عالی نیز کمک می کند. به دلیل این تأثیر استفاده از "خلق ارزش تجاری" توصیه می شود. "خلق ارزش تجاری" چهارچوب نیرومند مدیریت است که به منظور تقویت و ارزیابی اثر بخشی تیم های مدیریتی ایجاد شده است.

ارزش تجاری همزمان با تخصیص منابع راهبردی توسط فرایندهای مدیریتی به منظور دستیابی به اهداف راهبردی ایجاد یا تخریب می شود. همان طور که در شکل 2 نشان داده شده است، "خلق ارزش تجاری" مشخص می کند که چگونه فرایندهای هدایتی منابع راهبردی را تخصیص می دهند و در نتیجه در واحد تجاری ایجاد ارزش می کنند.



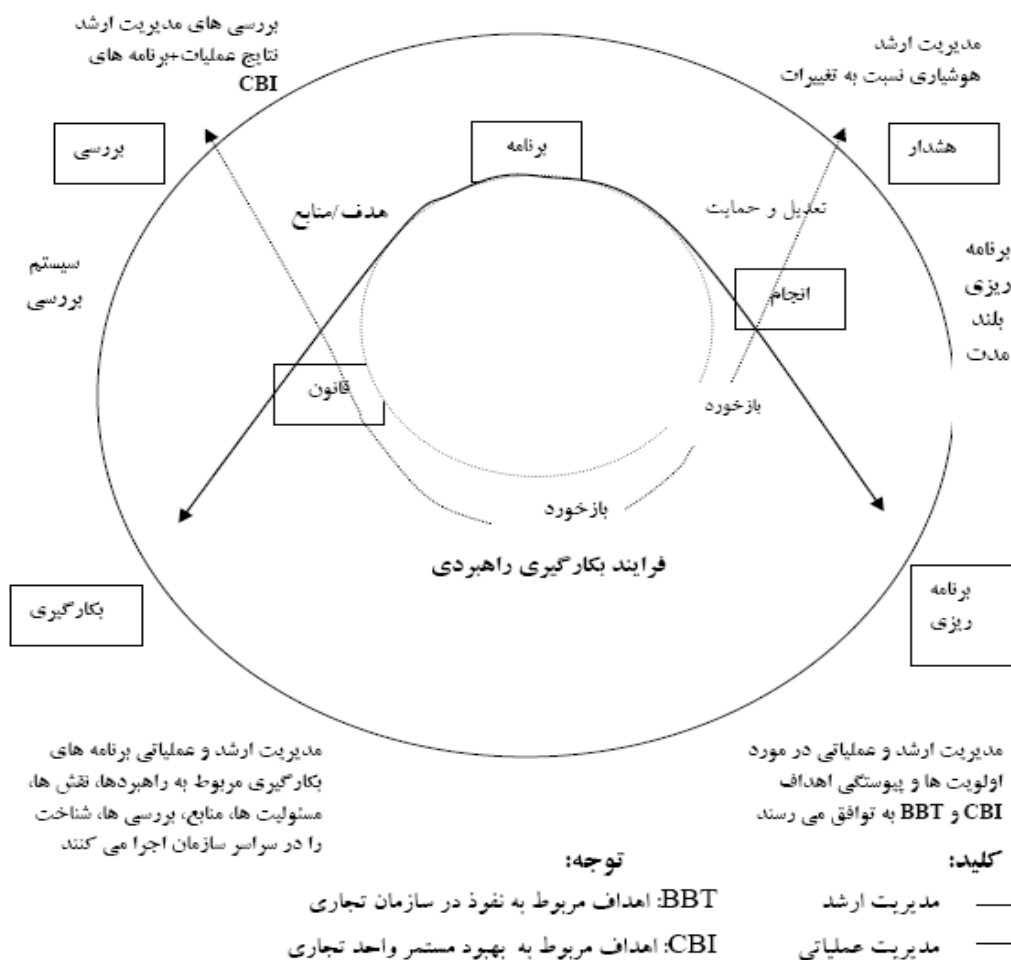
شکل 2- پنج منبع راهبردی و اجزای آنها



در اینجا بر منابع راهبردی (که از این پس منابع می نامیم) تمرکز می کنیم که بافتی را شکل می دهند که در آن دارایی های مشهود (دارایی های مالی) با دارایی های نامشهود (سرمایه سازمانی، سرمایه انسانی و سرمایه بازاریابی) در تعامل هستند. فرایندهای هدایتی (که از این پس فرایند می نامیم)، منابع را به عوامل حیاتی موفقیت تخصیص می دهند. ما فرایندهای هدایتی را در مدل “دو حلقه خود، ساختارمند کرده و به صورت متوالی مرتب نموده ایم، که در مرکز چهارچوب ما نشان داده شده و در شکل 3 با جزئیات ارائه شده است.

حلقه خارجی مدل ما چهار فرایند هدایتی یا وظایف کلیدی (مسئولیت مدیریت عالی) را نشان می دهد که عبارتند از: بررسی و محک زدن نتایج گذشته؛ هوشیاری نسبت به تغییرات محیطی برون سازمانی و درون سازمانی و فرصت ها یا تهدیدهای متعاقب آنها؛ برنامه ریزی و اولویت بندی اهداف و منابع؛ و در نهایت تخصیص اهداف و منابع در سراسر سازمان به اقدامات مشخص. حلقه داخلی مدل ما چهار فرایند هدایتی یا وظایف کلیدی را که به مدیریت عملیاتی محول شده اند شامل برنامه ریزی، اقدام، بررسی و قانون نشان می دهد.

شکل 3- راهبردهای تجاری و مدل دو حلقه





مدل ما اصالت و قدرت خود را به طریق زیر استخراج کرده است: این مدل ابتدا وظایف اصلی هر یک از دو سطح مدیریت را مشخص و جدا می کند، سپس توالی منطقی و تعاملی این وظایف را معین می کند و در نهایت نشان می دهد که مدیریت اجرایی و عملیاتی کجا تصمیمات مورد توافق طرفین را به اجرا درآورند. مدیریت ارشد، فرایندهای هدایتی خود در حلقه بیرونی را به منظور سوق دادن شرکت به سمت موفقیت پایدار بکار می گیرد، درحالیکه مدیریت عملیاتی، فرایندهای هدایتی خود در حلقه درونی را به منظور مدیریت فرایندهای تجاری (تحقیق و توسعه و بازاریابی؛ زنجیره ارزش؛ جریانهای مالی؛ فرایندهای اداری) بکار می برد. پیوستگی حلقه های بیرونی و درونی، پیوستگی راهبردهای تجاری و عملیات تجاری را تضمین می کند. بنابراین، مدل دو حلقه ابزار واقعاً قدرتمندی است که منجر به ایجاد شفافیت کلیه فرایندهای مدیریت می شود.

“خلق ارزش تجاری” به اعضای هیئت مدیره در تعیین کیفیت مشارکت مدیریت عالی در ارزش تجاری ایجاد یا تخریب شده در گذشته و اینکه چگونه می توان در آینده ارزش تجاری را ایجاد یا احتمالاً تخریب نمود، کمک می نماید. بعلاوه، “خلق ارزش تجاری” با فراهم نمودن مبنای جامعی برای ارتباطات، تبادلات سازنده و مفید بین اعضای هیئت مدیره و مدیران عالی را در مورد مسائلی چون مدیریت تسهیل می کند. حال ببینیم چگونه هیئت مدیره و مشاورانش می توانند مدل “دو حلقه” را برای مشاهده رفتار مدیران عالی خود و اثرات آنها بر تیم اجرایی بکار بندند.

مدل “دو حلقه” و رفتار مدیران اجرایی

از آنجائیکه هیئت مدیره اساساً در ارتباط با تبادل اطلاعات و تصمیم گیری های مدیریت عالی است، مشاهدات می توانند در حلقه بیرونی آغاز شوند. کلیه فرایندهای حلقه بیرونی مانند یک شبکه در تعامل هستند. همان طور که چندین مطالعه تحقیقاتی نشان داده اند، هنگامیکه مدیریت عالی تعدادی از وظایف اصلی موجود در حلقه بیرونی از قبیل هوشیاری یا بکارگیری راهبردی را نادیده می گیرد، یا زمانیکه تعاملات بین وظایف کلیدی مختلف را به خوبی مدیریت نمی کند، مشکلات جدی پدیدار می شود. هر یک از مدیران عالی باید قادر باشند به طور مؤثری وابستگی متقابل این چهار وظیفه را تمیز دهند. اما، به دلیل حرفه یا علایق شخصی، افراد تمایل دارند توجه بیشتری به فرایندی خاص داشته باشند، به طوریکه معمولاً سایر فرایندها را نادیده می گیرند. محرک های روانشناختی اساسی و گرایش ها یا الگوهای رفتاری متعاقب آنها ممکن است به مدل های روانشناختی مربوط باشند. بنابراین، اگر دید اولیه ای نسبت به مشخصات روانشناختی داشته باشیم، خواهیم دید که بازرسان بر فرایند بررسی، پیش بینی کننده ها و محققان بر وظیفه هوشیاری، افرادی که وظیفه آنها دستیابی به اهداف است بر برنامه ریزی، و مؤسسان و مدیران اجرایی بر بکارگیری راهبردی تمرکز دارند. این نوع تفکر به هیئت مدیره و مشاورانش کمک می کند نسبت به تعدادی از محرک های روانشناختی و رفتارهای متعاقب مدیران عالی آگاهی یابند.

پس از مشخص نمودن محرک های روانشناختی هر یک از مدیران عالی، هیئت مدیره باید در مورد این مسئله قضاوت کند که آیا مدیریت عالی می تواند به طور مؤثری با نگرش ها و رفتارهای متفاوت اعضایش در قالب یک گروه شکل بگیرد. یک نگرش برجسته و مهم (احتمالاً نگرش مدیر عامل) ممکن است به طور



سیستماتیک دیدگاه مدیران عالی را در مورد واحد تجاری تحریف کند و نیروی راهبردی اعمال شده از سوی مدیریت عالی را تحت تأثیر قرار داده و به یک سو متمایل کند. جانبداری ها و تعصب ها منجر به جدایی مدیریت عالی از واقعیت بازار می شوند و می توانند سقوط و انحطاط شرکت را در پی داشته باشند. موقعیت غالب مدیر عامل ممکن است بر موقعیت سایر مدیران عالی مسلط شده و مانع تبادل سازنده ای شود که می تواند منجر به تصمیم گیری متعادل شود.

هیئت مدیره و مشاورانش ممکن است متوجه شوند که مدیران عالی خاصی به طور سیستماتیک بر یکی از پنج منبع تمرکز داشته و سایر منابع را مورد بی توجهی قرار می دهند. تمرکز بر منبعی معین آشکارا نشان می دهد که چه موقع مدیران عالی چهار وظیفه اصلی موجود در حلقه بیرونی مدل ما را یکی پس از دیگری بررسی کرده و بر اساس آن منابع را بکار می گیرند. در اینجا نیز، تعیین رفتارهای مدیران عالی مختلف و اینکه آیا آنها با وظیفه خود سازگاری دارند یا خیر از اهمیت زیادی برخوردار است. علاوه بر این، اعضای هیئت مدیره باید مشخص کنند که آیا مدیران عالی مکمل یکدیگر هستند و آیا به عنوان یک تیم قادرند در مورد استفاده مؤثر از منابع مختلف نوآوری داشته باشند. تعدادی از رسوایی های مالی اخیر نشان داده اند که وقتی مدیران عالی تمرکز اصلی خود را بر افزایش دارایی های مالی در کوتاه مدت گذاشته و به وضوح به دارایی های نامشهودی که چشم انداز بلندمدت شرکت را مورد حمایت قرار می دهند، بی اعتنایی می کنند، چه اتفاقی می افتد. اعضای هیئت مدیره و مدیران عالی باید به خاطر داشته باشند که ترکیب های متفاوت منابع راهبردهای متفاوتی را برمی انگیزند، و طراحی های متفاوت فرایندها، تخصیص اهداف و منابع را در سراسر سازمان تحت تأثیر قرار می دهند. بنابراین، برای اجتناب از غفلت های جدی و اشتباهات آشکار، ضروری است که مدیریت عالی به عنوان یک تیم با رویکردی متوازن و متفکرانه در خصوص مدیریت تعاملات بین منابع و فرایندها به تفکر بنشینند. اعضای هیئت مدیره باید نسبت به علائم اولیه هوشیار باشند و باید خود را برای مداخله کردن و اعمال راه حل های متناسب آماده کنند.

همچنین لازم است هیئت مدیره و مشاورانش به نقاط مشترکی که در آنها مدیران ارشد و عملیاتی باید تصمیمات توافقی بگیرند، توجه داشته باشند. مدل “دو حلقه” نقاطی را که در آنها دو سطح مدیریت باید با هم کار کنند، نشان می دهد. شایان ذکر است که برنامه ریزی و وظایف بکارگیری واقع در حلقه خارجی مدل ما مستلزم همکاری نزدیک مدیران ارشد و عملیاتی می باشد.

برای اکثر بخش ها، مدیران عالی از طریق رتبه های سازمانی مطرح می شوند و باید دانش کافی در مورد فرایندهای واگذار شده به مدیران عملیاتی (مورد نشان داده شده در حلقه درونی مدل ما) داشته باشند. با این وجود، کشف فاصله های ارتباطی و مفهومی وسیع در ارتباط بین مدیران ارشد و عملیاتی غیرمعمول نیست. در اینجا نیز، هیئت مدیره و مشاورانش باید نسبت به ناکارایی های محتمل هوشیار باشند و حسب مورد اقدامات چاره جویانه بیندیشند.

به طور خلاصه، می توان گفت “خلق ارزش تجاری” به اعضای هیئت مدیره و نیز مدیران عالی کمک می کند که با هم به منظور اجرای نظام راهبری شرکت ها با کارایی بالا همکاری داشته باشند. با هر گردش “دو حلقه”، باید دانش و شناخت جدیدی حاصل شود و بهبودها باید از سوی مدیران عالی و نیز اعضای هیئت مدیره (هر دو) ایجاد شوند. یادگیری سازمانی برای تضمین رقابت پذیری و سودآوری شرکت ضروری



است. پس از تسهیل ارزیابی عملکرد مدیریت عالی، چهارچوب یکپارچه "خلق ارزش تجاری"، زمینه مشترکی برای بحث بین اعضای هیئت مدیره و مدیران عالی فراهم می آورد.

نتایج

پیچیدگی محیط تجاری امروزی مستلزم آن است که هیئت مدیره سازمان های بزرگتر از نقش سنتی داور بودن فراتر رود و به عنوان مربی¹ پیش فعالی عمل نماید که متناسب با محیط تجاری و مدیران عالی در کارها مشارکت دارد. به منظور انجام این نقش، پیشنهاد می کنیم که هیئت مدیره اصل راهبری را بکار گیرد. دستورالعمل هایی که می گویند چه کاری انجام شود و چه کاری انجام نشود؛ فرایندهای جامع حاکمیت² که اثربخشی فعالیت های هیئت مدیره را تضمین می نمایند، و آخرین مورد از حیث ترتیب و نه اهمیت، روانشناسی برای درک رفتار مدیران ارشد.

تمرکز مقاله حاضر بر این مسئله است که چگونه اعضای هیئت مدیره می توانند تغییرات رفتاری سریع مدیران عالی را که ممکن است مسائل جدی در پی داشته باشد، کنترل نمایند.

به اعتقاد ما بررسی های مدیران اجرایی محل مناسبی برای مشاهده حالات مدیران اجرایی در سطوح عالی است. بعلاوه، ارزیابی مستقل مدیریت که توسط مشاوران تعیین شده از سوی هیئت مدیره انجام می شود یا خود- ارزیابی های مدیریت اطلاعات تکمیلی ارزشمندی فراهم می آورد.

ما پیشنهاد می کنیم که هیئت مدیره، مشاورانش و مدیران عالی از روش شناسی "خلق ارزش تجاری" که در این مقاله توضیح داده شده است، استفاده کنند. این روش شناسی همه ذینفعان را قادر می سازد که ببینند کجا، چرا، چگونه و به چه میزان ارزش تجاری در سراسر شرکت افزوده یا تخریب شده است. با ایجاد شفافیت در سراسر سیستم تجاری، "خلق ارزش تجاری" تخصص و مهارت مدیریت را به ظهور می رساند و رفتارهای ناکارا را آشکار می کند.

منبع:

Willy A. Sussland, (2005). "The board of directors: a referee or a coach", CORPORATE GOVERNANCE Vol.5, no.1, pp: 65-72.

بررسی اثربخشی کمیته های مشورتی مدیریت

1- coach

2- governance



ترجمه : سیما یزدانی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

در حالیکه کمیته های مشورتی هیئت مدیره در دهه اخیر جایگاه ویژه ای در شرکتها کسب کرده اند، اما شواهد نسبتاً کمی درباره کمیته های مشورتی، اینکه این کمیته ها چرا باید باشند (یا نباشند)، چگونه کار می کنند و سوابقاتی از این قبیل، وجود دارد. در این مقاله سعی می کنیم با نحوه کارکرد این کمیته، در عمل، آشنا شویم. نتایج حاصل از این تحقیق می تواند راهنمایی برای تحقیقات بیشتر در زمینه نحوه ترکیب و آرایش این کمیته ها فراهم کند. همچنین پیشنهاداتی در زمینه موضوعاتی که نیاز به تمرکز بیشتر و بررسی های عمیق تر دارد، ارائه شده است.

واژه های کلیدی: کمیته مشورتی، نظام راهبری، اثربخشی.

دلایل تشکیل کمیته مشورتی هیئت مدیره

دلایل تشکیل کمیته مشورتی هیئت مدیره تا حدی مشخص است. هنگامی که سرمایه گذاری مشترک پرمخاطره ای در حال انجام است، طرف سرمایه گذاری درباره اعتبار و چگونگی سرمایه گذاری می تواند به جای گزارش هیئت مدیره، از گزارش این کمیته استفاده کند. مالکان و سرمایه گذاران شرکت می توانند به دلیل الزامات قانونی و انجام سایر وظائف، هیئت مدیره کوچکتری تشکیل دهند. در مقابل، با تشکیل کمیته مشورتی از تخصص گروه بزرگتر، باتجربه تر و بی طرفی استفاده کنند. البته کمیته مشورتی در موضوعاتی که خاص هیئت مدیره است دخالتی نمی کند، اما، هر جا که نیاز باشد، می تواند به عنوان بازوی مدیر و رئیس هیئت مدیره در کسب تجربه و دانش تخصصی، ایجاد ارتباط با شبکه های خارج از سازمان و کسب اعتبار برای شرکت عمل کند.

به طور کلی، دلایل ایجاد کمیته مشورتی می تواند استفاده از تخصص و اعتبار آنها، تجربه و دانش اعضای کمیته، اداره شرکت، مشارکت آنها در مباحثات و قراردادهای بازاریابی، مدیریت مالی و... باشد. آنها اغلب، در فراهم کردن اطلاعات جدید و ارائه مشورت به تیم مؤسس، در ابتدای کار شرکت، افراد موثری به شمار می روند. این نقش آنها نشان دهنده کارایی و مهارت این گروه است. هنگامی که قرار است شرکت در سرمایه گذاری مشترک پرمخاطره و بر اساس تکنولوژی فنی مشارکت کند، کمیته مشورتی می تواند تعیین جهت تحقیقات و حل مسائل و مشکلات پیش رو و نظایر این موارد را با استفاده از تیم های دانشگاهی و مراکز تحقیق و توسعه سایر شرکتها بر عهده داشته باشد. در برخی موارد، حتی ممکن است هم کمیته مشورتی فنی و هم کمیته مشورتی تجاری تشکیل گردد.

مقالات بسیار کم موجود در این زمینه، برخی از ویژگی های کمیته مشورتی را مشخص و بررسی کرده اند. این کمیته تعهد قانونی در برابر شرکت ندارد. بنابراین به عنوان یک گروه بی طرف، می تواند برای شرکتهای



جدیدالتاسیس اعتبار بسیاری فراهم کند. از سوی دیگر، مدیران جدید این شرکتها می توانند در مواجهه با بسیاری از مشکلات، از طریق این کمیته، از تجارب مدیران سایر شرکتها آشنا شوند. روش انتخاب اعضای کمیته مشورتی متفاوت است. اغلب این افراد را رئیس هیئت مدیره یا دیگر اعضای کمیته مشورتی معرفی می کنند. حقوق و پاداش این کمیته نیز بر اساس نرخ مشخصی نیست. برخی از مشاوران به ازای کار خود در سود شرکت سهام می شوند، به برخی دیگر ممکن است قسمتی از سرمایه اولیه تعلق یابد، روش دیگر، پرداخت مبلغ مشخصی بر اساس قرارداد اولیه به آنان است، یا روش هایی از این قبیل. کمیته مشورتی در شرکت های در حال تاسیس با تکنولوژی بالا و سرمایه گذاری هایی با ریسک بالا بسیار متداول است که دلایل استفاده از آن نیز به نظر مشخص می رسد.

سوالات مهم درباره کمیته مشورتی

- کمیته مشورتی چگونه کار می کند؟

به دلیل اینکه کمیته مشورتی فاقد محدودیت های قانونی هیئت مدیره است، در نحوه ترکیب و آرایش آن آزادی عمل زیادی وجود دارد. در مورد چگونگی کار این کمیته و نقش اعضا در آن مدل های متفاوتی وجود دارد که در ذیل انواع آن توضیح داده می شود.

• کمیته شبه هیئت مدیره¹

شرکتهای در حال تاسیس یا جدیدالتاسیس می توانند هیئت مدیره کوچک برای انجام الزامات قانونی و کمیته شبه هیئت مدیره برای برخورد با سایر موارد داشته باشند. این کمیته اگر به اندازه کافی قدرتمند باشد می تواند استراتژی سازمان را تعیین کرده و با "مشورتی" که در موارد تخصصی و چگونگی ارتباط با سهامداران برای هیئت مدیره ارائه می دهد، در کسب تجربه آنها را یاری کند. در یک شرکت با ساختار سازمانی مناسب، وظایف فوق، معمولاً جزیی از وظایف هیئت مدیره برشمرده می شود. ازسوی دیگر، تصور بر این است که رئیس هیئت مدیره درباره مشکلات سازمانی با این کمیته راحتتر و بهتر مشورت و به نتیجه می رسد تا هیئت مدیره. چون اعضای هیئت مدیره مستقیماً درگیر کار در سازمان هستند به نظر می رسد نمی توانند در مورد مسائل پیش روی سازمان بی طرفانه عمل کنند در حالی که در مورد این کمیته چنین نیست. در نهایت اینکه، نصب و عزل اعضای چنین کمیته ای در هر شرکتی نسبت به اعضای هیئت مدیره راحتتر است. هر چند در شرکت های جدیدالتاسیس عزل و نصب های سریع اعضای کمیته شبه هیئت مدیره نیز چندان مناسب به نظر نمی رسد.

• کمیته ناصح²

اغلب موسسان شرکتها تجربه کمی دارند و کمیته مشورتی می تواند، علاوه بر نقش مشورتی، ناصح هیئت مدیره (در پرسش کردن، حمایت کردن، کسب اعتماد و در کل همانند مربی هیئت مدیره) باشد. کمیته ناصح می تواند دید بلندمدت تری داشته باشد و کمک کند تا رئیس هیئت مدیره صرفاً به مشکلات کوتاه مدت تمرکز ننماید.

1- Quasi_Board

2- Mentoring Board



• کمیته مشاوران

اعضای این کمیته برای هیئت مدیره و کل سازمان در موضوعات تجاری و فنی (مثلاً انجام تحقیقات بازاریابی، توسعه شبکه های توزیع، ساختار مالی و...) مشورت ارائه می دهند. شرکت در موارد تخصصی می تواند از اعضای این کمیته استفاده کند. این کمیته در دستیابی شرکتهای کوچک به تجربه و مهارت بیشتر وسیله مناسبی به شمار می رود. به طور کلی، رئیس هیئت مدیره می تواند در ارتباطات مستمر و مداوم با اعضای این کمیته به دید گسترده تری دست یابد. از سوی دیگر، از آنجا که معمولاً حقوق اعضای این کمیته بر اساس مشارکت در طرحهای پاداش و اختیار خرید سهام پرداخت می شود، میزان حق الزحمه آنها نیز متناسب و معقول به نظر می رسد.

• کمیته شبکه یابی¹

اعضای کمیته شبکه یابی می توانند ارتباطات سودمندی با زنجیره عرضه مواد اولیه (مثلاً عرضه کنندگان، توزیع کنندگان یا مشتریان) برقرار کند. برقراری ارتباط با اشخاص مهم، از سوی موسسان واحد تجاری می تواند برای شرکت اعتبار زیادی فراهم کند و در پیشرفت شرکتهای جدیدالتاسیس بسیار راهبردی باشد.

• کمیته تزئینی²

اینکه در شرکتی کمیته مشورتی صرفاً به خاطر وجود آن در شرکت ایجاد شود کار بی موردی به نظر می رسد. اما صرف وجود کمیته مشورتی با اعضای مشهور و متخصص (مخصوصاً برای شرکتهای جدید) می تواند سبب اعتبار برای شرکت شده و از آن شرکت در میان افراد خارج از سازمان به خوبی یاد شود.

• کمیته اندیشگاه (کمیته هم اندیشی)³

این نوع کمیته مشورتی از افراد ماهر و متخصصی تشکیل شده که در مورد رویه ها، محصولات تولیدی و خط مشی های آتی شرکت بحث و تبادل نظر می کنند. این نوع از کمیته مشورتی اغلب به منظور هدف خاصی تشکیل می شود و بعد از انجام این وظیفه منحل می شود. اما ممکن است هسته مرکزی آن به منظور سازماندهی نتایج اتخاذ شده به کار خود ادامه دهد.

برخی دیگر از انواع این نوع کمیته ها عبارتند از:

× **گروه های تمرکز**⁴: دیدگاه کلی این است کمیته مشورتی قوی که از سوی شرکتهای بزرگ بکار گرفته می شوند با کمیته مشورتی که در شرکتهای جدیدالتاسیس مشغول بکار می شوند تفاوت دارند. در شرکتهای بزرگ کمیته مشورتی معمولاً گروه تمرکز نام دارد که بر قسمت خاصی تمرکز می کند. تجربه و دانش مورد نیاز از جمله دیگر موارد مورد اختلاف است.

× **گروه انتخابی**⁵: گاهی (هر چند به ندرت) وظیفه انتخاب مدیر ارشد یا اعضای هیئت مدیره بر عهده اعضای گروه مشورتی گذاشته می شود. محول کردن این وظیفه هزینه زیاد انتخاب نادرست در اینگونه موارد را کمتر می کند.

– چه عواملی به اثربخشی کمیته مشورتی کمک می کند؟

1- Networking Board

2- Marquee Board

3- Think tank Board

4- Focus Groups

5- Trial Roles



به نظر می رسد بتوان برای کمیته مشورتی دامنه ای از اثربخشی (از کمیته های مشورتی ضعیف تا کمیته های مشورتی بسیار اثربخش) را تعیین کرد. اما چه عواملی سبب تفاوت در اثربخشی کمیته می شود؟ رئیس هیئت مدیره مهمترین عامل در اثربخشی کمیته مشورتی محسوب می شود. رویکرد کمیته و میزان وقت و تلاش صرف شده نیز در تعیین اثربخشی کمیته مهم برشمرده می شود. در یکی از موارد بررسی شده، رئیس هیئت مدیره بر ترکیب کمیته نظارت کافی نداشت و این کار اثربخشی کمیته را مختل کرده بود. برخی از جوابهای تجربی در تحقیقات دیگر به این صورت بودند: "اثربخشی کمیته به رئیس هیئت مدیره بستگی دارد"، "رئیس هیئت مدیره می تواند کمک کند که آن کار کند یا نه"، "اثربخشی کمیته به طور کلی بستگی به رئیس هیئت مدیره و میزان تمایل وی به بهترین استفاده از اعضای کمیته مشورتی دارد".

در حالیکه رئیس هیئت مدیره باید کیفیت مدیریت و خط مشی سازمان را تعیین کند، میزان تمایل وی برای برخورد بازتر با مسائل و بررسی و گوش دادن وی به نظرات مختلف برای عملکرد بهتر کمیته مشورتی ضروری است. رئیس هیئت مدیره در برابر استفاده از کمیته مشورتی متخصص، کارا و باتجربه مسئول است. وی باید رویه ای را پیش رو گیرد تا بتواند به اثربخش ترین صورت از حضور مناسبترین اعضا در چنین کمیته ای استفاده کند.

– بهترین روش برای اداره (مدیریت و هدایت) کمیته مشورتی چیست؟

اغلب کمیته های مشورتی دو یا سه جلسه طی سال برگزار می کنند. جلسات می تواند کمیته را در جریان پیشرفت شرکت قرار داده و اعضا بتوانند با قرار گرفتن در جریان امور، استراتژی و خط مشی های مناسبتری تدوین نمایند. همانند سایر جلسات، وجود برنامه کار دقیق و مشخص شده از سوی رئیس هیئت مدیره و مهارت وی برای اداره جلسات و مباحثات در اثربخشی این جلسات بسیار مهم تلقی می شود.

– چه عواملی سبب اثربخشی کمیته مشورتی می شود؟

دلایل متفاوتی برای توجیه اینکه چرا کمیته مشورتی اثربخش کار می کند (یا نه) بیان شده است. به نظر می رسد این عوامل بیشتر بستگی به شرایط خاص سازمان دارند و نمی توان موارد مشخصی را برای عدم اثربخشی کامل کمیته برشمرد. به موارد زیر توجه کنید:

n کمیته مشورتی تزینی: از کمیته مشورتی که صرفاً به خاطر وجود کمیته در سازمان تشکیل شده است استقبال نمی شود. اگر برداشت سرمایه گذاران چنین باشد که هدف کمیته مشورتی "ایجاد اعتبار برای شرکت و محصولات آن و نه چیز دیگر" است آن را فریب دهنده می دانند که این طرز تفکر به اثربخشی کمتر کمیته می انجامد.

n ارتباطات و جلسات ناکافی: شواهدی وجود دارد مبنی بر اینکه اعضای کمیته مشورتی تمایل دارند با رئیس هیئت مدیره جلسه و ارتباط بیشتر از آنچه که در حال حاضر وجود دارد، داشته باشند.

n اداره ضعیف جلسات: به طور کلی می توان گفت رئیس هیئت مدیره قبل از جلسات نمی تواند اطلاعات را به درستی به اعضای کمیته انتقال دهد. از سوی دیگر، در حین برگزاری جلسات، موضوع دقیق مباحثات و برنامه کار مشخص نیست. یکی از اعضای کمیته مشورتی چنین بیان کرده است "در جلسات چیزی از ما پرسیده نمی شود، ما صرفاً می نشینیم و گوش می دهیم".



n استفاده از کمیته مشورتی به عنوان مشاوران ارزان: سازمان ها چنین فرض می کنند که توصیه های کمیته ارزان است. حتی برخی از روسای هیئت مدیره یک گام بیشتر برداشته و اعضای کمیته را مشاوران رایگان می دانند که این موضوع نیز به اثربخشی ضعیف کمیته می انجامد.

n روسای هیئت مدیره فکر خود را به بقیه تحمیل کرده و به نظرات مختلف اهمیتی نمی دهند. به عبارت دیگر هنگامی که شرکت با چالش ها و مسائلی درگیر است رئیس هیئت مدیره در مواجهه با آن بطور باز عمل نکرده و از نظرات بقیه استفاده نمی کند.

n رئیس هیئت مدیره ضعیف عمل می کند. در برخی موارد رئیس هیئت مدیره به قدری ضعیف عمل می کند که توصیه های کمیته مشورتی عملاً ارزش خود را از دست می دهد.

n دستورالعمل های سخت گیرانه و لازم الاجراء در سطوح مختلف سازمان وجود دارد. وجود این نوع دستورالعمل های بسیار سخت گیرانه، حتی در سطوح میانی مدیریت یا بین مدیر و سرمایه گذاران باعث می شود در تصمیمات کمیته مشورتی اختلال ایجاد شود و بهره وری آن کم شود.

– چه چیزهایی باعث می شود از افراد خواسته شود به کمیته مشورتی بپیوندند و نحوه شروع به کار آنها چگونه است؟

اعضای کمیته مشورتی به دلیل تجربه و مهارتشان در رشته تخصصی خود (چه برای سرمایه گذاری جدید، فعالیتهای VC، ارتباط با صنعت و مهارت های فنی) و از طریق آشنایی و معرفی سایر اعضای کمیته یا مدیران سازمان شروع بکار می کنند.

– حقوق و پاداش اعضای کمیته مشورتی چگونه است؟

پاداش اعضای کمیته متفاوت است. اغلب پاداش آنها به صورت طرح اختیار خرید سهام است. البته تبدیل آن به وجه نقد در شرکتهای خصوصی مشکل است. هزینه های مسافرت و نظایر آن و پاداشی نیز بابت هر جلسه یا نشست پرداخت می شود. البته ثروت اعضای کمیته به اندازه ای است که ارزش پولی طرح اختیار خرید و نظایر آن چنان برایشان اهمیتی ندارد. اما برای اعضاء، کمک به مبتکران جوان، ایجاد شبکه های ارتباطی گسترده و درگیری در کارهای فنی جدید، جالب است. در کمیته مشورتی هم اندیشی، دانشمندان بزرگ و خوشنام و متخصصان حرفه ای گرد هم می آیند و عضویت برای هر شخصی در این کمیته (جدا از دستمزد آن) افتخار محسوب می شود. اما در هر حال حقوق و پاداش مناسب هم برای دانشگاہیان و هم دانشمندان عامل مهمی است.

– شرایط انتصاب در کمیته مشورتی چگونه مشخص می شود؟

اجماع کلی بر این است زمانی که انتظارات و شرایط انتصاب بر هر دو طرف دقیقاً مشخص باشد، اثربخشی کمیته مشورتی افزایش قابل توجهی خواهد یافت. این جمله بدین معنا نیست که لازم است تمامی موارد واژه به واژه در سند رسمی تنظیم شود. به نظر می رسد تنظیم یک سند رسمی در یک یا دو پاراگراف و روشن شدن انتظارات و خط مشی های کلی کافی باشد.

– در چه مرحله ای از چرخه حیات شرکت کمیته مشورتی مفید تر است؟



در مرحله عرضه اولیه یا هنگام پذیرفته شدن شرکت در بورس اوراق بهادار نیاز به کمیته مشورتی کاملاً مشهود است. شرکتهای بزرگتر می توانند علاوه بر هیئت مدیره، گروهی از افراد باکیفیت را نیز بکار گیرند. شرکتهایی با تکنولوژی بالا می توانند از دانشمندان جهانی در اینگونه کمیته ها استفاده کنند. اما بیشتر از این موارد و چنانچه قبلاً هم بیان شد، استفاده از گروههای تمرکز مشتری (یا بازار یا از این دست) در شرکتهای در حال فعالیت متداول می باشد.

نتیجه گیری

این تحقیق در پی بررسی اثربخشی کمیته مشورتی و نه اثربخشی شرکتهای جدیدالتاسیس بود. روشن است که در پی اثربخشی کمیته مشورتی، اثربخشی کل شرکت خواهد بود. برای اثربخشی کمیته، اعضای کمیته می توانند نقش مهم و مفیدی داشته باشند. عامل دیگر طرز تفکر رئیس هیئت مدیره و انگیزه وی برای داشتن کمیته مشورتی قوی و کارآمد محسوب می شود. ارتباط مناسب میان رئیس هیئت مدیره و اعضای کمیته و مسئولیت پذیری هر دو گروه در انجام وظایف محول شده، عامل مهم دیگر در اثربخشی کمیته مشورتی به نظر می رسد. البته مسئولیت هر دو طرف و میزان پذیرش دید یکی از سوی طرف مقابل باید دقیقاً مشخص شود.

ابعاد دیگر اثربخشی مانند اندازه کمیته مشورتی (برای مدیریت بهتر کمیته توسط رئیس هیئت مدیره)، تعداد جلسات کمیته و سازماندهی مناسب این جلسات، حضور اعضای ماهر و متخصص در کمیته و علاقه آنها به موفقیت سازمان متبوعه مهمتر از خوشنامی اعضاء بیان می شود، از نحوه ترکیب کمیته نیز به عنوان بخشی از اثربخشی آن یاد می شود.

در نهایت، نقش این کمیته در مراحل ابتدایی شرکت بسیار حیاتی است و از میزان این اهمیت با ورود شرکت به مراحل بعدی کاسته می شود. اما به دلایل قانونی و عملی آنها همچنان به همکاری خود با هیئت مدیره ادامه می دهند. نکته قابل ذکر برای تحقیقات بعدی بررسی جایگاه دانشگاهیان (اگر جایگاهی داشته باشند) در این کمیته است. زیرا تصور بر این است که هنگام تعیین اعضای کمیته مشورتی، نخست به مهارت و تجربه افراد (تجربه قبلی به عنوان مؤسس شرکت، رئیس هیئت مدیره، مدیر اجرایی، عضو هیئت مدیره و کمیته مشورتی در سایر سازمان ها) توجه می شود و از دانشمندان و مهندسان به خاطر مهارت و شهرت آنها دعوت می شود. دانشکده های اقتصاد، بازرگانی و... می توانند به طرق مختلف (از جمله بازاریابی، چگونگی تامین مالی، حل مشکلات و مسائل تخصصی، تجزیه و تحلیل های کلی-از جمله چگونگی پرسیدن سوال- و تسهیل جلسات و مباحثات) در این کمیته ها مشارکت کنند. با این حال این دانشکده ها باید در مورد صنعت مورد بحث اطلاعات و دانش کافی داشته باشند، شبکه های ارتباطاتی مناسب ایجاد نمایند و محور اساسی آنها مبتنی بر حل مسئله (نه دید مبتنی بر سود یا بازده سهامداران) باشد تا بتوانند از این طریق بر ارزش کمیته مشورتی بیفزایند.

در نهایت بسیار مفید است که درباره نقشی که کمیته مشورتی می تواند بر موفقیت (یا عدم موفقیت) شرکتهای در حال تاسیس یا جدیدالتاسیس داشته باشد، مطالعات تجربی انجام شود. کمیته مشورتی می تواند از طریق راهنمایی و حمایت از رئیس هیئت مدیره _ که وظایف سنگینی بر عهده دارد _ نقش حیاتی



در کسب موفقیت شرکت ایفا کند. انجام مطالعات بیشتر درباره اینکه چگونه می تواند این کار را انجام دهد نیز مورد نیاز جامعه به شمار می رود.

منبع:

Mrokel Andre and Posner Barry, (2002). "*Investing the Effectiveness of Corporate Advisory* 12-4, no.3, pp: 2Boards", CORPORATE GOVERNANCE Vol.





تاثیر نظام راهبری شرکت ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت

مترجم : حسین صفرزاده

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران

انجام تحقیق در زمینه های مالی و اقتصاد بنگاه، همواره فرایندهای ایجاد ارزش اقتصادی را به عنوان یکی از زمینه های اصلی پژوهش مورد توجه قرار داده است. مطالعه ارزشمند میلر و مودیگلیانی (1958)، سرآغازی بر توجه به ساختار سرمایه به عنوان یکی از عناصر اصلی تعیین کننده ارزش محسوب می شود. بیش از نیم قرن تحقیق در باب ساختار سرمایه با هدف تعیین ساختار بهینه سرمایه - که توانایی شرکت در جهت ایجاد ارزش را تقویت می نماید - صحنه ای بر این مدعاست. اما بین دو تئوری اصلی تعیین ساختار سرمایه یعنی تئوری توازی ایستا که به توازن مزایا و معایب بدهی می پردازد و تئوری ترجیحی که بر نقش فعال مدیر در استفاده از منابع مالی شرکت تاکید دارد، بحث و مجادله وجود دارد. مجادلاتی که در تایید روائی این تئوریه ها صورت می گیرد و همچنین دشواری های عملی در بکارگیری این تئوریه ها، باعث گردیده که تلاش هایی در جهت یافتن راه حل هایی به منظور تقویت فرضیه های تئوریک و بهبود مدل های اقتصادی، صورت گیرد.

نتایج برخی تحقیقات اخیر، حاکی از تمایل زیاد به موضوع ساختار سرمایه، استفاده از نظام راهبری شرکت ها به عنوان متغیر توضیح دهنده رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش، و نقش نظام راهبری شرکت ها در کنترل رفتار فرصت طلبانه در روابط اقتصادی بین مدیران و سایر گروه های ذینفع، می باشد. از این منظر ساختار سرمایه می تواند به طرق ذیل ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد:

- محدود نمودن تضاد منافع بین سهامداران و طلبکاران
- تغییر نوع انگیزه های مدیریت
- محدود نمودن فعالیت مدیریت
- رفع مشکلاتی که بایستی با عدم تقارن اطلاعاتی انجام گیرد.
- تشویق سهامداران و سایر تامین کنندگان منابع مالی به نظارت بر فعالیت های مدیریت
- تشویق به انجام سرمایه گذاری شرکت در منابع انسانی و بهبود کارایی توزیع قدرت تصمیم گیری در سطح شرکت

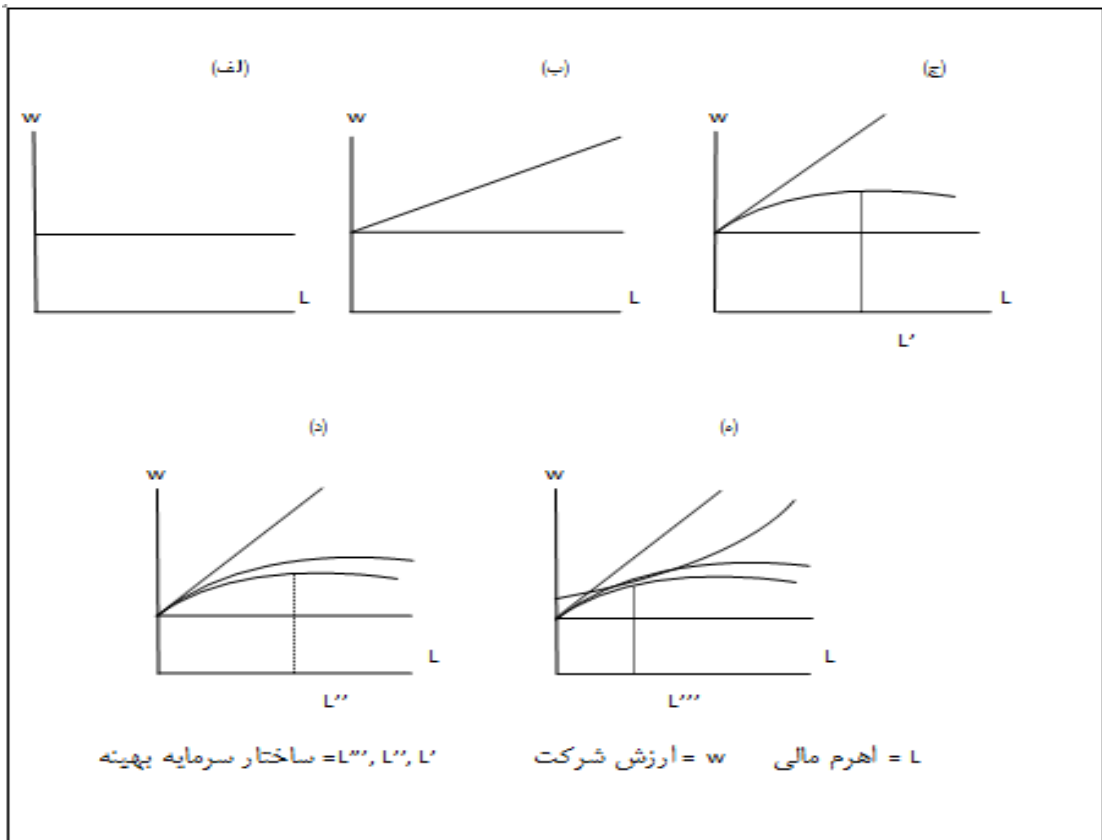
مقاله حاضر به بررسی رابطه نظری بین ساختار سرمایه، نظام راهبری شرکت ها و ارزش شرکت و ارائه پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی می پردازد. قسمت بعد به تشریح رویکرد تجربی و نظری استفاده شده در



خصوص ساختار سرمایه و ارزش می‌پردازد. پس از تشریح مفهوم نظام راهبری شرکت ها (بخش سوم) و رابطه آن با ارزش شرکت، رابطه بین ساختار سرمایه، نظام راهبری شرکت ها و ارزش مورد بررسی قرار می‌گیرد. در پایان نیز از مباحث عنوان شده نتیجه‌گیری به عمل می‌آید.

ساختار سرمایه و رابطه آن با ارزش شرکت

با ملاحظه مهمترین تحقیقات نظری صورت گرفته پیرامون رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت - شکل یک- در می‌یابیم که تفاوت قابل ملاحظه‌ای بین تئوری‌های قبلی و تئوری‌های جدید وجود دارد. میلر و مودیگلیانی (1958) عنوان نمودند که رابطه‌ای بین ساختار سرمایه و ارزش وجود ندارد (شکل 1- الف). این دو محقق در سال 1963 به این نتیجه دست یافتند که افزایش بدهی در ساختار سرمایه، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد زیرا هزینه بهره، کاهنده مالیات است (شکل 1- ب). بسیاری از محققین بعدی عنوان نمودند که این اثر در صورت وجود مالیات شخصی جبران شده و فقدان ظرفیت مالیاتی به همراه آثار سایر سپرده‌های مالیاتی (مانند هزینه‌های بحران مالی) باعث می‌گردد تا توازن بین هزینه و منافع بدهی به هم بخورد. نقطه L' در شکل 1- ج، سطح بهینه بدهی را نشان می‌دهد. بعد از این نقطه هرگونه افزایش در اهرم، منجر به افزایش در منافع بدهی می‌گردد که در مقایسه با هزینه‌های بحران مالی کمتر می‌باشد. این رابطه غیریکنواخت زمانی که هزینه‌های نمایندگی نیز مورد توجه قرار گیرند، تغییر خواهد کرد (شکل 1- د). در نهایت گروهی دیگر از محققین، ترجیحات مدیریت در انتخاب منابع مالی را مورد توجه قرار داده‌اند (شکل 1- ه) در این مورد، سطح بهینه بدهی به صورت عینی مشخص نیست اما این مساله در نتیجه شرایط متفاوتی بوده که مدیر در طی زمان با آن مواجه می‌شود. تابع ترجیحات مدیریت متاثر از عدم تقارن‌های اطلاعاتی بوده، بنابراین میزان بدهکاری شرکت از طریق تانژانت زاویه بین تابع ارزش شرکت و منحنی بی- تفاوتی مدیر تعیین می‌گردد.



شکل 1: تکامل مطالعات صورت گرفته پیرامون رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش

تاکنون تحقیقات زیادی پیرامون رابطه ساختار سرمایه و ارزش شرکت صورت گرفته است. فرضیات تئوریک زیادی برای این منظور تدوین گردیده و داده‌های تجربی ضد و نقیض زیادی نیز برای تجزیه و تحلیل در دست است. هریس و راویو (1991) عنوان می‌کنند که در زمان‌های ذیل میزان بدهی (اهرم) بالا می‌باشد:

- تئوری توازی ایستا: درآمد مشمول مالیات بالا و هزینه‌های اندک بحران مالی
- تئوری نمایندگی: فرصت‌های رشد کم و میزان زیاد جریان‌های نقدی در دسترس
- تئوری عدم تقارن اطلاعاتی: عدم تقارن اطلاعاتی کم و سود بالا

به علاوه، مشاهده شده است که میزان بدهی شرکت با بهبود وضعیت اعتباری شرکت در بازار افزایش می‌یابد (شوالیر، 1995). تحقیقات همچنین نشان داده‌اند که بین شرکت‌های متعلق به یک بخش خاص، تشابه زیادی وجود دارد به عبارت دیگر، ساختار سرمایه متاثر از نوع صنعت می‌باشد.

مقایسه تجربی تئوری‌های ترجیحی و توازی ایستا، به نظر مباحثه‌آمیز می‌رسد. از یک سو، شواهد تجربی حکایت از ارتباط متوسط با تئوری توازی ایستا در هنگام مواجهه با مشکلات نمایندگی داشته از سوی دیگر، رابطه منفی بین اهرم و سود شرکت حکایت از تایید تئوری توازی ایستا ندارد.

درست است که موضوع ساختار سرمایه تعریف شده است اما ممکن است هنوز مشکلات خاصی در خصوص آن وجود داشته باشد. همانگونه که بسیاری از مولفان عنوان نموده‌اند، ساختار سرمایه یک موضوع داغ مالی



است. تجزیه و تحلیل ادبیات بین‌المللی، حکایت از این دارد که مهمترین اولویت‌های تحقیقاتی و رویکردهای جدید تحلیلی عبارتند از:

- مقایسه بین مالی رفتاری و مالی عقلایی (باربری و تالر، 2002)
- مقایسه بین تئوری‌های ترجیحی و توازی ایستا (شیام، ساندرو و مایرز، 1999)
- تلاش برای بکارگیری تئوری‌های فوق در شرکت‌های کوچک (فلاک، 2001)
- نقش نظام راهبری شرکت‌ها در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت (هنریش 2000، باگات و جفریز 2002، بریلسفورد و همکاران 2004، اسمیت 2005 و ...)

یکی از زمینه‌های تحقیقاتی پیشنهادی، مقایسه مالی رفتاری و مالی عقلایی است. در پاسخ به شواهد تجربی بحث‌برانگیز، استین (1996) ادعا می‌کند که برخی از پدیده‌های مالی را می‌توان از طریق بکارگیری مدل‌هایی که بنگاه‌های اقتصادی غیرمنطقی را در مدل لحاظ می‌نمایند، بهتر درک نمود. بارکر و وارلر (2000) ادعا می‌کنند که تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه، ناشی از تعامل بین یک موضوع منطقی و یک موضوع غیرمنطقی می‌باشند. بی‌منطقی می‌تواند از سوی مدیر، سرمایه‌گذار و یا هر دو صورت گیرد. مطالعه گراهام و هاروی نشان می‌دهد که تصمیمات مالی بیشتر تابع تمایلات مدیریت می‌باشند به جای اینکه ساختار بهینه سرمایه مدنظر قرار گیرد.

رویکرد رفتاری، که ترجیح منابع مالی در قالب اولویت‌های غیرمنطقی را مدنظر قرار می‌دهد پاسخ بی‌درنگ استوارت مایرز (بنیان‌گذار تئوری ترجیحی) را به دنبال داشت. مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی به همراه هزینه معاملات، قادر به توضیح منطقی رفتار مدیران در هنگام انتخاب رویکردهای مالی متفاوت می‌باشد. به عبارت دیگر بر اساس آنچه که مایرز و فاما می‌گویند، ممکن است توضیحی منطقی برای پدیده مشاهده‌شده توسط استین، بیکر، باربری و تالر وجود داشته باشد.

مطالعات صورت‌گرفته در خصوص ساختار سرمایه، شرکت‌های با اندازه کوچک و متوسط را نیز مدنظر قرار می‌دهد زیرا این شرکت‌ها نقش موثری در اقتصاد ایفا می‌نمایند. در یکی از مطالعات جالب صورت‌گرفته در خصوص این موضوع، برگر و آدل (1998) ادعا نمودند که رفتار مالی شرکت به سیکل حیاتی شرکت وابسته است. در حقیقت، برای هر شرکت یک ساختار سرمایه بهینه وجود دارد که متناسب با سیکل حیاتی است که شرکت در آن می‌باشد.

