

نظریة نمایندگی شرکتها در  
بنگاه اقتصادی

ارائه شده برای اولین بار در کلاس  
نظریة مالی

دوره دکترآ، دانشگاه آزاد اسلامی

چه چیزی بنگاه اقتصادی را تشکیل  
می‌دهد؟

مشارکت‌کنندگان اصلی کدام‌اند؟

\* سهامداران شرکت که ادعای باقی‌مانده  
روی همه جریان‌های نقدی شرکت دارند.

\* مدیرانی که عملیات روزانه شرکت را  
کنترل می‌کنند.

\* دارندگان اوراق قرضه که ادعای ثابتی  
روی جریان‌های نقدی شرکت دارند.

## اهداف سهامداران

\* يك سهامدار معمولي (نمونه) بدره متنوعي دارد: هر شرکت يکي از چندین شرکتي است که در آن سرمایه‌گذاري کرده است، بنابراین فقط با ريسک سيستماتيك ( $\beta$ ) مواجه است.

\* خواهان بازده برای قبول ريسک سيستماتيك ( $\beta$ ) است.

\* در پی آن است که قیمت سهام به حداکثر برسد.

\* بازدهي دائمي به دست می‌آید، بنابراین، افق زمانی بسیار طولاني دارد.

## اهداف مدير

\* يك مدير نمونه مقدار بسيار زيادي سرمايه انساني در داخل شركت سرمايه گذاري کرده است، و ممكن است كه سبد سرمايه گذاري يا بدير متنوع نداشته باشد، بنابراین، ناچار است هم ريسك سيستماتيك و هم ريسك غيرسيستماتيك را تحمل كند.

\* در بي آن است تا ريسك غيرسيستماتيك را کاهش دهد.

\* به دنبال آن است كه جبران خدمات خود را به حداكثر برساند. (حقوق + پاداش + جبران خدمات از طريق سهام + Perc)

\* درآمد را در طول دوره نسبتاً کوتاه كسب مي كند و بنابراین ممكن است افق زماني كوتاهي داشته باشد.

## اهداف دارندگان اوراققرضه

- \* دارنده اوراققرضه با خطر نهتنها وجوه به سازمان (شرکت) میدهد، بلکه به بنگاه اقتصادی بیمه نیز میدهد. چهگونه؟
- \* اگر شرکت ورشکست شود و یا متوقف شود، دارنده اوراققرضه زیان میکند؛ اما اگر شرکت سود خوبی کند، دارنده اوراققرضه عایدات اضافی ندارد.
- \* وقتی که اوراققرضه را میخرد، تلاش میکند ریسک را به حداقل برساند.

## ذینفعان در شرکت و خواسته‌های آنان

سهامداران	مدیران	دارندگان اوراق قرضه
* قیمت سهام را به حداکثر برسانند.	* علاقه‌مند است چنان خدمات را به حداکثر برسانند.	* در پی آن است که ریسک کامل را کاهش دهد.
* تنها نگران ریسک بتا است. * ریسک سیستماتیک را ترجیح می‌دهد چون دریافت‌کننده درآمد بـدره متنوعی است.	* علاقه او به ریسک کل است ( $\beta$ ) و غیرسیستماتیک)	* با زیان حاصل از ضعیف شدن عملیات شرکت مواجه است و برای این کاهش، عایدات اضافی دریافت نمی‌کند.

## مثال شرکت Merk

\* مدیران Merk دو محل مختلف را برای تأسیس کارخانه جدید در نظر دارند: Iowa و Illinois

\* برآوردهای اولیه آن است که اگر کارخانه در آیووا تأسیس شود، ارزش فعلی خالص آن ۱۲ میلیون دلار است و اگر در ایلینویز تأسیس شود، ارزش فعلی خالص ۱۰ میلیون دلار خواهد بود.

\* واریانس جریان نقدي اگر کارخانه در آیووا تأسیس شود ۴۰ درصد و اگر در

ایلی‌نویز تأسیس شود ۳۰ درصد است که از آن ۲۰ درصد غیرقابل‌اجتناب است.

- \* کارخانه کجا باید تأسیس شود؟
- \* انتخاب سهامداران آیووا است.
- \* انتخاب مدیران ایلی‌نویز است.



## شرکت Merk

\* فرض کنید ارزیابی مجدد از طرح نشان می‌دهد که ارزش فعلی خالص آیووا فقط ۱۰ میلیون دلار خواهد بود.

\* کدام محل را برای تأسیس کارخانه باید انتخاب کرد؟

\* انتخاب سهامدار آیووا است.

\* انتخاب مدیر ایلی‌نویز است.

\* انتخاب دارندگان اوراق‌قرضه ایلی‌نویز است.

