

مدیریت سرمایه

دکتر علی جهانخانی

شرکتهای بزرگ، دارای سود بیشتری هستند. پس تنها سود نمی تواند گویای این حقیقت و پاسخ این سؤال باشد که آیا عوامل تولید در آن واحد به صورت مطلوب مورد استفاده قرار گرفته است یا خیر؟!

در رشته فاینانس از شاخص دیگری به نام نرخ بازده نیز استفاده می گردد. با محاسبه نرخ بازده، تأثیر اندازه شرکت خنثی شده و مشخص می شود که یک واحد سرمایه، دارای چه میزان سود و بازده است. منظور از سود خالص عملیاتی، سود و زیان نیست بدلیل آن که در سود و زیان، رقم آخر نشان دهنده سود خالص شرکت است و خالص از کلیه هزینه ها از جمله هزینه های مالی است. در اینجا سود، قبل از کسر هزینه های مالی و بهره و پس از مالیات محسوب می شود. ممکن است که چنین سئوالی مطرح شود که چرا هزینه بهره کاهش نمی یابد؟ بدلیل آنکه تمامی سرمایه بکار گرفته شده در شرکت را سرمایه سهامدار تشکیل نمی دهد بلکه سرمایه وام دهندگان و بستانکاران را نیز شامل می شود. اگر بخواهیم مطلب فوق را بصورت کسر محاسبه نماییم، می توان رقم منخرج کسر را، ارزش کل دارائی های شرکت دانست ضمن آن که رقم سود صورت بیانگر میزان سود مجموع دارائی های شرکت مولد خواهد بود. در اینصورت ما باید امیدوار باشیم که چنین سودی جوابگوی انتظارات سرمایه گذاران در شرکت نیز باشد. وقتی از سرمایه گذار صحبتی به میان می آید، هدف تنها سهامدار نیست؛ چرا که ما معتقدیم یک واحد اقتصادی از منابع متعدد مالی، هزینه خود را تأمین می نماید. به هر میزان که نرخ بازده افزایش یابد، بیانگر عملکرد بهتر خواهد بود. افزایش نرخ بازده در سال، گویای این حقیقت است که در این واحد اقتصادی، مدیریت سرمایه به شکل مطلوب تری صورت می پذیرد. نرخ بازده نیز به تنهایی، نشان دهنده موفقیت یا عدم موفقیت مدیر نخواهد بود. بعنوان مثال؛ اگر گروه بهمن نرخ بازده سرمایه گذاری خود را پس از محاسبه ۲۰٪ اعلام نماید، احتساب آن نمی تواند عملکرد مدیران را رضایت بخش جلوه دهد. جهت احتساب دقیق عملکرد مدیران، نیاز به شاخص دیگری تحت عنوان نرخ هزینه سرمایه است. هزینه سرمایه یک مفهوم مسالی است و در حسابهای شرکت به چشم نمی آید و مدیران مالی واحدهای

با تشکر از گروه بهمن که فرصت تبادل نظر در چنین گردهمایی را برای بنده فراهم آوردند، موضوعی را تحت عنوان «مدیریت سرمایه» مورد بحث و تبادل قرار می دهیم.

توجه دارید که سرمایه یکی از محدودترین منابع اقتصادی کشورها محسوب می شود. به همین دلیل اقتصاددانان و یا متخصصین رشته فاینانس و امور مالی همواره بدنبال راههای استفاده مطلوب از سرمایه بودند تا آن را در اختیار مدیران واحدهای اقتصادی قرار دهند. مدیریت سرمایه از چند جهت دارای اهمیت است: اول آن که در صورت مدیریت صحیح سرمایه و تحصیل بازده اقتصادی مناسب، این بازده می تواند جریان نقدی لازم را جهت سرمایه گذاری آتی، فراهم آورد که این امر سبب تشکیل سرمایه و افزایش میزان سرمایه گذاری در کشور می شود که نتیجه آن بهبود وضعیت اشتغال و بالا رفتن رفاه عمومی خواهد بود. اگر از دید کلان به این مطلب بنگریم، در می یابیم که معالکی که توجه بیشتری نسبت به مدیریت سرمایه داشتند، توانستند از رشد اقتصادی و رفاه عمومی مطلوب تری برخوردار گردند. این امر، لزوم توجه دولت ها را به استفاده بهینه از سرمایه بیان می کند. از دیدگاه خرد و واحد اقتصادی مدیریت سرمایه دارای اهمیت دوچندانی است؛ بدین علت که مدیران واحدها در واقع نمایندگان صاحبان سرمایه هستند و باید به گونه ای این سرمایه را بکار گیرند که بیشترین بازده و ارزش افزوده را برای صاحبان سهام و سرمایه فراهم آورد. بنابراین مدیریت سرمایه خود یکی از اموری است که صاحبان سرمایه از مدیریت واحدها انتظار آن را دارند. پس چه خوب است که استفاده از روشهای اندازه گیری عملکرد سرمایه و آشنایی با عواملی که موجب افزایش ارزش افزوده برای واحدها و سهامداران می شود را بعنوان موضوعی مهم مورد بحث قرار دهیم. ممکن است که شما چنین اندیشه کنید که یک روش اطمینان از مدیریت صحیح سرمایه، توجه به سود شرکت است. سود یکی از معیارهای اندازه گیری عملکرد سرمایه و مدیریت شرکت است، اما به تنهایی گویای مدیریت موفق در اداره سرمایه شرکت نمی تواند باشد، به این دلیل که سود خود تابعی از اندازه شرکت است. ما همواره شاهد این مطلب حقیقت بودیم که