نهایتاً مطالعات صورت‌گرفته توسط جنسن (1986)، ویلیامسون (1988) و ... باعث گردید تا یک زمینه تحقیقاتی دیگر متجلی گردد و آن زمینه تحقیقاتی مرتبط با تاثیر نظام راهبری شرکت‌ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش می‌باشد. می‌توان تصدیق نمود که تحلیلی مشترک از ساختار سرمایه و نظام راهبری شرکت‌ها در هنگام تشریح و تفسیر و توانایی شرکت در ایجاد ارزش لازم است. این نوع توجه می‌تواند در غلبه بر چالش‌های ایجاد شده به هنگام مطالعه رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش (هم از لحاظ نظری و هم از نظر تجربی) کارگشا باشد.



نقش نظام راهبری شرکت ها

به منظور فهم نقش نظام راهبری شرکت ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش، بایستی به تشریح این مفهوم پرداخت. هدف نظام راهبری شرکت ها حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت طلبانه بوده که این عمل از طریق کاهش و تعدیل مشکلات نمایندگی که می تواند بین نماینده (مدیر) و ذینفعان مختلف (سهامداران، طلبکاران، کارکنان، عرضه کنندگان، مشتریان و ...) بوجود آید، صورت می گیرد. به علاوه، نظام راهبری شرکت ها سبب تسهیل ایجاد مهارت های خاص مورد نیاز در تصمیمات استراتژیک و محدود نمودن مشکلات اطلاعات نامتقارن می گردد.

نظام راهبری شرکت ها مفهومی وسیع، پیچیده و مشکل ساز است که به دلیل ابعاد مختلف، نمی توان تعریف واحدی از آن ارائه نمود. از اصطلاح نظام راهبری شرکت ها دو معنا مستفاد می گردد. بسته به اینکه بر ابزارهای استفاده شده به منظور تخصیص و اداره قدرت در یک شرکت تاکید شود یا بر نقش مکانیزم ها و موسسات خارجی که کارایی فعالیت شرکت را کنترل می نمایند، نظام راهبری شرکت ها را می توان به اشکال ذیل تعریف نمود:

- نظام راهبری شرکت ها سیستمی است که به کمک آن می توان مشخص نمود که چگونه قدرت تصمیم گیری در شرکت توزیع شده است. به گونه ای که بتوان بدان وسیله مشکلات نمایندگی بین گروه های مختلف ذینفع را مرتفع ساخت.
 - نظام راهبری شرکت ها مجموعه ای از قواعد و رویه های ایجاد شده به منظور حمایت سرمایه گذاران از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران می باشد.
- ابزارهای داخلی یا مدیریتی نشان دهنده مکانیسم هایی بوده که می تواند در فرایندهای قراردادی دوسویه بین مدیران و مالکان یا مدیران و سایر ذینفعان مورد استفاده قرار گیرد. ابزارهای خارجی یا سازمانی مکانیسم های هماهنگی جمعی بوده که از طریق بازارهای مالی، سیستم قانونی، سیستم قضایی و ... عمل می نمایند.
- تضاد منافع و ریسک رفتار فرصت طلبانه، هزینه سرمایه شرکت را افزایش می دهد. در مقابل، نظام راهبری موثر که صداقت شرکت را افزایش می دهد، قدرتانی بازار و اعتماد سهامداران را به دنبال دارد. این بدان معناست که سرمایه به راحتی قابل دسترس بوده و فرایند ایجاد ارزش از مطلوبیت بالایی برخوردار است.
- مشارکت مدیر در سرمایه شرکت، حضور اعضای هیئت مدیره مستقل و خارجی، حضور سرمایه گذاران نهادی و کارایی سیستم های مالی و سیستم قانونی، تنها چند اهرم نظام راهبری شرکت ها بوده که بایستی با نقش ساختار سرمایه ترکیب گردند به گونه ای که توانایی شرکت در ایجاد ارزش افزوده درک گردد. تمامی مکانیسم های نظام راهبری شرکت ها بر ارزش شرکت اثرگذارند اما شواهد تجربی نشان دهنده اثرات ضد و نقیض است. هدف این مقاله نظری، خاطر نشان نمودن مکانیسم های نظام راهبری شرکت ها است که بایستی در ارتباط با اثرگذاری ساختار سرمایه بر ارزش شرکت مدنظر قرار گیرند. در یک نگاه کلی، مکانیسم های داخلی و خارجی بر شیوه اثرگذاری ساختار سرمایه بر ارزش شرکت موثرند بنابراین لازم است تا نقش نظام راهبری شرکت ها در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت مدنظر قرار گیرد.

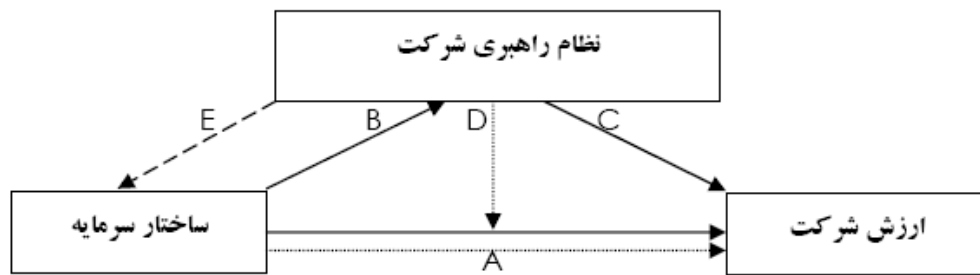


اثر نظام راهبری شرکت ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت

ساختار سرمایه را می‌توان با توجه به حقوق و ویژگی‌های توصیف‌کننده دارایی‌های شرکت و اثر آن بر فعالیت‌های راهبری، مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. بنابراین بدهی و سرمایه بایستی به عنوان دو ابزار مالی و ابزار نظام راهبری شرکت ها مدنظر قرار گیرند (ویلیامسون، 1988). بدهی تابع فعالیت‌های راهبری بوده و از این رو سبب ایجاد محدودیت برای مدیران می‌گردد در حالی که سرمایه، انعطاف‌پذیری و توان تصمیم‌گیری بیشتر را موجب می‌شود. می‌توان استنباط نمود هنگامی که ساختار سرمایه به عنوان یک ابزار نظام راهبری شرکت ها مورد توجه قرار می‌گیرد، نه تنها ترکیب بدهی و سرمایه و پیامدهای آن بلکه مالیات نیز باید مدنظر قرار گیرد. شیوه تخصیص جریان نقدی و اینکه تصمیم‌گیری و اداره شرکت به چه صورت باشد نیازمند بررسی بیشتر است. برای مثال سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز به ساختار سرمایه و قراردادهای تامین مالی حساسیت نشان می‌دهند.

کوز (1991) عنوان می‌کند که توجه بیشتر به ساختار سرمایه به عنوان ابزاری که می‌تواند مبادلات اقتصادی با شرکت و بین مدیران و سایر ذینفعان (روابط نظام راهبری) را تعدیل نماید، حائز اهمیت است. باگات و جفریز (2002) چارچوبی تئوریک برای روابط بین ساختار سرمایه، ارزش و نظام راهبری شرکت ها ارائه نموده‌اند که در شکل 2 نشان داده شده است. در این شکل، 5 رابطه به تصویر درآمده است:

- رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت (رابطه A) از طریق نقش واسطه‌ای نظام راهبری شرکت ها (رابطه B-C)
- رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت (رابطه A) از طریق نقش تعدیلی نظام راهبری شرکت ها (رابطه D)
- نقش نظام راهبری شرکت ها به عنوان عاملی تعیین‌کننده در انتخاب نوع ساختار سرمایه (رابطه E) روابط پنج گانه نشان داده شده در شکل 2، دو حوزه تحقیقاتی را نشان می‌دهد که بر روابط زیر تاکید دارند:
- ساختار سرمایه و ارزش، واسطه‌شده (رابطه غیرمستقیم از طریق دخالت متغیر دیگر، رابطه B-C-A در شکل 2) و یا تعدیل‌شده (رابطه مستقیم اما مقیدشده توسط متغیر دیگر، رابطه A-D در شکل 2) از طریق متغیر نظام راهبری
- نظام راهبری شرکت ها و ساختار سرمایه، در جایی که ابعاد نظام راهبری شرکت ها تعیین‌کننده انتخاب‌های مالی شرکت است، یک رابطه احتمالی ایجاد می‌کند. (رابطه E-B در شکل 2)



نقش واسطه‌ای نظام راهبری شرکت در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت (رابطه A-B-C)

نقش تعدیلی نظام راهبری شرکت در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت (رابطه A-D)

نقش نظام راهبری شرکت به عنوان عاملی تعیین کننده در انتخاب ساختار سرمایه (رابطه E)

شکل 2: روابط موضوع مطالعه

خواه مدیر از بدهی به عنوان یک منبع مالی به منظور کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و مبادلاتی، و حداکثرسازی کارایی تصمیمات نظام راهبری شرکت ها استفاده نماید و خواه افزایش در سطح بدهی به عنوان ابزاری برای نظم بخشیدن به رفتار مدیران و حصول اطمینان از نظام راهبری شرکت ها مناسب توسط ذینفعان به شرکت تحمیل شود، ساختار سرمایه متاثر از نظام راهبری شرکت ها (رابطه E) و برعکس (رابطه B) می باشد.

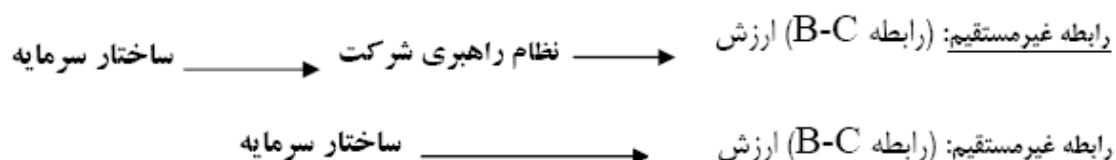
از یک سو تغییر در میزان بدهی و سرمایه، فعالیت‌های راهبری شرکت را از طریق تعدیل ساختار کنترل مدیریت و پاداش‌ها تحت تاثیر قرار می‌دهد. اگر از طریق ترکیب بدهی و سرمایه، گروه‌های مختلف سرمایه-گذار به شرکت روی آورند، از آنجایی که آنها تأثیرات متفاوتی بر تصمیمات نظام راهبری شرکت ها می-گذارند، لذا مدیران در هنگام تعیین ساختار سرمایه شرکت به این موارد توجه کرده و اولویت‌های خود را تعیین می‌نمایند. حتی از طریق یک طرح قرارداد بدهی و سرمایه این امکان وجود دارد که کارایی نظام راهبری شرکت ها را افزایش داد.

از سوی دیگر نظام راهبری شرکت ها بر انتخاب نوع ساختار سرمایه موثر می‌باشد (رابطه E). مایرز (1984) نشان می‌دهد که چگونه انتخاب‌های تامین مالی شرکت، از اولویت‌های مدیران تبعیت می‌نماید. در این خصوص اگر مدیر، یک منبع مالی را انتخاب نماید می‌توان فرض نمود که او از طریق پذیرش انضباط ارائه شده توسط بدهی از کاهش قدرت تصمیم‌گیری خود اجتناب می‌ورزد. تامین مالی از طریق منابع داخلی به مدیر اجازه می‌دهد تا از دخالت سایر موضوعات در تصمیم‌گیری جلوگیری به عمل آورد. دی‌یانگ (2002) عنوان می‌نماید که در هلند مدیران از پذیرش بدهی در ساختار سرمایه اجتناب می‌نمایند اما قدرت تصمیم-گیری آنها بدون تغییر باقی می‌ماند. زیبل (1996) دریافت که مدیران به صورت اختیاری نظم ایجاد شده از



طریق بدهی را نمی‌پذیرند بلکه سایر مکانیسم‌های راهبری مدیران را وادار به انتشار بدهی می‌نماید. جنسن (1986) عنوان می‌نماید تصمیم به افزایش بدهی‌های شرکت توسط مدیریت، زمانی صورت می‌گیرد که مدیر بخواهد به ذینفعان این اطمینان را بدهد که تصمیمات راهبری شرکت از وضعیت مناسبی برخوردار است. شواهد بحث بر انگیزی در خصوص رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش (رابطه A) وجود دارد. همچنین وجود نتایج مبهم در خصوص وجود یک رابطه بهینه بدهی باعث گردیده است تا نیاز به در نظر گرفتن ساختار خاص نظام راهبری شرکت‌ها بدین منظور احساس شود. این مدل علی، ارائه‌کننده یک رابطه پیچیده است که می‌تواند به عنوان یک زمینه تحقیقاتی مناسب محسوب شود. نظام راهبری شرکت‌ها می‌تواند به عنوان یک متغیر مداخله‌گر در روابط فوق‌الذکر (اثر واسطه‌ای، رابطه B-C-A) یا به عنوان یک متغیر وضعیتی که معنا و شدت رابطه را نشان می‌دهد (اثر تعدیلی، رابطه A-D) در تشریح رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش نقش قابل توجهی ایفا نماید.

رابطه B-C-A که نشان‌دهنده رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش می‌باشد توسط متغیر دیگری (نظام راهبری) که در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش مداخله می‌نماید، به خوبی توضیح داده شده است. به تعبیری دیگر نظام راهبری شرکت‌ها همانند یک پل در میانجیگری بین اهرم و ارزش بوده که نشان‌دهنده ارتباطی است که قابل مشاهده نمی‌باشد. نمی‌توان گفت که رابطه‌ای بین ساختار سرمایه و ارزش وجود ندارد (میلر و مودیگلیانی، 1958)، اما این رابطه از طریق یک زنجیره علی بین متغیرها تعدیل گردیده است. به عبارت دیگر ممکن نیست یک رابطه مستقیم بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت مشاهده شود، اما در واقعیت ساختار سرمایه متأثر از راهبری است که به ارزش شرکت مرتبط است. با یادآوری ملاحظات روش-شناسی عنوان شده توسط کوربتا (1992)، معرفی یک متغیر مداخله‌گر به صورت ذیل می‌باشد:



در خصوص رابطه B-C-A می‌توان گفت که ساختار سرمایه بایستی در چگونگی سازماندهی نظام راهبری و در نتیجه ایجاد ارزش در کنار سایر ابزارهای راهبری مشارکت نماید. با کنترل اثر نظام راهبری شرکت‌ها - از طریق مدنظر قرار دادن ابعاد نظام راهبری شرکت‌ها با استفاده از یک مدل اقتصادی - می‌توان رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت (رابطه A) را مشاهده نمود.

در مقابل، رابطه A-D نشان‌دهنده یک پدیده پیچیده از تعامل بین متغیرها بوده که نمی‌توان آن را در قالب فرمول مکانیکی روابط علی در نظر گرفت زیرا در اینجا، روابط غیرخطی است. در این حالت رابطه بین ساختار مالی و ارزش، از طریق نظام راهبری، تعدیل شده که با متغیر اول در ارتباط می‌باشد.

اینکه نظام راهبری شرکت‌ها دارای اثر تعدیلی است به این معنا نیست که این متغیر نمی‌تواند واسطه بین ساختار سرمایه و ارزش باشد. این نکته حائز اهمیت است که ببینیم چگونه ساختار سرمایه از طریق تعامل بسیاری از ابعاد نظام راهبری شرکت‌ها (رابطه A-D) بر ارزش شرکت تاثیر می‌گذارد.



در این حالت متغیر نظام راهبری شرکت ها نقش تعدیل کننده رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش را دارد که می تواند اثری افزایشی یا کاهشی بر رابطه اصلی (رابطه A) داشته باشد. با افزایش بدهی، ارزش شرکت (بسته به نقش ابزارهای نظام راهبری) افزایش یا کاهش می یابد.

در کشورهای انگلوساکسون مفهوم طرح ساختار سرمایه مورد استفاده قرار می گیرد. این مفهوم نه تنها در برگیرنده نوع ساختار سرمایه بوده بلکه نوع اوراق بهادار استفاده شده را نیز در بر می گیرد. به عبارت دیگر این مفهوم در تلاش برای شناخت این مساله است که چرا در هنگام ملاحظه ساختار مالکیت و ساختار بدهی، انتخاب های خاص در خصوص بدهی و سرمایه صورت می گیرد؟

به این دلیل بسیاری از مولفان اعتقاد دارند که تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه به عنوان ترکیب بدهی و سرمایه قابل توجیه نیست زیرا آن مرتبط با سایر جنبه های مرتبط با ساختار سرمایه و بدهی است. (فلاک 1988، هنریش 2000)

به علاوه رابطه بین ساختار سرمایه و نظام راهبری شرکت ها در هنگام توجه به نقش اساسی آن در ایجاد و توزیع ارزش بسیار با اهمیت است. از طریق تعامل با سایر ابزارهای نظام راهبری، ساختار سرمایه شرکت از طریق تعیین شیوه ای که ارزش ایجاد شده بعداً توزیع گردد، قادر به حمایت از یک فراین ایجاد ارزش کارا خواهد بود.

اگر نظام راهبری شرکت ها رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش را تعدیل یا میانجیگری نماید این رابطه می تواند به شیوه ای متفاوت تعیین شود. با این وجود ساختار سرمایه می تواند در رابطه بین نظام راهبری شرکت ها و ارزش مداخله یا تعامل نماید. در این حالت یک رابطه مکمل بین ساختار سرمایه و سایر متغیرهای نظام راهبری شرکت ها می تواند به وجود آید. در هنگامی که مشارکت سهامدار یا دولت در مالکیت وجود ندارد، بدهی می تواند نقش نهایی در انضباط مدیریت ایفا نماید. برعکس هنگامی که سایر اشکال انضباط در ساختار راهبری وجود ندارد، ساختار سرمایه می تواند مکانیسمی باشد که در حین حفظ ارزش شرکت قادر به حمایت از نظام راهبری شرکت ها موثر و کارا باشد.

بسیاری از تحلیل های تجربی و نظری رابطه بین ساختار سرمایه، نظام راهبری شرکت ها و ارزش را مدنظر قرار داده اند اما بسیاری از آنها بر یکی از 5 رابطه مشخص شده در شکل 2 تاکید داشته اند. بنابراین تنها یک جنبه از رابطه مدنظر قرار گرفته و وجود علل متقابل و مکمل بین ساختار سرمایه و سایر ابزارهای راهبری در تعیین ارزش شرکت مدنظر قرار نگرفته اند.

اشلیفر و ویشنی (1997) عنوان می کنند در حالی که محققین گذشته در تلاش برای تعریف بهترین مکانیسم های راهبری برای حل مشکلات فرصت طلبی بودند، امروزه تحقیقات به دنبال بهترین ترکیب مکانیسم های راهبری می باشند.

به نظر می رسد که استفاده موزون از ابزارهای مالی در ارتباط با ساختار راهبری خاص شرکت و حوزه ای که شرکت در آن فعالیت می نماید، مناسب باشد. به عبارت دیگر ساختار سرمایه می تواند در ایجاد ارزش و نظام راهبری کارا نقش موثری ایفا نماید.



نتیجه گیری

این مقاله با استفاده از یک رویکرد تئوریک به تشریح رابطه بین ساختار سرمایه، ارزش شرکت و نظام راهبری شرکت ها پرداخت. ساختار سرمایه یکی از ابزارهایی است که می تواند به شیوه های کارا، نظام راهبری شرکت ها و توانایی آن در ایجاد ارزش را مورد حمایت قرار دهد. این زمینه تحقیقاتی، تصدیق می نماید که اگر سیاست های سرمایه گذاری باعث ایجاد ارزش گردند، سیاست های تامین مالی به همراه سایر ابزارهای راهبری می توانند ما را مطمئن سازند که سیاست های سرمایه گذاری به شیوه ای موثر اجرا می گردند در حالی که ارزش شرکت از رفتار فرصت طلبانه حفظ می گردد.

محققان زیادی از جمله باگات و جفریز (2002)، برگر و پاتی (2003) و ... نیاز به تحلیل رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش از طریق توجه به تعامل بین متغیرهای نظام راهبری شرکت ها (مانند تمرکز مالکیت، مشارکت مدیریت در سرمایه، ترکیب هیئت مدیره و غیره) را خاطر نشان می سازند.

به دلیل ماهیت چندبعدی ابزارهای فوق الذکر، عملیاتی کردن چنین ساختارهایی دشوار است. تعیین شاخص هایی که با ساختار تئوریک مرتبط باشند نیز دشوار است. این بدان معناست که متغیرهای جانشین، یا معیارهای تجربی پنهان، بایستی مورد استفاده قرار گیرد (کوربتا، 1992).

به علاوه بایستی به این مساله توجه نمود که ممکن است انحرافات در علائم و وجود روابط بین متغیرها وجود داشته باشد که این انحرافات ناشی از مشکلات درونی، وجود همبستگی، وجود رابطه دوطرفه در مواقعی که بین متغیر علت و متغیر معلول تفاوتی وجود ندارد، و اثرات متقابل بین متغیرها، باشد.

از نقطه نظر اقتصادی، بررسی بیشتر پروپوزال فوق از طریق بررسی تجربی مدل پیشنهادی شکل 2 و با استفاده از تکنیک های اقتصادی مناسب که می تواند پیچیدگی روابط بین متغیرهای مربوطه را مورد توجه قرار دهد، به نظر بااهمیت می رسد. برخی از پیشنهادات برای مطالعه را می توان در ادبیات یافت؛ استفاده از متغیرهای باوقفه توسط بورش سوپان و کوک (2000) مورد انتقاد قرار گرفته است آنها معتقدند که بهتر است از متغیر ابزاری استفاده نمود. برگر و پاتی (2003)، چن و استینر (1999) استفاده از مدل معادلات همزمان برای حل این مشکلات را که روشی مناسب برای بررسی روابط علی بین متغیرهای چندبعدی، یک بعدی و پنهان می باشد را پیشنهاد می نماید.

به طور خلاصه این مقاله به تعریف مدلی تئوریک که می تواند در آشکار نمودن رابطه بین ساختار سرمایه، نظام راهبری شرکت ها و ارزش سهام باشد، پرداخت. این در حالی است که انجام تحقیق بیشتر در این زمینه، به خصوص تعیین روائی مدل یاد شده از طریق بکارگیری نمونه های بیشتر، احساس می شود. به منظور مطالعه تعامل بین ساختار سرمایه، نظام راهبری شرکت ها و ارزش، به هنگام تجزیه و تحلیل نمونه های بیشتر محقق بایستی روابط نشان داده شده در شکل 2 را مدنظر قرار داده، به مشکلات همخطی و درون یابی توجه داشته، و مطمئن شود که تعاملی بین تمامی این فاکتورها وجود دارد. چنین مطالعه ای نیازمند آشنایی با تکنیک های اقتصادسنجی است. به علاوه این روابط بایستی در یک تحلیل درون کشوری به منظور بررسی عوامل مختص کشور بررسی شده همچنین به منظور تایید مدل تئوریک و حصول اطمینان از کاربردهای تخمینی آن، لازم است قبل از تحلیل کمی، یک مطالعه کلینیکی صورت گیرد.



منبع:

Rocca, M. L (2007) *"The Influence of Corporate Governance on the Relation between Structure and Value,"* CORPORATE GOVERNANCE Vol.7, no.3, pp: 312-325.





اداره یک واحد تجاری همانند یک دولت در اقتصاد جدید: درس هایی برای طراحی سازمانی و نظام راهبری

مترجم - آرش تحریری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

مشکلات اصل - نماینده مسئول اصلی نظام راهبری ضعیف می باشد. اغلب تلاش ها در مورد اصلاحات در نظام راهبری بخش خصوصی به دنبال توجه به شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به منافع سهامداران تحت طبقه جدید مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) هستند. در حال حاضر این موضوعات جدید و تازه نیستند. بخش عمومی سال های زیادی است که روی این مباحث کار کرده است به ویژه در زمینه جستجوی راه های کاهش شرارت ها، بدکرداری ها و همچنین بهینه نمودن استفاده از منابع برای منافع اصل ها. چند درس مهم از اصلاحات بخش عمومی وجود دارد که شامل تشویق توزیع و پخش اطلاعات، مشارکت، و تعادل قدرت بین مسئولین اجرایی شرکت و شخصیت های ناظر می باشد. در حالیکه شرکت ها نباید لزوماً همانند یک نهاد دولتی اداره شوند، درس های بسیاری از اصلاحات سازمانی بخش عمومی و نظام راهبری موسسه ای وجود دارد که در شرکت های سهامی عام بسیار بزرگ قابل اجرا است.

لغات کلیدی: نظام راهبری، سازمان های تجاری، دولت محلی

مقدمه

اگر دهه 1980 و 1990 میلادی، عصر اصلاحات در بخش عمومی باشند، سال های اولیه دهه 2000 میلادی عصر اصلاحات در بخش خصوصی است. یک موج اصلاحات که شامل قانون ساراین آکسلی، مقاله سفید کمیسیون جوامع اروپایی درباره CSR¹ و قوانین بورس اوراق بهادار نیویورک در مورد ساختارهای نظام راهبری اعضای پذیرفته شده می باشد، همگی به دنبال تغییر نظام راهبری در بخش خصوصی هستند. چنین تغییراتی بطور کلی بر روی افزایش شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به منافع سهامداران در نظام راهبری تاکید دارند.

در اغلب ادبیات مربوط به اصلاحات نظام راهبری، با اصلاحات به عنوان پدیده در حال اتفاق بصورت لوح سفید (مرحله فرضی فکری خالی از افکار و تخیلات) برخورد شده است. روابط تجاری در اقتصاد جدید به علت به وجود آمدن جامعه شبکه ای، (Castells, 1996) نظام راهبری چند لایه ای که تا حدی توسط شرکت های چند ملیتی کنترل می شود (Held et al., 1996)، ارتباطات اقتصادی post-fordian (Amin, 1995; Piore & Sable, 1984) تولید جدید دانش (Gibbons et al., 1994) و CSR

1- The commission of the European communities' white paper on CSR



(Baukol,2002; Bendell,2002; Holm & Watts,2000) کاملاً متفاوت هستند. در این اقتصاد جدید، قیود سازمانی بین دولت ها و شرکت ها به موازات احتیاج شرکت ها به اداره شدن همانند دولت ها، کم رنگ می شود (Hilto & Gibbons,2002; Grayson,2001) و دولت ها نیز شبیه شرکت ها عمل می نمایند (Monbiot,2000; Strange,1997). تاکنون اصلاحات سازمانی در این محیط جدید مفروض برای یک دهه در بخش عمومی در جریان بوده است. چنین کاری به افزایش شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به منافع سهامداران کمک نموده است (Langseth,1995; Bangura,2000; Word Bank,1997). چنین تجربه ای برای اصلاحات در بخش خصوصی آگاه کننده و دارای بار اطلاعاتی است زیرا چه در بخش عمومی و چه در بخش خصوصی بسیاری از عدم تقارن های اطلاعاتی و مشکلات اصل - نماینده که در روابط قراردادی ظاهر می شود ممکن است به طریقی واحد و مشابه مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد (Stiglitz,1995; Gibbons,1998; Eggertsson,1990; Data-Churadori,1990). موضوع مهم این نسبت که سازمان بصورت تکنیکی به گونه خصوصی یا عمومی طبقه بندی می شود بلکه موضوع اصلی این است که چگونه منابع در سازمان کنترل می شوند و چگونه این کنترل تعیین می شود.

این مقاله بحث می کند که مشکل اصل - نماینده عامل اصلی شرارت ها و بدکرداری هر دو بخش عمومی و خصوصی است [1]. این مشکلات اصل - نماینده توسط اصلاحات در بخش عمومی مورد توجه قرار گرفته است. در اینجا بطور کلی دو درس مهم و اصلی که قصد تاکید بر آن را داریم این است که ساختارهای سازمانی مشارکتی موجب پاسخگویی و شفافیت بهتری می شود و این نظام راهبری بر مبنای بازخورد آزاد، می تواند مسئولیت نسبت به سهامداران را افزایش دهد.

بخش اول یک مرور تئوریک محکم از مذاکرات منافع و سیاست ها در یک شرکت ارائه می دهد. بخش دوم مقاله بوسیله بحث در مورد یکی از برجسته ترین رویکرد های جاری به اصلاحات نظام راهبری بنام مسئولیت اجتماعی شرکت، بحث مذکور را در متن موضوع قرار می دهد. بخش سوم چند درس از اصلاحات در مدیریت بخش عمومی را روشن می سازد که باعث افزایش شفافیت و پاسخگویی در بخش عمومی شده است. بخش چهارم یک مطالعه موردی از شهر تمپه در ایالت آریزونا آمریکا ارائه می دهد که بر این مورد تاکید می شود که چگونه شفافیت بخش عمومی در عملکرد یک دولت شهری نقش بازی می کند. بخش پنجم چند درس یا موضوع برای توجه در رابطه با اصلاحات نظام راهبری ارائه می کند، خواه آن ها قانون گذاران، مشاور، سهامداران، عضو هیئت مدیره یا مدیر باشند.

قبل از شروع، چندین اخطار و احتیاط وجود دارد. اول اینکه، ما به هیچ وجه توصیه نمی کنیم که تجارت ها همانند یک شخصیت عمومی اداره شوند (یا نهادهای بخش خصوصی باید اصول قانونی و یا سازمانی همانند سازمان های بخش عمومی را برگزینند). عملکرد سازمانی بین ادارات ملی و بین سازمان های زیر ملی بسیار متفاوت است و بسیار وابسته به طیف وسیعی از متغیرهای تاریخی و سیاسی است (Grindle,1991; Wood & Waterman,1994). پیشنهاد اداره شرکت ها همانند دولت ها ممکن است بنظر غیر مبتکرانه و نادرست آید. خرد عرفی بیان می کند که دولت ها باید بیشتر همانند شرکت ها اداره شوند و بسیاری از منتقدان مدیریت عمومی به دنبال برقراری مکانیسم های بخش خصوصی در بخش عمومی هستند [2]. در عوض، ما بحث می کنیم که درس های بسیاری برای آموختن از اصلاحات بخش دولتی و



عمدتاً از اصلاحاتی که به افزایش شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به سهامداران منجر شد، وجود دارد. دوم اینکه، ما یک مرور خسته کننده از اصلاحات مدیریت بخش عمومی یا ادبیات نظام راهبری ارائه نمی دهیم. خوانندگانی که بیشتر به دنبال این موضوعات هستند می توانند به منابع و مآخذ مراجعه نمایند [3]. سوم اینکه، با این فرض که این مقاله بر تجربیات ما به عنوان عملگرایان مبتنی است، سایر خوانندگان بدون شک نظرات و تجربیات متفاوتی در رابطه با ارزش اصلاحات بخش عمومی برای بحث روی اصلاحات نظام راهبری دارند. در اینجا مقصود ما، کاوش در یک منطقه نسبتاً جدید درباره اصلاحات نظام راهبری است و نه ارائه شرایط تجربی و یا مدل تئوریکی که تحت آن آموخته های ناشی از اصلاحات بخش عمومی رفاه سهامدارن شرکت های سهامی عام را افزایش می دهد. تحقیقات تجربی بعدی این ارتباط ها را باید اکتشاف نماید.

سیاست و شرکت

سازمان های سیاسی و دولتی بسیار متفاوت از شرکت های بخش خصوص هستند. سازمان های دولتی لزوماً طراحی شده اند تا طیف وسیعی از منافع که در فرآیندهای رای دهی برای سران دولت منعکس شده است را در راینی سیاسی (Weimer & Vining, 1998; Grind & Thomas, 1991) و حتی در خود دولت (Wood & Waterman, 1994) ترکیب و یکی کنند (Shepsle & Bonchek, 1997). تعهدات اجتماعی بخش خصوصی و سازمان های تجاری بطور سنتی حداکثر نمودن سود تلقی شده است (Friedman, 1973). اگر سیاست در شرکت ها وجود داشته باشد، این سیاست به عنوان رقابت برای خط مشی های اجتماعی، ارزش ها یا رای ها تلقی نمی شود بلکه تضاد منافع یک گروه با منافع دیگر کل سیستم مدیریت "سیاست های منافع" را تشکیل می دهد.

نگاه به شرکت به عنوان عرصه مذاکرات و راه حل های سیاسی، به مکتب راه حل های متضاد جان کامن¹ بر می گردد که شرکت ها، قوانین شرکت ها و رویه های شرکت ها را به عنوان نتیجه حل تضادهای قبلی می نگرد (Rutherford, 1994). مارچ² (1962) بر روی طبیعت شرکت به عنوان سیستم متضاد سیاسی به گونه ای که شرکت (یا مدیران آن) به عنوان کارگزاران عمل کننده بین ذینفعان متعدد شرکت عمل می نماید، تاکید دارد. هاچ³ (1996) بیان می کند که تضاد منافع می تواند به دلیل وجود گروه های مختلف در سازمان که به دنبال تسخیر "احتمالات استراتژیک"⁴ یا ایجاد "وابستگی منافع"⁵ هستند ایجاد شود. این کارگزاری به نفع گروه ها یا ائتلافات بین گروه هایی خواهد بود که به بهترین نحو با محیط استراتژیک تطبیق نمایند. در این دیدگاه تفوق سهامدارن، اهمیت بازارهای سرمایه نسبت به تامین مالی از طریق بانک و کاهش اهمیت نسبی سایر ذینفعان شرکت مثل عرضه کنندگان مواد و کالا را به علت رقابت بسیار شدید منعکس می سازد (Fligstein, 1987). اغلب مدیر عامل باید به عنوان یک دیپلمات یا نماینده عمل نماید و رهبری را اعمال نماید که به شرکت صلاحیت و شایستگی مجزایش را می دهد (Selznich, 1957).

1- John common

2- March

3- Hatch

4-Strategic contingencies

5- Resource dependency



مذاکره می تواند چانه زنی توزیعی یا پیوسته باشد (Waiton & Mckersie, 1965). چانه زنی توزیعی از حل و فصل های سیاسی بین ذینفعان تشکیل می شود و چنین تئوری پردازی در دهه های 1960 و 1970 غالب و مهم بود که همراه با تضاد صنعتی بین اصناف و مدیریت، طبیعت تئوری تجارت را رنگ می بخشید. از سال 1980 تاکنون و همراه با کاهش در فعالیت متحد در سراسر اغلب OECD، تئوری حل و فصل سیاسی بیشتر پیوسته یا رضایتی بوده است. مدهای مدیریتی مختلفی وجود داشته است که جدید ترین آن تئوری ذینفعان است (Walker & Marr, 2001; Argandona, 1998; Brenner, 1993) [4]. CSR یک کاربرد قوی چنین تفکر ذینفعانی که عوامل سیاسی و مشکلات اصل - نماینده را نادیده می گیرد را بیان می دارد.

روند جاری در اصلاحات در بخش خصوصی

در دهه 1990 و اوایل دهه 2000 میلادی، سخن گفتن در مورد اصلاحات بخش خصوصی و به ویژه CSR در شرکت، دولت و جوامع مدنی افزایش یافت و غالب شد [5]. در حالیکه تعاریف زیادی از CSR وجود دارد، هولمز و واتز¹ (2000) از شورای تجارت جهانی برای توسعه پایدار² یک تعریف نمایانگر معقول را بصورت زیر ارائه دادند: تعهد مستمر توسط تجارت برای رفتار در چهارچوب اخلاق و کمک و مشارکت در توسعه اقتصادی همراه با بهبود کیفیت زندگی نیروی کار و خانواده هایشان و نیز جامعه و اجتماع محلی بطور کلی [6]. تفکر اساسی این تعریف این عقیده است که هدف مهم یرم در زمینه مالیه شرکت ها - حداکثر سازی ارزش سهامداران - قابل تحمل نیست زیرا طیف وسیعی از سایر بازیگران را نادیده می گیرد (ذینفعانی مثل اعتبار دهندگان، مشتریان، وام دهندگان، منافع محیطی و نسل های آتی). نکته مستتر در این تعریف این است که این فرض که اداره کنندگان باید نه در جهت منافع شخصی بلکه در جهت منافع سایر بازیگران مثل سهامداران اقلیت عمل نمایند. این بسیاری از موضوعات مطرح شده در ادبیات نظام راهبری را در خود جای می دهد.

هم اکنون، شرکت به عنوان کاربرد نوع دوستانه ابتکارات CSR دیده نمی شود بلکه پاسخی است به فشار خارجی که به تفوق شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به منافع سهامداران کمک نمود. مثال هایی از برنامه های شرکت شامل برنامه های شرکت های Daimler-chrysler، Dupont، Shell و DHL می شود. برنامه ها شامل طرح هایی مثل ابتکارات سه سطحی شرکت ها³ (Elkington, 1997)، هیئت های ذینفعان (Laem, 2002) و اجرای اختیاری قوانینی مثل اصول caux، اصول global Sullivan و keidanren charter می شود. سایر انواع برنامه ها شامل گواهی محصول مانند راهنماهای global reporting initiative (GRI)، استاندارد پاسخگویی اجتماعی 8000 (SA 8000) و استاندارد پاسخگویی 1000 می شود. سایر نویسندگان بر اخلاق تجارت تاکید دارند (Diehart, 2000).

در حالیکه مثال های زیادی از CSR و برنامه های نظام راهبری وجود دارد، بنظر می دسد که این برنامه ها بطور کلی به ساختار انگیزه ای زیر بنایی و عمیقی که بر رابطه بین اصل و نماینده حکم رانی می کند،

1- Holms & watts

2- World Bussiness Council for Sustainable Development

۳ - منظور همان سه سطح هیئت مدیره، مدیر عامل و سایر دپارتمان ها در شکل سستی و رایج نظام راهبری می باشد.



توجهی نمی کنند. ابتدا، برنامه های نوع CSR ممکن است منجر به عدم تخصیص بهینه منابع و انحراف در شرکت منجر شوند. عدم تخصیص بهینه منابع در شرکت ها شامل انحراف منابع و زمان مدیریت از طریق خلق پست های اجرایی CSR و زمان های ستادی اختصاص داده شده به فعالیت هایی که لزوما در عملکرد بازار هستند، می شود (Murroy, 2002). دوما، CSR ممکن است سازمان را سیاسی نماید یا بر نتایج مبتنی بر روابط از قبل موجود شامل منافع ارتباطات عمومی (PR) در شرکت تاکید نماید (Tomlinson, 2002). "مدل ذینفعان"¹ سازمان را در دو سطح سیاسی می نماید [7]. در سطح حکومت، هیئت های ذینفعان ممکن است طیفی از منصوبین سیاسی یا نمایندگان نشان شده را انتخاب نماید. در سطح عملیاتی، به همان اندازه که خطوط راهنمایی چون CSR بنظر سازمان را سیاسی می کند، ممکن است مستقیما فعالیت های غیر مولد را خلق نماید یا رقابت یا تورنمنت بجای افزایش مسئولیت ایجاد نماید. عملکرد CSR، درست همانند هر شخصیت بروکراتیک دیگری، یک لابی برای منابع بودجه ای و توجه مدیریت ارشد است (درسی که بسیاری از دولت ها و شرکت های ترکیب شده بیش از حد بزرگ در آمریکا در دهه 1970، فرا گرفتند). حتی با فرض این که منافع ذینفعان کاملا قابل تشخیص باشد و اولویت ها برقرار شود، بسیاری از ابتکارات CSR دربرگیرنده هزینه های معامله قابل توجهی است چه آنکه بسیاری از خطوط راهنمای پیشنهادی مستلزم هزینه های نسبتا بالایی در زمان و پول برای تهیه، تفسیر و استفاده هستند.

قانون مندی و تنظیم بر مبنای CSR همچنین بنظر می رسد که به مشکلات اصل - نماینده توجه نمی نماید. اولاً مقررات CSR بنظر می رسد منادی دوره همکاری دولتی در توسعه بخش خصوصی و قوانین پیش رونده ای است که به ایجاد یک نوع بهتر سرمایه داری کمک نمود. زیر بنای این فکر نیروهای متضادی است که هم اکنون دولت را به رقابت علیه تجارت و تجارت را به رقابت بر علیه دولت وا می دارد. بجای بیان ساده یک منطقه قانون گذاری ممکن، CSR یک عرصه بحث و منازعه برای راه صحیح تعیین اهداف اجتماعی و تامین مالی این اهداف را ارایه می کند. CSR نیروهای سیاست گذار برای تجارت را پیشنهاد می کند زیرا به آن ها اجازه می دهد تا برنامه کاری CSR را تعیین نمایند. به میزانی که شرکت ها سیاست اجتماعی را در تضاد با دولت های بصورت دموکراتیک انتخاب و نظارت شده تعیین می کند، این یک "کمبود دموکراتیک"² و همچنین فقدان یک پاسخگویی دموکراتیک را بیان می دارد. دوما، در حالیکه مقدار معین مشارکت ذینفعان ممکن است مفید باشد، دخالت تجارت در سیاست گذاری در متن CSR روند های گسترده تر تغییر قدرت بین تجارت و دولت را منعکس می کند (که در برخی موارد منجر به "تسخیر" یا "عقب نشینی" دولت می شود) (Monbiot, 2000; Strange, 1997). تلاش EU برای شکل دهی برنامه کاری CSR بر طبیعت سیاسی CSR دلالت دارد. سوم اینکه، افزایش پیچیدگی و جزئیات سیاست ها (شامل CSR در سطح بین المللی) یک نوع دولت چند لایه ای در جایی که قدرت به سمت سازمان های بین المللی و شرکت های چند ملیتی سوق پیدا می کند را ارائه می کند (Held et al, 1999). چنین فعالیتی یک نوع "خزیدن یا مرحله به مرحله جلو رفتن اجباری" را بیان می دارد (Einborn, 2001). با مناسب سازی

1- Stakeholder model

2- Democratic deficit



تدوین برنامه کاری CSR، این ارگان ها ادعای روحیه غیر شفاف و غیر پاسخگو و حتی حقوق قانونی برای قانون گذاری و تنظیم روابط تجارت و دولت در سطح بین المللی می کنند.

تمامی این موضوعات بیانگر این است که تجربه اصلاحات در بخش عمومی مهم می باشد. اول اینکه اگر سازمان سیاسی شود، آنگاه تعداد کمی از سازمان ها تجربیات بیشتری در رابطه با تعادل اهداف سیاسی و عملیاتی نسبت به بخش عمومی دارند. دوم اینکه اصلاحات کنونی بطور رسمی در مورد تنظیم و قانون گذاری بخش خصوصی است - اغلب توسط خود بخش خصوصی. دولت ها سابقه طولانی در تنظیم بخش خصوصی دارند، تجربه ای که بخش خصوصی و مشاوران آن می توانند کسب نمایند. سوم اینکه تقسیم عملیات تنظیم بین بخش های خصوصی و عمومی در نتیجه یک تصمیم سیاسی اتفاق می افتد. هم اکنون سیاست های پشت اصلاحات در نظام راهبری به ندرت مورد بحث قرار گرفته است. چنین "انقلاب سکوتی" نسبت به دینفعان غیر شفاف و غیر پاسخگو است. چهارم اینکه، برخی شخصیت های بخش عمومی همانند شرکت ها یک اندازه هستند و بنابراین مقایسه ممکن است [8].

درس هایی از اصلاحات در بخش عمومی

در اواسط دهه 1990 میلادی، موضوعات ضدیت با فساد و شفافیت و پاسخگویی (که به صورت ارزش مورد توجه قرار گرفته اند) برتری زیادی یافت. از چین تا آرژانتین کشورها، مناطق مختلف داخل کشورها و شهرداری ها شروع به تعقیب برنامه های "حاکمیت"¹ کردند. بر طبق اجلاس هماهنگی دهنده ضد فساد که در وینا² و در تاریخ 15 می، برگزار شد توزیع چنین برنامه های حاکمیتی به لحاظ جغرافیایی و عملکرد تفاوت می کند [9]. از نظر جغرافیایی در لیست کردن کشورها توسط تعداد برنامه های نظام راهبری ضد فساد، فدراسیون روسیه رتبه اول را با 13 برنامه به خود اختصاص داد و به دنبال آن رومانی (8 برنامه)، اکراین (6 برنامه)، آلبانی (6 برنامه)، آمریکا (6 برنامه) و اندونزی (5 برنامه) کشورهای بعدی هستند. غیبت آشکار، کمک تکنیکی بیشتر برای چین (3 برنامه) به دلیل اندازه اش و افغانستان به دلیل اهمیت استراتژیک جهانی اش است. بهر حال این اعداد برنامه هایی را که "منطقه ای" یا "جهانی" نامیده می شود را در بر نمی گیرد. با توجه به توزیع جهانی عملیات، برنامه ها (همانگونه که توسط UN طبقه بندی شده است) به صورت زیر می باشد: اجبار قانونی (82)، برنامه هایی که به علت تمرکز اولیه آن ها روی "آموزش"، "موسسه سازی" و "ظرفیت سازی"، "ظرفیت سازی" نامیده شده اند (38)، "بخش مالی / مدیریت مالی" (37)، افزایش آگاهی (34)، قانون گذاری (32)، مدیریت بخش عمومی (23)، برنامه های "قضایی" (16) و مدیریت بخش خصوصی [10].

در حالیکه اصلاحات در بخش عمومی عرصه بسیار گسترده تری نسبت به مبارزه با فساد است، اجزای ضد فساد اصلاحات بخش عمومی به چندین دلیل بسیار مورد توجه است. اول اینکه آن آشکارا به صورت مستقیم و یا غیر مستقیم به تغییر در انگیزه هایی که باعث "استفاده از قدرت عمومی برای مقاصد خصوصی" می شود کمک می نماید. دوم اینکه، آن به NGO بین المللی شفافیت برلین³ بسیار نزدیک است

1- Governance

2- Vienna

3 - Berlin-based NGO Transparency International



و همینطور به عنوان ابعاد جهانی و موضوعات فرا ذینفعی شناخته شده است که در پیوند بیشتری با دولت است تا ادبیات اصلاحات نظام راهبری بخش عمومی. در میان اغلب ادبیات حاکمیت، نظام راهبری بخش خصوصی به نظام راهبری سایر ذینفعان مانند سازمان های بخش عمومی بسیار وابسته است.

بر مبنای این تجربیات، تعدادی از بهترین عملکردها و رساله های تحلیلی منتشر شده است. بانک جهانی (1997) نقش چندین فاکتور اصلاحات بخش عمومی را برای کاهش فساد و افزایش شفافیت بیان می دارد. در اصلاح خدمات مدنی، "استخدام"، تشویق و پرداخت، آشکارا موضوعاتی حیاتی برای خلق یک ساختار انگیزه ای که کمتر به سمت بدکرداری و شرارت متمایل است و نسبت به منافع ذینفعان واکنش دارد، است. مبانی اخلاقی و ارزش های سازمانی وقتی برقرار شوند، به حفاظت از دوستی و حرفه گرایی خدمات مدنی به عنوان راهی برای پرورش انگیزه های شخصی کمک می نمایند. حتی وقتی ساختار های انگیزه ای برقرار باشد، باز هم نیاز به برقراری پاسخگویی وجود دارد زیرا "سیستم های مدیریت مالی ابزارهای قدرتمندی برای جلوگیری، کشف و تسهیل تنبیه قلب و فساد هستند". آن ها مسئولیت روشنی برای مدیریت منابع، آشکار نمودن اعمال نادرست و هزینه کردن های غیر مجاز و نیز تسهیل حسابرسی برای خلق زنجیره حسابرسی و حفاظت از ستادهای درست و راستین اختصاص می دهند. در حالیکه عدم تمرکز یک عرصه ستیزه جو برای شفافیت است، بانک جهانی پی برد که عدم تمرکز می تواند به کاهش فساد در صورت بهبود توانایی دولت برای اداره وظایف در کنار افزایش شفافیت و پاسخگویی به ذینفعان محلی، کمک نماید. اما عدم تمرکز همچنین می تواند باعث افزایش فساد گردد اگر دولت های محلی و منطقه ای انگیزه های قوی تری (برای مثال به دلیل سطح پایین پرداخت) یا فرصت های بیشتری برای انجام فعالیت های متقلبانه داشته باشند و توسط سیستم های حسابرسی و مدیریت مالی کمتر محدود شده باشند.

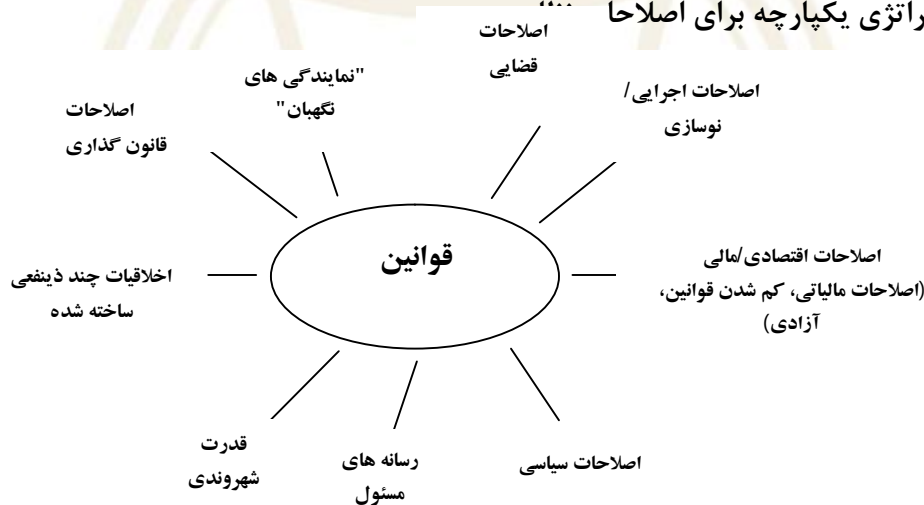
زیر بنای این اقدامات ترویج شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به منافع سهامداران می باشد. بانک به این مساله پی برد که جامعه مدنی و نظارت رسانه ای برای تنبیه فساد حیاتی هستند. رویکردهای مشارکتی و نیز پیوستگی به عنوان محرک های این نظارت عمل می نمایند. در نهایت، قانون گذاری و تنظیم، یک نقش مهم به ویژه در افشای اطلاعات مثل انتشار بودجه های دولت و سهل الوصول بودن آن ها برای خواننده شدن، گزارش های متعدد به هیئت مقننه درباره اجرای بودجه که انجام مقایسه بین هزینه ها و درآمدهای واقعی و بودجه شده را میسر می سارد و تهیه به موقع حساب های عمومی و گزارش های حسابرسی و بررسی آن ها توسط هیئت مقننه بازی می کند و رسانه یکی از زیربنای هر دولت پاسخگو و آزادی است. لازم به بیان مجدد است که در برخی کشورها قوانین "تابش"¹ (که نهاد ها را ملزم می سازد که اجلاس های عمومی را قبل از سیاست گذاری و اتخاذ تصمیمات برنامه ای برگزار نمایند) و آزادی قوانین اطلاعات (که دولت ها را ملزم می سارد که در مورد تصمیمات جاری اطلاعات کافی منتشر نمایند مگر اینکه دلایل امنیتی خاصی داشته باشند) ممکن است مناسب باشد. در نهایت با توجه به نقش مشاوره، انتشار منظم اسناد مشاوره وقتی سیاست جدیدی در نظر است، در هر جایی عملکرد مناسبی است.



بر مبنای تجربیات برنامه های بیشماری، لانگسس و همکاران¹ (1995) یک استراتژی کلی برای اصلاحات بخش عمومی (شکل 1) و برای چهار منطقه کلیدی فعالیت فراهم کرده است. لانگسس و سایر نویسندگان مثل ریدر² (2000) و روز-آکرمین³ (1996) اهمیت "استراتژی یکپارچه"⁴ را بیان می نمایند. چنین استراتژی یکپارچه ای از اصلاح و تجدید سازمان در چندین گروه ذینفعان شامل مدیران، قانون گذاران و قضات و نیز بخش خصوصی و رسانه ها تشکیل می شود.