\* چرا؟

\* دارندگان اوراق‌قرضه کسانی هستند که برای زیان‌های شرکت بیمه صادر می‌کنند. آن‌ها زیان می‌بینند. سهامداران به هزینه دارندگان اوراق‌قرضه سود می‌کنند.

\* فرض کنید، مذاکرات با ایالت آیووا ناموفق باشد و در نتیجه سخت‌گیری آن‌ها ارزش فعلی خالص پروژه در عمل در ایالت آیووا فقط ۹/۵ میلیون دلار باشد.

\* انتخاب سهامداران ممکن است هنوز آیووا باشد

\* انتخاب مدیر ایلی‌نویز  
\* انتخاب دارندگان اوراق‌قرضه ایلی‌نویز  
\* از آن‌جایی که دارندگان اوراق‌قرضه به‌دلیل کاهش فعالیت سود، زیان می‌بینند، زیان دارندگان سهام ناشی از ارزش فعلی خالص کمتر، ممکن است به‌دلیل انتقال ثروت از دارندگان اوراق‌قرضه به آنان جبران نشود.

## ادامه مثال شرکت Merk

\* اگر دارنده اوراق‌قرضه از قبل حدس بزند که سهامداران می‌توانند پروژه‌هایی با واریانس ۴۰ درصد را به مقصد برسانند، آنان قیمت اوراق‌قرضه را در آغاز کار پایین‌تر تعیین می‌کنند.  
\* اگر دارندگان سهام نتوانند دارندگان اوراق‌قرضه را نسبت به نیت خیرشان مجاب

کنند که پروژه‌هایی با واریانس ۴۰ درصد را به اجرا درخواهند آورد، یا از ابتدا چنین قصدی نداشته باشند، آن‌ها قبل از این‌که مرتکب جنایت شوند، مکافات خواهند شد.

\* حاصل چیست؟

## ادامه مثال شرکت Merk

\* دارندگان اوراققرضه، اوراققرضه را با قیمت‌های پایین می‌خواهند.

\* دارندگان سهام یا سهامداران به دنبال پروژه‌هایی با واریانس ۴۰ درصد خواهند بود، چراکه قبلاً آن‌ها پول این ریسک را پرداخته‌اند.

\* بنگاه‌های اقتصادی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص کمتر و با واریانس بیشتر را انتخاب می‌کنند.

\* دارنده اوراققرضه می‌گوید "می‌دانستم که این اتفاق خواهد افتاد."

## ادامه مثال شرکت Merk

\* شرکت زیان می‌کند. شرکت ارزش فعلی خالص را از دست می‌دهد، زیرا که تضاد منافع بروز کرده است و مشکل نمایندگی خود را نشان داده است.

\* این مثالی از هزینه نمایندگی است.

## منابع تضاد میان سهامدار و مدیر

\* انتخاب حد تلاش: در صورتی که همه چیز ثابت باشد، مدیران تلاش کمتر را ترجیح می‌دهند.

\* در معرض ریسک بودن: مدیران در معرض خطر کلان‌اند (ریسک سیستماتیک + ریسک غیرسیستماتیک).

\* افق زمانی متفاوت: مدیران افق زمانی کوتاه‌تری نسبت به سرمایه‌گذار دارند.

## واکنش مدیران نسبت به مشکل نمایندگی

\* مدیران ممکن است به جای دارایی‌هایی با واریانس کم به دارایی‌هایی با واریانس بالا اقبال کنند.

\* مدیران ممکن است به نگهداری نقدینگی اضافی و مازاد نقدی روی آورند.

\* مدیران ممکن است که اهرم (نسبت بدهی به سرمایه) را پایین‌تر از آنچه می‌توانسته باشد، نگاه دارند.

\* مدیران ممکن است به سیاست پرداخت سود سهمی متمایل شوند که از سطح ایده‌آلی که می‌توانستند پرداخت کنند، پایین‌تر باشد.

\* مدیران ممکن است که از نرخ تنزیل بالاتری از سهامداران استفاده کنند.

## کنترل تضاد سهامداران با مدیران

\* سیستم پرداخت و جبران خدمات را به گونه ای طراحی کنیم که افق زمانی بلندتر و فعالیت هایی که در جهت حفظ منافع سهامداران است، پاداش بگیرند.

\* طرح های اختیار خرید سهام می توانند به وضعیت کمک کنند.

\* خطر اخراج شدن: انضباط در بازار کار

\* خطر قبضه مالکیت: انضباط در بازار برای کنترل شرکت یعنی خطر این که مدیران کار خود را از دست بدهند و بنابراین ترغیب مدیران به حفظ رفتاری که با کنترل آنها بر شرکت مغایر نباشد. (یا کنترل آنها را در شرکت به خطر نیندازد.)