لانگسس و همکارانش در سال 1995 اصلاحات سازمانی پیرامون چهار اصل ایجاد آگاهی، ایجاد سازمان، پیشگیری و اجبار را طبقه بندی نمودند. بطور کلی هر یک از این اصول افزایش مشارکت و کنترل و تعادل های سازمانی را حمایت می کنند. به ویژه "ایجاد آگاهی"⁵ شامل دخالت و درگیری تمامی ذینفعان، دسترسی به اطلاعات و کمپین های رسانه های پر حجم می شود. برای مثال کمیون مستقل مبارزه با فساد (ICAC) در هنگ کنگ از کنفرانس های ایجاد آگاهی با تقریباً یک درصد جمعیت در هر سال برای نشان دادن تغییر سازمانی استفاده نمود (Langseth, 2001). فعالیت های پیشگیری شامل اجرای اصول راهبری، سیستم های مدیریت مالی یکپارچه، جزایر معاهده های یکپارچه (که به دنبال خلق یک کمربند سلامت پیرامون یک بخش از سازمان و تشویق پیوستگی از آنجا می گردد) و تشویق و گسترش فعالیت هایی که باعث شفافیت می شوند، است.

شکل 1: استراتژی یکپارچه برای اصلاحات



مدیریت مبتنی بر نتیجه شامل "منشور شهروندی"⁶ می شود که انتظارات استفاده کنندگان خدمات و نیز اعلام و نظارت دارایی ها را مشخص می نماید. در نهایت "ایجاد سازمان"⁷ شامل به عهده گرفتن فعالیت هایی در سایر سازمان های ذینفع که می توانند بر راستی مدیران و پیروی دقیق از اصول توسط آن ها

1 -Langseth et al

2- Rider

3- Rose-ackerman

4- Integrated strategy

5- Awareness raising

6 - Citizen's charter

7- Institution building



نظارت نمایند. برخی از این نهادها شامل سازمان های حسابرسی بزرگ، دادگاه، افسر دولتی¹، رسانه و هیئت مقننه می باشد.

تجربیات اولیه پیشنهاد می کند که تنها افزایش قانون گذاری و تنظیم، پاسخگویی یا شفافیت را بهبود نخواهد بخشید. در ابتدا با نگاه به پاسخگویی، یکی از فعالیت های به ظاهر مفید برای افزایش پاسخگویی حسابرسی است. هم اکنون، ثابت شده است که حسابرسی دارای تعدادی نواقص شامل افزایش و شتاب در فقدان اعتماد، موسسه ای کردن پاسخگویی، جایگزینی عقلانیت پایدار با عقلانیت ابزاری و افزایش سیاست زدگی سازمان است (Power, 1997). با نگاه به شفافیت، یک بار دیگر ادبیات اصلاحات بخش عمومی پیشنهاد می کند که افزایش شفافیت ممکن است به هدف عمیق تر حذف مشکلات اصل - نماینده منتهی شود. به دلیل افزایش سیاست زدگی بخش عمومی و بسادگی به دلیل مذاکرات با یکدیگر که همه به آشوب ایجاد می کند، شفافیت ممکن است دشوار باشد اگر انجام اهداف گروه را به تاخیر بیندازد یا حتی ممکن است غیر اخلاقی باشد اگر حقوق افراد را نقض نماید (حقوق مربوط به تنهایی و اختفا و عدم بر ملا شدن افراد). شفافیت ممکن است همچنین تبدیل به یک نوع بتی شود که خالی از معنی است (همانطور که پیدایش کنفرانس های مبهم و بسیار ضعیف سازماندهی شده درباره شفافیت نشان می دهد). معمای اخلاقیات در دنیای واقعی بطور دقیقی ظهور می کند زیرا اثبات اینکه منافع گروه با عمل مشخصی در ارتباط مستقیم است، مشکل می باشد. افزایش شفافیت به تنهایی احتمالا برای حل این معما کمکی نخواهد کرد. در عوض مباحث شفافیت ممکن است موضوعات اخلاقی و سیاسی را که پشت زبان شفافیت باقی می ماند را در لاک دفاعی فرو برد. گرتس² (2002) بیان می نماید که شفافیت می تواند عملیات پنهانی خدمه های مدنی را کاهش دهد. پوسن³ (2002) تحلیل بیشتری توسط صحبت درباره اهداف شفافیت، انجام می دهد. شفافیت به تنهایی یک هدف نیست اما معمولا در مباحث سیاسی و اجتماعی به عنوان وسیله ای برای هدفی دیگر بکار می رود. اهدافی که وی بیان می دارد افزایش قابلیت پیش بینی، اعتماد، نظارت، اعتبار و سیاسی شدن است. هر یک از این اهداف بسیار پر ارزش در نظر گرفته شده است و قضاوت های بسیار متفاوتی درباره خوب و بد را در خود دارد.

بجای یک "رویکرد قانون گذاری"⁴ برای افزایش شفافیت و پاسخگویی، ساختارهای نظام راهبری در هر دو بخش خصوصی و عمومی در حال پوشش یک سیستم کنترل و تعادل هستند که به منظور تشویق خود نظارتی که برای غلبه بر مشکلات اصل - نماینده لازم است، طراحی شده است [12]. یک رویکرد سازمانی برای حکومت همچنین انواع مختلفی از دانش، توانایی، استقلال و تمایل به عمل را ترکیب می کند (Gibbons et al, 1994). مقایسه شباهت بین هیئت مدیره و مسئولین اجرایی در بخش خصوصی و قانون گذاران در بخش عمومی در بسیاری از جهات دچار نقصان است. بهرحال نقطه طراحی سازمان که کنترل و تعادل ها و ترکیب انواع مختلف صلاحیت ها را تشویق می نماید، معتبر باقی می ماند.

¹ این مقام به ویژه در کشورهای اسکاندیناوی وجود دارد و مقصود کسی که شکایات شهروندان علیه دولت یا مامورین یا کارمندان آن را بررسی می کند.

2- Geraats

3- Posen

4- Regulatory approach



مثالی از شهر تمپه در ایالت آریزونا

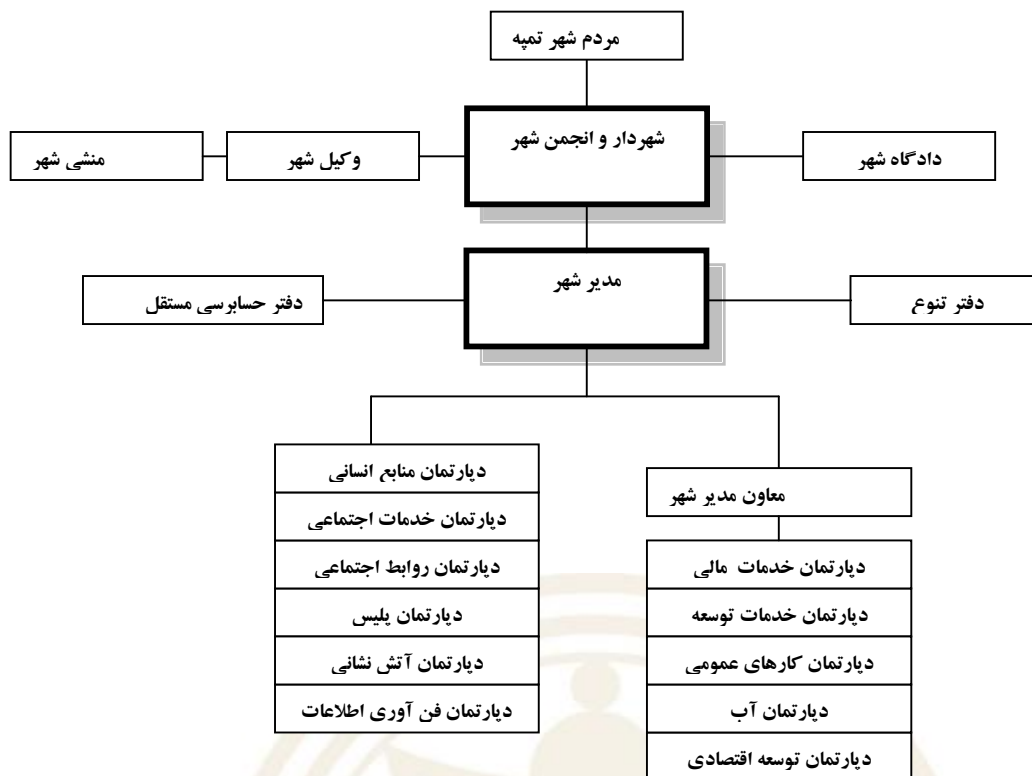
تمپه، هفتمین شهر بزرگ در ایالت آریزونا، آمریکا است که یک اقتصاد مدرن قوی مبتنی بر تجارت، توریسم و تولیدات الکترونیکی دارد. بودجه سالانه شهر تقریباً 370 میلیون دلار می باشد و یک نیروی کار 1600 نفری دارد. تمپه یک شکل انجمن / مدیر از دولت شهری دارد. هیئت مدیره شهر که انجمن شهر نامیده می شود بصورت دموکراتیک انتخاب می شوند. انجمن شهر یک مدیر که عملیات روزمره شهر را اداره می کند را منصوب می گرداند و اغلب نیروی کار شهر را از طریق یک سیستم شایسته مبتنی بر صلاحیت استخدام می نماید (شکل 2 را ملاحظه نمایید).

هر شهروندی که برای اعضای انجمن رای می دهد تنها یک رای دارد. گروه های هنری و ورزشی بطور کلی یک طیف وسیعی از نامزدها را برای اداره دفتر در اختیار دارند و در آخرین انتخابات هشت نامزد برای سه جای خالی انجمن داشتند. مدیران شهر از طرف دیگر، مدیران حرفه ای هستند که تجربیات و آموزش های فراوانی در اداره سازمان های پیچیده و بسیار بزرگ دارند.

همانند بسیاری از دولت های شهری در آمریکا که یک فرمت "منشور یا اساسنامه"¹ را دنبال می نمایند، یک تقسیم قدرت بین مدیر شهر و انجمن شهر وجود دارد. انجمن سیاست ها را وضع می کند و مدیر شهر را اداره می نماید. همانند سایر اساسنامه های آمریکایی، مدیران و انجمن های شهر اغلب متضاد هستند و انجمن های شهر مایل به نظارت و مرور طیف وسیعی از عملیات مدیران هستند. در حالیکه مدیر شهر تقریباً تمام کارمندان شهر را انتخاب می کند، انجمن شهر مدیر، وکیل شهر، قاضی و منشی شهر را تعیین و منصوب می گرداند. انجمن ها، کمک ها و نیروهای اجرایی خود را دارند به گونه ای که آن ها قادر به دریافت اطلاعات مستقل از مدیران هستند.



شکل 2



همانند مسئولین انتخاب شده، اعضای انجمن شهر به یک شبکه اطلاعاتی گسترده شامل شهروندان، تجارت ها، کارمندان شهر و سایر مسئولین انتخابی که اطلاعات، نقطه نظرات و تحلیل ها را در مورد موضوعات شهر فراهم می کنند، وابسته هستند. در حالیکه مهمترین وظیفه انجمن که توسط اساسنامه معین شده است تنظیم بودجه شهر و استخدام مدیر است، وظایف روزمره آن ها شامل بررسی و تجزیه و تحلیل طیف وسیعی از موضوعات ذینفعان است. روز یک عضو شورای انجمن ممکن است با یک صبحانه با اتاق بازرگانی محلی شروع شود و با مرور و ملاقات سایت یک پروپوزال افزایش سرمایه چند میلیون دلاری و یا ملاقات با انجمن های همسایه برای مواجهه با چالش های تکراری ادامه یابد و با یک مکالمه تلفنی شبانه با شهروندی ناراضی پایان یابد. این جدول زمان بندی شده ملاقات های روزانه نمایانگر درجه و میزانی است که شهروندان اغلب به انجمن شهر خود دسترسی دارند. هر یک از 160000 شهروند تمپه، و هزاران تجارت و یا 1600 کارمند این شهر می توانند با عضو انجمن شهر توسط تلفن، ایمیل یا ملاقات حضوری تماس برقرار نمایند. ارتباطات با سیاست گذاران شهر پر حجم و متعدد است.

تمامی تصمیمات دول شهری به صورت عمومی اتخاذ می گردد و دول شهری مجبور به انجام جلسات باز و قوانین ثبت عمومی هستند که توسط دولت ایالتی اجباری شده است. برای مثال قوانین تجدید نظر شده ایالت آریزونا (article 38-431.01) بیان می دارد که جلسات باید برای عموم مردم آزاد باشد و نیز زمان و محتویات جلسات باید ثبت شود و تمامی آن ها باید برای بررسی عمومی تا سه هفته بعد قابل عرضه باشد. بطور با اهمیت، این قوانین مربوط به جلسات آزاد و عمومی بیان می دارند که یک نهاد عمومی باید تماسی آزاد با عموم طی مدت جلسه داشته باشد، مدت زمان معقولی داشته باشد، تحت محدودیت هایی برقرار و



اداره شود و به هر شخص اجازه داده شود که هر موضوعی در رابطه با محل حکومت نهاد عمومی را مطرح نماید. هر جلسه انجمن شهر تمپه یک دستورالعمل دارد که به شهروندان اجازه می دهد هر موضوعی را با انجمن مطرح سازند.

فعالیت های انجمن همچنین از طریق کانال های گسترده رسانه ای قابل نظارت می باشد. جلسات انجمن عمومی هستند و در تلویزیون پخش می شوند و این شبکه های تلویزیونی از طریق سایت اینترنتی شهر نیز قابل دسترسی هستند که به تمامی افراد در سراسر جهان که به اینترنت دسترسی دارند اجازه تماشای فرآیند تصمیم گیری انجمن شهر تمپه در همان زمانی که اتفاق می افتد، را می دهد. تمامی برنامه های کاری و گزارشات هیئت برای جلسه در سایت اینترنتی شهر موجود می باشد (www.tempe.gov). مثالی از نوعی از جزئیات که برای بررسی عمومی و مرور اجباری انجمن موجود می باشد، بخش از برنامه کاری می باشد که "گزارش بدهی های پرداختی"¹ نامیده می شود. هر جلسه انجمن مخارج پرداختی توسط شهر را از زمان تشکیل آخرین جلسه تصویب می کند. این مخارج شامل اقلامی چون آب، برق و گاز و ... و پست می شود.

اعضای انجمن باید از یک مجموعه جامع قوانین گزارشگری مالی که توسط دولت آریزونا تعریف شده است (ARS Title 16 chapter 6) پیروی می نمایند. این قوانین نامزدهای دفتر را ملزم می سازد که نشان دهند از چه کسی پول فراهم می نمایند. علاوه، نامزدها مجبور به گزارش دارایی ها و درآمد شخصی و هر سهم یا منافع مالکیتی با اهمیتی در تجارت می نمایند. این اطلاعات به افشای تضادهای منافع بالقوه کمک می کند. دولت شهری تمپه مطابق اصول مدیریت مالی منطقی² عمل می نماید. دولت شهری تمپه اوراق قرضه AAA با رتبه Fitch، اوراق قرضه Aa1 با رتبه Moody's و اوراق قرضه AA+ با رتبه S&P دارد و یک بیمه برای کمترین هزینه ممکن بدهی های ایجاد شده خریداری می نماید. اغلب تئوری های مالی و تئوری های اداره عمومی رتبه و درجه اعتباری خوب را به علت قدرت قانونی برای جمع آوری درآمد مالیات لازم برای بازپرداخت بدهی ها یا توانایی تامین مالی از طریق دولت ملی می دانند.

بهرحال توانایی افزایش آزادانه مالیات برای افزایش درآمدها محدود می باشد. منبع عمده مالیات شهر تمپه مالیات بر فروش می باشد. تمامی افزایش های مالیات بر فروش باید توسط یک رای تصویب شود و هیئت انتخاب کننده همچنین می توانند مالیات ها را از طریق فرآیند ابتکاری کاهش یا حذف نمایند. منابع حاصل از دولت ملی نیز محدود می باشد. در انتخابات سالیانه یا انتخابات فوق العاده هر سناتور منتخبی ممکن است از دفتر توسط رای مردم خارج شود اگر شهروندان با تامین مالی شهر (یا هر شهر دیگری) مخالفت داشته باشند. این فشار عمومی که نتایج محتاطانه به لحاظ مالی دارد در تطابق است با چندین اصول مناسب مالیه عمومی که شامل سیستم تعهد یکپارچه که بطور مستقل تایید شده است، مخارج و حسابرسی که بدهی ها را "در دفاتر"³ نگه می دارد، می باشد. نقشه مدیریت مالی شهر بسیار جامع است و محک هایی برای ظرفیت مالی برقرار می نماید. نقشه مدیریت مالی همچنین پیش بینی های کوتاه و بلند مدت را فراهم می

1- Report of claims paid

2-Sound financial management

3- On the book



نماید. نقشه مدیریت بدهی، بدهی در هر سرمایه را حدود 700 تا 800 دلار، بدهی تمام نقدی را بین 1.10 تا 1.25 درصد و نسبت بدهی به درآمد دولت را در سطح 10 الی 15 درصد نگه می دارد. تمپه یک بودجه 370 میلیون دلاری را مدیریت می کند که شامل 240 میلیون دلار هزینه های جاری و 13 میلیون دلار هزینه های سرمایه ای است. هر شش ماه یک بار یک نقشه استراتژیک در راستای یک نقشه پروژه افزایش سرمایه 6 ساله تهیه می شود. این نقشه ها در پیش بینی احتیاجات آتی کمک می کنند و طراحی بودجه با در نظر گرفتن درآمدهای جاری و آتی را مقدور می سازند. نظارت ماهانه درآمدها و هزینه ها، تعدیلات هزینه ای بین سال در شرایط تغییرات اقتصادی پیش بینی نشده را مقدور می سازد. برنامه های شهری معیارهای عملکرد خود را دارند که با استانداردهای صنعت قابل مقایسه است تا شهروندان اطمینان حاصل نمایند که در حال دریافت "ارزش در عوض پول"¹ هستند. عموم مردم می توانند مدیریت مالی شهر را از طریق اسناد بودجه ای و گزارش های ماهانه درآمدها و هزینه ها (که تمامی آن ها اسناد عمومی هستند) تعقیب نمایند.

پاداش های اجرایی محوطه دیگری است که پاسخگویی در بخش عمومی در آن نقش مهمی ایفا می کند. در شهر تمپه، کمترین حقوق برای یک کارمند شهر تقریباً 25000 دلار برای یک سرایدار یا نگهبان می باشد. بالاترین حقوق تقریباً معادل 150000 دلار برای مدیر شهر می باشد (یک نسبت 1 به 6). اعضای انجمن شهر تمپه سالانه درآمدی معادل 16942 دلار دارند. برای مقایسه، در سال 1973 یک CEO تقریباً معادل 45 برابر متوسط دستمزد یک کارگر درآمد داشت (در سال 2000 این نسبت به 500 افزایش یافت). هیئت مدیره بسیاری از شرکت های بزرگ درآمدی معادل 100000 دلار برای حقوق و طرح های پاداش بصورت سهام دارند.

برخی شهرها سیستم های ناحیه ای دارند که طبق آن نمایندگان برای ناحیه های مختلف شهر انتخاب می شوند. شهرها همچنین کمیته های شهروندی² بسیار زیادی دارند (شهر تمپه 29 کمیته دارد) که اغلب دیدگاهی متفاوت با دیدگاه مدیر یا انجمن شهر دارند. نتیجه این مدیریت حرفه ای / نظام راهبری دموکراتیک ثانویه، میزان و درجه بالای رضایت شهروندان می باشد. در بررسی و پیمایش رضایت شهروندی سال 1998 که توسط دکتر بروس مریل³ از دانشگاه دولتی آریزونا انجام شد، آشکار گردید که 96 درصد شهروندان تمپه از خدمات شهر راضی یا بسیار راضی بودند. این پیمایش همچنین نشان داد که 80 درصد نظر دهندگان از نحوه مصرف پول ها و منابع شهر راضی یا بسیار راضی بودند.

بیش از 80000 دولت در ایالات متحده آمریکا وجود دارد که شامل شهرها، مناطق آموزشی و انجمن ها می شود. تمامی این دول با هم درجه ها و همتایان خود در سراسر کشور برای جذب تجارت و مقیم یا شهروند در رقابت هستند. هم اکنون تمامی آن ها بصورت یک دولت آزاد و باز و با فرآیند های دموکراتیک عمل می کنند. دولت های محلی یک مثال عالی از این مطلب است که چگونه یک سازمان می تواند به طریقی دموکراتیک، بصورت کارا عمل نماید و نسبت به نیازهای ذینفعان مسئول باشد. چنین رویه ای بیان می دارد که لزوماً احتیاجی برای مصالحه بین دموکراسی و رقابت نیست.

1- Value for money

2- Citizen committees

3- Bruce Merrill



درس هایی برای اداره تجارت همانند یک دولت

دلیل اصلی استفاده غیر بهینه منابع و وجوه توسط هر دو بخش عمومی و خصوصی مشکل اصل -نماینده می باشد. در دهه های 1970 و 1980 میلادی، سازمان های بخش عمومی تلاش نمودند تا مشخص نمایند چگونه خدمه های مدنی همانند نمایندگانی باشند که مطابق با تمایلات اصل های خود (نهاد های رای دهنده آن ها و نیز استفاده کنندگان خدمات عمومی) عمل می نمایند. در سال های اولیه دهه 2000 میلادی شرکت ها به ویژه شرکت های بین المللی که به شدت غیر متمرکز هستند با تصمیمات مشابهی در مورد اینکه چگونه مدیران باید به عنوان یک نماینده طیف وسیعی از اصل ها که شامل سهامداران، دارندگان اوراق قرضه و در حال حاضر استفاده کنندگان از خدمات محیطی و دیگران می باشد عمل نمایند. شکل 3 یک نمودار ساده از ساختار سازمانی نظام راهبری "رایج" را نشان می دهد. بسیاری از مباحث نظام راهبری بصورت روتین شرکت ها را بدین گونه در نظر می گیرند. برای مثال نشریه هاروارد بیزنس ریویو (2000) بیان نمود که مشکل اصلی نظام راهبری، دوباره کشی¹ بین قیود بین هیئت مدیره و CEO می باشد. در این نگاه سنتی و رایج به شرکت، CEO به عنوان "نقطه جدایی"² بین هیئت مدیره و ستاد های خطی و اجرایی³ دیده می شود. ساختار کلی یک "اتحاد فرمان"⁴ را نشان می دهد که توسط تئوریسین های سازمانی مثل فایول⁵ (1916) پیشنهاد شده است. در حالیکه هیئت مدیره به لحاظ سلسله مراتبی بالاتر از CEO فرض شده است، در حقیقت CEO می تواند نفوذ بی حدی بر هیئت مدیره داشته باشد یا دست به اعمال پنهانی بزند. چنین مدل "کلاسیکی" از سازمان همچنین در بخش عمومی با وزیر که نمایانگر بالاترین نقطه ساختار و روسای بخش ها و دپارتمان ها که نمایانگر سطوح پایین تر ساختار هستند، وجود دارد.

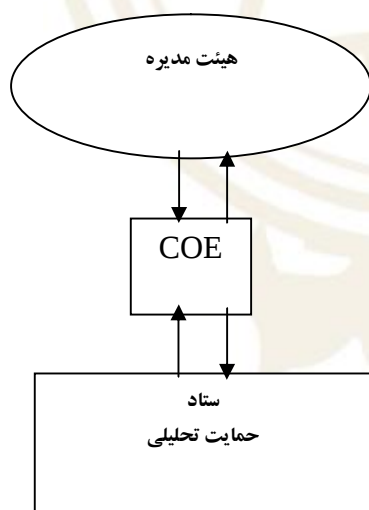
شکل 3: نظام راهبری سنتی

مزایا

- تصمیم گیری سریع (در تئوری)
- "اتحاد دستور" (فایول)
- اتحاد مقصود (در تئوری)

معایب

- مشکلات اصل - نماینده
- انتخاب اعضای هیئت مدیره توسط CEO
- نظر مدیریتی
- اتکای بر مدیریت ارشد



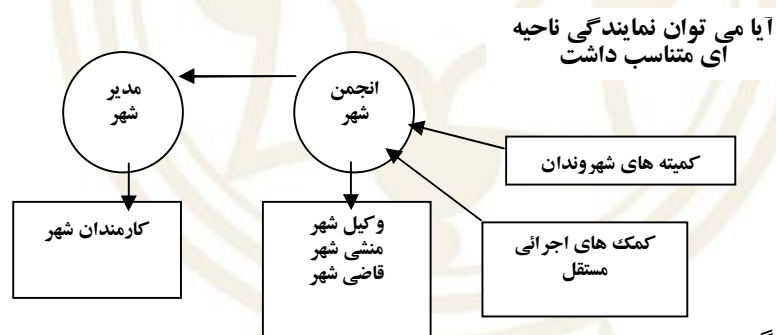
1- Redrawing
2-Wedged
3- line-staff
4- Unity of command
5- Fayol



بهرحال، شکل 4 چگونگی مواجهه با این موضوعات در بخش های عمومی را نشان می دهد. بجای یک ساختار ماشینی ساده، بخش های عمومی به سمت ساختار های مبتنی بر کنترل و تعادل حرکت نموده اند. در مدل اساسنامه، مدیر شهر (به عنوان یک مسئول اجرایی که مسئول اجرای سیاست ها است) مسئولیت را با انجمن شهر تقسیم می کند. در رابطه آن ها، هر دو شخصیت وظایف و اختیارات مشخصی دارند که به روشنی تعریف شده است.

تجربیات اصلاحات در بخش عمومی حاوی درس هایی برای اصلاحات سازمانی است. در ابتدا، شرکت های عمومی باید که "استراتژی یکپارچه" بجای یک رویکرد میان وعده ای به اصلاحات داشته باشند. بجای انتخاب یک رویکرد سه سطحی¹ یا پیشنهادات حسابداری، تمامی ساختار نظام راهبری باید توسط ذینفعان یعنی کسانی که باید قدرت بیشتری در ساختار های نظام راهبری داشته باشند، مورد بحث قرار گیرد. دوما، رسوایی ها و مقالات روزنامه ها آگاهی ها را درباره بدکرداری ها و شرارت های شرکت ها افزایش داده اند اما همانطور که افراد شاغل در حرفه از فعالیت های ضد فساد فرا گرفته اند، آگاهی بیشتر درباره "راه حل ها" بجای "مشکلات" باید مد نظر قرار گرفته شود. نکته بسیار مهم نقش جمع آوری داده در افزایش آگاهی و گزینش برتری ها و اولویت ها است [13]. سوما، شرکت ها باید دخالت سایر ذینفعان در اسناد پایه مثل بیان مأموریت هایشان را افزایش دهند (تجربه اساسنامه های شهروندی ممکن است در اینجا به کمک آید). چهارما، شرکت ها باید در مقابل افزایش مقررات مقاومت نمایند. بخش عمومی مقررات، قوانین، احتیاجات و ملزومات گزارشگری را وضع نموده است.

شکل 4: نظام راهبری مدل اساسنامه



- نظارت و پاسخگویی
- جلسات آزاد و باز هیئت

اغلب، تاثیر آن ها روی شفافیت و پاسخگویی مبهم می باشد [14]. بجای مقررات و تنظیم، اصلاحات سازمانی و پخش اطلاعات باید به منظور تعادل منافع در جایی مناسب انجام شود [15]. مطالعه موردی شهر تمپه همچنین حاوی درس هایی در رابطه با شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت نسبت به سهامداران است. با توجه به شفافیت، افشای اطلاعات و دسترسی به اطلاعات ممکن است افزایش یابد. تصمیمات بخش خصوصی اغلب بصورت خصوصی و محرمانه اتخاذ می گردد. دولت جلسات باز و آزاد

1 -triple line bottom



عمومی دارد و این جلسات توأم با الزامات ثبت و ضبط های مختلف می باشد. به غیر از موارد قانونی و موضوعات مربوط به پرسنل و مستغلات، تمامی تجارت ها زیر ذره بین عموم مردم و رسانه ها اداره و انجام می شوند. دولت هایی که نگران آثار منفی افشای اطلاعات بر سیاست گذاری هستند، متوجه شده اند که این ترس و نگرانی ها بسیار اثبات نشده و بی پایه و اساس است.

دوم اینکه، هیئت های مدیره باید روش های دموکراتیک برای انتصاب اعضای هیئت را بیشتر در نظر بگیرند. یکی از موارد ممکن این است که یک شکل محدود انتخابات بر مبنای یک جمعی از نامزدهای صلاحیت دار برگزار شود. در شرکت های مدرن، اغلب CEO اعضای هیئت مدیره را دست چین می کند. درس سوم و مرتبط این است که شاید مناسبات رای دهی برای مدیران نباید بسادگی بر مبنای تعداد سهام تحت تملک باشد بلکه باید مناسبات رای گیری "غیر خطی"¹ برقرار شود. در ادبیات انتخاب عمومی، نویسندگان پی برده اند که رای گیری وزنی ممکن است بر "تناقض های امکان ناپذیری"² فایق آید و منجر به تصمیمات بهتر شود. نتایج چنین رای گیری ممکن است از صندلی های رزرو شده در هیئت مدیره برای گروه های معین ریشه بگیرد. رای های وزنی معین (یا حتی بهینگی چنین مناسباتی) احتیج به اکتشاف با تجربیات محدود یا کارهای تئوریک دارد.

سوم اینکه، در راستای پیشنهادات هاروارد بیزینس ریویو³ (2000)، خط مذکور احتیاج به یک دوباره کشی بین CEO و هیئت مدیره دارد. در حال حاضر، CEO یک شرکت امور شرکت را اداره می کند و بخش اعظم قدرت تصمیم گیری در دست های یک نفر متمرکز شده است. در یک دولت شهری، قدرت های سیاست گذاری و اجرایی بین شهردار، انجمن شهر و مدیر شهر تجزیه و تقسیم شده است. در حالیکه برخی از دولت های شهری ممکن است به علت چنین تعادل قدرتی در زمینه های بی تصمیمی و غیر قابل انعطاف بودن شهرت داشته باشند، ولی سایر شهرها خوب عمل می کنند و بصورت تجربی ثابت نشده است که اداره شهر همیشه نسبت به بخش خصوصی در اتخاذ تصمیمات معادل ناکارتر است.

چهارم اینکه، سازمان های بخش خصوصی ممکن است یک سیاست سرمایه گذاری محتاطانه را تشویق نمایند. مالیه عمومی بر مبنای بکار بردن منابع عمومی با ریسک پایین است. سازمان های بخش خصوصی ممکن است به استفاده از "اوراق قرضه بنجل"⁴ برای تامین مالی متوسل شوند و نرخ های بالایی برای افزایش سرمایه بپردازند. حتی در ادبیات مالی بخش خصوصی، یک استراتژی بار ریسک کمتر سرمایه گذاری ارزش (خرید و نگهداری) ممکن است بازده های بلند مدت بیشتری ایجاد نماید. پنجم اینکه، اعضای هیئت مدیره شرکت و مسئول اجرایی برای دخالت در فعالیت هایی که ارزش خالص آن ها را افزایش می دهد تشویق شده اند، حتی با این فرض که در بلند مدت این فعالیت های ممکن است برای سازمان و سهامداران مضر باشد.

ششم اینکه، همانند شکل انجمن - مدیر در دولت، شاید باید چند موقعیت شغلی پایدار و ثابت برای گزارش به هیئت مدیره و نه CEO وجود داشته باشد. موقعیت هایی که به هیئت و نه CEO گزارش می دهند

1-Non-linear

2- Impossibility paradoxes

3- Harvard business review

4-Junk bond



ممکن است استقلال لازم برای اتخاذ تصمیمات بلند مدت را فراهم نمایند و خود درگیری مسئولین اجرایی ارشد را کاهش دهند. هفتم اینکه، سیستم کمیته ممکن است به گونه ای مورد تجدید نظر قرار گیرد که کمیته های سهامداران یا مشتریان مستقیماً به هیئت مدیره گزارش دهند و در ظرفیت مشورتی خود استقلال کافی داشته باشند. چنین سیستمی همچنین به عنوان یک شکل موثر بازاریابی عمل می نماید. هشتم اینکه، انجمن شهر تقریباً هر هفته جلسه دارد. هیئت های مدیره هر ماه یک بار جلسه برگزار می کنند. شهرها در معرض ابتکارات و رفراندوم هایی هستند که انجمن را مجبور به تغییر سیاست می کند. شرکت ها به ندرت، اگر نه هیچ، از سهامداران سؤالاتی در زمینه سیاست می پرسند و بنظر می رسد که هیئت مدیره تحلیل و تصمیم سهامداران را نادیده می گیرد.

دولت یک تاریخچه طولانی در مواجهه با مشکلات اصل - نماینده دارد. برخی دول در زمان های معینی در جلب توجه اصل ها به نماینده ها و کنترل "عمل پنهانی"¹ نماینده از طریق مکانیسم نظام راهبری دموکراتیک، موفق بوده اند. چالش مهم برای شرکت ها سهامی عام این خواهد بود که مکانیسم های شفاف و پاسخگو (حتی دموکراتیک) برای شکل دهی سیاست ها و اجرای آن ها را طراحی کنند. در کوتاه مدت مسئولین اجرایی شرکت ها ممکن است این نوع از فرآیند را به عنوان غیر بهره ور برای سود یا حتی کاهش دهنده منافع مقرر آن ها در نظر بگیرند. بهر حال همانطور که تجربیات اصلاحات در بخش عمومی نشان می دهد، افزایش شفافیت و پاسخگویی تاثیر منفی بر عملکرد ندارد - حتی با وجود اینکه آن لزوماً خود جستجویی مدیریتی را کاهش می دهد.

پانوشت ها

1. مشکل اصل - نماینده به موضوع اصلی در اقتصاد اطلاعاتی و سازمانی، جایی که مدیران (به عنوان نماینده) ممکن است در جهت بهترین منافع اصل ها (سهامداران یا ذینفعان) عمل نمایند بر می گردد. با توجه به اینکه مطالعات گسترده ای در زمینه مشکل اصل - نماینده انجام شده است، در این مقاله این ادبیات را مرور نخواهیم کرد. (به Williamson, 1985; Eggertsson, 1990; Gibbons, 1998; و Pejovich, 1990 مراجعه نمایید).
2. برای اطلاعات بیشتر درباره مدیریت عمومی نوین یا شروع مکانیسم های بازار در بخش عمومی به Barzalay (1992) و یا Thompson (1997) مراجعه نمایید.
3. به Monks and Minnow (2001) و Harvard Business Review (2000) و Baukol (2002) مراجعه نمایید.
4. همانطور که بعداً در این مقاله بحث خواهد شد، چنین دیدگاهی مورد توافقی از شرکت سیاست و نیز مشکلات اصل - نماینده را به علت پاسخگویی غیر شفاف نادیده می گیرد (Jensen, 2001).
5. برای مطالعه بیشتر در باره سازمان های CSR و شکست CSR به Michael (2002) مراجعه نمایید.
6. یک تلاش بر مبنای پیمایش که برای تعریف CSR توسط Hines (2001) در انگلستان انجام شده است نشان می دهد که "مسئولیت نسبت به مشتریان" مهمترین عنصر CSR (20 درصد)، می باشد و "مسئولیت نسبت به جامعه محلی" با اختلاف کم (17 درصد) در رتبه بعدی قرار دارد.
7. برای بحث در مورد سیاست های تئوری ذینفعان به Freeman (1994) مراجعه نمایید.
8. برای مثال Wal-Mart حدوداً با فدراسیون روسیه هم اندازه است.



9. این داده ها بر مبنای پروژه های گزارش شده توسط جلسه مشارکت کننده ها است که در آن USAID و بانک جهانی غایب بودند. یک مآخذ کامل وقتی این داده های نهایی و منتشر شود، فراهم خواهد شد.
10. به دلیل گزارش انواع مختلف برنامه های تحت بررسی، این ارزش های تقریبی هستند.
11. برای اطلاعات بیشتر در مورد جزئیات استراتژی های ضد فساد به Riley,1993; Langseth,1997; World Bank,2000 یا Klitgaard et al.,2000 مراجعه نمایید.
12. برای مثالی در مورد مناسبات نوع "خود مجبوری"، به Coate and Ravallion (1993) مراجعه نمایید.
13. نقش جمع آوری اطلاعات در بازاریابی به خوبی برقرار شده است. بهر حال، نقش جمع آوری اطلاعات در برقراری ترجیحات اجتماعی کمتر پیشنهاد شده است و شرکت ها ممکن است از تجربیات "بازاریابی اجتماعی" سود برند (Kotler,1989).
14. Power (1997) به رشد فراوانی استفاده از حسابرسی و رشد نهادهای حسابرسان به عنوان "انفجار حسابرسی" توجه می نماید. برای Power و دیگر مفسرین آثار حسابرسان بر انجام خدمات عمومی بسیار غیر روشن می باشد.
15. بخش اعظم ادبیات پیشنهاد می کند که قراردادهای مبتنی بر انگیزه راه موثری نسبت به افزایش بوروکراسی برای قانون گذاری است.

منبع:

Michael B. and Gross R. (2004) *"Running business like a government in the new economy: lessons for organizational design and corporate governance,"* CORPORATE GOVERNANCE Vol.4, no.3, pp: 32-46.



بررسی نظام راهبری شرکت ها در آلمان

مترجم: افسانه رفیعی

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران

یک نظام راهبری معمولاً به عنوان ترکیبی از ابزارهایی که اطمینان می دهند که نماینده (مدیر شرکت) شرکت را برای منافع یک یا چند اصل (سهامداران، بستانکاران، عرضه کنندگان، مشتریان، کارکنان و سایر گروه هایی که شرکت با آن ها فعالیتش را اداره می کند) می گرداند، ابزارهای در دسترس برای اطمینان از کارایی اقتصادی متعددند و عبارتند از: (1) بازار کنترل شرکت (هم بازار انحصار غیر دوستانه و هم بازار کنترل دوستانه) (2) سهامداران عمده و بستانکاران (در بانک های خاص) (3) مکانیزم های کنترل های داخلی نظیر هیات مدیره، کمیته های غیر اجرایی مختلف و طراحی قراردادهای پاداش مدیران اجرایی، و (4) مکانیزم های خارجی نظیر رقابت در بازار محصولات، حسابرسی خارجی و چارچوب قانونی نظام حقوقی کشور و بورس های سهام. در این چارچوب تحلیلی نظام آلمانی دارای مشخصات بازار کنترل شرکت دوستانه، سهامداران بزرگ، نظارت دورن گروه شرکت ها و بانک / بستانکار، هیات مدیره دو قطبی (مدیریت و نظارت) با عوامل مشترک بین سهامداران و کارکنان در هیات های نظارتی، حساسیت غیر قابل انکار پاداش مدیران به عملکرد، بازارهای محصول رقابتی، و مقررات نظام راهبری شرکت ها که عمدتاً مبتنی بر دستورات اتحادیه اروپا است اما ریشه های عمیق در اصول حقوقی آلمان دارد، می باشد. وجهه مهم دیگر نظام آلمان معیار کارایی است که نظام راهبری آن را تقویت می کند، در حالیکه در آلمان (و در بسیاری از کشورهای اتحادیه اروپا) تعریف نظام راهبری شرکت ها آشکارا بر حداکثر کردن منافع ذینفعان اشاره می کند، سیستم انگلو- امریکن بیشتر بر ایجاد بازده منصفانه برای سرمایه گذاران تأکید دارد.

یک ویژگی اصلی تجارت در آلمان رویکرد برابری طلب متمایل به اکثریت است، که اغلب سرمایه داری ساحل رودخانه راین خوانده می شود (اشمید و وارنبرگ، 2003). این فصل سیستم نظام راهبری شرکتهای آلمانی را بررسی می کند. ما مدل های نظری اصلی درباره مکانیزم های مختلف را توضیح می دهیم و شواهد تجربی مرتبط را از آلمان خلاصه می کنیم. همچنین برای روشن شدن ویژگیهای مورد آلمان، این کشور را با سایر کشورها مقایسه می کنیم. تلاش می کنیم تمام تحقیقات مرتبط را مرور نماییم. با این حال، ادعا نمی کنیم که این بررسی جامع است. لازم به توضیح است که، با آن که چندین مرجع درباره چارچوب حقوقی ارائه کرده ایم، رویکرد ما اساساً مبتنی بر اقتصاد است.

ساختار این فصل چنین است. بخش اول الگوی مالکیت و کنترل را توضیح می دهد و نشان می دهد که کنترل الزاماً همان مالکیت نیست، زیرا راه های مختلفی برای انحراف از اصل هر سهم یک حق رأی وجود دارد. در این بخش بر نظارت سهامداران نهادی و ماهیت کنترل توسط انواع مختلف سهامداران، با توجه ویژه به شرکت های صنعتی و بانک ها، تأکید می کنیم. در بخش دوم به سایر مکانیزم های داخلی، به ویژه هیات مدیره و پاداش مدیران اشاره می کنیم. بخش سوم مربوط به مکانیزم های خارجی، یعنی بازار کنترل



شرکت، تغییرات در تمرکز کنترل، نظارت بستانکاران و رقابت بازار محصولات است. تحولات قانونی اخیر در بخش چهارم ارائه شده است. بخش آخر نتیجه گیری است.

مالکیت و کنترل

چه زمانی کنترل با مالکیت متفاوت است؟

مشکلات بالقوه نمایندگی در شرکت های سهامی بزرگ بسته به این که آیا اصل یک سهم یک رأی رعایت شده یا خیر متفاوت است. جدول 13.1 این موارد را خلاصه کرده است. زمانی که مالکیت پراکنده با قدرت رأی دادن ضعیف سهامداران همزمان می شود، چنانکه قسمت الف نشان می دهد، مشکلات نمایندگی جدی میان مدیران و سهامداران به وجود می آید (برل و مینز، 1932). نظارت بر مدیران ممکن است برای سهامداران کوچک گران باشد زیرا باید تمام هزینه های نظارت را متحمل شوند اما تنها به اندازه سهم کوچک خود از منافع آن بهره برند (دمستر، 1983؛ گراسمن و هارت، 1980، 1988). در نتیجه، تنها سهامداران بزرگ برای نظارت بر شرکت انگیزه دارند. از یک طرف، کنترل پراکنده نقدینگی سهام را بالا می برد و از طرف دیگر، مالکیت قوی و قدرت رأی نقدینگی را پایین می آورد اما یک سهامدار کنترل کننده بزرگ احتمال این که مدیران از حداکثر کردن ثروت سهامداران منحرف شوند را کاهش می دهد. با توجه به این موازنه، این سوال پیش می آید که آیا قدرت رأی سهامداران بزرگ باید برای جلوگیری از سلب مالکیت از سهامداران اقلیت محدود شود یا قدرت رأی متمرکز باید برای تحت کنترل درآوردن اقدامات مدیران تشویق شود (لاپورتا و همکارانش، 1998؛ شلیفر و ویشنی، 1997).

دو مورد اصلی که در آن مالکیت و کنترل همزمان است در قسمت الف (مالکیت و کنترل پراکنده) و قسمت د (مالکیت و کنترل متمرکز) از جدول 13.1 آمده است. بیشتر شرکت های انگلو امریکن در قسمت الف قرار می گیرند در حالی که شرکت های آلمانی در قسمت د هستند. شرکت های اتحادیه اروپا و ژاپن به قسمت ب تمایل دارند. جدول 13.2 خلاصه ای از شواهد اخیر درباره کنترل و مالکیت شرکت های آلمانی را نشان می دهد.

ادواردز و نیبلر (2000) و فرانکس و مایر (2001) گزارش کرده اند که بیش از نیمی از شرکت های پذیرفته شده آلمانی مالکیتی بیش از 50% سرمایه را دارند. علاوه بر این، ادواردز و ویچنریدر (1999) نشان دادند که نسبت واقعی حق رأی اعمال شده توسط بزرگترین سهامداران شرکت های آلمانی پذیرفته شده در مجمع عمومی سالانه به آن ها اکثریت می دهد (54/84%). تمرکز کنترل نیز زمانی که با استفاده از معیار کنترل نهایی سنجیده می شود که کنترل را از طریق زنجیره های ذینفعان مستقیم ردیابی می کند بسیار بالا است (گورتون و اشمید، 2000) و تمرکز مالکیت نهایی حتی در شرکت های پذیرفته نشده نیز بالا است (ادواردز و نیبلر، 2000، کوک، 2003).



جدول 13.1- مالکیت و کنترل

کنترل		
قوی	ضعیف	
قسمت ب: مالکیت پراکنده و کنترل متمرکز	قسمت الف: مالکیت پراکنده و کنترل پراکنده	پراکنده مالکیت
قسمت د: مالکیت متمرکز و کنترل متمرکز	قسمت ج: مالکیت متمرکز و کنترل پراکنده	متمرکز
قسمت الف: مالکیت پراکنده و کنترل ضعیف کجا: ایالات متحده آمریکا و بریتانیا مزایا: (الف) احتمال بالا برای تنوع بخشیدن به سبد سهام و نقدینگی بالا؛ (ب) وجود یک بازار انحصار شرکت معایب: نظارت ناکافی؛ مشکل سوار مجانی تضاد نمایندگی: مدیریت در برابر سهامداران قسمت ب: مالکیت پراکنده و کنترل قوی کجا: کشورهایی که در آن ها ذینفعان می توانند رأی وکالتی داشته باشند، در آن ها ائتلاف سهامداران میسر باشد، در آن ها سهام بدون حق رأی منتشر شود و هرم های سهامداران وجود داشته باشد؛ مانند اتحادیه اروپا مزایا: (الف) نظارت بر مدیریت (ب) تنوع بخشی به سبد سهام و نقدینگی معایب: (الف) انحراف از یک سهم یک رأی (ب) کاهش احتمال انحصار شرکت تضاد نمایندگی: سهامداران نهادی کنترل کننده با سهامداران کوچک قسمت ج: مالکیت متمرکز و کنترل ضعیف کجا: هر شرکتی با محدودیت های حق رأی مانند بعضی شرکت های آلمانی مزایا: حمایت از حق اقلیت معایب: (الف) انحراف از یک سهم یک رأی (ب) انگیزه نظارتی پایین (ج) تنوع بخشی پایین به سبد سهام و نقدینگی پایین (د) هزینه سرمایه بالا تضاد نمایندگی: مدیریت در برابر سهامداران قسمت د: مالکیت متمرکز و کنترل متمرکز کجا: اتحادیه اروپا، ژاپن، در هر شرکتی بعد از انحصار مزایا: انگیزه بالای نظارت معایب: (الف) احتمال تنوع بخشی به سبد سهام کم و نقدینگی پایین (ب) احتمال پایین انحصار تضاد نمایندگی: سهامداران نهادی در برابر سهامداران کوچک منبع: رنبوگ (1998)، کوریا و همکاران (2004)		

بچت و بوهمر (2001، 2003) نشان دادند که نه تنها تمرکز بالایی در قدرت رأی در میان شرکت های پذیرفته شده وجود دارد (82% از آن ها سهامداران نهادی بزرگ کنترل کننده ای دارند که بیش از 25% از حق رأی را دارد) اما بزرگترین سهامداران اغلب با سایر سهامداران بزرگ رو در رو نمی شوند (تنها 20% از این شرکت ها بیش از دو سهامداران بزرگ به ثبت رسیده دارند) و اندازه متوسط دومین سهامداران بزرگ



(7.4%) کوچک است (ادواردز و فیشر، 1994؛ ادواردز و نیلبر، 2000 را ببینید). در تصمیمات بسیار مهم، مانند تعدیلات اساسنامه شرکت، تلفیق، و تغییرات در سرمایه شرکت که معمولاً نیازمند اکثریت مطلق 75% از آرا است، سهامداری با بیش از 25% آرا یک گروه اقلیت است. بچت و بوهمر (2003، صفحه 10) به فراوانی گروه های رأی دهنده بر حسب اندازه شان اشاره کرده و نتیجه گرفته است که گروه های رأی دهنده دسته های 25، 50، و 75% هستند. این نشان می دهد که اندازه گروه ها به دقت انتخاب می شود و کنترل مساله ای مهم برای سهامداران است.

در عمل، تعدادی از شرکت های آلمانی بزرگ با قسمت د جدول 13.1 مطابقت ندارند، در عوض با قسمت های ب و ج مطابقت دارند. یک دلیل برای آن این است که اصل یک سهم یک رأی (گراسمن و هارت، 1988؛ هاریس و راویو، 1988) الزام رعایت نمی شود. در واقع، همان گونه که جدول 13.3 نشان می دهد، برخی شرکت های آلمانی حتی سهامی که مدرک قانونی مالکیت هستند ندارند (ادواردز و نیلبر، 2000، صفحه 241). این مثال شرکت خصوصی GmbH با بدهی های محدود است، شکل حقوقی 15% از شرکت های آلمانی در 1994 (وان در الست، 2002). بر اساس مقاله کوک (2001)، اندازه متوسط بزرگترین سهامداران در این شرکت ها 89% است و تنها 4% از GmbH (تقریباً 400000 در سال 1994) مالکیت پراکنده داشت.

قسمت ج از جدول 13.1 موردی را ارائه می کند که در آن تمرکز قدرت رأی کمتر از مالکیت است. در این مورد، انحراف از اصل یک سهم یک رأی با استفاده از سرمایه های دارای حق رأی که برای جلوگیری از اعمال کنترل توسط سهامداران بزرگ طراحی شده است، به وجود می آید. سرمایه های دارای حق رأی ممکن است حمایت از سهامداران کوچک در برابر سلب مالکیت توسط سهامداران بزرگ را افزایش دهد، اما آن ها نیز مدیریت را در سنگر قرار می دهند. بعضی مثال ها از شرکت های آلمانی که چنین سرمایه های دارای حق رایایی داشتند عبارتند از BASF (5%)، Bayer (5%)، Deutsche Bank (5%)، Linde (10%)، Mannesmann (5%)، Phoenix (10%)، Schering (3.51%)، Volkswagen (20%)، در گذشته، سرمایه دارای حق رأی در مواردی برای دفع یورش بیگانگان استفاده می شد. برای مثال، فرانکس و مایر (1998) نشان دادند که در هر یک از سه هجوم خصمانه برای کسب انحصار در آلمان از زمان جنگ جهانی دوم محدودیت های حق رأی مورد استفاده قرار گرفته اند. در موارد شرکت های Feldmuhle و Noble، استفاده از سرمایه دارای حق رأی برای جلوگیری از انحصار شرکت کمک گرفته شده است. با این حال، چنین حق رایایی هم اکنون ممنوع شده است (بخش ابزارهای نظام راهبری شرکت ها خارجی و سومین قانون پیشرفت بازارهای مالی را ببینید).

جدول 13.2-مالکیت و کنترل در آلمان: مطالعات منتخب جدید

مطالعه	سال نمونه	تعداد شرکت ها و تعریف نمونه	نوع گروه	بزرگترین گروه (میانگین %)	دومین گروه بزرگ (میانگین %)
گورتون و اشمید (2000)	1989-93	186 شرکت از بزرگترین 250 شرکت که در پایان سال 1993 در حداقل یکی از بخش های دوگانه بازار معامله می شوند: امتلیچر هندل یا جرجلتر مارکت	دارای حق کنترل	—	—
فرانکس و مایر (2001)	1990	171 شرکت بازرگانی و صنعتی (زیرمجموعه جامعه 477 شرکت بازرگانی و صنعتی در آلمان در سال 1990)	منافع مستقیم	—	—
ادواردز و ویچنریدر (1999)	1992	102 شرکت پذیرفته شده استخراج شده از میان 158 شرکت غیر مالی بزرگ در سال 1992	منافع مستقیم (یا حق کنترل؟)	مالکیت: 46/30 % در مجمع عمومی: 54/84	مالکیت: 8/34 % در مجمع عمومی: 10/11
ادواردز و نیبلر (2000)	1992	156 شرکت از میان 200 شرکت بزرگ غیر مالی در سال 1992	منافع مستقیم	پذیرفته شده: 47/0 پذیرفته نشده: 80/0	پذیرفته شده: 9/0 پذیرفته نشده: 13/0
لهمان و ویگاند (2000)	1991-96	361 شرکت از میان بخش های معدنی و تولیدی	منافع مستقیم	پذیرفته شده: 73/40 پذیرفته نشده: 97/87	—
لا پورتا و همکارانش (1999)	1996	20 شرکت بزرگ پذیرفته شده	منافع مستقیم	—	—
بچت و بوهمر (2001، 2003)	1996	جامعه 430 شرکت پذیرفته شده در بازارهای رسمی	گروه رأی دهنده	58/9	7/4

—	48/54 :CFR	جریانات نقدی (CFR)	690 شرکت سهامی عام (مالی و غیر مالی)	1996	فاشیو و لانگ (2002)
—	54/50 :CR	و حق کنترل (CR)	1519 شرکت تولیدی به شکل قانونی	1998	کوک (2001)
—	89/44 :GmbH	کنترل نهایی و منافع	KG		
—	پذیرفته نشده	مستقیم			
		83/23 :AG			
	57/66 :AG	پذیرفته شده			
8/2	46/1	بازار رسمی گروه؛ بازار منافع قانونمند	542 شرکت پذیرفته شده در بازارهای رسمی و قانونمند	1999	وان در الست (2002)
منبع: برگرفته از بچت و بوهمر (2003)					

جدول 13.3- شکل های حقوقی اصلی سازمان تجاری در آلمان

GmbH	KG	AG	شرح
شرکت خصوصی با بدهی محدود	تضامنی نسبتاً محدود با سهام	شرکت عام با بدهی محدود	% از کل شرکت های آلمان
14.4	3.2	0.1	

انتشار سهام نشان دهنده مالکیت است؟	بله	بله	خیر
پذیرفته شده؟	بله	بله	خیر
هیات نظارت کننده	بله	هیچ هیاتی قانوناً الزامی نیست	بله، اگر بیش از 500 کارمند داشته باشد
تصمیم گیری مشترک	- تصمیم گیری مشترک با برابری کامل: شرکت های ذغال سنگ، فولاد و معدن با بیش از 1000 کارمند	تصمیم گیری مشترک با برابری کامل: مانند AG	تصمیم گیری مشترک با برابری کامل: مانند AG
	- تصمیم گیری مشترک شبه برابر: شرکت هایی با بیش از 2000 کارمند غیر مرتبط با در تصمیم گیری مشترک با برابری کامل تصمیم گیری مشترک یک سوم:	تصمیم گیری مشترک شبه برابر: مانند AG	تصمیم گیری مشترک یک سوم:
	شرکت های غیر خانوادگی با کمتر از 500 شرکت های خانوادگی با 500-2000 کارمند کارمند که قبل از 10 اوت 1994 پذیرفته شده غیر مرتبط با تصمیم گیری مشترک با و شرکت های غیر فامیلی با 500-2000 کارمند غیر مرتبط با تصمیم گیری مشترک با برابری کامل	شرکت های غیر خانوادگی با کمتر از 500 شرکت های خانوادگی با 500-2000 کارمند کارمند که قبل از 10 اوت 1994 پذیرفته شده غیر مرتبط با تصمیم گیری مشترک با و شرکت های غیر فامیلی با 500-2000 کارمند غیر مرتبط با تصمیم گیری مشترک با برابری کامل	برابری کامل



سرانجام، قسمت ب از جدول 13.1 نشان می دهد که داشتن مالکیت پراکنده با قدرت رأی متمرکز محتمل است. با این که چنین شرایطی منافع کنترل - افزایش نظارت - و مالکیت پراکنده - تنوع ریسک - را ترکیب می کند، این خطر نیز وجود دارد که کنترل متمرکز برای به دست آوردن منافع خصوصی از سهامداران اقلیت مورد استفاده قرار گیرد (بیچاک و همکاران، 2000). نظام های قوانین شرکت ها در بیشتر کشورهای اتحادیه اروپا شامل ابزارهای مختلفی است که به سهامداران کنترل کننده اجازه می دهد از طریق مزایای خصوصی کنترل به بازده سرمایه گذاریشان که بیشتر از بازده مالی است دست یابند (لا پورتا و همکاران، 1999). مکانیزم هایی که ما بررسی می کنیم عبارتند از: (الف) هرم های مالکیت، (ب) حق رأی وکالتی، (ج) توافق ها و پیمان های رأی دادن، و (د) سهام با طبقات دوگانه.

شایع ترین ابزار برای کسب کنترل با سرمایه گذاری محدود مالکیت هرمی یا آبشاری است. این ابزارها سهامداران را قادر می سازد تا کنترل را از طریق مالکیت چند ردیفی به دست آورند در حالیکه حق نسبت به وجوه نقد را با سایر سهامداران (اقلیت) در هر یک از ردیف های میانی مالکیت سهیمند. بنابراین، هرم های مالکیت محدودیت های نقدینگی را که سهامداران بزرگ با آن مواجهند کاهش می دهد با این حال به آن ها امکان حفظ قدرت رأی اساسی را می دهد. فرانکس و مایر (2001) و کوک (2001) نشان دادند که شرکت های آلمانی اغلب از طریق این هرم ها کنترل می شوند (فاکشیو و لانگ، 2002؛ گورتن و اشمید، 2000 را نیز ببینید). با این وجود، نمونه ها و تعاریف آنان و به تبع آن برخی نتیجه گیری هایشان متفاوت است. فرانکس و مایر (2001) 33 هرم را در نمونه ای از 38 شرکت یافتند (87%) که از میان آن ها 10 مورد فقط با انگیزه کنترل بودند زیرا انحراف شدیدی از اصل یک سهم یک رأی داشتند. بانک ها و خانواده ها در راس این ساختار ها قرار داشتند (به طور متوسط با 2.2 لایه) که بر مبنای حضور حداقل یک سهامدار بزرگ که بیش از 10% سهام را به طور غیر مستقیم از طریق شرکت دیگر دارد تعریف شده است. کوک (2001) مواردی از هرم ها در 45% از یک نمونه بزرگ از تقریباً 1500 شرکت را گزارش می کند، اما آستانه ای که زنجیره ها یا ردیف ها تعریف می شوند 50% است. با این معیار تقریباً یکی از دو شرکت در این نمونه یک شرکت غیر مالی در سطح نهایی (دوم یا سوم) از هرم دارد. این از ادعای قبلی ما که درصد بزرگی از بخش تجاری آلمان متعلق به قسمت ب جدول است پشتیبانی می کند. جالب است که، GmbH رایج ترین شکل حقوقی در نمونه کوک بوده است (حدوداً 82% از شرکت ها). علاوه بر این، بسیاری از این GmbH ها بخشی از گروه های شرکت های تحت سیطره یک AG هستند.

همانطور که در بالا اشاره شد، احتمال دارد که هرم ها بتوانند منجر به سلب مالکیت از سهامداران اقلیت شوند. بیایید مثالی را در نظر بگیریم. اگر یک تولید کننده اتومبیل که صندلی های مورد نیازش را از یک پیمانکار می خرد، سهامدار عمده در شرکت پیمانکار باشد یک مزیت مهم (استراتژیک) به دست می آورد. سهامدار بزرگ معمولاً در هیأت مدیره نماینده دارد و در نتیجه می تواند اطلاعات خصوصی درباره ساختار هزینه شرکت یا انعقاد قرارداد با رقبا به دست آورد. سهامدار بزرگ برای مثال می تواند پس از کسب چنین اطلاعاتی در مذاکرات قیمت صندلی ها



تجدید نظر کند. در نتیجه، چنین مبادلاتی می تواند منجر به معیار دیگری از تضاد نمایندگی شود، یعنی تجاوز به حقوق سهامداران اقلیت. بیابید مثال دیگری را در نظر بگیریم. فرض کنید که یک سهامدار 51% سهام دارای حق رأی شرکت الف را دارد و مالک 100% سرمایه شرکت ب است. اگر شرکت الف فروشنده به شرکت ب باشد، سهامدار کنترل کننده ممکن است برای کاهش قیمت انتقالی کالای فروخته شده به شرکت ب انگیزه داشته باشد. در نتیجه سود شرکت ب که تحت کنترل کامل سهامدار عمده است حداکثر می شود. همزمان، سود شرکت الف حداکثر نمی شود، که مستقیماً سهامداران اقلیت را در مخاطره قرار می دهد.

جانسون و همکاران (2004) مثال هایی از این رویه ها در فرانسه، ایتالیا و بلژیک ارائه می کنند. مطالعه پیشین استدلال می کند که استفاده از چندین مکانیزم برای تفکیک مالکیت و کنترل ممکن است سلب حقوق سهامداران اقلیت در آلمان را نیز تسهیل کند. ادواردز و ویچنریدر (1999) نشان دادند که افزایش در حق کنترل سهامداران عمده تهدیدی موثر برای سهامداران اقلیت محسوب می شود. با این حال، آن ها ادعا می کنند که این اثرات منفی ممکن است تا حدی با مزایای نظارت بیشتر بر مدیریت هنگامی که سهامدار عمده یک شرکت غیر بانکی یا بخش عمومی است جبران شود. کوک (2001) استدلال می کند که در 10% از نمونه او، با توجه به این که حق گردش وجوه نقد بزرگترین سهامداران تنها 25% یا کمتر از حق کنترل آن ها است، سهامدار نهایی می تواند نظارت کارا را به تاخیر بیاورد.

دومین مکانیزم که با حق وجوه نقد محدود کنترل ایجاد می کند رأی وکالتی است. در ایالات متحده آمریکا و بریتانیا، مدیریت هنگام ارائه پیشنهاد به مجمع عمومی سالانه معمولاً درخواست رأی وکالتی برای حمایت از مواضعشان می کنند. در آلمان، بانک ها اعمال کنندگان اصلی آرای وکالتی هستند زیرا از آن جا که بیشتر سهام به شکل سهام بدون اسم هستند، دارندگان آن ها را در بانک ها سپرده گذاری می کنند. و بانک ها مجاز به استفاده از حق رأی این سهام هستند (به شرط آن که بانک چگونگی رأی خود را اعلام کند و سپرده گذار نظر دیگری را ابراز نکرده باشد). برای مثال، در خرید غیر دوستانه فیلممول توسط برادران فلیک که در بالا اشاره شده است، محدودیت های رأی دادن از سوی بانک دوشه که 55% حق رأی را پذیرفته است، اعمال می شود. با این حال، بانک دوشه تنها 8% سهام این شرکت را به طور مستقیم در دست دارد، باقی مانده آرای وکالتی است (فرانکس و مایر، 1998). ادواردز و نیلبر (2000) شواهد بیشتری از آرای وکالتی در دست بانک ها در نمونه ای از 156 شرکت آلمانی پذیرفته شده و پذیرفته نشده در سال 1992 ارائه دادند. داده های آن ها نشان می داد که اغلب بانک ها حق آری را بیشتر از طریق آرای وکالتی به دست می آورند نه سهام خودشان. علاوه بر این، آن ها اشاره کردند که آرای وکالتی در دست بانک ها تنها بر حاکمیت AG ها و KG ها اثر دارد نه بر GmbH ها. با در نظر گرفتن همه این ها، به نظر می رسد آرای وکالتی قدرت رأی موثری به ویژه در شرکت های بزرگ پذیرفته شده آلمان به بانک های آلمان (به خصوص به سه بانک بزرگ آلمان: بانک دوشه، بانک درستر، و کامرزبانک) داده است (فرانکس و مایر، 2001؛ و پریژه، 1998 را نیز ببینید).



سومین مکانیزم قراردادهای رأی است. قراردادهای رأی سهامداران را قادر می‌سازد کنترل بیشتری را به صورت گروهی به جای انفرادی اعمال کنند. برای نمونه، به گفته فرانکس و مایر (2001) در بسیاری از شرکت‌های آلمانی ائتلاف‌های (فرضی) شکل گرفته توسط دو یا سه تا از بزرگترین سهامداران می‌توانند به سادگی کنترل را به دست گیرند؛ شواهد اسپانیایی و انگلیسی در این مورد را نیز به ترتیب در تحقیقات لیچ و مانیون (2002) و لیچ (2001) ببینید. با این حال، جدا از استثنای مهم کرسی و رنبوگ (2002)، شواهد تجربی کمی در دست است که ائتلاف‌های بلندمدت سهامداران در اروپا شکل گرفته باشد زیرا چنین ائتلاف‌هایی می‌تواند هزینه‌های قابل توجهی داشته باشد. برای مثال، قوانین بریتانیا اتحاد بلندمدت سهامداران را به صورت یک سهامدار واحد در نظر می‌گیرد و در نتیجه ائتلاف باید تمام قوانین مربوط به افشای اطلاعات، افشای مقاصد استراتژیک و غیره را رعایت کنند. به گفته جنکینسون و لیونگویست (2001)، نظام راهبری شرکت‌ها کشورهایمانند آلمان که در آن سهامداران بزرگ وجود دارند، هم غیر قابل پیش‌بینی و هم بدون شفافیتند. جدال‌های کنترل اغلب شامل منافع مداوم و پنهان و در هم تنیده‌ای میان ائتلاف‌های رقیب و تجدید نظر در قراردادهای رأی است. بیشتر ائتلاف‌ها معمولاً با هدفی خاص و کوتاه مدت شکل می‌گیرد مانند برکناری مدیریت با عملکرد بد.

چهارمین مکانیزم برای تفکیک مالکیت طبقات دوگانه سهام است. در این حالت، یک طبقه (سهام ب) حق رأی کمتری نسبت به طبقه دیگر (سهام آ) دارند. در ایالات متحده آمریکا، طبقات دوگانه سهام از دهه 1980، زمانی که بورس‌های سهام انتشار سهام در طبقات مختلف را آزاد ساختند، برای سرمایه‌گذاران اهمیت روز افزون یافته است. این سهام در شرکت‌های اروپایی نیز منتشر می‌شود (برای مثال در ایتالیا، اسکاندیناوی، و سوئیس) اما هم شرایط و هم حقوق منضم به این سهام در میان اعضای اتحادیه اروپا تفاوت‌های عمده‌ای دارد. در آلمان سهام بدون حق رأی مورد استفاده قرار می‌گیرد، هر چند ممکن است به بیش از 50٪ سرمایه نرسد. فاکشیو و لانگ (2002) تخمین می‌زنند که نسبت شرکت‌هایی با طبقات دوگانه سهام در آلمان 18٪ است. جورج و رنبوگ (2003) نشان دادند که انتشار سهام بدون حق رأی برای ممانعت از تغییر کنترل بسیار موثر بوده است. انتشار سهام با حق رأی چندگانه در می 1998 در آلمان غیر قانونی اعلام شد و ماده قانونی پدربزرگ در 1 ژانویه 2003 وضع شد (بینرت، 2000). با این حال، شرکت‌های آلمانی همانند شرکت‌های سایر کشورها هنوز می‌توانند سهام ممتاز منتشر کنند. این‌ها سرمایه بدون ریسک و بدون حق رأی هستند اما حق ویژه‌ای نسبت به تقسیم سود دارند (جورج و رنبوگ، 2003).

نظارت سهامداران نهادی

در بخش قبل نشان دادیم که بیشتر شرکت‌های آلمانی سهامداران نهادی کنترل‌کننده بزرگی دارند. سوال اساسی این است: آیا سهامداران نهادی ارزش شرکت را بالا می‌برند؟ انتظار می‌رود افزایش نظارت بر مدیریت توسط سهامداران نهادی ایجاد ارزش کند (از جمله ادما‌تی و همکاران،



1994، فرانکس و همکاران، 2001، کان و وینتون، 1998، موگ، 1998، رنبوگ، 2000، شلیفر و ویشنی، 1986، استیگلitz، 1985 را ببینید). تحقیقات بسیاری در این مورد وجود دارد که آیا سهامداران نهادی هنگامی که افزایش نظارت ضروری است اقدامات نظام راهبری شرکت ها انجام می دهند یا خیر (برای مثال در حالتی که عملکرد ضعیف شرکت یا تنگناهای مالی وجود دارد). علاوه بر این، انگیزه اصلاح شکست مدیریتی نه تنها بسته به تمرکز مالکیت یا کنترل، بلکه بسته به ماهیت آن به عنوان طبقات خاصی از سهامداران می توانند بسیار متفاوت باشد.

لازم به ذکر است که مالکیت متمرکز ممکن است هزینه های هنگفتی ایجاد کند. نخست، دمستز و لین (1985)، ادماتی و همکاران (1994) و مانیون (2004) ادعا می کنند که کنترل اعمال شده از طریق سهامداران عمده ممکن است منجر به کاهش سهم شدن در خطر شود. دوم، همانطور که در بالا اشاره شد، تمرکز مالکیت ممکن است نقدینگی بازار تمام سهم ها را کاهش دهد (یچت، 1999؛ بولتون و ون تادن، 1998). سوم، در شرکت های دارای اهرم بالا، سهامداران عمده ممکن است مدیریت را وادار به تحمل ریسک اضافی کنند - به ویژه اگر شرکت عملکرد ضعیفی داشته و هزینه ورشکستگی بالا باشد. در این مورد، پروژه های سرمایه گذاری افزایش ریسک ممکن است منجر به از دست رفتن ثروت بستانکاران شود (کافی، 1991؛ جنسن و مکلینگ، 1976). چهارم، بورکارت و همکاران (1997) و پاگانو و روئل (1998) اشاره می کنند که حتی زمانی که کنترل تنگاتنگ سهامداران پیش و پس از عمل کارا است ممکن است تهدید سلب مالکیت انگیزه مدیران را برای انجام کارهایی در جهت حداکثر کردن ارزش کاهش دهد (که اثر فرا نظارتی خوانده می شود). پنجم، با این که هدف از سهامداران نهادی کاهش هزینه های نمایندگی ناشی از نظرات مدیریت است، آن ها می توانند انواع دیگری از هزینه های نمایندگی را به صورت مزایای خصوصی به هزینه سایر سهامداران یا ذینفعان افزایش دهند. برای مثال، این مزایای خصوصی می تواند به شکل فشار به سهامداران اقلیت برای قیمتی کمتر از ارزش سهامشان و انحراف منابع از دارندگان اوراق بهادار به واحد های تجاری تحت کنترل خود باشد (جانسون و همکاران، 2000).

در واقع، در تحقیقات تجربی، شواهد کمی از مزایای سهامداران نهادی عمده وجود دارد (گوگلر، 2001؛ شرت، 1994). برای مثال، فرانکس و همکاران (2001) بررسی کردند که آیا حضور سهامداران نهادی در شرکت های بریتانیایی دارای عملکرد ضعیف با افزایش تجدید ساختار هیأت مدیره رابطه دارد. آن ها شواهدی از افزایش نظم مدیریتی در شرکت های با عملکرد ضعیف در سهامداران عمده خارجی نیافتند. تنها نتایج قابل توجه در ارتباط با سنگر گیری مدیریتی هنگامی که مدیران کنترل قابل ملاحظه برای دفاع در برابر تلاش برای برکناریشان دارند، بوده است. بانرجی و همکاران (1997) نقش حاکمیتی شرکت های فرانسوی را بررسی کردند که طبقه سهامداران عمده داشتند و به نظر می رسید که این سهامداران عمده عملکرد حاکمیتی و ارزش شرکت را کاهش می دهند. همچنین، رنبوگ (2000)، به جز شرکت های کنترل کننده صنعتی و تجاری که هنگام افول عملکرد حسابداری و قیمت سهام شرکت تجدیدساختار در هیأت مدیره داشتند،



نتوانست نقش نظارتی سهامداران نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس سهام بروکسل را بیابد.

درباره نقش سهامداران بزرگ در شرکت های آلمانی چندین مطالعه انجام شده است (در جدول 13.4 خلاصه شده است). این شواهد غیر قطعی است. ادواردز و ویچنریدر (1999) با استفاده از نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده، و لهما و ویگان (2000) با استفاده از نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده و پذیرفته نشده، رابطه منفی قابل ملاحظه ای میان، از یک طرف، تمرکز کنترل و، از طرف دیگر، نسبت بازار به دفتر و بازده دارایی ها یافتند. با این حال، کاپلن (1994)، جورج (1998) و فرانکس و مایر (2001) هیچ تاثیر معنی داری از کنترل بر عملکرد شرکت و عملکرد هیأت مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس نیافتند. ویگان (1999) و ادواردز (1999) نشان دادند که شرکت هایی با تمرکز کنترل بالا بازده دارایی های بهتری از شرکت های پراکنده تر دارند. با این حال، جدایلوک و شاپیرو (1998) با استفاده از بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت نتایج مشابهی یافتند. آن ها رابطه غیر خطی میان بازده دارایی ها و کنترل (که در سطوح پایین کنترل منفی است اما در سطوح بالا مثبت می شود) و اثر مثبتی بر بازده دارایی ها از کاهش در کنترل مدیریتی قوی (سنگرگیری) یافتند. کوک و رنبوگ (2003) نتیجه گرفتند که رابطه بین سهامداران نهادی قدرتمند و رشد بهره وری بسیار محدود است. سهامداران نهادی قوی اثرات منفی رقابت ضعیف در بازار محصول را کاهش می دهند اما تنها در شرکت های بزرگ سود آور تحت کنترل بانک ها، شرکت های بیمه و دولت، سرانجام، کابل (1985) و گورتون و اشمید (2000) - با تاکید بر کنترل بانک - به نظر می رسد که مطالعات تنها رابطه مثبت مستمری را بین کنترل و عملکرد گزارش می کنند. در مقابل، ادواردز و نیلبر (2000) چنین رابطه مثبتی را تنها برای افرادی که منافع اقلیت دارند و برای شرکت های خارجی یافتند (همچنین ادواردز و ویچنریدر، 1999 ببینید).

برخی مطالعات بر اثرات نظارتی بانک ها به عنوان سهامداران عمده تاکید می کنند (آموز و اشمید، 1998). برای مثال، کابل (1985)، گورتون و اشمید (2000)، لهما و ویگان (2000) و کوک و رنبوگ (2003) دریافته اند که بانک ها به عنوان سهامداران بزرگ سودآوری شرکت را بالا می برند. با وجود این، ادواردز و نیلبر (2000) این اثر را تنها برای سه بانک بزرگ گزارش می کنند. جالب این که، به نظر می رسد شرکت های تحت کنترل بانک (یا تحت نفوذ قابل ملاحظه بانک از طرق دیگر مانند نمایندگی در هیأت مدیره) نیز نرخ بقای بالاتری دارند (الستون، 2004). برعکس، آگاروال و الستون (2001) و چرینکو و الستون (1998) تفاوت معنی دار آماری بین سودآوری شرکت های تحت کنترل بانک و سایر شرکت ها نیافتند. در واقع، به نظر می رسد که شرکت هایی که مالک نهایی آن ها یک بانک یا موسسه مالی دیگری است رشد سودآوری پایین تری دارند (جانوسزسکی و همکاران، 2002).

جدول 13.4- تاثیر تمرکز مالکیت و حضور بانک بر عملکرد

تاثیر تمرکز مالکیت		متغیر های		
مطالعه	/ حضور بانک	نمونه و دوره	روش تخمین	متغیر وابسته
تونت و پوئنسجن (1979)	- /	حدود 300 شرکت پذیرفته شده از جامعه شرکت های صنعتی برای سال های 1961 تا 1970	OLS, GLS	تمرکز مالکیت مجازی، اندازه، سهم از بازار
کابل (1985)	+ / +	48 شرکت از بزرگترین 100 شرکت در سال 1970	حداقل مربعات موزون	نسبت متوسط سود پس از مالیات به دارایی های سرمایه ای
گورتون و اشمید (2000)	+ / +	چهار مقطع AG از میان: (الف) فهرست 100 AG برتر سال 1974 (ب) تمام شرکتهای غیرمالی پذیرفته شده در سالینگ اکتینفورر در 1976 (ج) فهرست بزرگترین شرکتهای تولیدی منتشر شده در 1986 توسط فرانکفورتر آگماینه (د) تمام شرکتهای غیرمالی پذیرفته شده در سالینگ اکتینفورر در 1987	تعیین نیمه پارامتریک تخمین زده شده توسط رگرسیون موزون منطقه ای سال به سال	MTB (log)، بازده سرمایه
جدایلوپیک و شاپیرو (1998)	- /	1030 شرکت عام متوسط تا بزرگ از پنج کشور (کانادا، فرانسه، آلمان، بریتانیا، و ایالات متحده امریکا) و 11 بخش صنعتی از میان افشای بین المللی 1991. داده ها از 1986 تا 1991	OLS تجمعی	بازده دارایی ها محدوده جغرافیایی
ادواردز و ویچنریدر	- /	102 شرکت پذیرفته شده از میان 158 شرکت بزرگ غیرمالی در سال 1992	OLS	MTB تمرکز مالکیت، نسبت بدهی ریسک ذاتی، صنعت،

اندازه و رشد شرکت، تمرکز مالکیت برای انواع سهامداران، عملکرد دوره قبل	جریانات نقدی نسبت به ارزش دفتری بدهی و سرمایه جریانات نقدی نسبت به	روش اهمیت تعمیم یافته به عنوان یک سیستم	62 شرکت آلمانی که بین 1981 تا 1988 عام شده و پیش از آن تحت مالکیت خانواده ها بوده اند ارزش بازار سرمایه و ارزش دفتری بدهی، CAR ها	بی اثر	(1999) جورجن (1998)
تمرکز مالکیت انواع سهامداران، نسبت بدهی حق رأی تحت کنترل بانکها از طریق رأی وکالتی ریسک ذاتی، اندازه شاخص مجازی وکالت کارگران در هیات	MTB	OLS	103 شرکت پذیرفته شده از میان 158 شرکت غیر مالی بزرگ در 1992	بی اثر / بی اثر	ادواردز و نیلبر
تمرکز مالکیت، مالکیت بانک اندازه شرکت، مجازی برای نماینده‌گی مساوی در هیات مدیره، مجازی برای صنعت	MTB (log)	تعیین نیمه پارامتریک تخمین زده شده با رگرسیون موزون منطقه ای سال به سال	نمونه غیر متعادل (1987 تا 1992) از 250 شرکت سهامی بزرگ که در پایان 1993 در حداقل یکی از دو بخش بازار آلمان معامله می شده است	+ / +	نظارت، صنعت گورتون و اشمید (2000)
تمرکز مالکیت، مالکیت بانک نماینده‌گی در هیات مدیره، اندازه و رشد شرکت، سرمایه بری، ساختار سرمایه،	بازده دارایی ها بازده سرمایه	اثرات ثابت	361 شرکت از بخش معدن و تولیدی	+ / -	لهمان و ویگاند (2000)

آگاروال و التسون (2001)	/ بی اثر	100 شرکت سهامی پذیرفته شده و پذیرفته نشده برای دوره 1970 تا 1986	اثرات ثابت	سود عملیاتی فروش رشد و پرداخت بهره بدهی	تمرکز بازار مالکیت بانک، بدهی، رشد فروش، فروش، سرمایه به فروش
فرانکس و مایر (2001)	بی اثر /	75 شرکت پذیرفته شده از 1990 تا 1994	اثرات ثابت	گردش هیأت مدیره	تمرکز مالکیت، زیان
جانوسزسکی و همکاران (2002)	+ / +	491 شرکت تولیدی در حال فعالیت در دوره 1986 تا 1994	روش اهمیت تعمیم یافته	رشد سودآوری	تمرکز مالکیت، رقابت بازار، مجازی کنترل، مجازی برای انواع سهامداران
کوک و رنبوگ	+ / -	1074 شرکت غیرمالی در دوره 1986 تا 1996	روش اهمیت تعمیم یافته	رشد سودآوری	تمرکز مالکیت، رقابت بازار مجازی کنترل، مجازی برای انواع سهامداران، بدهی، بحران های مالی

+ یعنی اثر مثبت، - یعنی اثر منفی، بی اثر یعنی بدون اثر با اهمیت



یک هشدار مهم این است که در بیشتر این مطالعات کاربرد این فرض تلویحی است که کنترل یا مالکیت است که بر عملکرد شرکت اثر می گذارد نه بر عکس (دمستز و لین، 1985؛ هیملبرگ و همکاران، 1999). جورجن (1998)، که مطالعاتی که مشخصا به جهت رابطه علی اشاره کرده اند را بررسی نموده است، نشان داد که این نتیجه گیری ممکن است نسنجیده باشد و ممکن است لازم باشد جهت رابطه علی بین ارزش شرکت و مالکیت یا کنترل معکوس شود. با این حال، بیشتر تحقیقات آلمانی ادعا می کنند که ویژگی های سیستم نظام راهبری پدیدآورنده وضعیت کنترل و مالکیت هستند (ادواردز و نیلبر، 2000؛ گورتون و اشمید، 2000؛ گوگلر و ویگانند، 2003؛ لهما و ویگانند، 2000 را ببینید).

واضح است که کنترل در آلمان ارزشمند است؛ سهامداران کنترل کننده احتمالا مزایای خصوصی کنترل را به دست می آورند. اشمید و وارنبرگ (2003) نشان دادند که صرف سهام دارای حق رأی نسبت سهام بدون حق رأی در ولکس واگن بین 30% (1999) و 76% (2000) متغیر است. ننوا (2003) و دیک و زینگالس (2001) دریافتند که مزایای خصوصی کنترل برای شرکت های آلمانی قابل ملاحظه است. ادواردز و ویچنریدر (1999) شواهد تجربی ارائه کردند که سهامداران نهادی بزرگ مزایای خصوصی کنترل را به دست می آورند (به هزینه سهامداران اقلیت). آن ها نشان دادند که هر چه حق کنترل بزرگترین سهامدار عمده بیشتر باشد ارزش بازار شرکت کمتر است. بر عکس، ارزش شرکت با نسبت حق کنترل دومین سهامدار عمده افزایش می یابد. بزرگترین سهامدار قادر است مزایای خصوصی کنترل را زمانی که کنترل او غیر رقابتی است به دست آورد، در حالی که سهام عمده دوم تمرکز شرکت را به سمت ایجاد ارزش شرکت معطوف می کند. عقیده مشابهی را گوگلر و یورتوگلو (2003) در ارتباط با سیاست های پرداخت سود سهام ابراز کرده اند. در شرکت های آلمانی، که با تمرکز بالای کنترل مشخص می شوند، تضاد میان سهامداران کنترل کننده بزرگ و سهامداران اقلیت کوچک یکی از مسائل اصلی در نظام راهبری شرکت ها است. افزایش سود سهام وجوه شرکت را کاهش و ارزش شرکت را افزایش می دهد. کاهش سود تقسیمی سبب ضربه زدن و سلب مالکیت از سهامداران اقلیت می شود. گوگلر و یورتوگلو دریافتند که واکنش منفی قیمت به کاهش سود سهام در شرکت هایی با یک سهامدار کنترل کننده نسبت به شرکت هایی با چند سهامدار بزرگ جدی تر است.

در پایان، شواهد آلمانی درباره رابطه میان عملکرد شرکت و کنترل و مالکیت غیر قطعی است. فریک و لهما (2004) توضیح می دهند که رابطه میان تمرکز مالکیت و کنترل و سودآوری در طول زمان متغیر است. در دهه 1970 و 1980 به نظر می رسید که رابطه مثبتی وجود دارد که در دهه 1990 ناپدید شد و حتی منفی شد.

ماهیت کنترل

نه تنها میزان کنترل مهم است، نوع سهامدار کنترل کننده نیز مهم است (کوبین و لیچ، 1983). همانطور که جنسن و مکلینگ (1976) نشان داده اند، برخی انواع سهامداران ممکن است



به دلیل توانایی ها و یا انگیزه هایشان بهتر بر شرکت های ضعیف نظارت کنند. همچنین، انواع مختلف سهامداران ممکن است به انواع مختلف هزینه های نمایندگی مرتبط باشند (پاگانو و روئل، 1998؛ زویبیل، 1995). شواهد تجربی درباره تفاوت در انگیزه ها، توانایی ها، و هزینه های حاکمیتی در شرکت های آلمانی را می توان برای مثال در تحقیقات گورتون و اشمید (2000)، لهما و ویگاند (2000)، جانوسزیوسکی و همکاران (2002)، کوک و رنبوگ (2003)، ادواردز و نیلیر (2000) و فرانکس و مایر (2001) دید.

جدول 13.5 اندازه های متوسط منافع سهامداران مختلف را در شرکت های آلمانی نسبت به کشورهای دیگر مقایسه کرده است. انواع سهامداران عبارتند از: (الف) سرمایه گذاران نهادی (بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های سرمایه گذاری و بازنشستگی) (ب) افراد یا خانواده ها (ج) مدیران و خانواده ها یا امین آن ها (د) شرکت های صنعتی و مادر و (ه) دولت های فدرال یا منطقه ای. آلمان به بسیاری از کشورهای اتحادیه اروپا از لحاظ سهامدار بودن شرکت های صنعتی و مادر و افراد و خانواده ها شبیه است. در آلمان سرمایه گذاران اصلی به ترتیب اهمیت عبارتند از: (الف) شرکت های صنعتی و مادر (ب) افراد و خانواده ها (ج) بانک ها (هر چند همانطور که در بخش قبل گفتیم، آرای وکالتی آن ها را در مجامع عمومی بسیار قدرتمند می کند) و سایر سهامداران نهادی و (د) نهاد های عمومی. اکنون هر یک از این گروه ها را به تفصیل بررسی می کنیم.

شرکت های صنعتی و مادر

وجود گروه های سهام در دست سایر شرکت های صنعتی یکی از جنبه های نظام راهبری شرکت ها در آلمان است (پریگه، 1998). در واقع، حدود 80% منافع مستقیم سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بازارهای رسمی متعلق به سایر شرکت ها است (شرکت های صنعتی، شرکت های مادر، شرکت های سرمایه گذاری و مالی) (بچت و بوهمر، 2003). علاوه بر این، شواهدی وجود دارد که شرکت های آلمانی تحت کنترل سایر شرکت ها تمایل به داشتن سطوح بالاتری از سودآوری دارند (جانوسزیوسکی و همکاران، 2002) و اگر شرکت های عام هستند، با احتمال کمتری خریداری می شوند (کوک، 2002).

فاکشیو و لانگ (2002) نشان دادند که آلمان کشوری اروپایی با بزرگترین درصد شرکت های تحت کنترل سایر شرکت ها است. این پدیده در بخش مالی آلمان نیز چشم گیر است. جدول 13.5 نشان می دهد که شرکت های مادر و شرکت های صنعتی در آلمان به طور متوسط 21% در سایر شرکت های پذیرفته شده آلمان منافع دارند. این سهامداران صنعتی بزرگ ممکن است مزایای خصوصی اساسی به هزینه سایر سهامداران یا ذینفعان به دست آورند (گراسمن و هارت، 1988) و اثر منفی با اهمیتی بر وضعیت رقابتی شرکت بگذارند (کانوی و همکاران، 2001).

جدول 13.5- درصد تجمعی متوسط حق رأی طبقات مختلف سهامداران در اروپا

کشور	نمونه	کنترل	افراد		شرکت های بیمه	صندوق های سرمایه گذاری	شرکت های مادر		مدیران
			یا خانواده ها	بانک ها			و صنعتی	دولت	
استرالیا	600	(2)	38/6	5/6	0/0	0/0	33/9	11/7	0/0
بلژیک	155	(2)	15/6	0/4	1/0	3/8	37/5	0/3	0/0
فرانسه	402	(2)	15/5	16/0	3/5	0/0	34/5	1/0	0/0
آلمان	402	(2)	7/4	1/2	0/2	0/0	21/0	0/7	0/0
ایتالیا	(1)	(2)	68/6	7/2	0/0	0/0	24/2	0/0(4)	0/0
هلند	137	(3)	10/8	7/2	2/4	16/1	10/9	1/3	0/0
اسپانیا	394	(2)	21/8	6/6	8/8	0/0	32/6	0/0	0/0
بریتانیا	248	(3)	2/4	1/1	4/7	11/0	5/9	0/0	11/3

(1) تعداد برای ایتالیا 214 شرکت پذیرفته شده و حدود 8000 شرکت پذیرفته نشده است؛ برای سایر کشورها فقط شرکت های پذیرفته شده در نظر گرفت شده است.

(2) هم سهامداران مستقیم و هم سهامداران غیر مستقیم در نظر گرفته شده است.

(3) فقط سهامداران مستقیم

(4) از شرکت های ایتالیایی پذیرفته شده حدود 25% به طور مستقیم یا غیر مستقیم تحت کنترل شرکت های دولتی است. این ها در جدول به عنوان شرکت های صنعتی و مادر طبقه بندی شده اند.



افراد یا خانواده ها

جدول 13.5 همچنین نشان می دهد که افراد یا خانواده ها یکی از طبقات مهم سهامداران در اتحادیه اروپا هستند (لاپورتا و همکاران، 1999). به ویژه، فرانکس و مایر (2001) دریافتند که کنترل خانواده های بزرگ در شرکت های بزرگ آلمانی به چشم می خورد. این یافته ها را ادواردز و نیلبر (2000) و بچت و بوهمر (2001) نیز گزارش کرده اند. در 40% و 37% از نمونه های آن ها افراد یا خانواده ها به طور متوسط به ترتیب 57% و 20% کنترل حق رأی را در دست دارند. به طور کلی، این مورد در شرکت های متوسط و کوچک بیشتر دیده شده است (فاکشیو و لانگ، 2002؛ کوک، 2001).

مدیران

یکی از طبقاتی که سهم کنترل کننده دارند مدیران هستند، که درون سازمانی هستند و از این رو اطلاعات مهمی درباره چشم اندازهای شرکت دارند. با این حال، جدول 13.5 نشان می دهد که مدیران اتحادیه اروپا سهامداران شرکت های تحت مدیریتشان نیستند. در واقع، به ندرت اطلاعاتی درباره کنترل مدیران در اتحادیه اروپا وجود دارد زیرا: (الف) سهامدار بودن بیشتر مدیران کمتر از آستانه گزارش کردن است (ب) از آن جا که خانواده های سهامدار معمولاً نمایندگان خود را در هیأت مدیره منصوب می کنند (که ممکن است از اعضای همان خانواده باشد) نیازی به افشای عمومی منشا اعضای هیأت مدیره نیست (ج) استفاده از شرکت های واسطه ای سرمایه گذاری کنترل مدیران را پنهان می سازد. با وجود این دلایل، تنها دو مطالعه آلمانی اطلاعاتی درباره این طبقه ارائه می کند. نخست، گورتن و اشمید (2000) نشان دادند که مدیران حداقل 50% حق کنترل را در 8% شرکت ها در نمونه آن ها در سال 1992 دارند. علاوه بر این، 15% شرکت ها عضوی در هیأت مدیره دارند که بزرگترین سهامدار است. دوم، کوک (2003) کنترل نهایی برای نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده و پذیرفته نشده برای دوره 1987 تا 1994 را گزارش کرده اند. منافع متوسط مدیران (اجرایی و غیر اجرایی) و خانواده های آن ها 22.5% برای شرکت های پذیرفته شده و 12% برای شرکت های پذیرفته نشده است. این ارقام نشان می دهند که تعداد غیر قابل انکاری از شرکت های آلمانی به دلیل وجود مدیران مالک و مالکان مدیر بین مالکیت و کنترل تمایزی قایل نمی شوند.

بانک ها و سایر سهامداران نهادی

تحقیقات نظری فراوانی درباره نقش و انگیزه های نظارت بانک ها انجام گرفته است. دایموند (1984) مدلی را طراحی کرد که نشان می داد که واگذاری نظارت به بانک ها هنگامی که نظارت سرمایه گذاران کوچک می تواند تشدید شود کارا است، به شرط آن که سبد نمایندگی بانک به اندازه کافی متنوع باشد. راجان و دایموند (2000) مفروضات دایموند (1984) را بررسی کردند و نشان دادند که انگیزه بانک ها برای نظارت در صورتیکه



هیچ سپرده تضمینی وجود نداشته باشد حفظ می شود. به عبارت دیگر، انگیزه حفظ بانک است که انگیزه نظارت بر شرکت را ایجاد می کند.

با این حال، همانطور که جدول 13.5 نشان می دهد، سهامدار بودن بانک در شرکت های آلمانی - و نیز سایر کشورهای اتحادیه اروپا - عموماً اندک است. یک دلیل برای آن می تواند جلوگیری از تضاد منافع باشد (کانوی و همکاران، 2001؛ جورج و رنبوگ، 2001). در آلمان، بانک ها تنها 5.8% از 5% و بیشتر از حق رأی را (به طور مستقیم یا غیر مستقیم) در دست دارند، که منتج به 1.2% از آرا می شود (جدول 13.5 را ببینید). با این حال، از آن چه گفته شد، روشن می شود که تاثیر بانک ها تنها در صورتی محسوس است که منافع مستقیم و غیر مستقیم آن ها را در نظر بگیریم و وکالتی بودن آرای آن ها را نادیده بگیریم.

ویگان (1999) نشان داد که در بلند مدت، شرکت های تحت کنترل بانک های عمومی بهتر از شرکت های تحت کنترل مدیران فعالیت می کنند. شواهد دیگر از تاثیر بانک ها توسط جورج و همکارانش (2004) ارائه شده که انعطاف پذیری رویه های تقسیم سود شرکت های آلمانی را بررسی می کنند. آن ها دریافتند که کنترل بانک ها با احتمال بیشتر حذف سود در دوره های زیان رابطه دارد. این نشان می دهد که کنترل بانک عدم تقارن اطلاعاتی را تخفیف و هزینه های نمایندگی را کاهش می دهد. در مقابل، کنترل سایر گروه های سهامداران بر تصمیمات سود تاثیری نداشته است. در شرکت های سهامی عام زیان ده حتی مقاومت در برابر قطع تقسیم سود وجود داشته است که نشان می دهد این شرکت ها نسبت به شرکت هایی که سهامداران کنترل کننده دارند هزینه نمایندگی بیشتری دارند و در نتیجه بیشتر بر تقسیم سود به عنوان یک مکانیزم نظام راهبری نگاه می کنند.

همانطور که برای سایر سهامداران نهادی مطرح کردیم، شرکت های بیمه به نظر مهم می رسند. در مقایسه با بریتانیا و ایالات متحده آمریکا سایر سهامداران نهادی (به خصوص صندوق های سرمایه گذاری) منافع عمده ای در شرکت های آلمانی ندارند (دیویس و استیل، 2001؛ او سولیوان، 2000). شواهد تجربی از شرکت های آلمانی پذیرفته شده در بورس رسمی نشان می دهند که با وجود 20 شرکت بیمه 17% از سرمایه بازار در دست آن ها است، باقی سرمایه گذاران نهادی (از جمله بانک ها) به سختی به 0.5% می رسند (ووژیک، 2002). با توجه به رابطه نزدیک شرکت های بیمه و بانک ها در آلمان اهمیت اولی نقش بانک ها را به عنوان سهامداران کنترل کننده تقویت می کند (کانوی و همکاران، 2001؛ گلدمن ساچ، 2000).

به طور کلی، کمبود سهامداران نهادی (به جز بانک ها) در آلمان و بیشتر کشورهای اتحادیه اروپا نشان می دهد که بر خلاف کشورهای انگلیسی آمریکایی از این نهاد ها فعالیت سهامداران کوچک انتظار می رود. حتی در کشورهای انگلیسی آمریکایی شواهد کمی از نظارت سهامداران نهادی وجود دارد زیرا بیشتر نهادها ترجیح می دهند از نظارت بر شرکت ها و جمع آوری اطلاعات غیر عمومی خودداری کنند. اگر آن ها چنین اطلاعاتی به دست آورند، قوانین ممنوعیت معاملات اشخاص وابسته از معاملات آن ها جلوگیری می کند و نقدینگی سبد سهام آن ها کاهش می یابد. علاوه بر این، هزینه نظارت بر شرکت های بسیاری که در سبد این موسسات وجود دارد ممکن است مانع تلقی شود (استاپلیدن، 1996؛ استاپلیدن و باتس، 2002).



نهادهای عمومی

علی رغم برنامه های گسترده برای خصوصی سازی که در اروپا در دهه های گذشته اجرا شد (که در دهه 1980 در بریتانیا آغاز شد) دولت هنوز در بسیاری از شرکت های اروپایی یکی از سهامداران عمده محسوب می شود (لاپورتا و همکاران، 1999). در این رابطه، باید به خصوصی سازی در شرکت های آلمان شرقی طی اوایل دهه 1990 توجه نمود (دیک، 1997، هاو، 1998). حتی زمانی که این فرایند کنترل می شد، اهمیت نهادهای عمومی به عنوان سهامدار قابل ملاحظه بود، به ویژه در شرکت های بزرگ (فاکشیو و لانگ، 2002؛ کوک، 2001). برای مثال، در 1997 ارزش سهام آن ها در شرکت های پذیرفته شده در بازار رسمی در حدود 21% کل سرمایه بازار بود. در 2001 سرمایه گذاری عمومی تنها 14% سرمایه بازار را داشت (ووژیک، 2002). تعداد شرکت هایی که دولت بزرگترین سهامدار آن ها است از 6% (ایمونس و اشمید، 1998؛ فرانکس و مایر، 2001) تا 8% (ادواردز و نیلبر، 2000؛ گورتن و اشمید، 2000) متغیر است. در بخش بعدی شواهدی درباره سایر مکانیزم های نظام راهبری شرکت ها ارائه می کنیم؛ هیات نظارت، گردش هیأت مدیره در زمان عملکرد ضعیف و پاداش مدیران.

ابزارهای داخلی نظام راهبری شرکت ها

هیات نظارت

بر خلاف بیشتر اقتصادهای غربی، آلمان هیأت مدیره دو قطبی با هیات مدیران و هیات نظارت دارد. هیات نظارت نماینده سهامداران و کارکنان است. بامز (2000) وظایف امانی (وظیفه مراقبت و وظیفه شناسی) را در قانون شرکت آلمان و بریتانیا مقایسه نموده و نتیجه می گیرد که محدوده وظایف امانی در سیستم حقوقی بریتانیا وسیعتر از و توسعه یافته تر از آلمان به نظر می رسد. هیات های نظارت در آلمان مغلوب نمایندگی سهامداران عمده است. در شرکت های بزرگ با بیش از 2000 کارمند، قانون تصمیم گیری مشترک 1976 یک سیستم تصمیم گیری مشترک شبه برابر ایجاد کرده است. نمایندگان کارکنان نیمی از هیات نظارت را تشکیل می دهند اما رئیس آن که نماینده سهامداران است در صورت برابر شدن آرا رأی تعیین کننده دارد. بانکداران معمولاً برای هیات نظارت برگزیده می شوند (حتی به عنوان رئیس) (ادواردز و نیلبر، 2000، صفحه 241). در شرکت های کوچک با بیش از 500 و کمتر از 2000 کارمند، یک سوم هیات نظارت نمایندگان کارکنان هستند. سرانجام، تصمیم گیری مشترک کاملاً برابر توسط سهامداران و کارکنان محدود به بخش فولاد و ذغال سنگ است. مدیران شرکت های آلمانی معمولاً برای دوره ای حداکثر پنج ساله منصوب می شوند، با این حال در پایان این دوره ممکن است تجدید انتصاب شوند.



شواهد اندکی وجود دارد که سیستم تصمیم گیری مشترک منجر به نظام راهبری بهتری شود (فرانکس و مایر، 2001). با توجه به مطالب گفته شده، شواهدی وجود دارد که شورای کارگران و نمایندگان کارکنان در هیات نظارت به منافع نیروی کار توجه می کنند (فریک و لهما، 2004)

تعویض هیأت مدیره ضعیف

تادیب مدیران ارشد (و به خصوص مدیر عامل) مورد توجه تحقیقات تجربی قرار گرفته است. علت این است که این تادیب یکی از اقدامات قابل مشاهده نظام راهبری شرکت ها توسط هیأت مدیره است. بیشتر اقدامات حاکمیتی یا تصمیمات مدیران مستقیماً قابل مشاهده نیستند زیرا صورت جلسه هیأت مدیره در دسترس عموم قرار نمی گیرد. با این حال، نظام راهبری خوب به دو دلیل نمی تواند به سادگی با برکناری مدیران ضعیف معادل انگاشته شود. نخست، عملکرد ضعیف که به تادیب مدیر منجر می شود ممکن است به اقدامات ضعیف گذشته مربوط بوده و نتیجه شکست نظام راهبری شرکت ها در گذشته باشد. در نتیجه، برکناری مدیران ضعیف ممکن است بسیار با تاخیر انجام گرفته باشد. دوم، موفقیت برکناری مدیران دارای عملکرد بد باید همراه با موفقیت مدیر جایگزین شده در نظر گرفته شود. برای مثال، درمنت فریر و رنبوگ (2002) بررسی کردند که چگونه بازار سهام فرانسه به انتصاب مدیرعامل متفاوت واکنش نشان می دهند. آن ها دریافتند که با آن که قیمت سهام به کناره گیری اختیاری واکنش نمی دهد، نامزدی یک مدیر خارجی برای مدیر عامل شدن در شرکتی با عملکرد ضعیف با افزایش شدید در بازده غیر عادی با بیش از 2% همراه است. بازده غیرعادی هنگام نامزدی یک مدیر داخلی در شرکت هایی با عملکرد ضعیف منفی است (1% در روز اعلام خبر) که دلیل آن مسئول دانستن مدیر داخلی در وضعیت ضعیف گذشته شرکت است.

کاپلن (1994) شواهدی درباره آلمان ارائه می کند که تعویض هیأت مدیره بسیار با عملکرد ضعیف و زیان های عملیاتی رابطه دارد اما با فروش و رشد سود رابطه ای ندارد. در مقابل تعویض رئیس هیات نظارت احتمالاً زمانی رخ می دهد که سود شرکت کاهش یابد. علاوه بر این، عملکرد ضعیف هم منجر به کناره گیری هیات نظارت می شود. سه نتیجه دیگر که باید مورد توجه قرار گیرند عبارتند از: نخست، این شواهد با این دیدگاه که نظام راهبری آلمان مبتنی بر دیدگاه بلند مدت در شرکت است حاصل شده است (پورتر، 1992) دوم، حساسیت کناره گیری مدیران به عملکرد شرکت در آلمان با ژاپن و ایالات متحده آمریکا قابل مقایسه است (کاپلن، 1994؛ کاپلن و مینتون، 1994). سوم، نه سهامداران بزرگ و نه بانک ها ه نظر نمی رسد که از مدیران در برابر برکناری در زمان عملکرد ضعیف حمایت کنند. این نتایج این دیدگاه که در نظام های بانک محور مانند آلمان مدیران ممکن است به هزینه سهامداران اقلیت سنگر بگیرند زیر سوال می برد (کافی، 1991؛ رو، 1993). این نتایج در مطالعات کاپلن با نتایج تحقیقات فرانکس و مایر (2001) تایید نشد. شواهد بعدی نشان داد که برکناری هیات نظارت بستگی به عملکرد شرکت دارد اما تنها هنگامی که تغییر در کنترل محسوب شود. برکناری هیات نظارت در شرکت های زیان ده تفاوتی با شرکت های سودده ندارد هرچند هنگامی که گروه جدیدی منافع شرکت با عملکرد ضعیف را به دست می آورند بسیار بیشتر است. سطح برکناری هیأت مدیره تصویر مشابهی ارائه می



کند. برکناری هیأت مدیره در شرکت های زیان ده نسبت به غیر زیان ده بالاتر است اما تنها در زیرمجموعه شرکت هایی که مالکیت ثابتی دارند از نظر آماری معنی دار است.

پاداش مدیران

شاید ساده ترین ابزار اقتصادی برای همسو کردن اقدامات مدیران با منافع سهامداران (یا ذینفعان) قراردادهای پاداش باشد که پاداش مدیران برای نتایج عملکرد شرکت را مشخص می کنند. با این حال، محدودیت مهم برای استفاده از قرارداد ها به عنوان یک مکانیزم داخلی نظام راهبری شرکت ها این است که آن ها ناکاملند (تیرول، 1999، 2001). واقعیت این است که مدیران با عملکرد ضعیف ممکن است برای مدتی کشف نشده بمانند و در مقابل مدیران خوب ممکن است کمتر از حق خود دریافت کنند (گراسمن و هارت، 1983؛ هولمزتروم، 1979).

جدول 13.6 پاداش مدیرعامل در آلمان را با دیگر کشورهای اتحادیه اروپا و ایالات متحده آمریکا مقایسه می کند. مدیرعامل های آلمانی در مقیسه کمتر از بقیه دریافت می کنند. مدیرعامل های آلمانی به طور متوسط پاداشی برابر با 454979 دلار دریافت می کنند در حالی که در مقابل مدیران بلژیکی 696697 دلار دریافت می کنند. کانوی و شوالباچ (1999، 2000) نشان دادند که زمانی که تفاوت های مالیاتی را در نظر بگیریم این تفاوت ها در اتحادیه اروپا بسیار مهم تر می شود. سبد پرداخت به مدیرعاملان آلمانی به نظر بی برکت تر از همتای آمریکایی خود هستند. سهم پاداش در سبد پرداخت مدیران آلمانی (47%) تفاوتی با دیگر همتایان اروپاییشان ندارد اما نسبت به مدیران ایالات متحده آمریکا (28%) متفاوت است. به ویژه، مدیرعاملان آلمان به نظر می رسد پرداخت نقدی بالاتری در اتحادیه اروپا دارند اما کمترین پاداش غیر نقدی را دارند. این ممکن است علت کم بودن سبد پرداخت به مدیران آلمان نسبت به سایر کشورهای اتحادیه اروپا باشد (کانوی و شوالباچ، 1999، 2000).

تاثیر شیوه های پاداش بر رفتار مدیران آلمانی به تازگی موضوع تحقیقات بسیاری قرار گرفته است. الستون و گلدبرگ (2003) پاداش نقدی اعضای هیأت مدیره و نظارت را در شرکت های آلمانی بررسی کرده و نتایج اشمید (1997) را تایید کردند. نخست، با وجود این که تاثیر اندازه (مثبت) بر توازن پاداش غلبه دارد، رابطه مثبتی بین پرداخت مدیران با عملکرد شرکت در آلمان وجود دارد. این نتایج را کانوی و شوالباچ (2000) تایید کردند. دوم، الستون و گلدبرگ (2003) نشان دادند که مدیران شرکت های سهامی عام پاداش نقدی بیشتری نسبت به شرکت هایی که سهامداران نهادی بزرگ دارند دریافت می کنند. سوم، شرکت هایی با بانک های ناظر (که بانک ها سهامداران آن ها هستند و بیشتر وام های شرکت را تامین می کنند) کمتر از شرکت های سهامی عام پاداش می پردازند. انتخاب پاداش به شکل سهام شرکت مورد مطالعه توشکه و ساندرز (2003) قرار گرفت. آن ها نتیجه گرفتند که رابطه بین پاداش مبتنی بر سهام و تمرکز کنترل در شرکت های پذیرفته شده آلمانی شکل U معکوس دارد که نقطه بیشینه آن در اولین چارک تمرکز کنترل است.



در بخش بعد شواهدی درباره مکانیزم های خارجی نظام راهبری شرکت ها را بررسی می کنیم: بازار کنترل شرکت، معامله گروه سهام، نظارت بستانکاران، و رقابت بازار محصول.

جدول 13.6 پاداش مدیرعامل در آلمان در مقایسه با سایر کشورهای اروپایی و ایالات متحده آمریکا در 2001 - 2002

اجزای پرداخت (به صورت درصد از کل پاداش)					
کل پاداش	پاداش پایه	پرداخت متغیر	مزایا	درآمد متفرقه	
696697	46	24	28	2	بلژیک
519060	46	26	21	7	فرانسه
454979	47	36	12	5	آلمان
600319	43	33	20	4	ایتالیا
600854	47	36	13	4	هلند
429725	51	36	10	3	اسپانیا
413860	46	25	27	2	سوئد
668526	43	30	21	6	بریتانیا
1932580	28	61	6	5	ایالات متحده آمریکا

مکانیزم های خارجی نظام راهبری شرکت ها

بازار کنترل شرکت

نقش انحصار غیر دوستانه بحث برانگیز است. از طرف دیگر، انحصار غیر دوستانه ابزاری برای کنترل استقلال مدیریت و تادیب آن ها از طریق قادر ساختن خریدار به تخصیص مجدد منابع به صورتی سودآورتر محسوب می شود (بورکارت، 1999؛ گراسمن و هارت، 1980). از طرف دیگر، شواهد کمی وجود دارد که در عمل بازار کنترل شرکت این وظایف را انجام دهد. هرچند عملکرد ضعیف به آرامی بر احتمال انحصار اثر می گذارد، عامل اصلی تعیین کننده اندازه شرکت است (کامننت و شوورت، 1995؛ مارتین و مک کونل، 1991؛ مورک و همکاران، 1988؛ شوورت، 2000؛ برای ایالات متحده آمریکا و فرانکس و مایر، 1996؛ برای بریتانیا). در مقابل فرانکس و همکاران (2001) نشان دادند که شرکت های بریتانیایی با عملکرد ضعیف معمولاً به شدت از طریق تلفیق و خرید دچار تجدید ساختار می شوند که منجر به جایگزینی بیشتر مدیران می شود.

نقش بازار کنترل شرکت نسبتاً غیر مستقیم است. اول، امکان دارد که تهدید انحصار کارایی پیش از وقوع ایجاد کند (شارفستین، 1988؛ شلیفر و ویشنی، 1986) دوم، شرکت هایی که از بازار انحصار شرکت ها محفوظ مانده اند قیمت های سهام پایین تری دارند. استفاده از ابزارهای ضد انحصار معمولاً با کاهش ارزش سهام مصادف است (جارل و پولسن، 1989؛ کارپوف و مالاتستا، 1989؛ رینگیرت، 1988). این اثر منفی می تواند به



عنوان شواهدی از ترس سهامداران از این که مدیران از مزایای نبود کنترل با حداکثر نکردن ارزش برای سهامداران سوء استفاده کنند محسوب شود. کاهش قیمت سهام ممکن است منعکس کننده کاهش احتمال دریافت صرف انحصار توسط سهامداران باشد.

در یک بررسی روی تلفیق و خرید، بورکارت (1999) نتیجه گرفت که هرچند مدیران مصون از خطر انحصار مانند امپراتور ها رفتار نمی کنند تمایل به تنبل شدن دارند. برای مثال برتراند و مولینانتان (2003) و بوروخیو و همکاران (1997) نشان دادند که افزایش حمایت در برابر انحصار سبب افزایش حقوق مدیران و کاهش سودآوری در شرکت های ایالات متحده امریکا می شود. علاوه بر این، گاروی و هانکا (1999) شواهدی ارائه کرده اند که قانون ضد انحصار منجر به سرمایه گذاری کمتر شده است. به نظر می رسد وجود یک بازار فعال برای کنترل شرکت مهم است.

یک مطالعه جدید درباره بازار تلفیق ها و خرید های اروپا نشان می دهد که این بازار در آلمان بسیار محدود است (جورجن و رنبوگ، 2003). دلیل اصلی این است که همانطور که در بخش های پیشین دیدیم، بیشتر شرکت ها سهامداران کنترل کننده بزرگ دارند. علاوه بر این، هرم سازی (با لایه های مختلف بین سرمایه گذار نهایی و شرکت هدف) و سهامداری متقابل مانع از تلاش برای انحصار می شود (جنکینسون و لیونگویست، 2001). دلیل دیگر این است که چارچوب نظام راهبری حقوقی و قانونی در آلمان از لحاظ افشا، شفافیت و حمایت از سهامداران عقب تر از سایر کشورها است. سرانجام، قوانین انحصاری زیر موانع بیشتری برای اقدامات انحصار طلبانه ایجاد می کند:

(الف) مالیات: پیش از 2002، سود سرمایه ناشی از فروش منافع سرمایه ای شرکت ها و موسسات مالی با نرخ مالیات شرکت محاسبه می شد.

(ب) اقدامات قضایی توسط سهامداران جدا شده: پیش از 2002، مخالفت سهامداران اقلیت با تصمیمات مجامع عمومی می توانست این تصمیمات را بلوکه کند حتی اگر با اکثریت 75% آرا تصویب شده بود.

(پ) سنسگرگیری هیأت: هیأت مدیره قانوناً حفاظت می شود؛ تنها هیأت نظارت (با نمایندگانی از سهامداران و کارکنان) می توانند اعضای هیأت مدیره را که معمولاً برای یک دوره حداکثر پنج ساله انتخاب می شوند برکنار کنند. به عبارت دیگر، سهامدار عمده جدید (کنترل کننده) نمی تواند بلافاصله هیأت مدیره را برکنار کند. علاوه بر این، هیأت نظارت نیز از نظر حقوقی در سنسگر قرار می گیرد. نمایندگان سهامداران و کارکنان قراردادهایی پنج ساله دارند (که قابل تمدید است). در نتیجه، یک سهامدار کنترل کننده جدید ممکن است نتواند کنترل فوری بر هیأت نظارت به دست آورد.

(ت) آرای وکالتی: سهامداران سهامشان را با اجازه اعمال حق رأی آن نزد بانک سپرده گذاری می کنند. با این که بانک باید اجازه بگیرد و توضیح دهد که به چه پیشنهادی رأی خواهد داد، تا پیش از 1998 چنین عملی رایج نبود. اهمیت آرای وکالتی را اشمید و وارنبرگ (2003) تایید کردند که ادعا کردند در شرکت های پذیرفته شده آلمانی که ساختار مالکیت پراکنده دارند، بانک های آلمانی بر اکثریت آرا در مجمع عمومی سالانه کنترل دارند.



(ث) سهام با نام: با این که بیشتر سهام در آلمان بی نام است، برخی شرکت ها (به ویژه در صنعت بیمه) سهام با نام منتشر می کنند. چنین سهامی ابزاری بسیار موثر در جلوگیری از انحصار محسوب می شود زیرا آن ها تنها می توانند با تصویب مدیران منتقل شوند.

(ج) سهام با محدودیت رأی دادن، آرای چندگانه و بدون حق رأی: محدودیت های رأی دادن می تواند درصد حق رأی کسی که می تواند از آن استفاده کند را پوشش دهد. با این حال، قانون سوم تقویت بازارهای مالی در سال 1998 انتشار چنین محدودیت هایی را متوقف ساخت. شرکت های آلمانی هنوز مجاز به انتشار سهام بدون حق رأی هستند اما تنها برای 50٪ کل سرمایه منتشر شده.

ارقام مقایسه ای که در ادامه می آید فقدان تادیب توسط بازار کنترل شرکت در آلمان را نشان می دهد. هرچند طی دوره 1984 تا 89 متوسط سالانه 40 معامله غیر دوستانه در بریتانیا وجود دارد (جنکینسون و مایر، 1994) تنها سه مورد در آلمان از زمان جنگ جهانی دوم رخ داده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که هیچ بازار فعالی برای کنترل شرکت در آلمان وجود ندارد. این نتیجه گیری توسط فرانکس و مایر (2001) و کوک (2003) تایید شده است. هرچند جنکینسون و لیونگویست (2001) نشان دادند که بازار کنترل نسبتاً غیر دوستانه ای در آلمان وجود دارد.

معاملات گروهی و بازار منافع گروهی کنترل

در ایالات متحده امریکا انتقال کنترل به وسیله فروش یکجا با بازده غیر عادی مثبت همراه است. در واقع بارکلی و هولدرنس (1989) نشان دادند که واکنش قیمت به علی رغم قیمت پرداختی برای گروه سهام مثبت است. دلیل اصلی برای واکنش مثبت بازار این است که تغییرات در کنترل ممکن است سبب بالا رفتن نظام راهبری شرکت ها شود، به ویژه زمانی که شرکت ضعیف عمل می کند و تجدید ساختار الزامی است (بارکلی و هولدرنس، 1991). زمانی که عملکرد ضعیف است، انتظار می رود سهامداران بدون منافع مشخص در نظارت سهامشان را بفروشند اما آن هایی که توانایی نظارت قوی دارند ممکن است منافعشان را به منظور تقویت موقعیتشان به عنوان سهامداران عمده افزایش دهند. در نتیجه، تحت چنین شرایطی، معاملات گروهی که به خریدار کنترل بر شرکت می دهد ممکن است بیش از معاملاتی که منجر به کنترل نمی شود با واکنش مطلوب بازار همراه باشد. هولدرنس و شیهان (1988) چنین شواهدی را برای ایالات متحده امریکا ارائه کردند. علاوه بر این بازار به طور مثبت تری به معاملات سهام گروهی در شرکت هایی که یک خرید کامل را تجربه کرده اند واکنش می دهد (بارکلی و هولدرنس، 1992). سودارسنم (1996) نتیجه می گیرد که حتی زمانی که هیچ انحصاری صورت نمی گیرد، مزایای تمرکز کنترل بیش از هزینه های آن است.

جنکینسون و لیونگویست (2001) شواهد تجربی درباره وجود بازار معامله عمده سهام در آلمان ارائه داد. آن ها دریافتند که 64 شرکت آلمانی در معرض هجوم غیر دوستانه قرار دارند (با توجه به ساختار کنترل و نبود دفاع در برابر هجوم انحصار طلبانه). علاوه بر این، آن ها 17 مورد گروه سازی غیر دوستانه در میان 2511 تغییر در کنترل یافتند که در دوره 1988 تا 1996 رخ داده بود و شامل شرکت های آلمانی می شد. فرانکس و مایر بر



تفاوت بین بازار های انگلیسی امریکایی برای کنترل شرکت و بازار آلمانی تاکید داشتند. نخست، بازار آلمان تمایز قیمت بین فروشنده گروه سهام و سایر سرمایه گذاران را مجاز می داند و دوم، سود کلی ناشی از تلفیق که د صرف معامله منعکس می شود نسبت به بریتانیا و ایالات متحده امریکا پایین است. به گفته کوک (2003) انگیزه بسیاری از معاملات گروهی در آلمان کسب کنترل شرکت هدف است. سرانجام برای دوره 1980 تا 1995، بوهمر (2000) 715 مورد خرید از حداقل 50% آرای توسط 127 شرکت خریدار در بازار رسمی فرانکفورت را گزارش نمود. انگیزه برخی از این معاملات غیر دوستانه و برخی اثرات تادیبی است (جنکینسون و لیونگویست، 2001)

این معاملات با بازده غیر عادی مثبت برای سهامداران شرکت هدف همراه است (بوهمر، 2000). با این حال، صرف پرداختی به سهامداران فروشنده در مقایسه با ایالات متحده امریکا و بریتانیا کم است و سهامداران غیر فروشنده بازده ای به دست نمی آورند (فرانکس و مایر، 2001). شرکت های ضعیف با اهرم بالا و مالکان غیر مالی بیشتر هدف این معاملاتند. این خرید ها بیشتر به هدف ترکیب افقی یا عمودی صورت می گیرد. برعکس، شرکت هایی با مالکان قوی، هنگامی که مالکان خانواده ها یا افراد یا موسسات مالی هستند، با احتمال کمتری فروخته می شوند حتی اگر عملکرد ضعیفی داشته باشند. برای این شرکت ها تاثیر تمرکز کنترل بر احتمال خریداری شدن نموداری به شکل U معکوس دارد (کوک، 2002). به گفته کوک (2003) پراکندگی مالکیت و کنترل متمرکز احتمال تغییر مالک نهایی شرکت را به شرطی که کنترل در دست مدیران متمرکز نباشد و کنترل بستانکاران ضعیف باشد بالا می برد. جورج و رنبوگ (2003) دریافتند که برای نمونه ای از شرکت های آلمانی تحت کنترل خانواده ها که به تازگی عمومی شده اند، اندازه، حضور موسس یا خانواده او در میان سهامداران، و انتشار سهام بدون حق رأی احتمال انتقال کنترل را کاهش می دهد هر چند که رشد و سطح ریسک احتمال آن را افزایش دهند.

کوک نشان داد که معمولا شرکت های ضعیف با احتمال بیشتری خریداری می شوند. با این حال، فرانکس و مایر (2001) هیچ شواهدی از گردش بالای هیأت مدیره در شرکت هدف با عملکرد ضعیف نیافتند و استدلال کردند که این خرید ها ماهیت تادیبی ندارند. کوک (2003) تعویض مدیران و مصادره دارایی ها (تنها در شرکت های پذیرفته شده) در پی تغییر کنترل را گزارش کرد اما هیچ تغییر عمده ای در عملکرد گزارش ننمود. مهم تر این که او نشان داد هم تغییرات کنترل و هم کنترل محدود سهامداران تعویض مدیرعامل را تعیین می کند، اما سهامداران جدید، هنگامی که عملکرد شرکت در گذشته ضعیف بوده است، تنها تاثیر تادیبی دارند. جورج و رنبوگ (2003) دریافتند که ساختار کنترل بر رابطه بین تغییرات کنترل و عملکرد گذشته تاثیر دارد. سرانجام، بوهمر (2000) نتیجه گرفت که به خصوص زمانی که فروشنده سهامدار اقلیت غیر مالی است، تغییرات در کنترل ارزش شرکت خریدار را افزایش می دهد.



یکی از ویژگی های مهم نظام راهبری شرکت ها (به خصوص در آلمان) مربوط به روابط استقراسی است (دیگ، 1998؛ ویتولز، 1998). شلیفر و ویشنی (1997) استدلال می کنند که بستانکاران بزرگ نقشی همانند سهامداران بزرگ بازی می کنند زیرا آن ها سرمایه گذاری عمده ای در شرکت کرده اند و در نتیجه انگیزه بالایی برای نظارت بر مدیریت شرکت دارند. اهرم بالا می تواند به عنوان یک مکانیزم ضمانتی برای مدیریت محسوب شود تا جایی که تعویض بالای مدیران به طور مثبت با اهرم بالا رابطه دارد. ادواردز و نیلبر (2000) نشان می دهند که بانک های آلمانی نقشی در حاکمیت شرکت های بزرگ بورس بازی نمی کنند که قابل تمایز از نقش سایر انواع سهامداران باشد.

در آلمان، بانک های مالک سهام در شرکت های بورس معمولاً بانک اصلی برای آن شرکت نیز هستند. زمانی که خطر ورشکستگی وجود دارد و بانک درخواست تامین مالی از شرکت دریافت می کند نقش بستانکار بودن بانک به بانک انگیزه نقد کردن مطالباتش را می دهد در حالی که نقش سرمایه دار بودن ممکن است سبب شود که بانک وام را تمدید کند.

راجان و زینگالس (2003) توضیح می دهند که تامین مالی رابطه مدار زمانی که شرکت ها کوچکنند، هنگامی که حمایت قانونی ضعیف است، زمانی که شفافیت کم است، و هنگامی که تغییرات به جای انقلابی بودن توسعه ای باشند، بهتر عمل می کند. بستانکاران بزرگ، به ویژه در اقتصاد های بانک محور مانند آلمان، حق کنترل گسترده ای دارند و در نتیجه قدرت کافی برای نظارت دارند. در نتیجه نظارت بانک ممکن است به عنوان یک ابزار نظام راهبری جایگزین عمل کند. کوک (2003) نظام راهبری شرکت ها را در اقتصاد بانک محور آلمان بررسی کرده و تایید می کند که ابزار های نظارتی غیر بازاری نقش مهم تری بازی می کنند زیرا معاملات کنترل غیر دوستانه نادرند و سایر حوزه ها مانند بستانکاران بزرگ معمولاً قدرت قابل توجهی دارند.

روابط استقراسی بلند مدت به بانک قدرت قابل ملاحظه ای می دهد، که معمولاً با نمایندگی بانک در هیات نظارت شرکت تقویت می شود. یک دلیل برای قوی بودن نفوذ بانک این است که به طور تاریخی بانک های آلمان به صورت بانک خانگی برای شرکت عمل می کردند که وام های بلند مدت را به مشتریان بلند مدت می دادند (ادواردز و فیشر، 1994). لهما و نئوبرگر (2001) و ادواردز و فیشر (1994) نشان دادند که بانک ها در رفتن مشتریانشان به سمت بحران های مالی مداخله می کنند. با این حال، آگاروال و الستون (2001) درباره مزایای شرکت از افزایش دستیابی به سرمایه، هنگامی که نرخ پرداخت بهره به بدهی بالا است، متقاعد نشدند. این نشان می دهد که بانک های آلمان در فعالیت های اجاره خواهانه درگیر هستند.

رقابت بازار محصول

از زمان کتاب مشهور ادام اسمیت، اقتصاد دانان استدلال می کنند که رقابت بازار محصول برای تولید کارای محصولات انگیزه ایجاد می کند. تعدادی از مدل های تئوریک به این مساله اشاره کرده اند (اگیون و هویت، 1997، و الن و گیل، 2000) و شواهد تجربی تایید کننده نیز وجود دارد (نیکل، 1996؛ نیکل و همکاران، 1992). به ویژه رقابت شدید در بازار محصول می تواند کم کاری مدیران را حداقل از چهار مجرای مختلف



کاهش دهد (هرمالین، 1992): سود (هارت، 1983) ریسک (شارفستین، 1988) اطلاعات (هولمستروم، 1979، 1982؛ نیلبوف و استیگلیتز، 1983) و ارزش اقدامات مدیریتی (هارت، 1983؛ شارفستین، 1988). در شرایط خاص این دیدگاه پایه که رقابت عملکرد مدیریتی را بهبود می بخشد وجود دارد، یعنی اثر سود غالب می شود. سرانجام، نتایج ترکیبی این چهار اثر جاه طلبانه است، “نشان می دهد که هیچ رابطه نظری بین سطح رقابت و رفتار مدیران وجود ندارد” (هرمالین، 1992).

متأسفانه شواهد تجربی درباره تعامل میان رقابت بازار محصول و نظام راهبری شرکت ها اندک است (کلیت، 1999). این شواهد نشان می دهد که هم بازار محصول و هم سطح نظام راهبری عملکرد شرکت را بهبود می بخشد. در یک مطالعه، نیکل و همکاران (1997) رشد سودآوری شرکت های تولیدی بریتانیا را بررسی کرده و دریافتند که درجه رقابت بازار و کنترل سهامداران با رشد بالای سودآوری در رابطه است. علاوه بر این، آن ها نتیجه گرفتند که رقابت (و بدهی) ممکن است مکانیزم جایگزینی برای کنترل داخلی باشد. جنکینسون و همکاران (2002) و کوک و رنبوگ (2003) شواهد مشابهی از بازار آلمان ارائه کردند.

نخست، جنکینسون و همکاران (2002) شواهدی از اثر مثبت (منفی) رقابت بازار محصول بر رشد بهره وری (سطح بهره وری) ارائه کردند. نتایج آن ها همچنین نشان داد که تمرکز کنترل اثر مثبتی بر رشد بهره وری دارد و این اثر حتی در شرکت هایی که با رقابت شدید بازار محصول مواجهند بزرگ تر است یعنی رقابت و کنترل قوی مکملند. در مقابل، کنترل مالی تاثیر منفی بر رشد بهره وری دارد. دوم، کوک و رنبوگ (2003) دو نمونه از شرکت ها را بررسی کردند: یکی از سیستم بازار محور نظام راهبری شرکت ها (بریتانیا) و دیگری از سیستم بانک محور (آلمان). این به آن ها اجازه داد تفاوت در تاثیر ابزارهای حاکمیتی مختلف را مقایسه کنند. لازم به ذکر است که در شرکت های با عملکرد ضعیف و بحران زده آلمان تمرکز بدهی های بانک با بهره وری بالاتر مرتبط بود، در بریتانیا این اثر تنها برای شرکت هایی با سهامداران نهادی بزرگ دیده شد. در هر دو کشور، رقابت بازار رشد بهره وری را بالا می برد.

تحولات اخیر در مقررات نظام راهبری شرکت ها و ساختارهای بورس سهام

اهمیت تمام ابزارهای نظام راهبری شرکت ها اشاره شده در بالا و تعامل آن ها باید درون زمینه قانونی خاص هر کشور مطالعه شود. برای مثال، حمایت قوی سهامداران خطر مصادره اموال سهامداران اقلیت را کاهش می دهد. در نتیجه، ایجاد قوانین نظام راهبری شرکت ها (مانند قوانین معاملات اجباری در انحصارها) و قوانین اختیاری (مانند قوانین نظام راهبری شرکت ها بهترین رویه) باید توسط بازار ارزش گذاری شود. لاپورتا و همکاران (1998، 1999، 2000) سری جدیدی از تحقیقات را آغاز کردند که تفاوت های سیستم های نظام راهبری شرکت ها را از طریق سطح حمایت از سهامداران اقلیت و میزان توسعه بازار سرمایه توضیح می داد. لا پورتا و همکاران دریافتند که سیستم های حقوقی عرفی نسبت به سیستم های حقوقی مدنی تمایل به ارائه حمایت بیشتر هم در برابر مصادره اموال سهامداران توسط مدیران و هم تجاوز به حقوق سهامداران اقلیت توسط سهامداران بزرگ دارند. همچنین، حمایت بستانکاران - که با شاخص های حقوق بستانکاران که مبتنی بر قوانین



ورشکستگی و مقررات بحران های مالی اندازه گیری می شود - در کشورهای با قوانین عرفی قوی تر و در کشورهای با قوانین مدنی فرانسوی بدتر است. کشور های اسکاندیناوی و آلمان جایی بین این دو قرار دارند. کاربرد کار لاپورتا و همکاران این است که کشورها باید به سمت سیستم های حقوقی عرفی کاراتر بر اساس شفافیت و روابط نزدیک حرکت کنند.

سایر مطالعات همبستگی مشابهی را نشان دادند (بک و همکاران، 2003؛ لوین، 1999). برای مثال، سطح حمایت از سهامداران با اندازه صرف قیمت بازار پرداختی برای حق رأی اکثریت رابطه معکوس دارد - صرف بیشتر در کشورهای با حمایت کم پرداخت می شود (زینگالس، 1994). علاوه بر این، رابطه مستقیم بین حمایت قوی از سهامداران و حجم IPO وجود دارد. آن چه این مطالعات تمایل به تایید آن دارند مزایای مقایسه ای کشورهای حامی حقوق سهامداران است. کارهای تجربی اخیر لاپورتا و همکاران (2000) و بک (2000) نشان می دهد که شرکت های فعال در حوزه هایی با حمایت قوی از سهامداران رشد بالاتری دارند. بر اساس این شواهد، دروبتز و همکاران (2003) حمایت از حقوق سهامداران را به عملکرد بلند مدت شرکت های آلمانی مرتبط دانستند. آن ها شاخصی بر اساس پنج طبقه از قوانین نظام راهبری شرکت ها ساختند و شواهدی ارائه کردند که حمایت بهتر از سهامداران منجر به ارزش بالاتر شرکت می شود (که با نرخ قیمت سود و شاخص ارزش بازار به ارزش دفتری اندازه گیری می شود). به طور کلی، این مطالعات تاثیر مثبت حمایت نظام راهبری مثبت بر توسعه بازار سرمایه را نشان دادند.

تغییرات در مقررات نظام راهبری شرکت ها

از 1990، قوانین مهم جدیدی به منظور توسعه بازارهای مالی با افزایش شفافیت تصویب شده است. قانون جولای 1994، تجدید نظر قانون تجدید ساختار 1995، قانون ضد انحصار، تجدید نظر قانون شرکت های سهامی آلمان، و قانون انحصار 2002.

افشای گروه های سهامداران و معاملات اشخاص وابسته: قانون معاملات اوراق بهادار 1994

این قانون برای تمام شرکت هایی که در آلمان قرار دارند و سهامشان در اتحادیه اروپا معامله می شود کاربرد دارد و مربوط به افشای اطلاعات درباره ساختار سهامداران شرکت و مقررات معاملات اشخاص وابسته است. پیش از 1995، اطلاعات کمی درباره ساختار سهامداران شرکت های آلمانی در دست بود زیرا قانون شرکت های سهامی تصریح می کرد که سهامداران تنها باید در صورتی از آستانه 25% و 50% تجاوز کنند منافعتشان را افشا کنند. قانون معامله اوراق بهادار 1995 توضیح می دهد که منافی بیش از 5%، 10%، 25%، 50% و 75% حق رأی باید افشا شود که این اطلاعات را عمومی می سازد. با این حال الزامات افشا در قانون معاملات اوراق بهادار می تواند توسط بورس سهام اعمال شود. این الزامات بر اساس بخش های بازار متفاوت است.



قانون ضد انحصار

این قانون بررسی می کند که آیا ترکیب های تجاری منجر به استخراج منافع انحصاری از بازار کالا و خدمات می شود. این قانون ترکیب تجاری را گسترده تر تعریف می کند: ترکیب تجاری فقط تلفیق ها و خرید ها را در بر نمی گیرد بلکه شامل خرید سهام به میزان 25% و بیشتر می شود.

تجدید نظر در قانون تجدید ساختار (1995)

این قانون بخش مهمی از قوانین است. نخست، این قانون تجدید ساختار موثر بر مالیات را مجاز می داند و دوم، اطمینان می دهد که تجدید ساختار در نتیجه قوانین به تاخیر نمی افتد. بینرت (2000) توضیح می دهد که تجدید ساختار (تلفیق، تجزیه، چرخش سهام شرکت، انتقال دارایی ها و تغییرات در وضعیت حقوقی) می تواند در ارزش دفتری رخ دهد (بدون تجدید ارزیابی). در نتیجه می توان از مالیات سود سرمایه بر تجدید ارزیابی دارایی ها جلوگیری کرد. یک الزام برای تجدید ساختار کسب حداقل 75% آرا در مجمع عمومی سالانه است. با این حال این قانون به سهامداران اجازه می دهد درباره تجدید ساختار شکایت کنند حتی اگر با تصویب یک اکثریت قاطع باشد. حکم دادگاه ممکن است به تاخیر انداختن تجدید ساختار برای چند سال باشد.

قانون سوم توسعه بازارهای مالی (1998)

این قانون ایجاد محدودیت در رأی دادن را ممنوع می کند. قانون 1998 انتشار حق رأی چندگانه را نیز ممنوع می کند. با این حال از سال 2003 سهام با حق رأی چندگانه دیگر مجاز نیست. لازم به تذکر است که شرکت های آلمانی هنوز مجاز به انتشار سهام بدون حق رأی هستند، اما تنها تا سقف 50% کل سرمایه منتشر شده شان.

قانون انحصار 1998 و 2002

در 1995، قانون انحصار به عنوان قانون (اختیاری) رفتار شرکت های درگیر تلفیق یا خرید منتشر شد. هنوز این قانون کاربرد محدودی دارد زیرا چندین شرکت بزرگ آلمان آن را اجرا نکرده اند و چند مورد از امضا کنندگانش از آن تخطی کرده اند. در نتیجه شکست قانون رفتار، قانون دیگری در سال 2002 تصویب شد که به طور اجباری با خرید 30% از حق رأی یک شرکت اجرا می شود. این اجباری بودن بر معاملات عمده سهام که قبل از 2002 رایج بودند اثر گذاشت (جنکینسون و لیونگویست، 2001؛ کوک، 2000، 2004).

مالیات بر سود سرمایه



از ژانویه 2002، مالیات سود سرمایه دیگر برای محروم سازی از سرمایه تحمل نمی شود (سود سرمایه تحقق یافته موسسات مالی و شرکت ها به نرخ مالیاتی کامل محاسبه می شود). پیش از آن تاریخ بسیاری از شرکت ها و موسسات مالی سرمایه شان در شرکت های آلمانی را به جای فروش انباشته می کردند. در نتیجه، این تغییر در قانون مالیات بازار حق رأی عمده را گسترش داد (بچت و بوهمر، 2003).

قوانین جدید بهترین رویه

قوانین جدید بهترین رویه (2003) و بخش آلمانی نظام راهبری شرکت ها (2000) اصول نظام راهبری دقیقتری نسبت به قوانین قبلی ارائه نمی کند. در واقع، فایده اصلی این قوانین تدوین خلاصه ای از تغییرات قانونی در افشا و شفافیت، وظایف هیأت مدیریت و نظارت، قراردادهای پاداش، تشکیل کمیته ها و غیره است. این قوانین توصیه می کنند که شرکت ها باید به سهامداران اجازه دسترسی از راه دور به مجمع عمومی با استفاده از ارتباطات رسانه ای مدرن را بدهند (مانند اینترنت).

در مورد استانداردهای حسابداری، قراردادهای حسابداری تاریخی آلمان افشای کمتری نسبت به اصول حسابداری ایالات متحده آمریکا طلب می کردند. با این حال، در چند سال گذشته، بسیاری از شرکت های آلمانی به طور اختیاری اصول حسابداری بین المللی را برگزیده اند (توشکه و سندرز، 2003). شرکت های پذیرفته شده در بورس اتحادیه اروپا باید صورت های مالی تلفیقیشان را بر اساس استانداردهای بین المللی ارائه کنند.

توسعه بورس سهام

طی دوران تورم دهه 1990، بسیاری از بورس های سهام جدید یا بخش های جدید بازار به منظور شناور ساختن شرکت های کوچک و متوسط ایجاد شدند، که غالباً از بخش های تکنولوژی بالا، اینترنت، و ارتباطات بودند. در 1997، آلمان بازار نئوتر، یکی از بازارهای جدید در اتحادیه اروپا را ایجاد کرد. شرکت های پذیرفته شده در این بازار باید از مقررات حسابداری بین المللی و ایالات متحده آمریکا پیروی کنند. هرچند این بازار رشد قابل توجهی تا سال 2000 داشته است، نقض پر سر و صدای قانون معاملات اشخاص وابسته، قراردادهای احتباس سرمایه و دستکاری قیمت های سهام توسط چند شرکت به تعطیلی آن در سال 2002 انجامید (جورجن و همکاران، 2004).

نتیجه گیری

این فصل مروری بر سیستم نظام راهبری آلمان ارائه می داد. سیستم آلمانی با وجود بازار برای کنترل جناحی، نظارت سهامداران عمده و بانک / بستانکاران، هیأت دوقطبی (مدیریت و نظارت) با تصمیم گیری مشترک بین سهامداران و کارکنان در هیأت نظارت، حساسیت غیر قابل انکار پاداش مدیران به عملکرد، بازار محصول منظم، قوانین نظام راهبری شرکت ها عمدتاً مبتنی بر جهت گیری های اتحادیه اروپا اما با ریشه های



عمیق در قوانین آلمان مشخص می شود. جنبه مهم دیگر سیستم آلمان معیارهای کارایی است که نظام راهبری شرکت ها رعایت می شود. در حالی که در آلمان (و بسیاری دیگر از کشورهای اتحادیه اروپا) تعریف نظام راهبری شرکت ها مشخصا اشاره به حداکثر ساختن منافع ذینفعان دارد، در سیستم انگلیسی امریکایی بیشتر تاکید بر ایجاد بازده منصفانه برای سرمایه گذاران است. ما نقش حاکمیتی سهامداران بزرگ، بستانکاران، بازار محصول و هیات نظارت بر مدیران را توضیح دادیم. علاوه بر این، بر اهمیت تلفیق و خرید، بازار معاملات گروهی، و نبود بازار انحصار غیر دوستانه تاکید نمودیم. از آن جا که آلمان معمولا به عنوان یک اقتصاد بانک محور شناخته می شود، ما توجه خاصی به نقش بانک های عمومی معطوف داشتیم. کنترل حق رأی در آلمان اغلب هرم های مالکیت، انتشار سهام بدون حق رأی، کاربرد محدودیت های رأی دادن و حق رأی چندگانه مخدوش می شود. آرای وکالتی نیز به رأی غیر متناسبی به بانک ها در مجامع عمومی می دهد.

این فصل نشان داد که رابطه بین تمرکز مالکیت و کنترل و سودآوری طی زمان تغییر می کند. در دهه 1970 و 1980 به نظر می رسید رابطه مثبتی وجود داشته باشد. اما این رابطه در دهه 1990 از بین رفت و حتی منفی شد. هم چنین پاسخ روشنی برای این سوال که آیا بانک ها نقش نظارتی مثبتی در شرکت های آلمانی بازی می کنند وجود ندارد. با این حال، کمک مثبت آن ها در شرکت هایی با عملکرد ضعیف کمتر است. این را می توان به اهمیت بانک ها به عنوان بستانکار شرکت نسبت داد. کوک (2003) تایید می کند که ابزارهای نظارت غیر بازاری نقش مهم تری بازی می کنند زیرا معاملات کنترل غیر دوستانه نادر است و سایر حوزه ها مانند بستانکاران بزرگ معمولا قدرت قابل توجهی دارند. رابطه بلند مدت استقراری به بانک ها قدرت بزرگی می دهد که معمولا با نمایندگی آن ها در هیات نظارت شرکت تقویت می شود.

شواهد کمی وجود دارد که سیستم تصمیم گیری مشترک در آلمان منجر به نظام راهبری خوبی شود. علاوه بر این مدیرعاملان آلمان به نظر می رسد دریافتی نقدی بیشتری نسبت به سایر اتحادیه اروپا دارند و پاداش غیر نقدی کمتری می گیرند (هرچند که پرداخت متغیر اغلب مورد استفاده قرار می گیرد). هرچند حساسیت مثبتی بین پرداخت به مدیران با عملکرد در آلمان وجود دارد، اثر اندازه (مثبت) بر آن غالب است. مهم تر این که، رابطه پرداخت بابت عملکرد با کنترل سهامداران عمده تحت تاثیر قرار می گیرد: در شرکت هایی با سهامداران کنترل کننده، مدیرعامل پاداش کمتری می گیرد (در مقایسه). و رابطه عملکرد و پاداش از نظر آماری معنی دار نیست. زمانی که یک بانک عمومی به طور همزمان مالک و وام دهنده است، رابطه پرداخت بابت عملکرد از حالات دیگر کمتر است.

بازار کنترل شرکت در آلمان به دلیل این واقعیت که اکثریت شرکت ها سهامداران عمده کنترل کننده دارند بسیار محدود است. علاوه بر این، هرم سازی (با چندین لایه بین سرمایه گذار نهایی و شرکت هدف) و مالکیت متقابل تلاش های انحصاری را به تاخیر می اندازد. سرانجام، قوانین انحصار محدودیت های بیشتری برای انحصار ایجاد می کند: در میان بقیه، اقدام قضایی سهامداران مخالف، سنگرگیری هیات، آرای وکالتی، محدودیت های رأی دادن، آرای چندگانه و سهام بدون حق رأی.



با این حال از 1995، چندین قانون برای افزایش شفافیت و پاسخگویی تدوین شد. قوانین اشخاص وابسته و ضد انحصار تقویت شد. برای مثال، تجدید نظر در قانون تجدید ساختار به سهامداران اقلیت اجازه می داد تجدید ساختار را چند سال عقب بیاورند. علاوه بر این، محدودیت های رأی دادن و سهام دارای حق رأی چندگانه ممنوع شد. مهم تر این که، قانون انحصار ایجاب می کرد که سهامدارانی که حداقل 30% سرمایه را خریداری می کنند باید برای سهام باقی مانده پیشنهاد خرید بدهند. قانون انحصار مدیران را وادار می کند که منافع شرکت را در مرکز توجه قرار دهند اما ابزارهای ضد انحصار را نیز مجاز می شمرد.

سرانجام، می خواهیم بر کمبود مطالعات تجربی روی مزایا و معایب سیستم نظام راهبری آلمان تاکید کنیم. با توجه به مجادلات جاری درباره بهترین سیستم حاکمیت شرکتی، و اقبال به سمت سیستم انگلیسی امریکایی، یک نیاز عاجل برای چنین تحقیقاتی وجود دارد.

منبع:

GARY M.CUNNINGHAM and JEAN E.HARRIS (2007) "Corporate Governance and Accountability,"





تحلیل تغییرات در نظام راهبری شرکت ها در فرانسه

مترجم: محسن هاشمی گهر

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران

نظام راهبری شرکت ها به توزیع، عملکرد و فاکتورهای تلویحی و ضمنی کنترل شرکتی اشاره دارد. در اینجا این سؤال مطرح است که چه کسی تصمیمات شرکتی را کنترل می کند؟ چه نوع تصمیماتی اتخاذ می شود؟ و این تصمیمات برای گروههای ذینفع مختلف و یا سهامداران چه نتایجی در پی دارد؟

در این فصل به مورد فرانسه، جهت بررسی عوامل و فاکتورهای تعیین کننده تغییر در سیستم نظام راهبری شرکت ها در اواخر قرن بیستم، تمرکز شده است. بحث های جهانی شدن با توجه خاص به ادغام جهانی بازارهای مالی، با تغییر سیستماتیکی در نظام راهبری شرکت ها توأم شده است. بررسی ارتباط سیستم های اروپایی کانتیننتال و نظام راهبری شرکت ها منافع بسیاری در پی دارد و اغلب این سیستم ها به عنوان سیستم های داخلی توصیف می شوند و در جهانی که به شدت در معرض فشار و غلبه بازارهای مالی احاطه شده توسط سرمایه گذاران خارجی است، استمرار و بقا می یابند.

مورد فرانسه جهت بررسی ارتباط با نظام راهبری شرکت ها، مورد مهمی تلقی می گردد. در 25 سال گذشته، روابط بین اقتصاد شرکتی و بازارهای مالی فرانسه دستخوش تغییرات بسیاری بوده است. از نظر برخی از مفسران، این تغییرات یک تغییر سیستمی در نظام راهبری شرکت ها فرانسه از سیستم داخلی به سیستم خارجی ایجاد کرده که در آن الزامات بازارهای مالی علی الخصوص تقاضاهای سرمایه گذاران سازمانی خارجی، بر عملکرهای شرکتی تأثیر می گذارند. با عنایت به این مطلب، سیستم فرانسه اغلب در تعارض با دیگر سیستم های داخلی اروپایی کانتیننتال می باشد. بنابراین درک این مطلب بسیار مهم است که این تغییرات سیستماتیکی تا چه حد در نظام راهبری شرکت ها فرانسه رخ داده است، این فرایند چگونه صورت گرفته، پیش رفته و چه پیامدی برای سهام داران شرکتهای فرانسوی داشته است.

روشهای بسیاری برای تحلیل تجربی سیستم های مالی نظام راهبری شرکت ها وجود دارد. در این تحقیق بر یکی از روشهای مرسوم که در پی یافتن ارتباط نظام راهبری شرکت ها و مکانیزم و مشخصه های خاص یک سازمان است، متمرکز می شویم.

تحقیقات صورت گرفته در مورد ساختارهای مالکیت شرکتی، نقش مهمی در مبحث نظام راهبری شرکت ها ایفا کرده است. رویکرد دیگری وجود دارد که بر اهمیت هم ساختار و هم سازمان اشاره می کند که در فرایند



تکاملی در نظام راهبری شرکت ها دخیل اند. برای نشان دادن نظام راهبری شرکت ها از دیدگاه مالی، بر ارتباطات متقابل بین استراتژیهای شرکت و سیستم مالی متمرکز می شویم. در این فصل، از هر دو دیدگاه به عنوان مبنای تجزیه و تحلیل تغییرات نظام راهبری شرکت ها در طی 25 سال گذشته در فرانسه استفاده می کنیم. ابتدا در مورد مدارک تجربی مرتبط با ساختارهای مالکیتی شرکتهای فرانسوی و سپس بر تعداد تغییرات اصلی که در این 25 سال رخ داده به بحث و گفتگو می پردازیم.

آنچه از اهمیت ویژه ای برخوردار است رکود بارز نقش دولت به عنوان سهام دار در شرکتهای فرانسوی ست که در این مورد اهمیت رو به رشد سهام داران خارجی در ساختار مالکیت شرکتی فرانسه به صورت لیست شده ارائه شده است، البته بایستی به مدارکی نیز اشاره گردد که مربوط به استمرار و پیوستگی با مالکان خانوادگی ست تا از این طریق ثابت کنیم که در دهه 1990 به شدت ماندگار بوده ایم.

ثانیاً، به تجزیه و تحلیل تعاملات بین شرکتهای فرانسوی و سیستم مالی در 25 سال گذشته پرداخته و تمرکز بر روشی می کنیم که در آن شرکتهای فرانسوی بر سیستم مالی تکیه کرده تا هزینه های خود را جبران کنند. یکی از پیشرفتهای مهم همراه با کاهش نقش دولت در امور مالی شرکتهای فرانسوی حاصل شد. خصوصاً در دهه 1990 افزایش بسزایی در تکیه و اعتماد این شرکتها بر موضوعات دارایی به عنوان یک منبع مالی خارجی و همچنین نقش بازار در مقایسه با قرضهای معمولی و متوسط مشاهده شد. همچنین ساختاربندی مجدد مرز شرکتهای خصوصی از طریق تولیدات مختلف، حائز نقش مهمی در تحریک موضوعات سهامی نه تنها از بعد پول نقد بلکه از بعد مبادله سهام دیگر شرکتها، بود. تأمین مالی قرضهای جدید خصوصاً در دهه 1990 به میزان اهمیت تأمین مالی شدن از طریق موارد حاصله افزود.

مفاهیم بسیاری در رابطه با تغییر در مالکیت و امور مالی شرکتهای فرانسوی وجود دارد که در مبحث راهبری بر این شرکتها از آنها استفاده می کنیم. پیشرفتهای بسیاری در ارتباط با توزیع کنترل شرکتی بر اقتصاد شرکتهای فرانسوی وجود دارد اما این توزیعات به شدت در کنترل سازمانهای داخلی است. البته تغییراتی مهم در روشی که سازمانهای داخلی در کنترل های خود ایفا نموده اند، صورت گرفته است. در حالت خاص از این تغییر به عنوان مبنایی برای پیگیری استراتژیهای استفاده کرده اند که حضور بین المللی شرکتهای اداره کننده خود را توسعه دهند. دشوار به ظر می آید که در مورد نتایج و عواقب عملکردشان در رابطه با سهام داران شرکتهای فرانسوی صحبت کنیم، اما می توان پیشنهاداتی در این رابطه ارائه کرد و بیان نمود که تغییر در توزیع بهره، در راستای منافع مالی در هزینه های ضروری کار و خصوصاً کارکنان فرانسوی بوده است. در نهایت باید اظهار داشت که اگر این تغییر از کنترل داخلی به خارجی صورت گرفته باشد به احتمال قوی در فرانسه به عنوان یکی از نتایج غیر مقصود در رابطه با عملیات مدیریتی بوده است.

نتیجه اینکه نقش ساختار و سازمان در فرایند تغییری بسیار مهم است و ساختارهای مالکیتی با وجود قلمرو و تسلط در تاریخچه نظام راهبری شرکت ها، نمی توانند در توضیح و تشریح اهمیت توسعه های اخیر چندان مهم باشند. احتمالاً ویژگیهای ساختاری دیگری وجود دارد که می تواند در توضیح تغییرات در نظام راهبری شرکت ها در فرانسه بهتر عمل کند. نقش ساختارهای صنعتی شدیداً به کشف ارتباط قابلیت های شرکت های



فرانسوی و استراتژی های رشد خارجی می پردازد. به علاوه، ساختارهای اجتماعی اقتصادی در شرکتهای فرانسوی - که از سلسله مراتب اغراق شده در شرکتهای فرانسوی ایجاد شده و مطابق با قدرت PDG و شبکه هایی پیش می روند که مدیران ارشد در تماس نزدیک با یکدیگر هستند - می تواند فاکتورهایی در توضیح این مسأله باشد که چرا مدیران فرانسوی از لحاظ سیستماتیک در رشد خارجی در دهه 90 در جهت نفع گسترش خارجی پیش رفته اند.

درک انواع سیستم های نظام راهبری شرکت ها

تحقیقات تجربی در رابطه با نظام راهبری شرکت ها شدیداً با الگوهای مرتبط نظام راهبری شرکت ها ساختارها و مکانیزم های شرکت هایی توأم است که به روابط شرکتهای و سهام دارانشان تأثیر گذارند. تجزیه و تحلیل مبحث نظام راهبری شرکت ها از دیدگاه منافع مالی تمرکز بر مؤلفه هایی مثل مالکیت سهام - حقوق سرمایه گذاران - قوانین و مؤلفه های موجود به عنوان فاکتورهای تعیین کننده ویژه در الگوهای کنترل شرکتی دارد. مدارک موجود نیز براساس روند ساختار بندی شده ای جمع آوری شده اند، که به تجزیه و تحلیل نظام راهبری شرکت ها می پردازد.

در مبحث نظام راهبری شرکت ها کارها و تحقیقات تجربی صورت گرفته در الگوهای قیاسی - تاریخی از اهمیت بسزایی برخوردار است. مباحث مرتبط با الگوهای مالکیت شرکتی را به عقب بر می گردد تا به تجزیه و تحلیل کلاسیک مبحث مطرح شده آدولف برل و گاردینر یعنی "شرکت مدرن و دارایی بخش خصوصی" بپردازیم. آنچه که برل و مینز مطرح کردند مالکیت پراکنده ای بود که در آن سهامداران کنترل کمی بر شرکتهایی دارند که مدیریت نیز سهمی از شرکت را داراست. از این دیدگاه، چالش در توسعه نظام راهبری شرکت ها، یک فاکتور تعیین کننده جهت به حساب آورده شدن مدیران در نزد سهامداران شرکت و دیگر سهام داران محسوب می شود.

دیدگاه اقتصاد شرکتی آمریکا که در مبحث "شرکت مدرن" مطرح شد، در واقع دیدگاهی مرتبط با نظام راهبری شرکت ها بود. بررسی های اخیر اصالت و عمومیت این مطلب را مورد بررسی قرار دادند تا نشان دهند که پراکندگی مالکیت سهم یک مورد استثنا تا یک امر قانونی می باشد. در اکثر کشورها، مالکیت شرکتی، خصوصاً جریان نقدینگی و حقوق مربوط به رأی دادن مرتبط با داشتن چه مالکیتی به شدت مورد بررسی قرار می گیرد. الگوهای مالکیت متمرکز نیز در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به چشم می خورد و البته این الگوها در بسیاری از کشورهای توسعه یافته نیز موجود است.

مجموعه بررسی های صورت گرفته توسط شبکه نظام راهبری شرکت ها اروپا، وجود تصویر مفصلی از الگوهای اروپایی در نظام راهبری شرکت ها را تضمین کرده است. همچنین نشان داده شده که مالکیت به شدت مرتبط با قاره اروپاست، اما روش و رابطه بین جریان پولی و حق رأی در کشورهای مختلف کاملاً با یکدیگر متفاوت است. مدارک مربوط به مالکیت متمرکز ما را بر آن داشت تا بر نظام راهبری شرکت ها تمرکز کنیم که از جهاتی به سمت مباحثی پیش میرود که می گویند مسائل راهبری شکل جدیدی به خود گرفته و این زمانی است که



مسأله مالکیت شرکتی به صورت متمرکز نه به صورت پراکنده باشد. در حالت خاص، تعارضات و اختلافات بین سرمایه گذاران اکثریت و اقلیت مهمتر از تعارضات و اختلافات بین سهامداران و مدیران است.

با ادامه تحقیقات مربوط به مسأله مالکیت شرکتها، تلاشهایی جهت ارتباط دادن این الگوها با ویژگی های سازمانهایی که در مبحث نظام راهبری شرکت ها تأثیر گذارند، صورت گرفته است. در حالت خاص حزب تأثیرگذاری جهت حمایت یک دیدگاه "قانونی و مالی" توسعه یافته و بیان می دارد ارتباطات مهمی بین ویژگی های مالکیت شرکتی، مؤسسات قانونی و بازارهای مالی در کشورهای مختلف وجود دارد. این ویژگی ها سیستم یکپارچه ای از نظام راهبری شرکت ها به وجود می آورند.

سیتم های نظام راهبری شرکت ها از نوع مالکیت شرکتی پراکنده، به عکس سیستمهای مالکیت شرکتی متمرکز، از سرمایه گذاران اقلیت و بازارهای مالی توسعه یافته حمایت شدیدی می کنند.

فرضیه مورد نظر در تمامی این مباحث آن است که ساختارهای مالکیت شرکتی نقش مهمی در تعیین توزیع، عملکرد و کاربردهای کنترل شرکتی ایفا می کند. البته تحقیقات تجربی کمی صورت گرفته که نشان دهنده ارتباط واقعی الگوهای مالکیتی و کنترل شرکتی می باشد. غیر از تحلیل روابط بین مالکیت و مبحث کنترل، اکثر تحقیقات تجربی مرتبط با مفاهیم مالکیت شرکتی، رابطه کاهش یافته بین مالکیت و عملکرد را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج این بررسی ها مبهم است و تاکنون نیز نتیجه واضحی مبتنی بر وجود یک رابطه قوی حاصل نگردیده است. زمانیکه اصطلاح "کنترل" در ساختار مالکیتی استفاده می شود، اشاره به حقوق مربوط به رأی دادن شده، در حالیکه این حقوق به سهامداران اجازه داده تا بر تصمیمات خاص شرکتی تأثیر گذارند.

بنابراین این رویکرد ساختاری، پذیرای انتقاد از جانب دیگر روشهای تحلیل نظام راهبری شرکت ها ست. برخی از محققان در ارتباط ساختارهای مالکیتی با تعیین الگوهای واقعی کنترل شرکتی، به چالش پرداخته اند. این محققان بر این نظر بوده که دیگر ساختارهای اجتماعی، هم در شرکت های داخلی و هم در شرکت های خارجی، تأثیر مهمی را بر کنترل های واقعی شرکتها داشته اند. خلاصه آنکه این انتقادات همگی بر این نظرنند که در استفاده از روندهای ساختاری مرتبط با تحلیل نظام راهبری شرکت ها بهتر است اطمینان حاصل شود که ساختارهایی که تحلیل می کنیم ساختارهایی هستند که در مبحث کنترل شرکتی بسیار با اهمیتند.

مسأله دیگر مربوط به انتقادات مرتبط با تحقیقات ساختار شرکتی می باشد که در کل در رابطه با ساختارهایی است که به تحلیل مسأله نظام راهبری شرکت ها می پردازند. مبحث موجود این است که این ساختارهای اجتماعی به هر شکلی که باشند، به هیچ روشی نمی توانند تعیین کننده مکانیزم رفتاری باشند. عاملان اقتصادی نیز ناهمگون هستند و خاصاً از بعد نیاز، درک، راه رسیدن به اهداف و به طور کلی نوع عامل استراتژیکی، با یکدیگر متفاوتند. از بعد نظام راهبری شرکت ها، سهامداران سهامداران خودی مانند دیگر سهامداران از همدیگر متفاوتند، حتی اگر ویژگی های ساختاری متفاوتی با همدیگر داشته باشند. همچنین مدیران نیز در روش تعیین رفتار شرکتی، از یکدیگر متفاوتند.

انتقادات وارده به مباحث ساختاری که در رابطه با نادیده گرفتن اهمیت سازمان و شرکت است، از سوی بسیاری از نظریه پردازان اجتماعی مطرح شده است. الزاماً این انتقادات به این بحث منتهی نمی شود که عملکردها



داوطلبانه است و ساختارها مهم نیستند و آنچه اهمیت دارد جدی تلقی کردن سازمان است. در این موضوعات، تحلیل های صورت گرفته توسط آنتونی گیدنز در نوسازی ساختاری نظریه اجتماعی پیشتاز بوده است، به شدت سازنده است. از دیدگاه او، عاملان به منابع مالی و سایر منابع نیاز داشته تا از این طریق وارد عمل شوند و این ساختارهای اجتماعی هم تعیین می کنند که تا چه حد آنها می توانند به این منابع دسترسی یابند. به علاوه، عملیاتیایی نیز وجود دارند که از هنجارها و قوانین خاصی پیروی می کنند که توسط ساختارهای اجتماعی پدید می آیند.

از دیدگاه نظام راهبری شرکت ها، مالکیت سهام شرکتی و دیگر اشکال دسترسی به منابع مالی، به برخی از عاملان این امکان را داده تا به روشی که برای سایرین میسر نیست، عمل کنند. به علاوه، زمانیکه مدیران و سهامداران وارد عمل شده الگوهای خاصی را نشان داده که می توان آنها را از بعد ویژگیهای ساختاری درک نمود. برای مثال، مدیران شرکتهایی که از بحث سهم داری متمرکز تبعیت می کنند تمایل چندانی به استفاده از منابع مالی دارایی خالص ندارند تا آنها را از طریق ترقیق ساختار سهام داری توسعه دهند، این مسأله می تواند کنترل بر سهامداران موجود را از بین ببرد.

اگر لازم باشد روشی را د نظر بگیریم که در آن ساختارها بر عملکردها تأثیر گذارند، تشخیص این مسأله نیز مهم است که عملکرد سازمانها و مؤسسات می تواند ساختارها را تشکیل دهد. سهام داران متمرکز می توانند دارایی خود را کاهش دهند، تا دیگر مدیران بر نیروهای بازاری فشاری تحمیل نکنند. مدیران هم از بعد پیگیری استراتژی مالکیت، سبب تغییر ساختار مالکیت شرکتی شده که آن را مدیریت می کنند.

این نوع استدلالها منجر به بررسی نظام راهبری شرکت ها به عنوان فرایندی شده که در آن منافع سازمانها همگام با ساختارهاست، نه سیستمی از مؤسساتی که می توان آنها را از طریق ویژگیهای خاص در یک نقطه زمان تعریف کرد. در تفسیر گیدنز می توان بیان نمود که ساختارهای نظام راهبری شرکت ها واسطه و نتیجه عملکردهایی هستند که سیستم های راهبری را تشکیل می دهند. در نتیجه، آنچه مسلم است اغلب به آسانی تعیین نمی شود. به علاوه، با در نظر گرفتن تعاملات بین سازمان و ساختار، وجود مجوزی در رابطه با عدم قطعیت ذاتی نتیجه فرایند راهبری الزامیست.

تحلیل های مالی نظام راهبری شرکت ها که نقش ساختاری و سازمانی در نظام راهبری شرکت ها ایفا می کند، بر تعاملات مستمر بین بخش های شرکتی و سیستم دولتی تمرکز می کند. در حالیکه شرکتها از سیستم مالی به روشهای مختلفی استفاده کرده و اتکای این شرکتها به سیستم مالی می باشد که توسعه آن اهمیت بسزایی دارد. با این وجود، تمامی این مسائل به خاطر نقش سهامداران در تأمین بودجه مالی شرکتهاست که این نقش از نظر برخی از محققان نقش غالب و حکمفرمایی در نظام راهبری شرکت ها است. بنابراین لازم است درک این مطلب که چه شرکتهایی در صدند از سیستم های مالی تأمین بودجه کنند و این شرکتها چه استراتژیهایی را دنبال می کنند.

در اصل، بایستی تمامی روابط بین یافته ها از دو روند متفاوتی ایجاد شده باشد که به بحث آن در بررسی نظام راهبری شرکت ها می پردازیم. این دو روند می توانند مکمل یکدیگر باشند. تحلیل ساختاری که این امکان را می دهد تا تغییرات را تشخیص دهیم



ولی نمی توانند علت بوجود آمدن این تغییرات را توضیح دهد و روند تعاملی که می تواند این فاصله ها را پر کند، تغییر روابط بین بخش شرکتی و سیستم مالی می تواند به تعیین ساختارهای مالکیتی بپردازد، برای مثال تحلیل انجام شده در منشأ مالکیت پراکنده در بریتانیای کبیر، فرانکس بر اهمیت مسائل دارایی خالص در جهت تسهیل مالکیت در این فرایند از طریق سهامی که کاهش یافت تأکید می کند، همچنین ساختارهای مالکیتی می تواند رابطه بین بخش خصوصی و سیستم مالی را تعیین کند: برای مثال، دیدگاه قانونی و مالی مشخص می کند که مالکیت پراکنده، پیش تقاضایی در رابطه با بازارهای مالی است و حداقل تا میزانی است که حفاظت قانونی برای سرمایه گذاران خارجی تأمین باشد.

هیچ روشی جهت تعیین ارتباط بین یافته های حاصل از این دو روش وجود ندارد، این یافته ها باید در جهت بررسی موارد خاص مرتبط با حاکمیت دولتی استفاده شود تا مشخص شود که چگونه به یکدیگر مرتبطند و این همان کاری است که در این تحقیق برای سیستم نظام راهبری شرکت ها فرانسه در 25 سال اخیر انجام شده است.

مسئله مالکیت و تأمین مالی در شرکتهای فرانسوی

در فرانسه و البته در بسیاری از کشورهای دیگر، تحقیقات تجربی در رابطه با نظام راهبری شرکت ها صورت گرفته که این کار با بررسی ساختارهای مالکیتی صورت گرفته است.

این کار را با ارائه خلاصه ای از تحقیقات صورت گرفته آغاز کرده تا تغییرات و استمرار ساختار مالکیت شرکتی در فرانسه را، در 1/4 آخر قرن بیستم بیان کنیم.

آنچه که از اهمیت بسزایی برخوردار است کاهش نقش دولت به عنوان یکی از سهامداران شرکتهای فرانسوی و باز کردن روابط دیگر سهامداران و اهمیت رو به رشد سهامداران خارجی در ساختارهای مالکیتی شرکتهای فرانسوی است. البته مدارکی نیز مبتنی بر استمرار مالکیت خانوادگی وجود دارد که در جهت اثبات ماندگاری و سازگاری در دهه 90 استفاده می شود. پس از آن به تحلیل تعاملات بین شرکتهای فرانسوی و سیستم مالی می پردازیم. در اینجا نیز مشخص است که تغییرات شگرفی صورت گرفته است. یکی از ابعاد این تغییرات مربوط به برکناری دولت از داشتن نقش اصلی در امور مالی اقتصاد شرکتی در فرانسه است. به منظور رها کردن این نقش، دولت فضایی برای بخش خصوصی ایجاد کرد تا شرکتهای فرانسوی را با جوهی رو به رو کند که به دنبال آن بودند. همچنین از اواسط دهه 80، دولت محرک و انگیزه مستقیمی را برای بازار سهام ایجاد نمود که در نتیجه ساختار بندی مجددی از بخش عمومی در کل فرایند خصوصی سازی ایجاد شد.

همچنین تغییراتی صورت گرفت که در نتیجه آن شرکتها در بخش خصوصی فرانسه با سیستم مالی وارد تعامل شدند. با وجود پیشرفت در زمینه سودآوری و در نتیجه دسترسی بیشتر به منابع داخلی، شرکتهای فرانسوی شدیداً به بخش مالی خارجی وابسته شدند. البته تغییرات مهمی نیز در ترکیبات خارجی صورت گرفت که به افزایش اهمیت مسائل مالکیتی و همچنین نقش بازار در مقایسه با مسائل واسطه ای منجر گردید.

ساختار بندی مجدد مرز شرکتهای فرانسوی، در عوض توسعه سرمایه گذاری داخلی، نقش مهمی را در تحریک این تغییرات ایجاد نمود. تولیدات و تملکات در رشد مبادله سهام و مسائل نقدینگی نیز اهمیت داشتند. پس



دادن وام گرفته شده نیز انگیزه مهمی در صدور سهام تلقی می شد. اما پس از آن نیز، برخی از ساختارهای مجدد مالی به رشد خارجی ارتباط یافت و این ساختارها در تحکیم مال مالک نیز از مبحث تملک پیروی کرده و یا آنها را در سبقت از یکدیگر تقویت کرد. به علاوه، باز گرداندن قروض جدید توسط شرکتهای فرانسوی مخصوصاً در دهه 90، به مسأله مهمی توسط امور مالی در مبحث تملک تبدیل شد. شرکتهای بزرگ بر این پیشرفتهای فائق آمدند. همانطور که بازارهای دارایی خالص مورد تمرکز قرار می گرفتند، تبادلات صورت گرفته توسط بزرگترین شرکتهای فرانسوی نیز به 90% مقدار کل پول حاصله از صدور سهام در بورس در 25 سال گذشته، رسید. شرکتهای متوسط و کوچک هم در اوج فعالیتهای مربوط به صدور سهام در اواخر دهه 90 شرکت داشته و در کنار همدیگر تنها 10% کل پیشرفتهای حاصل از بورس را ارائه کردند.

ساختار مالکیت شرکتی در فرانسه

درگیری گسترده دولت فرانسه در مالکیت شرکتهای تجاری عمدتاً به عنوان یکی از فاکتورهای تعریف کننده سرمایه داری بعد از جنگ فرانسه قلمداد می شود. عملکرد بی قاعده اقتصاد فرانسه در دهه 20 و 30 بسیاری از مفسرانی که کنترل شدیدی بر صنایع فرانسه داشته و توسعه اقتصادی را از طریق کم سرمایه گذاری و نبود کمبود مقاطعه کاران متوقف می کردند، متقاعد کردند. بنابراین، زمانیکه Gaulle تصمیم گرفت از طریق یک برنامه ملی گرایی که در پایان جنگ جهانی دوم آغاز شد دو نوع شرکت را هدف قرار داد:

اول: شرکتهایی که مؤلفه های زیر ساخت های اصلی را فراهم می کردند که برای ساخت مجدد و توسعه شدید اقتصادی فرانسه ضروری بودند تا تحت نظام راهبری شرکت ها باشند.

دوم: شرکتهایی که جانب دشمن، همدستان و حکومت vichy کنترل می شدند و می بایست تحت هدایت دولت پیش روند.

در آغاز جمهوری پنجم برخی از شرکتها به سمت ملی گرایی و برخی از شرکتهای دوتی جدید در صنایع کامپیوتری و فضاوردی پیش رفتند و این در حالی بود که دولت به دنبال توجه به صنایع دیگری بود تا بخشهای دیگر را بسازد. در سال 1976، دولت اکثریت سهامها را در 40 شرکت اصلی از 500 شرکت موجود در فرانسه، از آن خود کرد و در موارد نه چندان مهم هم 13 سهام را از آن خود کرد. البته برنامه های بلند پروازانه ملی گرایی در فرانسه پس از جنگ نیز اکنون ادامه دارد. این برنامه ها در سال 1982 در دولت Mitterrand آغاز شد و تا مداخله دولتی در بخش شرکتها و مؤسسات اقتصادی تا رسیدن به نقطه اوجش ادامه یافت. نتیجه اینکه دولت 100% از 13 شرکت صنعتی از میان 20 شرکت موجود را از آن خود کرده و بلوک کنترل کننده ای نیز بر سر راه دیگران ایجاد کرد. همچنین این مسأله تحت کنترل شرکتهای مالیاتی پیشرو در فرانسه و همچنین بسیاری از بانکهای کوچکتر بوده است.

پس از این دوره بود که نقش دولت در مالکیت شرکتهای فرانسوی تغییر کرد. در سال 1987، دولت راست گرای آن زمان اولیه برنامه اصلی دولت را در رابطه



با انتقال داراییهای شرکتی از دولت به سمت بخش خصوصی انجام داد و در این راستا خصوصی سازی هایی صورت داد که تا کنون هم ادامه یافته است. لیستی در رابطه با قانون خصوصی سازی سال 1986 تهیه شده که فروش 65 مؤسسه اقتصادی را در فوریه 1991 در بر داشت. در سال 1986 و 1987، تعدادی از شرکتهای دولتی که به بهترین شیوه عمل می کردند از طریق پیشنهادات سهام عمومی فروخته شدند. در زمانیکه برنامه های خصوصی سازی در تصادم ایجاد شده در بازار سهام در سال 1987 از حرکت باز ماند، 31 شرکت به فروش رفته و در این فرایند 100/7 میلیون دلار حاصل شد.

زمانیکه سوسیالیست ها در سال 1988 مجدداً به قدرت رسیدند، هرگز تلاشی بر علیه خصوصی سازی نکردند. البته با معرفی سیاست "نه - نه" یعنی نه ملی گرایی، نه خصوصی سازی، آنها مهلت قانونی را در رابطه با سیاست هایی ارائه کردند که منجر به تغییر شکل مالکیت دارایی خالص شرکت های فرانسوی شد.

در نتیجه هیچ خصوصی سازی در سال 1989 و 1990 صورت نگرفت. دولت سوسیالیست اجازه تبادلات شرکت های ملی گرایانه فرانسوی و مالکان خارجی را صادر کرد و همین مسأله به شدت سهم دارایی خالص مستقیم دولت در اقتصاد فرانسه را ترقیق کرد < از سال 1991 به بعد مجوز فروش تا 49 درصدی شرکت های ملی گرایا نیز صادر شد و کاهش مالکیت دولتی نیز ادامه یافت و بار دیگر دولت به بازارهای دولتی باز گشت تا برخی از دارایی های صنعتی و مالی خود را تسویه کند.

در سال 1993، دولت راست گرای ادوارد بالادور به عنوان نخست وزیر رسماً دومین برنامه مهم خصوصی سازی را اجرا کرد. با وجود فروش صورت گرفته در اواسط دهه 80، دولت فرانسه به سهام دار مهمی در اقتصاد فرانسه تبدیل و ماندگار شد و 3 شرکت فرانسوی بزرگ نیز از طریق این فروش، در اختیار و در تملک دولت بودند و همچنین 4 مورد از 10 شرکت بزرگ و 15 مورد از 50 شرکت مطرح دیگر نیز به دست دولت اداره می شدند. لیستی از 20 شرکت که بایستی از بخش عمومی به بخش خصوصی تغییر می یافتند نیز فراهم شد که 12 مورد از این شرکت ها در سال 1986 مورد نظر بوده اند و در این لیست شرکتهایی وجود داشت که در اختیار دولت بوده و در واقع توسط دولت اداره می شدند و البته چندین مورد استثناء مانند شرکتهای صنایع همگانی - راه آهن - شرکتهای دفاعی و Caisse des Depots نیز وجود داشتند. دولت Alain yuppe نیز برنامه بالورد را ادامه داد گر چه موانع بسیاری در برخی موارد پدید آمد.

سوسیالیست ها در مبارزات خود در انتخابات 1997 متضمن شدند تا فرایند فروش دارایی های دولتی را پایان دهند. زمانیکه سوسیالیست ها مجدداً به قدرت رسیدند، دولت جاسپین از روند بسیار متفاوتی تبعیت کرد. از ماه ژوئن 1997 تا پایان سال 1999، سوسیالیست ها دارایی های شرکتهای دولتی را که به ارزش 25/5 میلیون یورو بود به فروش رساندند، بنابراین مقدار کلی را که از طریق خصوصی سازی در دولت های بالارود و Alain yuppe از سال 1993 تا ژوئن 1997 ایجاد شده بود پیش بردند.

برنامه خصوصی سازی منجر به تغییر شکل شدیدی در ساختار مالکیتی شرکت های فرانسوی گردید. به علاوه، روشی که بر اساس آن دولت های فرانسوی موفق فرایند خصوصی سازی را پیش می بردند، بدین معناست که آنها بر ساختار مالکیت این شرکتها در زمانیکه به دست بخش خصوصی افتاده اند، نیز تأثیر می گذارند. در



حالت خاص این فرایند ها noyau dur ای برای شرکت های بخش خصوصی ایجاد کرد . تقریباً 15 تا 30 درصد سهام شرکت های خصوصی به تعداد محدودی از سهام داران فروخته شد ، همچنین به شرکتهایی که پیوند صنعتی مالی با هویت خصوصی سازی شده داشتند .

سهام ها از طریق جایگاههای خصوصی و پاداش به این سهامداران فروخته شد و این بدان علت بود به بخش عمومی قیمت پرداخت کردنی را پیشنهاد کند . اکثر سرمایه گذاران اصلی تعهدات رسمی را در رابطه با سهام های دردست گرفته خود تا 2 سال بعد از خصوصی سازی داشتند اما چنین تصور می شد که آنها این سهام ها را برای مدتی بیشتر از آن در دست داشتند .

داستان ملی گرایی و خصوصی سازی تنها موردی نیست که باید به درک ساختار مالکیت شرکتی در فرانسه بپردازد . مسأله مهم دیگر مربوط به وجود مالکیت خانوادگی مخصوصاً در بخشهای خاصی مانند خرده فروشی ، اتومبیل سازی ، لاستیک و تایر ، کالاهای لوکس و ... بود . Faccio و Lang بر اساس داده های حاصله از سال 1997 و 1998 ، درصد شرکتهایی را محاسبه کردند که از طریق انواع مختلف مالکان و دارندگان در آستانه 27 درصد اداره می شدند . آنها دریافتند که 64/8٪ از آنها تحت کنترل خانواده ها بودند و تنها 14٪ از آنها به صورت گسترده کنترل می شدند . این ارقام در مقایسه با متوسط نمونه های آنها در 13 کشور اروپای غربی به ترتیب 42/3٪ و 36/9٪ می باشد . فرانسه با ساختار مالکیتی کنترل شده نقش بسزایی را در خانواده ها همچون آلمان ، استرالیا و ایتالیا ایفا می کند . احتمال این کم است که uk بیشترین درصد شرکتهای در دست عموم یعنی 68٪ و کمترین درصد شرکتهای دردست خانواده ها یعنی 23/7٪ را در دست داشته باشند . کاهش در نقش دولت فرانسه به عنوان یکی از مالکان شرکت های فرانسوی به صورت رقم 5/1 درصدی برای شرکت های فرانسوی لیست شده ای منعکس شده که توسط دولت کنترل می شوند . در حالیکه این رقم کمی بیشتر از رقم متوسط 4/1٪ برای 13 کشور موجود است . این رقم به شدت کمتر از رقم 10/3٪ ایتالیاست که تاریخچه مشابهی از مالکیت دولتی در مقایسه با فرانسه دارد . تأثیر خصوصی سازی را می توان در این داده ها مشاهده کرد :

تحلیل ساختارهای مالکیتی از طریق اندازه شرکت ، بیان کننده 60٪ از بزرگترین شرکتهای فرانسوی لیست شده است که اکثر شرکت های خصوصی شده در کنترل عام هستند و این مقدار به شدت بزرگتر از دیگر کشورها به جز UK، سودان و ایرلند می باشد . سهام داری همگانی نیز در این تحلیل ها به صورت تعریف نشده باقی مانده و این به خاطر آستانه 20 درصدی است که به قدری زیاد است که سهام هایی را انتخاب می کنند که عمدتاً کمتر از 5٪ هستند ولی بررسی های دیگر اهمیت آنها را در اواسط دهه 90 مشخص کرده است .

البته در اواخر دهه 90 ، این شبکه سهام داری عمومی از هم گسسته شد . این فرایند در دسامبر 1996 با ادغام Axa که یکی از شرکتهای بیمه فرانسوی است همراه با رقبای آن UAP آغاز شد . چندی پس از ادغام شرکتهای تازه تأسیس اعلام کردند که داراییهای خود را در بسیاری از شرکت های فرانسوی مهم ازجمله Credit Nationd ، Schneider و Suez می فروشند . دیگر شرکتهای فرانسوی نیز از Axa پیروی کرده ومنجر



به باز شدن سهام داری عمومی خود شدند و در پایان دهه 1990 بسیاری از پیوند های مالکیتی ایجاد شد به کار گرفته شد تا از موشکافی ایجاد شده توسط خارجیان حفاظت شود .

از طرفی ، سرمایه گذاران مؤسساتی خارجی نیز به بازار سهام فرانسه تهاجم آوردند . در نتیجه فرایند خصوصی سازی مالکیت خارجی نیز افزایش یافت و در سال 1994 به 25% از سهام فرانسوی در مقایسه با 10% سهام 1985 رسید . این میزان در سال 1997 به 30% افزایش و سپس در سال 1999 به 35% و در سال 2000 به 40% رسید . مشارکت خارجی در ساختارهای سهام داری شرکت های فرانسوی بزرگ به شدت بیشتر از حد متوسط بود .

درمقایسه با تغییرات ایجاد شده در مالکیت ، اهمیت خانواده ها در شرکت های فرانسوی تا اواخر دهه 90 هم رشد داشته است . بدون شک تحلیل ساختارهای مالکیتی 250 شرکت فرانسوی که شاخص سهام SBF 250 دارند بیانگر این مطلب است که اهمیت مالکیت خانوادگی واقعاً بین سالهای 1993 تا 1998 افزایش یافته است . بررسی ها بر ترویج شرکتهای موروثی تمرکز داشته اند ، شرکت هایی که در آن افراد و خانواده ها به عنوان سهام داران اصلی با حداقل 10% دارایی خالص حضور دارند . نتایج نشان می دهد که شرکت های موروثی از لحاظ اهمیت ، در طول این دوره از 48 تا 57 درصد تعداد کل شرکتهای SBF 250 رشد داشته اند .

تأمین مالی شرکت های فرانسوی

بعد از پایان جنگ جهانی دوم ، مسائل مربوط به عقب ماندگی صنایع فرانسوی این بیانیه را دنبال کرد که کافی نیست که کنترل های خانوادگی را از طریق مذاکره با شرکتهای اصلی بگیریم . همچنین این نظریه وجود دارد که اقدامات دیگری را باید برای به روز کردن قابلیت های فنی و تکنولوژیکی فرانسه انجام داد و البته این در صورتی است که کشور بخواهد به صورت صنعتی مدرنی تبدیل شود . کنترل دولت بر تخصیص اعتبار از طریق مؤسسات مالی یکی از ابزارهای مهمی است که جهت تأثیر گذاری بر ساخت مجدد و توسعه اقتصادی فرانسه می شود .

ضرورتاً دولت فرانسه جهت توسعه کلی عبارت در این اقتصاد محدودیت هایی اعمال کرده است ، بنا بر این ظرفیت بانکها در رابطه با قرض دادن به دیگر بخشهای اقتصاد محدود کرد .

در مواردی که دولت خواستار ترغیب کردن فعالیت های ویژه ای است ، از طریق ایجاد استثناها در رابطه با محدودیت های اعتباری برای دیگر وام گیرندگان مرتبط وارد عمل می شود . علاوه بر این که دولت از کنترل های اعتباری استفاده کرده است ، سازمان های دیگری را نیز ایجاد کرده که وامهای کمکی را در اختیار بخشهای خاص و مراکز تجاری ویژه قرار دهد تا نیازهای ضروری خود را تأمین کنند .

تأثیر این سرمایه گذاری ها به شدت به شرکت های فرانسوی برای منبع مالی سرمایه گذاریشان وابسته است . همانطور که Bertero در این رابطه می گوید : سیستم مالی فرانسه یک اقتصاد اضافه بر داشت و یا نسخه دیگری از سیستم مبتنی بر بانکهاست .



در اوایل دهه 1980 تغییر بسزایی در روابط بین بخش شرکتی و سیستم مالی در فرانسه ایجاد شد. اولاً: دولت برخی از قرض های بخش خصوصی را به عنوان نتیجه ای از دولت ملی شده خود در نظر گرفت. ثانیاً: سود آوری شرکت های فرانسوی از سال 1982 به بعد به شدت افزایش یافت، بنابراین ظرفیت تأمین مالی آنها نیز افزایش یافت و مورد آخر، برنامه ویژه آزاد سازی مالی است که در اواخر دهه 1970 در فرانسه آغاز شد و از اوایل دهه 80 هم تحولاتی یافت تا اینکه در ترکیب منبع مالی خارجی که شرکتهای فرانسوی از آنها استفاده می کردند، تغییری ایجاد کرد.

تأثیر تغییر یافته این تغییرات در تکامل منابع فرانسه که توسط شرکتهای فرانسوی از سال 1978 تا 2002 استفاده می شد، منعکس شد البته تأمین مالی داخلی نیز از سال 1978 تا 1985 تضعیف شد و تنها 14% از ارزش افزوده که 9/8% آن در سال 1981 بود، محاسبه شد که البته در دهه 1980 هم به شدت افزایش یافت تا اینکه در سال 1988 به 19/3% رسید. از آن پس نیز به صورت ناپیوسته کاهش یافت تا در سال 2002 به 16% رسید که بیشترین کاهش در سه سال آخر این دوره زمانی بود.

شرکت های فرانسوی بر منبع مالی خارجی تکیه کرده اند که از 25 سال پیش تاکنون تغییرات بسیاری داشته است. این شرکت ها به شدت بر منبع مالی خارجی از سال 1978 تا 1984 تکیه داشته اند ولی این اتکا از سال 1985 به شدت با کاهش روبرو شد و بعد دوباره به جای اول باز گشت و تا اوایل دهه 1990 نیز ثابت ماند. از سال 1993 تا 1997 نیز کاهش یافت اما سپس در اواخر دهه 1990 به شدت افزایش یافت تا اینکه در کل دوره به افزایش پیوسته رسید.

تغییرات شگرفی نیز در ترکیب منبع مالی خارجی شرکت های فرانسوی در 25 سال گذشته استفاده ایجاد شد. در اواخر دهه 70 و اوایل دهه 80 شرکت ها تقریباً به کل منبع مالی قرضی وابسته شده بودند و اگر دقیق تر بگوییم این وابستگی بیشتر به منبع مالی واسطه ای بود. صدور سهام نیز نقش رو به رشدی از اواسط 1980 داشت که از 5% تا 7% ارزش افزوده از سال 1985 تا 1995 محاسبه شد. از سال 1996 تا 2002، اهمیت آنها شدید شد و به میزان 6% و 15% از ارزش افزوده رسید. تا جایی که منبع مالی قرضی در نظر گرفته می شد، اهمیت آن از سال 1985 به بعد کاهش یافت. اما در اواخر دهه 1990 به سرعت این اهمیت افزایش پیدا کرد تا اینکه به سطوح بسیار بالایی رسید. تغییری نیز در نوع قرضی که در طول این دوره با تکیه شدید بر قرض بازاری شده بود، مشاهده شد و این قرض بازاری همان اوراق و اسناد قرضه بودند که به هزینه قرض واسطه ای بودند.

با توجه به این مسأله، عجیب است که منبع مالی خارجی برای شرکت های فرانسوی همچنان مهم تلقی می شد. تقویت دیگر موقعیت های مالی بدین معنا بود که ظرفیت در تأمین مالی هزینه های سرمایه ای از منابع داخلی از سال 1984 به بعد بالا بود و در سالهای بعدی به 100% رسید. بنا بر این واضح است که استفاده از منبع مالی خارجی از نیازهای سرمایه گذاری داخلی پیروی نمی کند. در عوض، منبع مالی خارجی شرکت های فرانسوی از طریق اهمیت رو به رشد فاکتورهای تملک و سرمایه گذاری، تحریک می شود. در حالیکه داده های موجود چنین ارتباطی را مشخص می کنند، نمی توانند نشان دهند که روندهایی که به سوی استفاده



افزایش یافته امور مالی خارجی پیش می روند و یا به سوی رشد در تملک و سرمایه گذاری پیش می روند با هم مرتبط اند . این احتمال نیز وجود دارد که آنها صرفاً با شرکت هایی توأم باشند که اتکا به افزایش سیستم مالی داشته اند که برای وجوه خارجی بوده و دیگران از وجوه مازاد آن برای سرمایه گذاری در رشد خارجی استفاده می کنند . قطعاً ، پیشرفتهای مهمی در بازارهای مالی فرانسه وجود دارد ، پیشرفتهایی چون خصوصی سازی ، پیشنهادات عمومی که مشخصاً به فعالیتهای تملکی مرتبط نیستند بنابراین ، تحلیل مفصل تری در رابطه با تغییرات در استفاده از سیستم مالی توسط شرکت های فرانسوی مورد نیاز است . یکی از منافع مهم تر و دیگر تحلیل های توافق نشده این است که در مجوز دادن جهت شناسایی شرکت هایی که از سیستم های مالی استفاده می کنند ، این امکان برای ما وجود دارد که از استراتژیهای استفاده کنیم که در صددند در عمل به این طریق پیش روند و نتایج اتکای آنها بر وجوه خارجی در جهت رسیدن به اهداف استراتژیکی است : در تحقیق بر شرکتیهای تمرکز می کنیم که در این مبحث پیشرو هستند ، چرا که داده های بسیاری در این رابطه در دسترس است . اما مسأله مهم تر فعالیت های مالی است که نقش اصلی در تحریک تحقیقات گفته شده دارند .

روندهای مربوط به فروش نقدی سهام به عموم توسط شرکت های فرانسوی

جهت افزایش سرمایه ، شرکت های فرانسوی می توانند سهام هایی را به صورت داخلی و یا بر اساس بازارهای خارجی صادر کنند . 3 بازار سهام مرتبط در فرانسه وجود دارد : NM ، SM ، PM . فعالیتهای مرتبط به صدور سهام را در هر 3 این بازارها بررسی خواهیم کرد . برای انجام این کار ، بایستی بر آمار و اطلاعاتی تکیه کرد که مربوط به سهام عمومی است که در سالنامه هایی ارائه شده که برای هر سال از 1975 تا 2000 توسط Societe des Bourses Franaises (SBF) صادر شده است که بهتر است این سازمان را تحت عنوان Paris Bourse SBFSA خطاب کنیم که مسئولیت سازمان ها و عملیات سه بازار را بر عهده دارد . شرکت های فرانسوی به دنبال لیست کردن انواع زیادی از مبادلات سهام خارجی من جمله بورس آمریکا ، بورس لندن و EASDAQ هستند . از میان آنها تبادلات US از اهمیت بسزایی برخوردار بوده است . همچنین بر لیستی اشاره می کنیم که توسط شرکت های فرانسوی در رابطه با تبادلات سهام نیویورک و NASDAQ صورت گرفته است .

نمودار (1-15) جریان نقدینگی از طریق سهام عمومی صادر شده در بورس در طی مدت 23 سال (از 1978 تا 2000) که توسط این شرکت ها ایجاد شده را نشان می دهد . بازار سهام فرانسه در سال 1985 با نقطه عطف مهمی روبرو بوده است و در تمام سالهای بعد از آن نیز ، سطوح بالایی از صدور سهام عمومی را ثبت کرده است . البته ارقام سالیانه نیز دارای نواقصی هستند و تنها در 5 سال آخر این قرن است که افزایش مستمری در صدور سهام توسط شرکت هایی بوده که در مکان نسبتاً پایینی از فعالیت در اواسط دهه 1990 بوده اند . در سال 2001 نیز ، کاهش در پیشرفت ایجاد شده از 37/6 بیلیون یورو در سال 2000 به 30/5 بیلیون رسید . اما این میزان در سال 1999 ، به همان میزان 27/8 بیلیون یورو رسید که همان نقطه اوج قبلی خود بود .



در آمار و اطلاعات SBF، سهم عمومی که از طریق شرکتهای لیست شده در فرانسه پیشنهاد شد به انواع مهمی تقسیم شد: خصوصی سازی شرکت هایی که مالکیت دولتی دارند، پیشنهادات عمومی مطرح شده توسط شرکتهایی که به طور خصوصی اداره می شوند، پیشنهادات فصلی یعنی پیشنهادات سهامی شرکتهای قبلاً لیست شده، فروش عمومی سهام های لیست شده و نوع باقی مانده یا رسوبی سهام که شامل سهام هایی است که به نفع کارکنان و در ارتباط با تضمین های تعهد پرداخت صادر شده است. لازم است بر 3 نوع تعاملات از حیث افزایش نقدینگی تمرکز کنیم: - خصوصی سازی - صدور سهام برای بار اول و صدور سهام واقراض تبدیل شونده توسط شرکت های قبلاً لیست شده.

خصوصی سازی:

از آغاز برنامه خصوصی سازی در فرانسه در سال 1986، فروش شرکت هایی که مالکیت دولتی دارند، نقش مهمی در پیشبرد درآمد (عواید) کل از صدور سهام، بر بورس فرانسه داشته است. در طول دوره 15 ساله از سال 1986 تا 2000، خصوصی سازی ها تا 17/6% از عواید کل سهام عمومی صادر شده را شامل می شد. (در شرکتهای مزبور)

نمودار (2-15) نشان می دهد که خصوصی سازی به بالاترین سطح اهمیت در سال 1987 رسید و این مربوط به زمانی است که نیمی از عواید کل از طریق صدور سهام شرکت های داخلی افزایش یافته، همانطور که در سالهای 94، 95 و 97 با استفاده از 30% این درآمد (عواید) کلی افزایش یافت. تحلیل استفاده از پولهای حاصل از خصوصی سازی مشخص می کند که میزان حرکت سیاسی از مالکیت بخش دولتی به بخش خصوصی، ارتباط نزدیکی با فرود آمدن منابع مالی دولتی دارد.

از 10/8 بلیون یورو که از طریق خصوصی سازی در سالهای 1986 تا 1988 حاصل شد، 7/8 بلیون یورو آن برای پرداخت قرض های دولتی استفاده شد و 3/8 بلیون یورو آن جهت کمک رسانی به شرکت هایی پرداخت شد که هنوز در مالکیت دولت هستند. از 16/6 بلیون یورو حاصله از سالهای 1993 تا 1995 حدود 12/2 بلیون یورو برای تأمین مالی هزینه های جاری دولت استفاده شد و 4/3 بلیون یورو آن به صورت کمک به شرکتهایی که در مالکیت دولت هستند پرداخت شده است. درآمد حاصله از خصوصی سازی در سال 1996، برای تأمین مالی قرضهای دارایی خالص و کمک به شرکت های عمومی استفاده شد. خلاصه آنکه، قسمت عمده پول حاصل از پیشنهادات سهام عمومی مربوط به خصوصی سازی در فرانسه، در جهت دولت فرانسه و نه شرکت هایی که به سمت خصوصی سازی پیش رفته اند، استفاده شده است. حتی زمانی که مقداری از این پول به صورت کمک مالی است و صرف دیگر کشورها می شود، از طریق دولت و نه بازارهای مالی به این شرکت ها داده می شود. همانطور که Herve Yuvin در تحلیل های خود در رابطه با ضربت های مجدد مالی خصوصی سازی در فرانسه اعلام می کند:

"مهمترین دلیل در رابطه با خصوصی سازی مربوط به کسری بودجه دولتی است. هر گونه خصوصی سازی که در نتیجه جریان سرمایه از بخش خصوصی حاصل شده، در صندوق دولت قرار می گیرد. انگیزه اصلی خصوصی



سازی امور مالی، نیاز به تأمین مالی، نیازهای مالی موجود دولت و پرداخت قرضهای دولتی می باشد نه موارد ایدئولوژیکی. مدرن سازی و توسعه بازارهای مالی فرانسه نقش دوگانه ای در تأمین قرض عمومی و تسهیل فروش شرکت های عمومی دارد تا اینکه در جهت تأمین مالی بخش خصوصی قدم بر دارد."

پیشنهادهای عمومی اولیه:

پیشنهادهای اولیه بخش عمومی (IPO) نوعی مبادله سرمایه ساز است که ارتباط نزدیکی با بازار سهام پیدا می کند. البته IPOs هرگز بر درآمدهای حاصل از صدور سهام فرانسه غالب نشده است.

تا قبل از 1986، حداکثر 15% از عواید و درآمد کل صدور سهام مورد نظر بود. از سال 1986 تا 1995 این میزان هرگز به بیش از 5% از درآمد کل نرسید و معمولاً هم کمتر از آن محاسبه می شد. از اواسط دهه 1990، اهمیت نسبی آن افزایش یافت و در طول سالهای 1996 تا 2000، تا 15% درآمد و عواید حاصل از طریق پیشنهادات عمومی سهام محاسبه می شد. ارزش عواید حاصل از IPOs در بازار سهام فرانسه به سطح قابل توجه و بی سابقه ای در 5 سال آخر این قرن رسید:

متوسط مقدار سالیانه این عواید از 1996 تا 2000 به میزان 3/47 بلیون یورو محاسبه گردید که با مقدار متوسط سالیانه 385 بلیون یورو از سالهای 95-91 و 378 بلیون یورو از سال 90-86، 208 بلیون یورو از سال 85-81 و 25 بلیون یورو از سال 80-76 مقایسه شد.

تعداد شرکت های فرانسوی که به حالت دولتی در می آمدند و همچنین عواید حاصل از IPOs، در اواخر دهه 90 طبقه بندی شد. در فرانسه، تعداد متوسط شرکت هایی که به سمت بخش عمومی متمایل می شدند 72 بود و این تعداد 5 برابر میزان متوسطی بود که در سال های 91 تا 95 رخ داده بود. البته تعداد IPOs سالیانه نیز در سالهای دهه 1980 بسیار بالا بود. از سال 1981 تا 1985، 20 و از سال 1986 تا 1990 به میزان 40 بود و این میزان در اواخر دهه 90 بسیار کم شده بود.

تا اوایل دهه 1980، PM تنها گزینه مقابل دسترسی برای شرکتهای فرانسوی بود، از آن جهت که سهام خود را لیست کرده بود. شرکتهایی که در PM حضور داشتند باید از حداقل سرمایه داری بازاری از 800 – 750 میلیون یورو برخوردار باشند و با توجه به لیست لازم است که حداقل 25% از کل دارایی خالص خود را به بخش عمومی بفروشند. برای تسهیل کار دو بازار جدید در دهه 1980 و 1990 در فرانسه معرفی شد. SM در سال 1983 ایجاد شد تا شرکتهای متوسط را ترغیب به لیست کردن سهام شان بکند. شرکتهایی که در SM لیست شده بودند باید از حداقل سرمایه داری بازاری یعنی 15-12 میلیون یورو و شناوری عمومی 10% از دارایی خالص برخوردار باشند. در مارس 1996، NM نیز ایجاد گردید تا در جهت تأمین نیازهای شرکتهایی که رشد بالایی دارند، فعالیت کند و قوانین لیست کردن آنها هم به طور شفاف در NASDAQ در آمریکا بیان شد. صادر کنندگان در NM در صورتی می توانستند لیست شوند که از حداقل سرمایه 1/5 میلیون یورو و از حداقل 20% سرمایه برخوردار باشند که باید از طریق عموم به لیست کردن بپردازند. به علاوه 100/000 سهم سرمایه (سرمایه هایی که به ارزش کل 4/5 میلیون € بودند) زمانی به عموم پیشنهاد می گردید که 50% شرکتی که



ثبت می شد با افزایش سرمایه روبرو باشد. علیرغم معرفی این دو بازار جدید، تبادلات در PM بر درآمد حاصل از طریق IPOs، که شرکتهای داخلی در بازار سهام فرانسه ایجاد کرده بودند، غالب شد. در کل دوره زمانی سالهای 1974 تا 2000، PM توانست 59% کل نقدینگی حاصل از IPOs را، در مقایسه با 27% SM و 14% NM از آن خود کند. همانطور که در نمودار (15.3) مشاهده می شود، تسلط PM در اواخر دهه 1990 بیشتر از اوایل دهه بوده است و تبادلات صورت گرفته در PM، 68% از کل عواید IPO در دوره زمانی 1996-2000 بوده، درحالیکه این رقم در SM، 14% و در NM به میزان 18% ارائه می شد.

اینچنین تصور می شد که IPOs تأمین بودجه سرمایه گذاری از طریق شرکتهای پیش رونده در بخش عمومی را هدف قرار می دهد.

لیستی از تمامی تبادلات IPO در PM وجود دارد که نشان دهنده نقدینگی افزایش یافته در جدول (5.1) می باشد. گرچه تعداد این موارد کم است ولی 100% نقدینگی حاصل در IPOs مربوط به PM محاسبه گردید، همچنین پول حاصل از تمامی IPOs در بازار سهام فرانسه (PM, SM, NM) برای سالهای 1991 تا 2000 به میزان 77% محاسبه شد. تحلیل هر یک از این تبادلات نشان می دهد که در هیچ یک از IPO ها، انگیزه اصلی IPO افزایش سرمایه برای لیست کردن شرکتهای نبوده است. در موارد دیگر چون موارد تجاری که در آن لیست کردن شرکتهای باعث افزایش سرمایه می شود، تنها بخش حداقلی از عواید پیشنهادات دولتی مشخص شده است؛ انگیزه اصلی برای IPO ها آنست که سهام در دست سهامداران موجود در شرکتهای لیست کننده را تسویه کند. در سال 2000، نشانه هایی از توسعه فعالیت IPO در PM به چشم خورد. حتی اگر برخی از IPO ها، اهداف تسویه کردن سهامداران را پی گیرند، هنوز در برخی موارد نسبت بالایی از عواید IPO بر شرکتهای لیست کننده مشاهده می گردد. از همه مهمتر مسأله تخصیص عواید IPO در بزرگترین تعاملات این سال است یعنی عواید حاصل از Wanadoo, Vivendi, Liberty Surf که در آن شرکتهای لیست کننده اکثریت درآمد حاصل از IPO را دریافت می کردند. البته موشکافی دقیق تر IPO توسط Vivendi Environment چنین می گوید که این مسأله واقعاً از طریق الزامات طرحهای ساختاربندی مجدد خود شرکت اصلی و نه از طریق نیازهای افزایش سرمایه تحریک شده است. Vivendi مقدار زیادی از قرض گروه Vivendi را به Vivendi Environment واگذار کرد و IPO هم کمک کمی به شرکتهای تازه لیست شده کرد که از این طریق بار مالی سنگینی که به ارث برده را به دوش کشد.

در سال 2001، بازگشت تولیدات مرتبط با منافع مستقیم شرکت اصلی و نه هویت جدید لیست شده مشاهده شد. فروش سهام Drange توسط France Telecom بر فعالیت همان سال غالب شد. همچنین Alcatel نیز کابل تجاری خود را در IPO در Nexans ایجاد نموده و تمامی درآمد را جذب هدف خود ساخت.

هویت شرکتهایی که از IPOs برای تولید بخشی از فعالیت تجاری خود استفاده می کردند، اتصال مهمی را بین تبادلات مربوط به نوسازی و توسعه مرزهای شرکتی ایجاد می کند. Alcatel France Telecom, Vivendi, Rhone-Poulenc همگی در زمان تولید در پوشش مجدد در برنامه های تملک اصلی شرکت داشتند. در برخی موارد رابطه مستقیم تری بین IPO و فعالیت تملک وجو داشت. در سال 2001، JC Decaux نیز به یک شرکت



عمومی تبدیل شد و اکثر درآمد تبادلات خود را برای تأمین مجدد مالی قرض خود که در پیگیری استراتژی خصمانه رشد خارجی و تأمین مالی تملکهای آتی بود، حفظ کرد. استفاده از درآمد IPO برای تأمین مالی رشد خارجی شرکتهایی که به بخش عمومی NM گرویدند، یک استراتژی معمولی تلقی می شد.

فروش فصلی سهام و ابزارهای شبه سهام

مسائل مربوط به سهام و ابزارهای مشابه آن توسط شرکت های اخیراً لیست شده بر سرمایه ای غالب شده که توسط شرکتهای فرانسوی در بورس تا اواسط دهه 80 افزایش یافته است این مقدار تا 94/6 % برای تمام پول نقد حاصل از صدور سهام از سال 1976 تا 1980 و تا مقدار 87/5 % از سال 1981 تا 1985 محاسبه شده است . همانطور که فعالیتهای مربوط به صدور سهام از سال 1986 تا 1990 به میزان 61/9 % کاهش یافتند و در دهه 1990 تا 40 % کاهش داشته است ، ولی هنوز هم انواع مهم موضوعات مربوط صدور سهام عمومی پابرجاست . اکثر عواید این نوع صدور به شرکتهای بزرگی که در PM لیست شده اند سود می رساند : پیشنهادات فصلی آنها در رابطه با سهام و اوراق قرضه قابل تبدیل که بیش از 91 % از پیشرفت ها است . تمام پیشنهادات اینچنینی از سال 1991 تا 2000 محاسبه شده است

بزرگترین 15 مورد صدور فصلی سهام از سال 1991 تا 2000 که بیش از 50 درصد تمامی صدورهای انجام شده در این دوره زمانی بود در جدول (2-15) ارائه شده است . بزرگترین 15 قرض قابل انتقال از سال 1993 تا 2000 که تا 48 درصد از کل صدورهای قابل انتقال محاسبه شده نیز در جدول (3-15) ارائه شده است . اطلاعات مربوط به استفاده های شدید از عواید این صدورها که در این جداول ارائه شده است نشان می دهد که مسائل مربوط به صدورهای فصلی سهام و قرض قابل انتقال اصولاً بدین منظور صورت می گیرد تا به تملک هایی برسد و یا شرکتهای صادر کننده را از طریق کاهش قرض و نه افزایش سرمایه برای سرمایه گذاری های مالی داخلی مجدداً به سرمایه گذاری برساند . تملک ها / مالکیت ها به عنوان استفاده مورد نظر و هدفمند از عواید این صدورها از اواسط دهه 1990 بوده و در نیمه دوم این دهه ، میزانی که این قرض تأمین شده باشد به صورت قرض مرتبط با مالکیت خواهد بود .

پیشنهادهای سهام عمومی برای نقدینگی توسط شرکتهای داخلی در تبادلات آمریکا

در پایان سال 2000 ، کل 18 شرکت فرانسوی ، دریافت های خزانه داری آمریکا (ADRs) را در تبادلات سهام نیویورک (NYSE) لیست کرد و 14 شرکت فرانسوی دیگر هم از ADRs در NASDAQ استفاده کردند . ADRs که به آن سهام خزانه داری آمریکا می گویند برای سهام های شرکت های غیر آمریکایی است که امانتاً توسط بانک آمریکا نگهداری می شوند . دریافت ها می گویند آنها حق مالکیت و دارا بودن تمام تقسیم بندی ها و عایدی ها ی سرمایه ای را در رابطه با سهم های مورد نظر داشتند ولی سهام و رأی های مربوط به



آنها برای دارنده ADR توسط بانک آمریکا واگذار می شوند . باید گفته شود که ADRs به سهم هایی با توجه به تقاضای دارندگان تبدیل شدند .

برخی از صدورهای سهام توسط شرکتهای فرانسوی در تبادلات سهام خارجی در آمار و ارقامی وجود دارد که توسط Paris Bourse تکمیل شده است . همچنین زمانیکه شرکت فرانسوی ، پیشنهادات جهانی خود را در رابطه با Paris Bourse اعلام کرد زمانی بود که به طور همزمان سهام هایی را در پاریس و همچنین در نیویورک یا لندن پیشنهاد کرد ، آمار و ارقام فرانسه مقدار کلی را مشخص می کند ، البته 18 مورد صدور شده ، انجام شدند که بدون معامله ای صورت گرفته بودند که در این تبادلات نشان داده شود و این در حالی بود که پول ، اغلب برای شرکت های خاص درگیر و مخصوصاً آنهایی که در NASDAQ لیست شده بودند مهم بود ، آنها نسبت به کل مبلغ نقدینگی که از طریق شرکت های فرانسوی در بازارهای سهام داخلی ایجاد شده بود به مبلغ متوسطی رسیدند .

در میان مسائل موجود در NYSE ، در سه مورد یعنی General de Gedphysique (GGG) ، Groupabas و Alcatel انگیزه اصلی برای LPOs ، ظاهراً افزایش سرمایه جدید بود . تبادلات بعدی نیز مربوط به زمانی است که آنها در فرایند های افزایش سرمایه از طریق لیست کردن شرکت ، مشارکت کردند و اصولاً از این طریق تحریک نشده بودند . برای مثال زمانیکه گروه Danone در سال 1997 در NYSE لیست شد ، شرکت PDG با مسئولیت "فرانک ریبود" بر این مسأله تأکید کرد که هدف از لیست شدن در این تبادلات افزایش سرمایه نبوده است بلکه هدف عملکردی است که به گروه اجازه داده تا نشان دهد که همراه با بزرگان هم فعالیت داشته است و منظور همان جاه طلبی و بلند پروازی جهانی است . همچنین "جرالد دی ال مارتینیر" ، رئیس Axa اینگونه گفته است که "ما هیچ طرح افزایش سرمایه ای در سر نداریم . " در عوض اینگونه نیز بیان کرد که : " ما می خواهیم سطح آگاهی و مشاهده شدن Axa را افزایش دهیم و در نیویورک به عنوان بخش مهمی از آن سیاست لیست شویم . " SCOR هم در NYSE لیست شده و توانسته سهام داران بزرگی را با امکان دسترسی به بازار نقدینه ای داشته باشد که در آن برخی از سهام داری های آنان راه ورود به شرکت را داشته باشند . در نهایت ، لیست کردن های اخیر توسط Publicis GroupSA و Vivendi Universal بطور کلی توسط ادغام های آنها با Saatchi و Saatchi & Seagram تحریک شدند .

در دو مورد از adrs شرکتهای فرانسوی که در NASDAQ لیست شده ، OPtronics & Havas Advertising ، Alcatel ، جذابیت های استفاده از ADRs به عنوان پول رایج کشور برای تبادلات به انگیزه اصلی برای لیست کردن تبدیل شده است . البته ، اغلب لیست کردنهای فرانسوی دیگر در NASDAQ به منظور افزایش سرمایه بوده است Flexip ، اولین شرکت فرانسوی بوده که در نیویورک بدون لیست شدن در پاریس ، لیست شده است . رئیس این شرکت "کریستین مارباخ" مدعی است که در لیست شدن در نیویورک ، هدف ما سرمایه گذاران مشخصی نیستند که پول دارند ولی وجوه بازنشستگی هستند که دیدگاه بلند مدتی برای بخش ما دارند . کل اقدامات حاصل از LPO شرکت تقریباً 85/4 میلیون یورو یعنی 60 % از کل مقداری است که صرف Elf ، Aquifaine و L'nstitut Francais و Petrole برای فروش مقداری از دارایی های آنان در شرکت شده است و



33/5 میلیون یورو آن برای co Fexip پرداخت شده است . پنج شرکت دیگر یعنی Business Objects ، llogSA ، Flamel Thechologie ، Edap-Tmsas و active Grdsa نیز تعاملات تکمیلی سرمایه افزای از طریق LPOs خود در NASDAQ داشتند .

روند ها صدور سهام از طریق شرکت های بورسی فرانسوی

گفتگوی بالا بر اهمیت خاص مالکیت در انگیزه دادن به صدور سهام و قرض قابل انتقال برای پول نقد از طریق شرکت های فرانسوی تکیه داشت . این پدیده به توسعه اخیر و شدید رد استفاده / کاربرد آنها از رشد خارجی مرتبط است که شامل تملک در خارج از کشور همچون استراتژی برای توسعه می باشد . اولین مرحله از افزایش در تبادلات M&A بین اواخر دهه 80 و اوایل دهه 90 رخ داد . شرکت های فرانسوی در تلاش بودند تا موقعیتهای استراتژیکی را با معبر قانون مجزای اروپایی در سال 1986 محکم کنند ، مرحله ادغام اروپایی ظاهرأ رو به تسریع بود . از سال 1992 تا 1994 آرامشی در فعالیتهای M&A صورت گرفت اما در سال 1995 در تعداد معاملات صورت گرفته طغیان مجددی رخ داد از آن زمان تا پایان این قرن ، کل ارزش تبادلات و معاملات M&A که دربردارنده شرکت های فرانسوی بود به افزایش بی سابقه ای رسید که چندان هم از طریق تعداد زیاد معاملات به عنوان افزایش چشمگیر در ارزش متوسط معاملاتی نبود .

زمانیکه توسعه ارزش انواع تبادلات از جمله شرکت های فرانسوی شکل گرفت ، این افزایش برای معاملاتی چشمگیر بود که در آنها شرکت های فرانسوی مالک بودند تا هدف .

در رابطه با معاملات M&A و مخصوصاً معاملات داخلی باید گفت تمایل رو به رشدی وجود دارد که بر تبادلات سهام به سهام تکیه کرده است . در پایان دهه 1990 ، شرکتهای فرانسوی تمایل شدیدی در انتهای دهه 1990 در رابطه با تبادلی داشتند که نقطه مقابل پیشنهادات نقدی در نتیجه گیری از معاملات بسیار مهم آنها بوده است ، در مقابل این تمایل شفاف به سوی سهام که واسطه ترجیح داده شده ای از تبادلات در معاملات داخلی است ، حرکت در این سو کندتر از مورد مالکیت خارجی است . با توجه به استثنای قابل توجه مثل مالکیت Vivendi در Seagran ، شرکت های فرانسوی بابت بسیاری از مالکیت های خارجی و بزرگ خود به صورت نقدی مبالغی را پرداخت کرده اند و این مسأله مشخص می کند که تمایل آنها به متوسل شدن به سهام و یا بازارهای قرض قابل انتقال ، میتواند این خریده را از لحاظ مالی تأمین کند .

مخصوصاً زمانیکه شرکت های هدف بر مبنای اصول آمریکایی و اروپایی باشند ، دلیل اصلی در رابطه با تکیه کمتر کردن بر سهام ما عدم تمایلی است که در برخی موارد به خاطر ناتوانی سهام داران این شرکت ها در پذیرش سهام های شرکت های فرانسوی به عنوان پرداختی برای معاملات M&A می باشد . لیست کردن سراسری در NYSE و یا NASDAQ روشی است که در رابطه با این مسأله استفاده می شود . همچنین در pdg در havas advertising آلاین دی پازیدهاک چنین می گوید : اگر بخواهید آنچه را که آنها " پول رایج کشور " می نامند داشته باشید که همان پول رایج کشوری هم هست باید در ایالات متحده مطرح شوید و اگر این کار صورت نگیرد (یعنی لیست شدن در نیویورک) نمی توانیم به snyder دسترسی داشته باشیم چرا که اوراق



بهادار فرانسه برای اوراق بهادار آمریکا مبادله نمی شود و بنابراین مجبور می شویم پول نقد پرداخت کنیم . بنابراین هزینه ای ندارد که در ایالات متحده لیست شویم البته اگر بخواهیم در تبادلات سهام توسعه یابیم .

روند صدور اوراق قرضه توسط شرکت های بورسی

ثبت شده فرانسوی ، اصولاً این احتمال وجود دارد که به تحلیل مشابه صدور سند قرضه پرداخت که من این کار را در مورد صدور سهام انجام داده ام . البته ، این کار چندان ارزشی ندارد چرا که در ایجاد قرض ، شرکت ها نه تنها بر صدور سند قرضه بلکه بر قرض متوسط / میانه تکیه می کنند .

اهمیت ابزارهای قرضه مبنی بر بازار در عدم قرض کلی مؤسسات غیر مال فرانسه در 25 سال گذشته به شدت افزایش یافته است . اسناد قرضه هم از متوسط 6/5 % از عدم قرض کلی این شرکت ها از سال 1978 تا 1982 به 11/5 % و از سال 1986 تا 1992 به سطح 14 % در اواخر این قرن رسیدند . اهمیت اوراق تجاری از سال 1984 از صفر به 4 % از قرض مربوط به واسطه های مالی از 2/3 به 1/2 عدم قرض کلی کاهش پیدا کرد و هنوز هم در منابع مهم قرضه برای شرکت های غیر مالی فرانسه ثابت مانده است .

متأسفانه ، داده هایی که در سطح شرکتی هستند و مربوط به قرض واسطه ای می باشند چندان در دسترس نمی باشند و بنابراین کار بررسی معاملات برخاسته از قرض شرکت ها و اهداف تعیین شده به روشی که من در مورد صدور سهام ذکر کردم غیر ممکن می شود . البته امکان تحلیل روندها وجود دارد و می توان سطوح قرض را با استفاده از داده های حاصل از محاسبات مالی شرکت ها یقین کرد . در مقاله ای کلاد پیکارد آمار در Insee فعالیت می کند از این داده ها برای نشان دادن این مطلب استفاده کرد که سطوح قرض انواع مختلف شرکت های فرانسوی تغییرات چشمگیری را در اواسط دهه 1990 داشته اند . از طرف دیگر ، افزایش قرض از سال 1989 تا 1993 که همه انواع شرکت های غیر مالی فرانسه با آن روبرو بودند ، فاکتور متمایز کننده ای در روندهایی بود که در دهه 1990 از آنها استفاده می شد .

شرکت های لیست شده و مخصوصاً شرکت هایی که نقدینه تر هستند در شاخص sbf 120 موجودند ، درست همانطور که شرکت های با مالکیت دولتی با افزایش شدیدی در سطوح قرض روبرو بوده اند . از طرف دیگر ، کاهش تدریجی نیز در عدم قرض انواع دیگر شرکت های غیر مالی در اواخر دهه 90 به چشم خورد . در نتیجه در سال 2000 ، شرکت های sbf و شرکت هایی که مالکیت دولتی دارند 25 % از عدم قرض شرکت های غیر دولتی را در مقایسه با تنها 30 % ارزش توافق شده افزوده محاسبه کردند .

بر اساس داده های حاصل از پایگاه داده های Insee در محاسبات مالی 90 شرکت غیر دولتی در شاخص sbf ، پیکارت دریافت که افزایش عدم قرض بر دو یا چند شرکت بزرگ محدود نمی شود که اخیراً هدف توجه ناخوشایند رسانه در فرانسه شده اند : در واقع ، 39 مورد از این 98 گروه از بیش از 2 برابر سطوح قرض برخوردارند . به علاوه ، افزایش عدم قرض ارتباط تنگاتنگی در رشد متمایل شده از طریق شرکت های فرانسوی تا توسعه بین المللی از طریق رشد خارجی دارد : شرکت هایی که اغلب در اواخر دهه 1990 ملی شده اند ، شرکت هایی هستند که با افزایش سریع در عدم قرض روبرو بوده اند .



مفاهیم مربوط به نظام راهبری شرکت ها در فرانسه

در این بخش به بررسی مفاهیم مرتبط با تغییرات صورت گرفته در مالکیت و تأمین مالی شرکتهای فرانسوی برای حاکمیت بر این شرکت ها می پردازیم . توسعه های مهمی نیز در توزیع کنترل شرکتی در میان اقتصاد شرکتی فرانسه صورت گرفته اما این توسعه ها توسط سازمانهای خودی در کل دهه 1990 تا قرن جدید صورت گرفته است . البته تغییر مهمی نیز در روشی ایجاد شد که در آن سازمانهای داخلی کنترل را بر دست گرفتند . در حالت خاص ، آنها از قدرت استراتژیکی خود برای توسعه حضور شرکت های خود در بازارهای بین المللی استفاده می کنند . البته دشوار است اینگونه بگوئیم که نتایج عملکردهای آنان مربوط به سهام داران شرکت های فرانسوی است و وجود تغییرات در توزیع عایدی به سوی منافع مالی و مدیران ارشد در هزینه های نیروی کار و مخصوصاً در نیروی کار فرانسه نیز می باشد .

گر چه سازمانهای داخلی به شدت به سوی کنترل اقتصاد شرکتی فرانسه در قرن جدید پیش می روند اما هنوز هم این احتمال وجود دارد که نتایج غیر مقصود تکیه شدید آنها بر بازارهای مالی در جهت پیگیری رشد خارجی مثل فاکتور کاهنده ای در کنترل سازمانهای خارجی و مخصوصاً تأمین کنندگان خارجی باشد . تغییر از کنترل داخلی به کنترل خارجی را نیز در صورتی در نظر می گیریم که احتمالاً در فرانسه و در آینده نزدیک رخ می دهد . نظر محقق این است که این تغییر تا حدی رخ می دهد که تحت شرایط خاصی پیش رود که تنها برای تعداد محدودی از موارد کاربرد پذیر باشد . به علاوه ، اگر به آنچه در موارد قبلی رخ داده بنگریم و مشاهده کنیم که در چه شرایطی حالت رضایت بخشی ایجاد شده ، مشخص می شود که فرضیه کنترل از سوی سازمانهای خارجی به صورت خودکار نمی باشد .

توزیع کنترل شرکتی

مهمترین و شفاف ترین تغییر در توزیع کنترل شرکتی در فرانسه ریشه در کاهش نقش دولت در بخش شرکتی فرانسه دارد . این تغییر در گذشته و در نتیجه انتقال حجم مالکیت شرکت ها از بخش عمومی به بخش خصوصی و از طریق برنامه های موفق خصوصی سازی رخ داد . این مسأله همچنین در نتیجه تغییر سیستماتیکی در تأمین مالی شرکت های فرانسوی رخ داد که منجر به کاهش ظرفیت دولت در تأثیر گذاری مستقیم بر تخصیص منابع مالی شرکت های تجاری / بازرگانی شد . روشی که در آن دولت را از درگیر شدن و دخالت داشتن در بخش شرکتی فرانسه منع کرد ، مفاهیم مهمی را برای کنترل شرکت های فرانسوی در پی دارد . با توجه به این مسأله ، رفتار آن با در نظر گرفتن فاکتورهای مالکیتی و تأمین مالی شرکت هایی که به تازگی خصوصی سازی شده اند تا حدی متناقض ناست .

از یک طرف ، در ایجاد سیستم سهام داری کل ، مدیران ممتازی از شرکت های خصوصی سازی شده ، ایجاد شده که نوعاً توسط دولت در این پست ها مشغول به کارند و به شدت با توجه به تقاضاهای منافع مالی خاص حمایت می شوند . البته ، در جذب عواید خصوصی سازی برای اهداف دولتی ، استقلال مالی شرکت های خصوصی سازی شده محدود شده است . بنابراین ، این احتمال افزایش یافته که آنها باید به بازارهای مالی بازگردند تا بتوانند به سرمایه برسند .



یکی از روشهایی که شرکت های خصوصی سازی شده ، خزانه داری خود را در دهه 90 تقویت کردند از طریق باز کردن سهام سراسری آنها بود . دولت همانطور که آنها برای رخداد چنین مسأله ای منتظر ماندند ، بخشی از این توضیح هم در روندهایی یافت می شود که در رابطه با قیمتهای سهام فرانسه است . عملکرد شاخص cac40 از پایان دهه 1990 تا اواسط سال 1996 الهام گرفته نشده است . البته از آغاز سپتامبر 1996 ، این شاخص از سطحی انتخاب شد که مربوط به سال 2000 بود و جو رو به رشد خود را تقریباً بدون وقفه به استثنای کاهش شدید در اواخر تابستان 1998 تا تقریباً 7000 مرتبه در اوایل سپتامبر 2000 حفظ کرد . نتیجه این که ارزش سهم هایی که شرکت های فرانسوی به عنوان بخشی از شبکه های سهام داری سراسری طبقه بندی کرده اند ، انگیزه های شرکتی شد که منجر به پیشرفت آنها شد .

در همان زمان ها بود که ، نیازهای مالی این شرکت ها به شدت افزایش یافت . موج سراسری ادغام و مالکیت از اواسط دهه 1990 در چندین مورد از صنایع که در آنها شرکت های فرانسوی غالب بودند ، شروع به حرکت کرد . میزانی که شرکتهای فرانسوی بزرگ می خواستند تا موقعیتهای رقابتی آنها را تقویت کنند و این کار را از طریق تحکیم شدن در کشور خود و توسعه خارجی انجام دهند ، آنها را نیازمند به دسترسی داشتن به منابعی می کرد که از این طریق رشد خارجی خود را پشتیبانی کنند . یکی از منابع آماده در رابطه با این وجوه از طریق انحلال سهام داری کل موجود بود .

از این نقطه نظر ، این مسأله که a&a اولین شرکت در باز کردن سهام داری سراسری خود بود چندان هم شگفت انگیز و عجیب به نظر نمی رسد . رشد خارجی تا مدتها عنصر مهمی در استراتژی آن در رابطه با توسعه بوده و در دهه 1990 ، شرکت متعهد به انجام برنامه های خصمانه ای از مالکیت خارجی شد . چندی پس از ادغام این شرکت با uap ، مدیر ارشد axa که در واقع از یک شرکت ترکیب شده ایجاد شده بود یعنی " کلاد ببر " بر این مسأله تأکید داشت که در ادغام با uap ، ما تصمیم داریم تا به یک عامل جهانی تبدیل شویم . در واقع ، بلند پروازی های جهانی axa تقریباً قبل از ادغام هم وجود داشت ؛ این شرکت در ابتدا در دهه 1990 از طریق دارایی خالص و بازارهای اسناد قرضه که صریحاً به دنبال تأمین وجوه توسعه بین المللی خود بودند ، سرمایه خود را افزایش داده بود .

تسویه انحلال سهام داری گسترده آن شرکت در زمان ایجاد بازار ، بیمه گری را همراه با منبع دیگری از وجوه ایجاد کرد که موقعیت آنرا به سرعت در صنعت بیمه جهانی تحکیم کرد .

با ایجاد انگیزه های مشابه ، دیگر شرکت های بزرگ فرانسوی نیز سهام داری خود را در شرکتهای خصوصی دنبال کردند . در باز کردن شبکه سهام داری سراسری که دولت ایجاد کرده بود ، مدیران ارشد شرکت های خصوصی شده استقلال استراتژیکی بیشتری را برای خودشان کسب کردند . در نتیجه با آغاز دهه 1990 ، این مردان کمتر و کمتر به خدمتگذاران کشور فرانسه و بیشتر و بیشتر به سرمایه گذاران مهمی مثل " برنارد آرنالت " و " فرانک سیز پینالت " و حتی " ببر " که به شدت در ایجاد امپراطوری تجاری آنها نقش داشت ، توجه داشتند . این نوع مردان بودند که به شدت در کنترل مقصد بخش شرکتی فرانسه به سوی انتهای قرن بیستم پیش می رفتند . پیگیری این جاه طلبی ها بود که باعث شد آنها از طریق استراتژی هایی که تکیه شدید بر امور



مالی خارجی داشتند ، به رهبران جهانی تبدیل شوند . البته این استراتژی ها باعث شد که به بازارهای مالی در سرمایه گذاری فرانسه بیشتر از دیگران غالب شوند و این غالب بودن بیشتر از موقعی است که آنها در دوره بعد از جنگ در آن شرکت داشتند . تفسیر محقق از تغییرات ایجاد شده در توزیع کنترل شرکت های بزرگ فرانسوی ، متفاوت از تفسیری است که دیگر محققان بر اساس تحلیل تغییرات در مالکیت شرکتی در فرانسه ارائه کرده اند . برای مثال " مایکل گویر " بر این نظر است که تغییر شکل سیستم نظام راهبری شرکت ها فرانسه چیزی غیر از نوعی فاکتور و محرک نیست ؛ و کمتر از یک دهه رخ داده است . فرانسه از روند سازمان های داخلی به روند سازمان های خارجی تغییر مسیر داده است ، ایشان تأکید می کنند که نقش رو به رشد سرمایه گذاران خارجی عمده متشکل از وجوه متقابل و حقوق مستمری است و معتقد است که بر اساس برخی از شاخص های نظام راهبری شرکت ها که مربوط به تصمیم گیری داخلی و استراتژی بازاری است ، شرکت های فرانسوی تا حد زیادی خواسته ها و تمایلات سرمایه گذاران مؤسسات " انگلو ساکسون " را تأمین کرده اند . مهمتر از همه این که به نظر ایشان ، شرکت های فرانسوی از استراتژی های اختلاط (ترکیب) تغییر رویه داده و بر رقابتهای اصلی خود متمرکز شده اند .

در مورد مشابهی هم " مورین " در مورد تکامل نظام راهبری شرکت ها در فرانسه صحبت می کند : که مستقیماً از مدل سهام داری آمریکا الهام گرفته شده است . و بزرگترین گروه های فرانسوی از طریق سیر تکاملی مدیریتی پیش می روند . وی سخنان خود را تا جایی پیش برد که بگوید شرکت های caca40 اکنون باید از اوامر دیکتاتوروار بازارهای مالی تبعیت کنند و به عبارت دیگر ، بزرگترین شرکت های فرانسوی در معرض مدیریت " انگلو ساکسون " و باز گشت به هنجارهای سرمایه ای هستند .

تحقیق محقق از تعاملات در حال تغییر بین بخش شرکتی و سیستم های مالی بر مشکلات و مسائلی اشاره می کند که توأم با زمان بندی و زنجیره سببی هستند که این محاسبات را در نظر دارد . مدیران فرانسوی تقریباً در بازسازی های حجیم قبل از باز کردن شبکه های سهام داری سراسری و تاخت و تازهای سهام داران خارجی دخالت داشته اند و این پیشرفت ها و توسعه ها بیشتر از آن که علل تغییر باشند ، ابزار هستند . برای مثال ، در مقایسه با " گویر " که مدعی است شرکت ها سهام داری سراسری خود را می فروشند ، تا سرمایه گذاران خارجی را متقاعد کنند که در برابر مسائل سهام داران پاسخگو باشند محقق بر این نظر است که شرکت های فرانسوی این کار را بدین دلیل انجام می دهند که برای آنها بهتر است تا آنرا در زمانی انجام دهند که ارزیابی ها نسبتاً بالا بوده و می خواهند به نقدینگی برسند که از طریق آن جاه طلبی های جهانی خود را پیش ببرند . خلاصه اینکه ، زنجیره سببی از عملکرد مدیریتی اجرا شده و تا تغییرات ایجاد شده در الگوهای سهام داری پیش رود تا در روشهای پیرامونی آن .

شکی نیست که شرکت های فرانسوی از بازارهای مالی برای تأمین مالی رشد خارجی خود استفاده می کنند که از این طریق خود را در تماس نزدیک با سهام داران و مخصوصاً سهام داران سازمانی خارجی خود قرار دهند تا اینکه مثل قبل عمل کنند . باز کردن روابط سهام داری سراسری برخی از سهام داران بزرگ و دولت را حذف کرده است . همچنین ، تکیه شرکتها بر بازارهای دارایی خالص در جهت تأمین مالی رشد آنهاست و حداقل برای



چند شرکت منجر به ترقیق بیشتر ساختارهای مالکیتی آنها می شود . همان طور که فعالیتهای سهام داران به خوبی مشخص می شود و نسبت به آنها آگاهی داده می شود ، تغییر در مالکیت به سوی ساختارهای سهام داری ترقیق تر نیز خود به خود منجر به افزایش کنترل اعمال شده از سوی سهام داران در فعالیت های شرکتی نمی شود .

مهمترین مسأله در میان استدلال کنندگان فعال سازی سهام داری در فرانسه ، همچون در کشورهای دیگر مربوط به کنش پذیری سهام داران و عدم تأثیر گذاری شدید آنها بر تصمیم گیری های شرکتی است . از آنجائیکه سهام داران خارجی کمتر از سهام داران داخلی حقوق رأی خود را دنبال می کنند ، شرکت های فرانسوی از تأثیر گذاری سهام داران نسبت به نقاط مقابل خود آمریکا و بریتانیای کبیر بیشتر مجزا می شوند . به علاوه ، دربرخی موارد ، این شرکت ها گام های عظیمی مثل آگاه کردن افراد از داشتن حق رأی مضاعف سهام داران قدیمی در جهت محدود کردن قدرت رأی سازمان های خارجی ، برداشته اند .

یکی از نتایج این واقعیت که سهام داران و حتی سهام داران ناراضی ضرورتاً دیدگاههای خود را در رابطه با تصمیم های شرکتی خاصی به روش غیر مبهمی بیان نمی کنند این است که مدیران فرانسوی می توانند معانی ارزش سهام داری اهداف خود را با مهارت بیان کنند آنها همچنین قادرند تا مدعی باشند که " آنچه را که سهام داران می خواهند " ارائه کرده اند ، چرا که این همان چیزی است که کاملاً مبهم جلوه می دهد . تا چند سال ، جین - مری میزر ، خود به نام ceo سابق vivendi ، در ایجاد فضا برای دنبال کردن عملیات های استراتژیک آن هم از طریق مدعی بودن بر اینکه در برابر منافع سهام داران خود پاسخگو است ، به شدت کارآمد عمل کرده

حوادث پیرامونی مالکیت seagram در vivendi نیز کاملاً مشخص هستند . زمانیکه میزر اعلام کرد که در رابطه با مالکیت شرکت seagram در مذاکره است ، قیمت سهام vivendi در عرض یک روز 10 % کاهش یافت . یکی از تحلیل گران در روزنامه les echos اینگونه گفت که او یک نفر از سرمایه گذاران vivendi را هم ملاقات نکرده که در رابطه با این معاملات نظر مثبتی داشته باشد . وی چندی بعد اعلام کرد که این معاملات و تبادلات ، ارزش ها را از بین برده و وعده های مربوط به آینده این گروه هنوز هم به شدت غیر قطعی است . در 5 دسامبر 2000 که روز فوق العاده ای برای vivendi محسوب می شد مجمع عمومی که در آن این تبادلات مورد بررسی قرار گرفت در رابطه با سهام داران رأی داد و جو پیرامونی این تبادلات نیز در la tribune به صورت مورد " غیر قطعی " همراه با قیمت سهام vivendi که به اندازه 50 % از بالاترین موقعیت خود در آن سال بعد از اعلام به ادغام به 13 % رسید ، مورد بررسی قرار گرفت .

در واقع ، معامله ای از سوی سهام داران با " le oui " صورت گرفت در این جلسه مطرح شده بود . بدون شک ، نه تنها آنها این معامله و این نوع ارتباط را اثبات کرده بودند بلکه این کار را با اکثریت یعنی 94/97 % هم انجام داده بودند . چندان هم عجیب نیست که میزر ، سهام داران vivendi را در شرایط زیر خطاب قرار می دهد : بسیج استثنایی شما پاسخ قوی و محکمی در راستای محدود کردن دیدگاه شرکتی است که ما از



زمانی که این پروژه معرفی شده بود داشته ایم و تا شک گرایي تحریک پذیری پیش رفته ایم که نوعاً مربوط به زمانی است که فرانسه با چنین حرکت عظیمی روبرو شده بود .

تعداد کافی از سهام داران vivendi نسبت به کاهش قیمت سهام vivendi رأی " منفی " داده بودند . به علاوه ، افرادی که به نفع این معامله / ارتباط رأی داده بودند چندان زیاد نبوده و اکثریت سهام داران را تشکیل نمی دادند تنها 39/6 % از سهام داران در جلسه حضور داشتند و این معامله / ارتباط را تثبیت کردند . با وجود این که این نسبت افزایش قابل توجهی را در باز نمایی معمول در جلسات سهام داران در فرانسه داشته است - و در واقع میز اعلام داشته که این مسأله 4 تا 5 برابر سهام دارانی است که مطابق معمول در جلسات 5 دسامبر رأی داده اند - هنوز هم تنها بخش کوچکی از سهام داران vivendi به شمار می رود .

با این وجود ، آقای میزر با حمایتی روبرو شد که برای پیش رفتن در جهت این مالکیت نیاز داشت . نمونه vivendi اعلام می کند که پراکندگی بیشتری از مالکیت سهام وجود دارد و این مورد به خودی خود مبحث جدی از کنترل داخلی حتی در زمانی ارائه کرده است که عملکرد استراتژیکی خاصی مثل مالکیت به شدت به موضوع بحث بر انگیزی تبدیل شده است . اکثر عملیات های استراتژیکی چندان بحث بر انگیز نیستند و در نتیجه کمتر در معرض موشکافی سازمان های خارجی قرار می گیرند . در این موارد ، سهام داران کمتر قادرند تا به طور کارآمدی کنترل های مدیریتی را مورد بحث قرار دهد . چرا که آنها به شدت بر سازمان های داخلی در رابطه با قضاوت در مورد شایستگی های این عملکرد متکی هستند ، با این وجود مورد ، vivendi و مخصوصاً مسأله ای که میزر در نهایت به فشار کافی برای کسب مجدد موقعیت خود ربط داده است ، بیانگر این مسأله است که محدودیت هایی در رابطه با حوزه سازمان های داخلی برای طرح استراتژیکی وجود دارد . البته ، همان طور که در زیر هم گفته ام شرایطی که تحت آن این محدودیت ها اعمال شده اند کاملاً محدود شده اند و تا این زمان و حداقل در مورد فرانسه ، نقش سهام داران در محدود کردن مازاد های مدیریتی محدود شده است .

در تحلیل توسعه ها و پیشرفت های صورت گرفته در توزیع کنترل در اقتصاد شرکتی فرانسه ، من بر آنچه در شرکت های بزرگ رخ داده تمرکز می کنم . البته تغییری نیز در تغییر کنترل از طریق کاهش در اهمیت نسبی شرکت های بزرگ در اقتصاد شرکتی ایجاد شده است . قطعاً ، مسأله معانی که توأم با توسعه بازارهای مالی در فرانسه بوده است اغلب توسعه و گستردگی خود را با فرصت های مناسبی برای شرکت های کوچکتر و متوسط توأم کرده و در اواخر دهه 90 "اقتصاد جدیدی" را در فرانسه ایجاد کرده است . البته مدارکی که در اینجا ارائه کردم جریان های مالی را از سیستم مالی تا اقتصاد شرکتی نشان می دهد که تحت تسلط شرکت های فرانسوی بزرگ بوده اند . این بدان خاطر نیست که بگوئیم این توسعه ها و پیشرفت ها به نفع شرکت های کوچکتر نیستند و فقط به این خاطر است که آنها مجدد مجبور بوده اند تا اینکه نقش غالبی را داشته باشند که شرکت های بزرگ در بخش شرکتی فرانسه ایفا می کنند .



کنترل شرکتی

ویژگیهای سرسختانه توسعه های اخیر در نظارت دولتی در فرانسه ، تغییر خاصی را در روشی داشته است که مدیران فرانسوی تحت کنترل خود در آورده اند . از اواسط دهه 90 ، آنها این ویژگیها برای توسعه های بیشتر استفاده کرده اند که این توسعه ها فراتر از آنچه قبلاً از طریق رشد خارجی انجام می شد صورت گیرد مخصوصاً در رابطه با مالکیت شرکت های خارجی ارزش ادغام و مالکیت شرکت های خارجی توسط شرکت های فرانسوی از 0/6 % محصول ناخالص (gdp) در سال 1995 به 1/5 % در سال 97 و 6/1 % در سال 99 قبل از رسیدن به نقطه اوج خود یعنی 12/9 % در سال 2000 افزایش یافت و سپس در سال 2001 و 2002 به ترتیب به 4/5 و 2/4 درصد کاهش یافت اما همچنان در سطح بالاتری از اواسط دهه 90 ماند . راهی که بتوان میزان این فعالیت را مشاهده کرد از طریق تحلیل شرکت های فرانسوی در لیست های 100 شرکت نمونه معاملاتی unctad در جهان است . 8 شرکت فرانسوی در سال 1993 در این لیست بودند اما این عدد در سال 97 ، 2000 به 13 مورد رسید .

به علاوه ، اکثر اعضای این گروه از شرکت های فرانسوی ، اندازه بین المللی سازی خود را سریع تر از نقطه مقابل متوسط توسعه دادند و بنابراین به حوزه شرکت های معاملاتی رسیدند . بین المللی سازی در حال رشد محدود به شرکت های فرانسوی نمی شد که این کار را برای رسیدن به 100 tncc ممتاز برسانند . در مقاله ای که اخیراً lise dervieux نوشته مشخص شده که روند ها در بین المللی سازی برای 32 شرکت غیر مالی در cac40 چگونه است . وی مدارکی در رابطه با افزایش قابل توجه در بین المللی سازی این شرکت ها از سال 1997 تا 2002 ارائه کرده است . در حلول این دوره ، فروش های خارجی از 56 به 65 درصد از کل فروش در مورد نمونه شرکت های وی افزایش یافت . استخدام خارجی نیز 50 % به 65 % از کل افزایش یافت و سهم خارجی دارایی های ثابت از 45 به 68 درصد رسید . سهم رو به رشد فرایند ها و عملکرد های بین المللی در این شرکت ها ، کل فعالیت هایی است که توسعه چشمگیری را در عملیات های خارجی آن در مقایسه با رشد کند و حتی کاهش در سطوح فعالیت آنها در فرانسه ، نشان می دهد .

مفاهیم و کاربردهای کنترل شرکتی

مفاهیم و کاربردهای کنترل شرکتی در فرانسه امروز چیست و این موارد چگونه از گذشته تا کنون تغییر یافته اند ؟ پاسخ این سؤالات به دو نکته مهم اشاره می کند ، اول : توده کلی که بایستی در میدان سهام داران شرکت های فرانسه منشعب شود بزرگتر یا کوچکتر است و این به خاطر روشی است که در آن کنترل شرکتی توزیع شده و از اواسط دهه 90 اجرا می شود . دوم : آیا تغییری در توزیع این توده در میان سهام داران در شرکت های فرانسوی به چشم می خورد ؟

خیلی زود است که بخواهیم در مورد مفاهیم عملکردی استراتژی هایی صحبت کنیم که شرکت های فرانسوی از اواسط دهه 90 دنبال کرده اند اما می توان به برخی از روندهای سودآوری های آنها اشاره کرد . کار را با تحلیل سودآوری شرکت های فرانسوی شروع می کنیم که ریشه آنها ظاهراً در لیست 100 tncc ممتاز وجود دارد و



مشخص است که این روند های سودآوری کاملاً متمایز شده هستند . برای اکثر این شرکت ها هیچ مدارک و سندی در رابطه با پیشرفت ها و یا زوال ها در این عملکردها در سالهای اخیر وجود ندارد . البته 3 شرکت - aicatel – vivendi و gdf در سودهای خالص خود با زوال های زیادی روبرو بوده اند . سودآوری suez نیز کاهش داشته است اما فقط در اواخر سال 2002 در هر یک از این موارد ، کاهش ها و زیان های متحمل شده مستقیماً به استراتژی های خارجی در رابطه با رشد باز می گردد که تا حد زیادی توسط اقلام فوق العاده تحریک شده بودند .

اصولاً ، حذف کردن در مالکیت که متعاقباً مشخص می شود نیز توجیه نشده است . این نتایج مطابق با مدارکی است که توسط پیکارت در توسعه های اخیر در سودآوری تمام شرکت های غیر مالی فرانسه وجود داشته و در sbf 120 نیز وجود داشته اند . مشخص است که برای 4 گروه مورد بحث در فرانسه کاهش شدیدی در عملکردها در سال 2001 وجود دارد و این کاهش مربوط به حذف کردن سرقفلی حاصل از مالکیت است . سودآوری دیگر شرکت ها در این نمونه که به صورت یک گروه در نظر گرفته ایم در سال 2001 کاهش یافت و این مسأله با وجود توسعه های کاهش یافته و کاهشی بود که ظاهراً مربوط به حذف کردن فوق العاده ای بود .

علاوه بر نمونه های شرکت هایی که کمبودها و کاهش های شدیدی داشته اند که اینجا چند مورد اشاره شد و البته مواردی مثل rhodia و alstom نیز وجود دارند ، باز هم هیچ مدرک و سندی از تغییر خاص و سیستماتیک در شانس و اقبال شرکت های فرانسوی لیست شده ای وجود ندارد که بایستی به استراتژی های توسعه ای نسبت داده شود که از اواسط دهه 90 پیگیری شده اند . همان طور که قبلاً هم گفته ام ، خیلی زود است که بخواهیم در مورد این نتایج داوری کنیم چرا که تنها نمونه های بزرگتری از این ناتوانی ها و شکست ها می توانند به سرعت نشان داده شوند . به علاوه ، هیچ اقدامی برای کنترل صنایع و دیگر فاکتور هایی که می توانند بر سودآوری علاوه بر استراتژی شرکتی تأثیر بگذارد ، صورت نداده ام . تمام آنچه می توانم بگویم بر اساس مدارکی است که اخیراً در دسترس قرار گرفته و با توسعه موارد نادری است که در آن هیچ سلاح روشنی وجود ندارد که تغییر خاصی در اندازه توده ای نشان دهد که شرکت های فرانسوی در اختیار دارند تا در میان سهام داران خود توزیع کنند .

(عایدی) بازده به سرمایه داران نه تنها تحت تأثیر مقیاس منابعی است که آن شرکت ها ایجاد کرده اند بلکه به خاطر روشی است که در آن ، آنها را تخصیص داده اند . از لحاظ تحقیقات صورت گرفته می توان گفت ، انواع زیادی از تغییرات توزیعی در بخش شرکتی در فرانسه مشاهده شده است که یکی از آنها تغییر منابع به نفع سرمایه بوده و خارج از نیروی کاری در توزیع ارزش افزوده شده شرکت های فرانسوی است . تاوان رو به رشد اجرایی مربوط به تغییری است که در غرامت نسبی در انواع کارکنان ایجاد شده است . توسعه سوم هم مربوط به فشار رو به افزایش بر عایدی هایی است که نصیب سهام داران فرانسوی می شود و همچنین سرمایه گذاری هایی که در فعالیت های فرانسوی می شود که می تواند بر عایدی آتی آنها تأثیر گذارد ، درست همان طور که شرکت ها از منابع شدیدتر و بیشتر استفاده می کنند تا از عملیات های خارجی خود پشتیبانی کنند . ارزیابی میزانی که مطابق آن ارتباط خاصی بین این نتایج و این توسعه ها حاصل شود نوعی کنترل شرکتی است که من



در آن موضوعی را بیان کرده ام که بیشتر به راه علاج و درمان شبیه است و اما نمی توان فراتر از حوزه کاری این فصل پیش رفت .

آیا کنترل های سازمانهای خارجی ، پیامد نا مقصودی از استراتژی های سازمان های داخلی است؟ در این رابطه می توان گفت ، سازمان های داخلی در تغییرات مهمی شرکت داشته اند که سرمایه گذاران بخش مالی را در سیستم فرانسه در سرمایه داری ها غالب تر کرده و نمی توان گفت که این سازمان های داخلی می توانند آنچه از این به بعد رخ می دهد را کنترل کنند . این احتمال هم وجود دارد که مدیران شرکتی استفاده از بازارهای مالی را برای تسهیل استراتژی های توسعه ای خود افزایش دهند و این مسأله نتایج نامقصودی از حذف کنترل ابر اقتصاد شرکتی فرانسه داشته باشد . صحیح است که بگوئیم ، در بازارهای مالی قصد دارند از این موارد پیروی کنند تا استراتژی های رشد خارجی را تعهد کنند .

مدیران شرکت های فرانسوی متمایلند تا تغییرات سرمایه گذاری دوستانه ای را در نظام راهبری شرکت ها خود ایجاد کنند که استراتژی های آنان را در ضمن خود داشته باشد .

با توجه به این مسأله ، محققان بر اهمیت موفقیت گزارشات در نظارت شرکتی تأکید می کنند که در فرانسه از اواسط دهه 90 ایجاد شده - یعنی گزارشات + viend و گزارشات bovton - که به دنبال تعریف " بهترین عملکردها " با توجه به ترکیبات وسیع و دیگر ابعاد رسمی نظارت شرکتی است .

شکی نیست که شرکت های فرانسوی تلاشهای شدیدی در جهت هماهنگ شدن این توصیه ها انجام داده اند . برای مثال : امتیازهای فرانسه بسیار بیشتر از x و یا y در انواع موارد مستقل بود . البته بایستی نشان داد که " معاملات مستقل رسمی " که مربوط به استقلال واقعی فرانسه است گسترده هستند و آیا مطابقت با کد های نظارتی ، توزیع و انجام کنترل شرکتی را تغییر می دهد یا خیر . در این توسعه ها برای ایجاد مبنایی برای افزایش این کنترل ها از سوی سازمان های خارجی که موردی برای فرانسه بوده است ، شاید تنها کار مناسب این است که این توسعه ها تا حدی باشد که در آن مقدار حرکت قابل توجهی از منافع مالی سازمان های خارجی در ورای آنها وجود داشته باشد .

بنابراین ، مسأله اصلی که باید به آن پرداخت مربوط به آینده کنترل شرکتی در فرانسه است که می گوید آیا چنین حرکتی قرار است ، در شرف وقوع باشد ؟ اگر دید خود را عوض کنیم می توانیم این گونه بگوئیم که تا چه حد منافع مالی سازمان های خارجی به دنبال کسب تأثیر گذاری بیشتر بر شرکت های فرانسوی و بر اساس مالکیت و یا روابط مالی خود با شرکت های فرانسوی هستند ؟

تا جایی که روابط مالکیتی مورد نظر باشد ، صحیح است که بگوئیم پراکندگی وسیعی از مالکیت سهام وجود دارد و این مسأله به احتمال کم تأثیر خاصی را در کنترل های اجرا شونده ایجاد می کند و این پراکندگی تا حدی مورد بحث است که برخی از شرکت های فرانسوی را نسبت به تهدید های موجود ، آسیب پذیر کند . دو دشمن که اخیراً ، پیشنهاد اعمال کنترل کرده اند تهدیدی را برای شرکت های فرانسوی ایجاد کرده که بسیار هم جدی است . در جولای 2003 شرکت کانادایی alcan پیشنهاد خصمانه ای را اجرا کرد که از کنترل های



pechiney مطمئن شود. چندی بعد از آن در ژانویه 2004، یک شرکت وابسته به داروسازی در فرانسه به نام sano fi پیشنهاد خصمانه ای را معرفی کرد که aventis که نقطه متقابل وی بود کسب کند. هر دو این دشمنان در نهایت موفق بودند و این مسأله را بیان می کردند که تهدید این اعمال کنترل تهدید جدی برای اکثر شرکت های فرانسوی محسوب می شود. در اوایل سال 2004 L, Expansion مقاله ای را نوشت که در آن آسیب پذیری بسیاری از شرکت های فرانسوی غالب به خاطر این تهدید مشخص شده بود. با این وجود، می توان گفت که بسیاری از شرکت های فرانسوی هنوز هم از ساختار مالکیتی متمرکز استفاده می کنند و نسبت به این تهدید ها آسیب پذیر نیستند. به علاوه این مسأله که آیا موج اعمال کنترل خصمانه می تواند به طور سیستماتیک، استقلال شرکت های فرانسوی را تهدید کند یا خیر نیز مسأله قابل توجه و بدون پاسخی مانده است.

اصولاً چنین موجهایی زمانی پیش می آید که مهاجم های مالی تعیین حدود کنند، درست همانطور که در آمریکا و بریتانیای کبیر در دهه 80 اینگونه بوده است. در فرانسه نمونه هایی از مالی وجود دارد که از لحاظ سیستماتیک به دنبال شرکت هایی بودند که نسبت به بازارهای مالی غیر قابل ارزش گذاری باشد. اکثر امور اعمال کنترل نیز صورت گرفته تا به اهداف صنعتی دسترسی حاصل شود. بنابراین احتمال موج اعمال کنترل ها کمتر به آنچه در بازارهای مالی رخ می دهد بستگی خواهد داشت و این احتمال بیشتر بر مقداری از تقویت و ثبات در این صنایع بستگی دارد که در آن شرکت های فرانسوی غالب شده اند. اگر این مسأله صحیح باشد، تحلیل ساختارهای صنعتی میتواند بیشتر بر مسأله نظام راهبری شرکت ها بپردازد تا به تحلیل ساختارهای مالکیتی.

تغییر در کنترل ها در شرکت های فرانسوی بایستی در نتیجه وابستگی شدید بازارهای مالی برای حفظ عملکردهای خود باشد مقداری که واقعاً لازم است این شرکت ها عملیات های مستمر خود را دنبال کنند ظاهراً معقول به نظر می رسد که این گونه انتظار داشت که این شرکتها بایستی حداقل با برخی از نیازهای سرمایه گذاران هماهنگ شوند. در این روند، استقلال سازمان های داخلی نیز مصالحه می شود. زمانی که این مسأله ظاهراً روند پذیرفتنی دارد، موارد نادری وجود خواهد داشت که در آنها این مسأله واقعاً در فرانسه رخ دهد. ابتدا مدارک کمی در مورد افزایش سیستماتیک در ناتوانی های مالی شرکت های فرانسوی حتی در صورتی که مقیاس منابع داخلی آنها اخیراً کاهش یافته است، وجود دارد. بخش شرکتی غیر مالی ادامه می یابد تا منابع داخلی را با مقیاس ایجاد کند که تقریباً کافی است که بتواند سرمایه گذاری های سرمایه در حال پیشرفت را تأمین کند. در مابقی بازارهای مالی در مورد مقیاس حجیم در دهه 90، شرکت های فرانسوی این کار را انجام دادند تا بودجه مالکیتی را تأمین کنند. این هزینه های سنگین معمولاً به شکل متمایزی از سرمایه گذاری نسبت به تعهدات موجود برای عملیات های فعلی هستند و بنابراین آسانتر می توانند در قالب محدودیت های مالی به تعویق افتد. به علاوه، با توجه به کاهش فعالیت جهانی M&A، هزینه های شرکت های فرانسوی در رابطه با مالکیت به شدت کاهش یافت. حتی اگر شرکت های فرانسوی احتیاط قابل توجهی را بر میزان مالکیت و ادغام آتی خود اعمال کنند، برخی از آنها در موقعیت مالی قرار می گیرند که در نتیجه تکیه و وابستگی های



قبل از آن بر استراتژی های خصمانه رشد خارجی است. در جدول (4-15) لیست شرکت هایی ارائه شده که از سطح قرض بالایی در میان 10 شرکت بزرگ فرانسوی لیست شده برخوردارند. در حالی که بسیاری از این شرکت ها در این لیست به خاطر تقاضاهای مالی مربوط به تأمین مالی فعالیت های مالکیتی خود لیست شدند، صحیح نیست بگوئیم که این لیست مربوط به تمامی موارد و مخصوصاً شرکت هایی که با مالکیت دولتی هستند، می باشد. به علاوه برخی از مالکان بسیار فعال فرانسوی در این لیست هم ظاهر شده اند و این به خاطر سودهای آنهاست که به اندازه کافی است که به آنها این امکان را بدهد تا به خوبی قرض های خود را بدهند و به شدت بر دارایی خالص تکیه کنند تا بر قرض، و از این طریق رشد خارجی خود را از لحاظ مالی تأمین کنند.

فروش دارایی ها / ثروت نیز در شرکت هایی صورت می گیرد که در لیست شرکت های فرانسوی هستند که سطح غیر قرض آنها بالاست. تمامی این شرکت ها در رنج عملیات های خاص محدود کننده هستند.

در برخی موارد، PDG ویا هر مدیر ممتازی مسئولیت خود را در برابر تصمیم های استراتژیکی دارد که شرکت را به بحران های مالی می کشاند. سهام داران نیز فشار قابل توجهی برای دارند. بدون شک، حتی در مواردی که دشواری های مالی شدیدی وجود دارد، مشخص است که چگونه منافع مالی سازمان های خارجی با این تأثیر کم در فرایند حل بحرانی حاصل می شوند که این شرکت ها با آن روبرو شده اند. شاید Vivendi از نمونه های بسیار جالب باشد چرا که مشکلات مالی آن بسیار جدی بوده و طبق گزارشات شرکت را به حد ورشکستگی رسانده بودند. میز خود نیز در اواخر سال 2000 تحت فشار شدید بود که جایگاهش را واگذار کند.

خانواده Bron fman که بزرگترین سهام دار شرکت Seagram می باشد از زمان مالکیت بر آن شرکت سعی کرده هر چه زودتر میز را از صحنه خارج کرده و در عوض ادگار برو را در جای آن بنشانند. اما هرگز چنین نشد. مقدار حرکت برای حذف و جایگزین کردن فردی به جای میز از سوی سازمان های داخلی در سیستم فرانسه مطرح شد که به دنبال بر کنار کردن او بودند.

ببر، اغلب به عنوان پدرخوانده سرمایه داری فرانسه خطاب می شود و بازیکن مهمی نیز بود حتی در مواردی که هیچ ارتباط رسمی با دنیای Vivendi نداشت. او ظاهراً توصیه کرده بود که جین فورتو، CEO قبلی، روئن-پولسن و دوست وی، جایگزین میز شود و سپس در تأمین هماهنگی و همکاری با جامعه مالی در سرمایه داری مجدد Vivendi هم کمک مؤثری داشته است. در انعکاس علل بقای Vivendi، فورتون اینگونه می گوید که: بدون اعتبار من به عنوان PDG قبلی در روئن و بدون اعتبار ببر، رئیس قبلی Axa، نمی توانستم به وجوه مورد نیاز از سوی بانکها برسم تا از این طریق شرکت را از ورشکستگی نجات دهیم. هر کدام از ما لیستی از بانکداران را در اختیار داشتیم و هرگز بر تکیه به Axa و Aventis تردید نداشتیم تا بانکها را متقاعد سازیم که به ما این مبالغ را قرض دهند. با تکیه بر کنترل سازمانهای داخلی در رابطه با مسأله مدیریتی فرانسه در مورد Vivendi نمی توان چنین گفت که منافع مالی ضرورتاً در زمان توقیف مالی نیز کنترل ها را به دست می گیرند.



نقش انواع ساختارها در نظام راهبری شرکت ها

با در نظر داشتن ماهیت ها و ویژگی های تغییری که در نظام راهبری شرکت ها فرانسه رخ داده است ، می توان نقش ساختارها را در تحلیل نظام راهبری شرکت ها در نظر گرفت . اولین مرحله از این تغییرات شامل برکناری دولت فرانسه از مالکیت و تأمین مالی شرکت ها است . دانشمندان سیاسی اخیراً این پیشرفت ها و توسعه ها را تحلیل کرده اند تا دریابند که چطور و چرا تصمیم هایی که گرفته اند منجر می شود این تغییرات در بافت نسبتاً ثابت دیوان دولتی رخ دهد . توجه خاصی به تحلیل تعاملات بین ساختار و ارگانی که منجر شد مدیران شرکت های فرانسوی در پیگیری استراتژی های رشد خارجی غالب شوند و به شدت بر بازارهای مالی تکیه کنند تا به اهداف خود برسند ، صورت نگرفت . با وجود تکیه بر مالکیت ها در تحلیل ساختاری حاکمیت دولتی ، الگوهای نظام راهبری شرکت ها این استراتژی های مالی و صنعتی را پیش بینی نمی کند . البته می توان به مسائل ساختاری اشاره کرد که بیشتر به تعاملات در حال تغییر بین اقتصاد شرکتی فرانسه و سیستم مالی می پردازد . تأکید محقق بر نقش ساختار صنعتی و ساختار اجتماعی اقتصاد شرکتی فرانسه ، به عنوان توضیح بالقوه ای برای توانایی شرکت های فرانسوی ، در جهت توسعه شدید از طریق رشد خارجی است .

مالکیت و کنترل شرکتی

ساختار مالکیتی نقش غالبی را در تحلیل تجربی نظام راهبری شرکت ها ایفا می کند . البته رابطه شفافی در مورد عملیات های استراتژیکی و در واقع تکیه بر رشد خارجی و مخصوصاً مالکیت خارجی و استفاده از منبع مالی خارجی برای تأمین مالی این رشد مشخص نشده است که نقش مهمی در ایجاد تغییر عظیمی در روابط بین شرکت ها و سیستم مالی در فرانسه کند . برای برخی از شرکت ها ، جهت این سببیت به سمتی است که از ساختار استراتژی به ساختار مالکیتی برسد . با توجه به استراتژی های صنعتی که شرکت های فرانسوی دنبال می کنند ، مشخص شد تکیه شدیدی بر رشد خارجی و مالکیت خارجی و مخصوصاً از جانب شرکت هایی وجود دارد که از ساختار مالکیتی بسیار متفاوتی برخوردارند . در جدول (5-15) اطلاعاتی در رابطه با ساختارهای مالکیتی برخی از شرکت های مالک در سال های 1997 تا 2002 ارائه شده است .

ترکیبی همگون از شرکت هایی که مالکیت دولتی دارند و از جمله Frense Telelom به چشم می خورد که در این راستا هم شرکت هایی مثل Alcatel و Danone و Vivendi و همچنین Lvmh و PPR و ... نیز به چشم می خورد . اکثر این شرکت ها از جمله Axa ، Voleo و Carrefour و ... در جایی بین حداقل وجود یک سهام دارد که بیش از 10 درصد از حق رأی را در اختیار دارد و یا کمتر از 40 درصد را در اختیار دارد ، قرار گرفته اند . مسلماً نوع خاصی از ساختار مالکیتی وجود ندارد که از قبل شرکت ها را به پیگیری و تعقیب این نوع استراتژی صنعتی ترغیب کند .

ممکن است هیچ استراتژی صنعتی موجود نباشد که شرکتی آن را پیگیری کند اما روشی که بودجه مالی آن تأمین می شود تحت تأثیر ساختار مالکیتی است البته مدارک مطمئنی از وجود چنین ارتباطی برای شرکت های دولتی (با مالکیت دولتی) وجود دارد که قرض های بزرگی را به خاطر تأمین مالی توسعه های خارج از



کشور در سال های اخیر انجام داده اند . موارد France Telecom و EDF از نمونه های بارز هستند . آنها برنامه های مالکیتی خود را به شدت از طریق این قرض ها تأمین کرده اند و علت این کار هم از طرفی به خاطر دولتی بود که نمی خواست در این شرکت ها سرمایه گذاری کند و از طرف دیگر به خاطر کار دولتی بود که از پذیرش رقیق سازی سهام خود که در نتیجه صدور سهام جدید توسط این شرکت ها بود ، امتناع می کردند .

پژواک هایی از رفتار مشابهی وجود دارد که سهام داران غالب در بخش خصوصی از خود نشان داده اند . موارد LVMH و PPR گویای این مسأله است که آنها شرکت هایی را در اختیار دارند که به شدت بر قرض تکیه دارد تا بر دارایی خالص تا از این طریق کنترل های خود را حفظ کند . زمانی که این شرکت ها دارایی خالص را برای تأمین مالی رشد خارجی خود ، صادر کردند ، قصدشان کاهش / یا مقداری بود که کمتر از بسیاری از شرکت های رقیب شود . به علاوه ، زمانی که این موارد صورت گرفت ، سهام داران اصلی به نسبت سهام داری خود در قضایا درگیر شدند ، بنابراین کنترل های خود را حفظ کردند .

البته گرچه این مسأله برای این دو شرکت معنا و مفهوم خاص داشت و تأثیر کرد ولی ضرورتاً برای تمامی شرکت ها چنین نمی شود و حتی در مورد این تعداد شرکت های لیست شده در جدول (5-15) نیز برخی از شرکت ها وجود دارند که در سال 1997 کمتر کنترل می شدند و ساختارهای سرمایه داری آنها نیز از آن زمان به بعد رقیق تر شد . برای نمونه می توان به Gap Gemini اشاره کرد . در جولای سال 1997 سرچ کامف و وندل که هر دو سرمایه گذار بودند ، 46 % از حق رأی این شرکت را در اختیار گرفتند . بر اساس توافق سهام داران موافقت شد که آنها در امور باز سازی شرکت نیز شرکت داشته باشند . در نوامبر 1997 این قرارداد نیز اجرا شد و آن زمان به بعد هر دو سهام دار امکان رقیق سازی در Gap Gemini را برای خود فراهم کردند تا این که در پایان سال 2002 ، سهم ترکیبی آنها از حق رأی در این شرکت به 16/8 % رسید . این رقیق سازی به خاطر صدور سهامی رخ داد که شرکت در سال های 98 و 99 و 2000 انجام داد تا از این طریق نقدینگی خود را برای مالکیت افزایش دهد و به مبادله با سهام های دیگر شرکت ها وارد فعالیت شود .

مسأله Gap Gemini و همچنین Axa و Valeo و Carrefour احتمال دیگری را با در نظر گرفتن رابطه بین مالکیت و عملکرد استراتژیکی بیان می کند که این مسأله استراتژی هایی است که شرکت ها پیگیری می کنند تا ساختار های مالکیتی خود را تعیین کنند . در این موارد ، مسأله صدور دارایی خالص برای نقدینگی و تبادل سهام دیگر شرکت ها منجر به رقیق سازی سهام داران شد و بنابراین منجر به پراکندگی مالکیت سهام همچون موردی که در Gap Gemini ، Axa و Valeo رخ داد . نتیجه این که سرمایه گذاران یعنی سازمان های خارجی که رابطه ای با شرکت هایی که در آن ها سهام داشتند ، برقرار نگردیده بودند در ساختارهای سهام داری این شرکت ها ، غالب شدند و اوضاع را به دست گرفتند .

در مورد Carrefour ، صدور سهام برای نقدینگی و مبادله با سهام ها تا حدی منجر به رقیق سازی شد اما از طریق یکی از بزرگترین مالکیت ها که مربوط به شرکت فرانسوی Promodes بود ، حتی سهام داران خانوادگی جدیدی نیز حاصل شد . آن استراتژی هایی که شرکت های فرانسوی تعقیب می کنند می تواند بر ساختار مالکیتی که به عنوان توضیح احتمالی در افزایش شدید در مالکیت خارجی ارائه شود در اواخر دهه 90 رخ دهد .



مالکیت خارجی شرکت های فرانسوی در صورتی که از طریق مبادله سهام صورت گیرد ، به طور خودکار منجر به افزایش شدید در مالکیت خارجی می شود . در این مورد ، آنها باید سهام داران سازمان های آمریکایی و بریتانیایی را در ساختار مالکیتی شرکت های فرانسوی وارد کنند چرا که آنها سهام داران اصلی در شرکت هایی هستند که فرانسه مالکیت آنها را دارد .

این ساختارهای مالکیتی می تواند به صورت پیامدی باشد بر علت استراتژی های شرکتی که توسط فرانکز ارائه شده است و تغییر شکل مالکیت شرکتی UK را از ساختار پراکنده به شدت به سوی مالکیت ها و ادغام ها تغییر داده است . البته در حالی که این پدیده شدیداً به مورد فرانسه مرتبط است مهم است گفته شود که این مالکان ضرورتاً کنار نمی نشینند و اجازه نمی دهند که چنین مسأله ای رخ دهد . همانطور که قبلاً هم گفته ام ، و همچنین در رابطه با PPR و LVMH ، شرکت ها مدیریت خود را به سویی پیش می برند که رقیق سازی ساختارهای مالکیتی خود را بدون متوقف کردن رشد خارجی خود ، محدود کنند . به علاوه ، سهام داران بزرگ اغلب از قدرت رأی خود حفاظت می کنند و آنرا به صورت درصدی از سهام هایی می دانند که کاهشیافته است . برای مثال در مورد Valeo ، سهام دار اصلی آن یعنی Wendel ، سهام حقوق رأی خود را در سال 2002 به 15/96 % رساند و این مورد در سال 1997 ، حدود 18/65 % بوده است ، این کاهش 14 % نسبت به افت شدید 53 درصدی سهامی که در اختیار داشته ، قابل مقایسه است پدیده مشابهی نیز در Axa ، Carrefour و SUCZ (البته به میزان های کمتر) رخ داده است .

تعاملات پیچیده بین ساختارهای مالکیتی شرکت های فرانسوی و استراتژی های صنعتی و مالی که پیگیری می کنند مشخص می کند که گمراه کننده است که بتوان صرفاً بر ساختارهای مالکیتی در تحلیل نظارت شرکتی تمرکز کرد . همچنین باید نسبت به وجود رابطه مکانیکی بین ساختار مالکیتی و فعالیت های مالی نیز تحقیق کرد حداقل از اواخر دهه 90 که در آن زمان شرکت هایی که از مالکیت متمرکز استفاده می کردند ، از جمله شرکت کنندگان فعال در بازارهای قرض و دارایی خالص بودند . به همین خاطر نمی توان گفت که مالکیت هرگز مهم نیست اما این مفاهیم و کاربردهاست که برای کنترل شرکتی تنها از طریق در نظر داشتن آن در بافت وسیع تری از تعاملات شرکت ها با محیط آنها و مخصوصاً سیستم مالی آنها ، درک می شود .

چه ساختارهای دیگری در نظام راهبری شرکت ها دخیل است ؟

در حالیکه لازم است رابطه مشخص و شفاف بین الگوهای مالکیتی و عملیات های استراتژیکی وجود داشته باشد ، این احتمال هم وجود دارد که مباحث ساختاری بهتر عمل کنند . یکی از موارد مطلوب ، بررسی رفتار اخیر شرکتهای فرانسوی در ساختار صنعتی است . ویژگیهای فن آورانه ، بازاری و رقابتی صنایع خاص می تواند نقش بسزایی در منظور داشتن مدیران شرکتی جهت توسعه از طریق مالکیت داشته باشد .

بسیاری از شرکت های فرانسوی که استراتژی های خصمانه رشد خارجی را در اواخر دهه 90 دنبال می کردند مجدداً در استحکام جهانی در صنایع خود ، پشت صحنه بودند . از نمونه های دیگر می توان به تجهیزات و خدمات ارتباط از راه دور - خرده فروشی - داروسازی - بیمه و صنایع همگانی و ... اشاره کرد . به عبارت دیگر



آنها احتمالاً به این خاطر به دنبال رشد خارجی بودند که ظاهراً برای صفت خاصی از آنها منطقی به نظر می رسید. از این نقطه نظر، اینگونه انتظار می رود که رقبای آنها در این کشورها به همان شیوه ای پاسخ می دهند که به این منطق پاسخ می دهند. مورد تجهیزات و صنایع ارتباط از راه دور، نیز نمونه بارزی بشمار می رود. استراتژی رقابتی غالب در این صنایع از اواسط دهه 90 در آمریکا ایجاد شد، و بر مالکیت هم تکیه شدید کرده اند. اقدامات مالکیت گرایانه France Telecom که در اواخر دهه 90 توانست Alatel را بدست آورد، شفاف است که بدین منظور طراحی شده بودند که در برابرچالش رقابتی پاسخگویانه عمل کنند که رقبای آمریکای شمالی آنها ایجاد کرده بودند.

صفت نرم افزارهای بازی هم نمونه دیگری است. این صفت در آمریکا و شرکت های ژاپنی شروع به کار کرد و عملکرد های خود را مشابه با توسعه دهندگان امر موسیقی از لحاظ تأمین مالی - بازار و توسعه این بازی ها پیش برد. البته در دهه 90، برخی از شرکت های متوسط فرانسوی، از جمله "Ubi soft" خود را بر اساس استراتژی های خصمانه در جهت رشد خارجی در شمار 20 شرکت جهانی ممتاز قرار دادند. نمونه های بسیار زیاد دیگری نیز وجود دارد که در همگی آنها تحلیل ساختارهای صنعتی و پویایی توصیه شده است که دیدگاههای ویژه ای را در تغییرات اخیر در مبحث نظام راهبری شرکت ها در فرانسه همراه داشته است. رابطه بین ویژگیهای صنعتی و نظام راهبری شرکت ها اخیراً شروع به کشف شده است.

مدارکی نیز مربوط به این قضیه است که این بررسی ها مسائلی را بیان می کنند که در آن ساختارهای صنعتی برای توضیح فعالیت های مالکیتی اخیر مفید هستند. البته حتی اگر ساختار صنعتی را نیز در نظر بگیریم، برخی از احتیاط های استراتژیکی باقی می ماند. برای مثال در مورد صنایع و تجهیزات ارتباط از راه دور - Siemens - می توان گفت: رقیب آلمانی مطرح در این صنعت به رقابت آمریکای شمالی به روشی که Alcatel انجام داد، پاسخ نداد. همچنین در صفت نرم افزارهای بازی، شرکت های بریتانیایی به شدت از این جامعه بزرگ کنار ماندند، با وجود این که مبنای بسیار خلاقانه ای از توسعه دهندگان نرم افزاری داشتند که ظاهراً مبنا و پایه ای برای استراتژی انتشاری آنها بود. بدون شک، تفاوت در این استراتژی ها را می توان توسط رقبای فرانسوی و بریتانیایی در این صنایع پیگیری کرد که منجر شد برخی از مفسران در مورد "Paradox" و "Britsoft" و "French Touch" صحبت کنند.

این نمونه ها مشخص می کند که شاید ساختارهای ملی مهمی وجود داشته باشد که با ساختارهای صنعتی در تعاملند و در شکل گیری عملیات استراتژیکی نقش دارند. در واقع، جامعه شناسان بر این نظرنند که ساختار اجتماعی اقتصاد شرکتی فرانسه، از لحاظ سیستماتیکی بر تصمیم گیری های مدیران شرکت های فرانسوی تأثیر می گذارد. Bauer و Bertin - Mourot هم بر این نظرنند که این سلسله مراتب اغراق شده در شرکت های فرانسوی که در آن قدرت شدیدی به PDGs نسبت داده می شود از لحاظ سیستماتیکی، به سوی رشد خارجی تا به سوی توسعه داخلی در بخش مدیران اجرایی ارشد پیش رفته اند. ساختار اجتماعی را می توان به روش دیگری نیز در نظر داشت. پیوندهای آموزشی که نخبگان فرانسوی را به هم گره می زند مدتها موضوع مورد بحث جامعه شناسان در حوزه سرمایه داری فرانسوی بوده است. البته، تنوع و تغییراتی نیز در زمینه های آموزشی در میان مدیران جوانتر فرانسوی وجود دارد و اکثر مدیران ارشد شرکت های فرانسوی بزرگ نیز تحت



تسلط طبقه بندیهای ENA و Ecole Polytechnique هستند. برخی محققان براین نظرند که زمینه آموزشی مشترک آنها، طرح و چهارچوب مشترکی در مورد مسائلی ارائه می کند که در اقتصاد شرکتی فرانسه مشاهده شده و این طرح تا حدی صحیح است که توضیح می دهد که چرا بسیاری از مدیران فرانسوی، بین المللی سازی را از طریق رشد خارجی به عنوان امر ضروری در دهه 90 دیده اند.

نتیجه گیری

در این فصل ازدو روند در رابطه با نظام راهبری شرکت ها یعنی روند های ساختاری و تعاملی استفاده شد تا به تحلیل آنچه که در سیستم نظام راهبری شرکت ها فرانسه در اواخر قرن 20 رخ داد، بپردازیم. تحلیل محقق این گونه است که مدارک کمی در رابطه با تغییر سیستماتیک از کنترل داخلی به کنترل خارجی در اقتصاد شرکتی فرانسوی وجود دارد. البته سازمان های داخلی از کنترل خود به روشهای مختلفی در دهه 90 در پیگیری از استراتژی های خصمانه رشد خارجی و بازارهای بین المللی بر مبنای تکیه شدید بر بازارهای مالی استفاده کردند. مشخص است که این توسعه ها و پیشرفت ها نتایج و عواقبی برای سهام داران شرکت های فرانسوی مخصوصاً در توازن بین منافع مالی و کارکنان، بین مدیران ارشد و کارکنان سطح پائین و بین عملکردهای داخلی و خارجی در توزیع ارزش شرکتی افزوده، داشته است.

در اینجا از تحلیل نظام راهبری شرکت ها در فرانسه برای منعکس کردن شایستگی های روشهای ساختاری و تعاملی برای بررسی نظام راهبری شرکت ها استفاده شده است. روش ساختاری، غالب بر مالکیت متمرکز است اما می توان نشان داد که الگوهای مالکیتی نمی توانند رفتار استراتژیکی را پیش بینی کنند که ظاهراً در مورد فرانسه بسیار مهم بوده است. پیشنهاد محقق این است که ویژگیهای ساختاری ای وجود دارد که در تحلیل نظام راهبری شرکت ها می توانند بسیار مفید باشند. مخصوصاً، نقش شایستگی های ساختار صنعتی نیازمند به توجه بیشتری است، درست مانند ساختار اجتماعی اقتصاد شرکتی فرانسه.

همچنین این احتمال هم وجود دارد که اکثر عملکردهای استراتژیکی که توسط شرکت های فرانسوی در دهه 90 پیگیری می شود می تواند توضیح واقع گرایانه تری داشته باشد.

مواردی مثل Axa با مدیریت " ببر " و یا Gp Gemini با مدیریت " کامف " و PPR با مدیریت " پینالت " و LVMH با مدیریت " آرنالت " قطعاً گویای این مسأله است که ویژگی های شخصیت های غالب نقش مهمی در داستان نظام راهبری شرکت ها فرانسه ایفا می کند. متأسفانه اکثر این نقش ها در تغییر شکل شرکتهای آنها از روند داوطلبانه ای پیروی می کند که در آن عملکرد استراتژیک، روشی را نادیده می گیرد که در آن ساختارها، این عملیات را تسهیل و یا محدود می کند. بنابراین، در بررسی های بیشتر نه تنها لازم است تا تحلیل های ساختاری مبحث نظام راهبری شرکت ها را توسعه داد بلکه باید آنها را در تحلیل ویژگی های واقع گرایانه تر مدیران شرکتی خاص هم ادغام کرد.

منبع:

GARY M.CUNNINGHAM and JEAN E.HARRIS (2007) "Corporate Governance and Accountability," - Chapter 15



اصلاح نظام راهبری شرکت ها در منطقه آسیای شرقی

مترجم: فرزانه جلالی

دانشجوی کارشناسی حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

چگونه می توان عملکرد نظام راهبری شرکت ها در کشورهای آسیای شرقی را ارتقا بخشید؟ مرور یافته های تحقیقات اخیر درک ما را از عملکرد نظام راهبری شرکت هادر حوزه ی آسیای شرقی بالا می برد و به ما در پاسخ به این سوال کمک می کند. این تحقیق از طریق بررسی روی 3 حوزه ی اصلاح اینگونه نتیجه گیری می کند که اولاً لازمه حفاظت و حمایت از سرمایه گذار احتمالاً تغییرات اساسی در قوانین و نحوه ی اجرای آن ها می باشد. دوماً تغییرات مبتنی بر بازار مستقیماً نیازی به اصلاحات قانونی ندارد. و بالاخره مشاهده می شود که نظام راهبری شرکت ها ممکن است باعث افزایش استفاده از تکنیک های مدیریت استراتژیک مربوط به اواسط 1990 در برنامه ریزی های ملی توسعه بازار سرمایه شود. لغات کلیدی: آسیا، اداره ی شرکت، قانون، آیین نامه ها.

مقدمه

عملکرد نظام راهبری شرکت ها در بسیاری از کشورهای آسیایی به ویژه به دنبال بحران اقتصادی آسیا تحت بررسی دقیق قرار گرفته است. در این رابطه ما امکان تشدید یا تقویت شیوه ها و روش های عملکرد نظام راهبری شرکت ها در آسیای شرقی را مورد مطالعه قرار داده ایم. ایده های اصلی از فرض اهمیت قانون سرچشمه می گیرد. این ایده ها به وسیله ی رافائل لا پورتا¹ و همکاران و دیگر محققانی که روی این موضوع کار می کردند، توسعه یافتند. سایمون جانسون² و همکاران یک نظریه ی مرتبط و برای کاربرد در بحران آسیا پیشنهاد کردند (جانسون و همکاران 2000). این نویسندگان استدلال می کنند که شاخصه های نظام راهبردی اداره ی بنگاه بالاخص حفاظت از سهامداران اقلیت بهتر از شاخصه های اقتصاد کلان میزان کاهش نرخ مبادله و سقوط بازار را توضیح می دهد. یک توضیح ممکن این است که در کشورهای با نظام راهبری شرکت ضعیف، دورنمای اقتصادی بد منجر به سوء استفاده از مدیران و سقوط بیشتر در قیمت دارایی هائی شود. هر دو رویکرد تحقیقاتی چنین دلالت می کنند که شاخصه های قانونی نظام راهبری شرکت ها بسیار مهم تر از آن چه قبلاً تصور می شد، می باشند. در بخش بعدی شواهد و مدارک اخیر درباره ی نظام راهبردی اداره ی شرکت در

¹) Rafael La Porta

²) Simon Johnson



آسیای شرقی را مورد بررسی قرار می دهیم. مقاله با بحثی راجع به دو حوزه ی موفق برای اصلاحات پایان می پذیرد.

مستندات اخیر در مورد نظام راهبری شرکت ها در آسیای شرقی

- باند چهار تایی ها (گروه 4)

در اواسط دهه ی 1990 تحقیق درباره ی نظام راهبری شرکت ها به وسیله ی فعالیت های رافائل لا پورتا (Rafael La Porta)، فلورنزیو لویز د سیلانسی (Florenzio Lopez-de silanse)، آندری اشلیفر (Andrei shleifer) و رابرت ویشنی (Robert vishny) و (معروف به باند چهار تایی ها (LLSV)) وارد مرحله ی جدیدی شد. این دانشگاهیان (و کسانی که کار آن ها را ادامه دادند) شواهد تجربی جدید و محکمی درباره ی نظام راهبری شرکت ها جمع آوری کردند. کارهای اولیه به وسیله ی برنامه ی تحقیقاتی اداره ی ملی تحقیقات اقتصادی (NBER)، که در خارج از کمبریج یعنی ماساچوست فعالیت می کند، با موضوع فعالیت های تأمین مالی بنگاه، تقویت می شود. مقاله اولیه اشلايفر و ویشنی برای سخنرانی جایزه ی نوبل در مورد حقوق و امور مالی در استکهلم و در آگوست 1995 تهیه شد. این مقاله متعاقباً به عنوان گزارش کار شماره ی NBER 5554 (اشلايفر و ویشنی 1996) استفاده شد و به عنوان مقاله ی "بررسی اداره ی شرکت" ASCG در نشریه فایننس (finance) در 1997 (اشلايفر و ویشنی 1997) منتشر شد. این مقاله به بررسی و تحقیق درباره ی نظام راهبری شرکت ها با توجه خاص به اهمیت حفاظت قانونی سرمایه گذاران و تمرکز مالکیت در نظام راهبری شرکت ها در سراسر جهان می پردازد. یافته های کلیدی به شرح زیر می باشد: گستره ی حفاظت قانونی در سراسر جهان بسیار متنوع است. سامانه های موفق نظام راهبری شرکت (ایالات متحده آمریکا، انگلستان، آلمان و ژاپن) به ترکیب تمرکز مالکیت و حفاظت قانونی بستگی دارد و در بقیه دنیا، حفاظت قانونی از سرمایه گذاران به دلیل قوانین نادرست و عدم اجرای آن در دادگاه ها مورد توجه کمتری قرار دارد.

بررسی نظام راهبری شرکت ها (ASCG)

ASCG به دلایل متعدد مهم است. اول اینکه این مقاله توجه ما را به کمبود تحقیقات عملی در خارج از ایالات متحده آمریکا، انگلستان، ژاپن، آلمان، ایتالیا و سوئد و روسیه جلب کرده است. ژاپن (یک موضوع خاص و قابل بحث در هر ماجرا) تنها کشور در آسیای شرقی است، که از آن به عنوان دارنده ی مقداری تحقیقات علمی در مورد این موضوع یاد می شود.

دوماً ASCG نظام راهبری شرکت ها را از منظر زیر می بیند:

... چشم انداز عامل مستقیم که گاهی از آن به عنوان جدایی مالکیت و کنترل یاد می شود. می خواهیم بدانیم سرمایه گذاران چگونه مدیران را به بازگرداندن پولشان وامی دارند. (اشلايفر و ویشنی، 1997 ص 738)



این دیدگاه از مفهوم نظریه تئوری نمایندگی که به وسیله ی جنسون (Jenson) و مکلینگ (Meckling) (1976) توسعه یافت، مشتق می شود. این دیدگاه دارای اهمیت است زیرا سلب مالکیت، سر خود انجام دادن و سوء استفاده از اقلیت ها، نمایانگرهای متداول و معمولی از مسئله عامل در آسیای شرقی می باشند. دوماً این دیدگاه به واسطه ی وکلا از زمینه ای دارای حقوق عرفی تشدید و تقویت می شود، زیرا این دیدگاه آنان را به یاد جریان اصلاحات بستانکاران و سهامداران می اندازد. سوم، از منظر نظریه ی عامل دلیل اصلی اینکه سرمایه گذاران به بنگاه ها تأمین مالی ارائه می دهند، اینست که آنان در عوض حق کنترل دریافت می کنند. (اشلايفر و ویشنی 1997 ص 750). اگر مدیران بنگاه این حقوق را نقض کنند (حق رای، وفاداری، پرداخت بدهی بستانکاران و غیره) تأمین کنندگان مالی می توانند از دادگاه تقاضا کنند که آن ها را مجبور به اجرای قوانین کنند. بنابراین محافظت قانونی از تأمین کنندگان (سهامداران و وام دهندگان) یک هدف مهم در نظام راهبری شرکت ها است و در کشورهای مختلف متفاوت است. همانطور که اشلايفر و ویشنی (1997 ص 750) اظهار داشتند:

...بیشتر تفاوت ها در سیستم های نظام راهبری شرکت ها در سراسر جهان، ریشه در اختلافات در ماهیت و الزامات قانونی دارد که مدیر نسبت به تأمین کنندگان مالی به عهده دارد. همانند اختلافات در اینکه چگونه دادگاه ها این وظایف و الزامات را تفسیر و اجرا می کنند.

چهارم در سیستم های قضایی که حفاظت قانون کم است "تمرکز مالکیت در مقابل حفاظت قانونی پیشی می گیرد" و به حل مشکل نمایندگی کمک می کند. (اشلايفر و ویشنی 1997 ص 753) این جا در خارج از ایالات متحده آمریکا و انگلستان، سهامداری عمده در برخی اشکال به صورت قاعده در آمده است. یک دلیل برای این پدیده اینست که سهامداری عمده، جبرانی برای حفاظت قانونی پایین است. بنابراین سهامداری عمده در کشورهای آسیای شرقی با حفاظت قانونی کم مورد انتظار است. هزینه های سهامداری عمده، شامل پارتی بازی و سوء استفاده از سهامداران اقلیت، مدیران و کارکنان است که به نوبه خود، منجر به کاهش تأمین مالی خارجی می شود. نویسندگان ASCG نتیجه می گیرند که حفاظت قانونی و سهامداری عمده در یک سیستم نظام راهبری شرکت موثر مکمل یکدیگرند.

قانون و تأمین مالی (چرا قانون؟)

ASCG تعدادی از سوالات مطرح شده را که ارتباط مستقیمی با آسیای شرقی داشت، بدون پاسخ گذاشت. به عنوان مثال ماهیت حفاظت قانونی از سرمایه گذاران که پایه و اساس سیستم های نظام راهبری شرکت ها می شود، چیست؟ (لا پورتا و همکاران 1998). این مقاله داده هایی را ارائه می کند که وظایف قانونی مرتبط با حقوق سرمایه گذاران و کیفیت اجرای آن را در 49 کشور نشان می دهد. نتایج حاکی از آن است که کشورهای با قانون عرفی قوی ترین و با حقوق مدنی فرانسه ضعیف ترنی حفاظت قانونی سرمایه گذاران را دارند. کشورهای با حقوق مدنی آلمان و اسکاندیناوی میانه هستند. این طبقه بندی همچنین برای استانداردهای حسابداری هم وجود دارد.



لا پورتا و همکاران 1998 یک پیشنهاد که در ASCG وجود داشت را مورد بررسی قرار داد مبنی بر اینکه تمرکز مدیریت بسیار بالا می تواند در اثر حفاظت سرمایه گذار ضعیف باشد. در این جا (لا پورتا و همکاران 1998) (1998) به یک ارتباط منفی قوی میان تمرکز مدیریت و کیفیت حفاظت قانونی از سرمایه گذاران پی برد. به طور قابل ملاحظه:

... اطلاعات مربوط به به تمرکز مالکیت از این نظریه پشتیبانی می کنند که سیستم های حقوقی برای نظام راهبردی شرکت ها مهم هستند و بنگاه ها ممکن است مجبور شوند خود را با محدودیت های قانونی که در آن فعالیت می کنند وفق دهند. (لا پورتا و همکاران 1998 ص 7-1116).
در این جا مفید است که مشاهده ی کنیم، کشورهای آسیایی شرقی در کجای تجزیه و تحلیل لا پورتا قرار گرفته اند. طبقه بندی از این قرار است:

- کشورهای با حقوق عرفی شامل هنگ کنگ، هند، مالزی، پاکستان، سنگاپور، سریلانکا و تایلند.
 - کشورهای با حقوق فرانسوی شامل اندونزی و فیلیپین
 - کشورهای با حقوق آلمانی شامل ژاپن، کره ی جنوبی و تایوان.
- ظاهراً بیشتر داده های آماری خاص در لا پورتا (1998) برای گزارش نقش قانون و اختلافات در اجرا می باشد. پنج متغیر اجرا عبارتند از کارایی سیستم قضایی، قانون تساوی افراد در برابر قانون، رشوه (فساد)، سوء استفاده و فسخ می باشد. با توجه به اینکه بالاترین امتیاز 10 می باشد. جدول 1 را ببینید.

تعیین کنندگان قانونی تامین مالی خارجی

(لا پورتا و همکاران 1997) تعیین کنندگان قانونی تامین مالی خارجی را در سال 1997 منتشر کرد، درحالیکه این مقاله بعد از ASCG و لا پورتا 1998 نوشته شده بود. این مطالعه، با استفاده از 49 کشور به عنوان نمونه، نشان می دهد حوزه های قضایی با ضعیف ترین حفاظت از سرمایه گذار (که به وسیله ی دو عامل نقش قانونی و کیفیت اجرای قانون اندازه گیری شده است) بازارهای سرمایه کمتر و محدودتری دارند که برای هر دو بازارهای سرمایه و بدهی سودمند است. این نتایج تصدیق می کنند که برای اندازه و گستره ی بازارهای سرمایه ای یک کشور قانون اهمیت دارد. (محیط قانونی که به وسیله ی قواعد قانونی و اجرای آن ها توصیف می شود)



جدول 1. قانون تساوی افراد در مقابل قانون - متغیرهای محرک

کشور	سیستم قضایی	قانون تساوی افراد در مقابل قانون	رشوه (فساد)	سوء استفاده	طلاق
هنگ کنگ	10.00	8.22	8.52	8.29	8.82
هند	8.00	4.17	4.58	7.75	6.11
مالزی	9.00	6.78	7.38	7.95	7.43
پاکستان	5.00	3.03	2.98	5.62	4.87
سنگاپور	10.00	8.57	8.22	9.30	8.86
تایلند	3.25	6.25	5.18	7.42	7.57
اندونزی	2.50	3.98	2.15	7.16	6.09
فیلیپین	4.75	2.73	2.92	5.22	4.80
ژاپن	10.00	8.98	8.52	9.67	9.69
کره جنوبی	6.00	5.35	5.30	8.31	8.59
تایوان	6.75	8.25	6.85	9.12	9.16

منبع: (جدول پنجم لا پورتا و همکاران، 1998).

حفاظت از سرمایه گذار و نظام راهبری شرکت ها

در سال 2000 LLSV، "حفاظت از سرمایه گذار و نظام راهبری شرکت ها" را منتشر کرد که به واقع محصول حاضر نظریه ی اهمیت قانون بود. به طور خلاصه، "رویکرد قانونی به نظام راهبری شرکت ها به این نتیجه می انجامد که سازوکار کلیدی محافظت از سرمایه گذاران خارجی از طریق سیستم قانونی که به معنی حقوق به همراه اجرای آن می باشد، انجام می پذیرد". (لاپورتا و همکاران 2000 ص 4). دلیل اهمیت حفاظت از سرمایه گذار، سوء استفاده از سهامداران اقلیت و بستانکاران به وسیله ی کنترل سهامداران است. همانطور که واضح است اکنون شواهد خوبی از سوء استفاده از سهامداران اقلیت در آسیای شرقی وجود دارد. (کلاسنس (Claessens) و همکاران، 1999 و جانسون و همکاران، 2000). بنابراین قواعد حقوقی و اجرای آن ها بسیار حیاتی اند (داد (Dodd) 2001، گرینلیس (Greenlaes) 2001). این به خاطر اینست که در بعضی کشورها امکان اجرا وجود ندارد.

کیفیت یا جنبه های دیگر حفاظت از سرمایه گذار در کشورهای مختلف متفاوت است. اولاً حفاظت از سرمایه گذار بازتابی از ساختارهای مالکیت است. "کشورهای با حفاظت از سرمایه گذار ضعیف نسبت به کشورهای با حفاظت از سرمایه گذار خوب کنترل متمرکزتری دارند." (فاکس (fox) و واکر (Walker) 1998 ص 261). در این رابطه یک مطالعه (کلاسنس و همکاران 2000) از 2980 شرکت با دادوستد دولتی در 9 کشور آسیای شرقی قابل توجه است. به جز ژاپن، نویسندگان کنترل های خانوادگی گسترده ای را در بیش از نیمی از شرکت



های آسیای شرقی مشاهده کرده اند. آن ها هم چنین شواهد صریحی از نظام سرمایه داری فامیلی یا رفاقتی (Crony Capitalism) پیدا کردند. به جز ژاپن، 10 خانواده برتر در هر 8 کشور مورد بررسی بین 18 تا 58 درصد از دارایی های شرکت را کنترل می کنند.

دومین نتیجه ی بدست آمده به وسیله LLSV این است که حفاظت از سرمایه گذار توسعه ی بازارهای مالی را تقویت می کند. این امر به این دلیل است که بازارهای سرمایه در آسیای شرقی توسعه نیافته است و شرکت ها به تامین مالی توسط بانک ها وابسته اند. بنابراین افزایش در اقدامات حفاظت از سرمایه گذار احتمالاً باعث توسعه بازارهای سرمایه و بدهی در آسیای شرقی می شود، در مقابل نبود حفاظت از سرمایه گذار در بحران آسیا در 1997-1998 تأثیر داشته است. (جانسون و همکاران 2000، میتون (Mitton) 2000، لیمون و لینز (Limmon and Lins) 2001).

پیامد سوم که برداشت می شود، چنین است: "حفاظت از سرمایه گذار علاوه بر تأثیر روی بازارهای مالی در اقتصاد واقعی نیز موثر است" (لا پورتا و همکاران 2000 ص 16). نویسندگان به طور مختصر نوشته های اخیر مربوط به رابطه ی بین توسعه ی مالی و رشد اقتصادی را بررسی کرده اند. این شیوه ی تجزیه و تحلیل جدید نیست. در 1873 والتر بگهوت (Walter Bagehot) راجع به این بحث کرد که قوانینی که بازار سرمایه را اداره می کنند، نتایج اقتصادی دارند. او یک رابطه واضح میان ساختار قوانین اداره کننده سرمایه و رشد اقتصادی پیدا کرد. (st. John-stevas 1978).

ادامه دهندگان تحقیقات گروه 4

ادامه دهندگان تحقیقات LLSV، تعدادی از محققان هستند که به بررسی جنبه های نظام راهبری شرکت ها در کشورهای آسیای شرقی پرداختند. ما اکنون فعالیت لا پورتا و همکاران در "مالکیت شرکتی در سراسر دنیا (COW)" را مرور می کنیم (1999). این نویسندگان با برله (Berle)، درباره ی اینکه تعداد زیادی از شرکت ها در ایالات متحده با اینکه مالکیت آن ها میان سهامداران کوچک تقسیم شده است اما دارای کنترل متمرکز به وسیله ی مدیران هستند، به بحث پرداختند. کاو (COW) داده هایی را درباره ی ساختارهای مالکیت در شرکت های بزرگ در 27 کشور را مورد بررسی قرار داد تا سهامداران نهایی کنترل کننده را مشخص کنند. نتیجه ی بدست آمده این بود که به جز در اقتصادهایی با حفاظت سهامداران بسیار خوب، (مثل ایالات متحده) به نسبت تعداد بسیار کمی از این شرکت ها به طور گسترده و باز اداره می شوند و عموماً خانواده ها یا دولت ها این بنگاه ها را کنترل می کنند. کشورهای آسیایی مورد مطالعه در COW، هنگ کنگ، سنگاپور، ژاپن و کره ی جنوبی بودند.



کنترل شرکت های آسیای شرقی در دست کیست؟

تحقیق متفاوتی به وسیله ی کلاسنس (Classens)، دانکور (Djankor) و لنگ (Lang)، (CDL) درباره ی اینکه کنترل شرکت های آسیای شرقی در دست کیست، در سال 2000 منتشر شد. (کلاسنس و همکاران 2000) CDL به وسیله پیشنهادی در کاو شروع شد مبنی بر اینکه مالکیت و کنترل می تواند برای سودآوری شرکت های بزرگ جدا شود. CDL متودولوژی کاو را بازیافت کرد و با کندوکاو در جدایی مالکیت و کنترل، آن را در 9 کشور آسیای شرقی به کار برد. (هنگ کنگ، اندونزی، ژاپن، کره ی جنوبی، مالزی، فیلیپین، سنگاپور، تایوان و تایلند) یافته های زیر به دست آمد:

- بیش از دو سوم بنگاه ها به وسیله ی یک سهامدار کنترل می شود.
- جدایی مدیریت از کنترل مالکیت به ندرت استفاده می شود.
- مدیریت ارشد حدود 60 درصد از بنگاه هایی که دارای مالکیت گسترده نیستند، به خانواده ی سهامداران کنترل کننده مرتبط اند.
- در بیش از نیمی از شرکت های آسیای شرقی کنترل خانوادگی وجود دارد.
- در برخی کشورها تعداد خیلی از خانواده ها سهم قابل توجهی از دارایی های شرکت را کنترل می کنند.

بنابراین 16.6 درصد و 17.1 درصد از ارزش دارایی های لیست شده شرکت در اندونزی و فیلیپین را می توان به کنترل نهایی یک خانواده ی واحد ردیابی کرد. 10 خانواده برتر به لحاظ بزرگی در اندونزی، فیلیپین و تایلند نیمی از دارایی ها در نمونه ی CDL را کنترل می کردند و 10 خانواده برتر به لحاظ بزرگی در کره، مالزی و سنگاپور یک چهارم بخش بنگاهی را کنترل می کردند. دارایی های شرکت به وسیله 15 خانواده بزرگ در هر کشور به عنوان درصدی از GDP چهره ای جدید می گیرد. (جدول 2 را ببینید). هنگ کنگ و مالزی بیشترین تمرکز در کنترل را با 84.2 و 76.2 درصد از GDP دارا هستند. نتیجه ی CDL مشخص کرد که نسبتاً تعداد کمی از خانواده ها به طور اثر بخش اقتصاد آسیای شرقی را کنترل می کنند. آن ها می گویند:

... این یافته ها را می توان به عنوان تعیین کننده ی انگیزش و ابزاری برای سرمایه داری فامیلی و رفاقتی در آسیای شرقی تفسیر کرد. تمرکز کنترل در دست تعداد کمی از خانواده ها انگیزش ها و توانایی های قدرت مندی برای مذاکرات غیررسمی با عوامل دولتی و مسئولان حکومتی برای تعامل، قراردادهای دیگر ابزارهای تبعیض آمیز ایجاد کند. تمرکز کنترل هم چنین می تواند باعث نقص در تکامل سیستم های قانونی کشورها باشد. یک ساختار کنترل متمرکز در کل بخش های شرکت منجر به از دست رفتن حقوق اقلیت می شود و از توسعه ی نهادهای کانال های حقوقی و قانون گذاری برای اجرای آن ممانعت می کنند. بالاخره، تقسیم بندی مستقیم به وسیله ی مسئولین دولت در کنترل یک بخش بزرگ از شرکت موجب به وجود آمدن تضاد منافع در برخی افراد مهم و ایجاد سرمایه داری رفاقتی می شود. (کلاسنس و همکاران 2000 ص 109)



جدول 2- دارایی های شرکتی لیست شده که به وسیله ی 10 خانواده برتر کنترل می شود

منطقه	درصد از GDP
اندونزی	21.5
فیلیپین	46.7
تایلند	39.3
کره ی جنوبی	12.9
هنگ کنگ	84.2
سنگاپور	48.3
مالزی	76.2
تایوان	17.0
ژاپن	2.1

منبع: اکونومیست (2001)

سوء استفاده از سهامداران اقلیت

انتشار هم خانواده ی دیگری با کلاسنس و همکاران (2000)، مقاله ی 2088 تحقیقات سیاسی بانک جهانی با عنوان "سوء استفاده از سهامداران اقلیت" بر پایه ی شواهدی از آسیای شرقی می باشد. (کلاسنس و همکاران 1999).

یافته ی اصلی مقاله ی دوم اینست که حقوق کنترل بالاتر با ارزش بازار کمتر ارتباط دارد، که نشان دهنده ی سوء استفاده از سهامداران اقلیت را به وسیله ی سهامداران کنترل کننده می باشد. نویسندگان دریافته اند که: "ما در یافته ایم که حقوق مربوط به گردش وجوه نقد بالاتر با ارزش بازار بیشتر اما حقوق کنترل بیشتر با ارزش بازار کمتر مرتبط است. به خصوص زمانی که حقوق جریانات نقدی کم و حقوق کنترل بالاتر است. و پیشنهاد ما سوء استفاده از سهامداران اقلیت به وسیله ی کنترل سهامداران است. نتیجه می گیریم که کنترل خانوادگی مهم ترین عامل موثر در رابطه ی منفی بین حقوق کنترل و ارزش بازار است. در مقابل ما هیچ مدرکی دال بر سوء استفاده از کنترل ایالت و کنترل به وسیله ی شرکت های بزرگ نیافتیم. بالاخره رابطه ی میان کنترل به وسیله موسسات مالی و ارزش بازار همانند کنترل به وسیله ی خانواده ها به خصوص در ژاپن است... ما نتیجه می گیریم که ریسک سوء استفاده در واقع یک مساله نمایندگی-عامل برای شرکت های عمومی-بازرگانی است. همانطور که لا پورتا و همکاران پیشنهاد کرده بود. (کلاسنس و همکاران 1999 ص 22)".



نتیجه گیری

در (لاپورتا و همکاران 2000)، امکان اصلاح نظام راهبری شرکت ها در حوزه های قضایی مختلف آسیا بررسی شد. اهداف و منافع اصلاح به شرح زیر توصیف شده اند:

"یافته های ما اینگونه توصیه می کند که یکی از اهداف اصلاح نظام راهبری شرکت ها حمایت از حقوق سرمایه گذاران خارجی شامل بستنکاران و سهامداران است. منافع چنین اصلاحاتی گسترش بازارهای مالی، برای تسهیل تامین مالی خارجی از بنگاههای جدید و انتقال از مالکیت متمرکز، برای بهبود کارایی تسهیم سرمایه گذاری و برای تسهیل تجدید سازمان شخصی برای ادعاهای مالی در بحران می باشد." (لاپورتا و همکاران 2000 ص 20)

لاپورتا و همکاران هم چنین فرصت های اصلاح را در طول دو محور اصلی بررسی می کنند "اشتراک وظیفه ای و قانونی". اشتراک قانونی به تغییرات در نقش ها و مکانیزم های اجرا برای رسیدن به الگویی موفق برمی گردد. برای رسیدن به هدف حفاظت از سرمایه گذار موثر به این روش بسیاری از کشورها نیاز به اصلاحات اساسی قانونی، نظارتی و قضایی دارند. هم چنین اشتراک وظیفه ای به عدم تمرکز بیشتر و داد و ستدهای بازار محور بستگی دارد. که احتیاجی به اصلاح قانونی ندارد اما هم چنان دارایی های زیادی تحت حمایت قانونی اثربخشی از سرمایه گذاران قرار می گیرد. ما هر کدام از این رویکردها را در آسیای شرقی بررسی کردیم سپس چنین نتیجه می گیریم که یک واکنش استراتژیک فوری همراه با دستور اقتصادی می تواند کلیدی برای توسعه در آینده باشد.

اشتراک قانونی

حفاظت از سرمایه گذار ممکن است نیازمند تغییرات اساسی در قوانین و اجرای آن باشد. براساس LLSV عامل اصلی مخالفت با این تغییرات دولت ها و خانواده های کنترل کننده هستند. دولت ها تمایل ندارند کنترل های نظارتی خود را از دست بدهند و خانواده ها مخالف کاهش در حق کنترل می باشند که به کاهش یافتن فرصت های سوءاستفاده می انجامد. بنابراین اصلاحات فوق زمانی اتفاق می افتد که این منافع ویژه از بین بروند یا سرکوب شوند. (لاپورتا و همکاران 2000 ص 21).

یک نمونه اصلاح قانونی، در ژاپن بعد از جنگ جهانی دوم است. برای چنین اصلاحی یک بحران سریع پیش شرط لازم است. (Roe 1996). بنابراین یک شک واقعی در اقتصاد آسیای شرقی در 2001 ممکن است انگیزه ی لازم را ایجاد کرده باشد. هم چنین سیاست قوی هم ممکن است نتیجه دلخواه را بدست بدهد. (Yew 2001).

همانطور که اصول چنین اصلاحات قانونی را می طلبد لاپورتا 2000، سه خواسته را مطرح می کند: اول اینکه قواعد قانونی اهمیت داشته باشند. دوم اینکه قواعد قانونی خوب آن هایی اند که کشور بتواند انجام دهد. سوم مقررات حکومتی بازارهای مالی زمانی مفیداند که اجرای قراردادها یا قوانین قابل اتکا نباشند. همانند مورد آخر مثال اصلاح قانون اوراق قرضه در لهستان و جمهوری چک آموزنده اند. حقوق قوی و یک قانونگذار قدرتمند



منجر به توسعه ی سریع بازارهای سهام لهستان شد. قوانین ضعیف و عدم وجود قانونگذار بازارهای مالی قوی در جمهوری چک منجر به ایجاد بازارهای راکد با مشخصه ی سوء استفاده گسترده از سهامداران اقلیت (پدیده ی نقب زنی (Tunneling) دارایی ها از بنگاه ها و صندوق های مشترک) شده است. درس مهمی که از این تیزبینی بدست می آید این است که (برعکس اصول دولتی استاندارد در نیوزلند در 1990) قانونگذاری سراسری (light handed) می تواند بهای اقتصادی زیادی را به همراه داشته باشد. (Walker and Lox 1999) این امر احتمالاً توضیح می دهد که چرا برای مثال چنین علاقه مجددی در افزایش رقابت ها در مالزی طی دوره ی نزول اقتصادی به وجود می آید. (چیزمن 2001) در این جا نتایج کلیدی سراسر است و وضع اند، اول کشورهای آسیای شرقی نیازمند بهبود وضع قضایی حمایت از سرمایه گذاران شان هستند، چه در شرکت ها یا قانونگذاری اوراق قرضه باشد. دوماً یک نهاد مستقل و با نقدینگی مناسب باید مسئول اجرای این قوانین باشد.

اشتراک وظیفه ای

مثال خوبی از اشتراک وظیفه ای به واسطه ی شیوه ی کار بنگاه های با رتبه ی مناسب در یک بازار خارجی مبادله ی سهام و در نتیجه در حال رسیدن به استانداردهای اداره ی خارجی ارائه می شود. بر پایه ی کار قبلی امیر لیچت (Amir Licht) (1998) و پروفسور جان کافی (John Coffe) (1999) علل مهاجرت صادرکننده های سهام به بازار اصلی مبادلات آمریکا بررسی می شود. این پدیده عموماً در بنگاه های اسرائیلی که تحت IPO در NASDAQ هستند مشاهده شده است. کافی (1999 ص 674) عقیده دارد چنین درجه بندی نماینده شکلی از سازوکار صدور اوراق قرضه است.

...صادرکنندگان خارجی با موافقت پذیرش استانداردهای بالاتری که در ایالات متحده حاکم اند، اندازه ی سهم خود از سهام عمومی را افزایش می دهند.

عقائد کافی (coffee) درباره ی قراردادهای مهم هستند. به خصوص از زمانی که فعالیت های قراردادی سازوکاری برای کاهش هزینه های نمایندگی شده است. بنابراین بر طبق جنسون (Jensen) (2000 ص 86) در برخی شرایط ممکن است مبلغی برای گسترش منابع (هزینه قراردادهای) به نمایندگی ها پرداخت شود، برای ضمانت اینکه آن ها عملکرد خاصی را که به عامل لطمه ای وارد کند، انجام نمی دهد. یا اینکه مالک یا مدیر "منابع را برای این گسترش می دهد که به سرمایه داران خارجی ضمانت دهد که او فعالیت هایی را که موجب هزینه برای بنگاه می شود محدود می کند..." (جنسون 2000 ص 103). به عبارت دیگر، رتبه بندی دوگانه به گونه ای انجام می شود که به مسئله عامل - نمایندگی سرمایه گذار پرداخته شود. همانطور که کافی (1999 ص 699) (درباره ی منابع خارجی ثبت شده در USA) اظهار کرد:

...حتی اگر برخی حوزه های قضایی خارجی برای انجام فعالیت های مطلوب قدرت اختیار به سهامدار اعطا کنند، این اختیار می تواند تا حد قابل ملاحظه ای به واسطه ی مقررات اوراق بهادار فدرال محدود شود.



در این دیدگاه، قانون اوراق بهادار فدارال ایالات متحده می تواند از طریق مهاجرت و هماهنگ سازی اشتراک وظیفه ای را مهیا سازد. یک مشکل عملی مکان فیزیکی دارایی هاست. فرض کنید یک بنگاه دوگانه آسیای شرقی در ایالات متحده آمریکا ثبت شود. دارایی های فیزیکی در سیستم قضایی وطنی باقی می ماند و برای این امکان وجود دارد که تحت حقوق همان سیستم قضایی مورد بررسی قرار گیرد.

در کوتاه مدت، اشتراک وظیفه ای در نوعی که توصیف شد مناسب ترین حالت به نظر می رسد و در هر دو طرف عرضه و تقاضا منتج می شود. در طرف عرضه شواهد قوی به وسیله ی فهرستی از شرکت های چینی که در بازار سهام هنگ کنگ و نیویورک هستند اثبات می شود. (Lietal.1994) این معقول است که پیشنهاد بدهیم دقیقاً این نوع از اوراق قرضه نیاز به جذب سرمایه ی خارجی دارد. در طرف تقاضا یک بازار مبادله ی سهام مثل بازار سهام استرالیا ممکن است خواهان اظهار خود به عنوان بازار واقعی منطقه باشد و رتبه بندی های بین قاره ای را جذب کند. (Cleary 2001). به نوبه ی خود این ممکن است منجر به افزایش تلاش های فزاینده برای هم آهنگی قانون گذاری شود، که دلیل آن این است که منطقه در پی یافتن جایگاه خود می باشد. بنابراین بر طبق یک گزارش، استرالیا به دنبال کامل کردن بازارهای سرمایه ی خود به وسیله هنگ کنگ و سنگاپور، برای رقابت با چین در سرمایه ی جهانی است. (Dabkowski 2001).

مدیریت استراتژیک و بازارهای سرمایه

سومین و بهترین راه برای بالا بردن نظام راهبری شرکت ها تأکید و استفاده ی زیاد از تکنیک های مدیریت استراتژیک مربوط به اواسط 1990 در برنامه ریزی های ملی برای گسترش بازار سرمایه است. یک نمونه مهم به وسیله ی مالزی در زمان طراحی برنامه ی بزرگ بازار سرمایه (CCM) ایجاد شد، و یک پاسخ استراتژیک به جهانی سازی ارائه کرد. (Walker 2000) CCM در مالزی تأکید زیادی روی اصلاحات نظام راهبری شرکت ها داشت و مالزی یک گام اساسی در هدایت آن برداشت. چون پاسخ استراتژیک به توسعه ی بازار سرمایه در مالزی هنوز وجود دارد، تسریع مرحله ی اجرا برای رسیدن به تقاضاها در نزول اقتصادی مشکلات کوچکی ایجاد کرده است. ما نتیجه می گیریم، دورنمای افزایش نظام راهبری شرکت ها در آسیای شرقی خوب است، زمانی که دولت ها به طور واضح نتایج کار لاپورتا و همکارانش به نام رابطه ی مهم میان نظام راهبری شرکت ها و رشد اقتصادی را درک کنند. ما انتظار داریم که این میراث هوشیارانه روی پیشبرد اقتصاد آسیا تمرکز کند.

منبع

Gordon Walker و Mark Fox, (2002), "corporate governance reform in East Asia", Corporate Governance, Vol 2, No 1, p: 4-9