کاهش پیدا کند. بنابراین علاوه بر عوامل درونی، عوامل بیرونی نیز تأثیر گذار است. آثار عوامل بیرونی، معمولاً به شکل افت شاخص بازار مشاهده می شود. بعنوان مثال، اگر قیمت سهام گروه بهمن همزمان با شاخص بورس پایین بیاید، گروه بهمن آن را نشانه عدم رضایت تلقی نمی کند؛ بلکه آن را یک پدیده فراگیر می داند که شامل تمامی شرکتها بوده و ربطی به عملکرد داخلی نخواهد داشت. به جهت تعیین محاسبه نرخ هزینه سرمایه، ما باید مشخص کنیم که چند درصد بدهی مصرف کرده ایم که این وزن بدهی در ساختار سرمایه WD خوانده می شود. بعنوان مثال در صنعت خودرو، عمده منابع تأمین مالی آن بصورت بدهی می باشد که می تواند بصورت پیش فروش باشد. هزینه بهره بدهی دارای یک ویژگی است و آن این است که؛ وزارت دارائی هزینه بهره متعلق به بانک یا مشتری را بعنوان هزینه قابل قبول مالیاتی می پذیرد. بدین ترتیب که اگر ۱۶٪ بهره به بانک بپردازیم، به همین میزان در آمد مشمول مالیاتی کاسته خواهد شد که در این صورت یک صرفه جوئی مالیاتی ایجاد می شود و مانند این است که دولت قسمتی از هزینه بهره شرکت را بپردازد. آن هم به صورت وصول مالیات کمتر از شرکت خواهد بود.

اما نرخ بدون ریسکی نیز وجود دارد که RF نامیده می شود. نرخ بدون ریسک، همان نرخ سود اوراق مشارکت است. ریسکی که سهامدار شرکت با آن مواجه است، به دو دسته ریسک تجاری و ریسک کسب و کار تقسیم می شود. میزان فروش در سالهای آتی، میزان کسب سود، نوسان پذیری و عدم اطمینان نسبت به سودآوری کسب و کار، ریسک تجاری نامیده می شود. این نوع ریسک عموماً نشان دهنده بازده اضافی است که سهامدار بابت ریسک تجاری مطالبه می کند. هر چه میزان ریسک تجاری بالاتر باشد، سهامدار در معرض خطر بیشتری قرار می گیرد. به همین جهت نیز باید عدد بیشتری برای او منظور کرد. در برخی از فعالیت های اقتصادی، میزان ریسک کسب و کار کمتر است و فروش شرکت را برای سال آینده با یک ضریب اطمینان بالایی می شود پیش بینی نمود. این مورد، شامل شرکتهایی می شود که یا تقاضای با ثباتی جهت ارائه محصول وجود دارد و یا اینکه شرکت از طریق قراردادهای اطمینان می دهد که محصول خود را به فروش برساند. نکته قابل توجه تابعیت میزان ریسک تجاری از شدت رقابت در آن صنعت است. به هر میزانی که رقابت بیشتری در آن صنعت حاکم باشد، ریسک تجاری نیز بیشتر خواهد بود. بدلیل آنکه رقبا همواره درصدد گرفتن

اقتصادی باید آن را محاسبه نمایند. نرخ هزینه سرمایه بیانگر این مطلب است که منابع مالی وارد شده در شرکت، دارای چند درصد هزینه در سال است. و افرادی که این سرمایه را در اختیار مدیران می گذارند، انتظار سود و بازده دارند. برخی از افراد میزان سود خواهی آنان مشخص است. مثلاً وامی که بانک در اختیار ما قرار میدهد، توقع ۲۰٪ سود دارد. علاوه بر پولی که از بانک در اختیار می گیریم، مقداری را نیز از صاحبان سهام دریافت می کنیم جهت روشن شدن این حقیقت باید دو مرحله را در نظر قرار دارد. یک؛ سرمایه ای که عملاً در واحد اقتصادی بکار رفته است.

دوم؛ سودهایی که در سالهای قبل، کسب شده و شرکت از تقسیم آن خودداری ورزیده و معتقد است که باید در شرکت باقی بماند تا با استفاده از آن کارهایی انجام داده و سود مناسب آن را به سهامدار پرداخت نمایند. پس سرمایه صاحب سهم نیز دارای بدلیل آن که ریسک پذیر است، هزینه ای است که بیش از هزینه وام بانکی می باشد، بانک در ازاء پرداخت وام، وثیقه لازم را دریافت می دارد و اصل و فرع پول را طلب می کند. در حالیکه سهامدار هیچ گونه ضمانتی را درخواست نمی کند. نکته مهم دیگر اینکه باید به یک اصل مالی توجه کرد و آن، رایگان ریسک نکردن در بازار سرمایه است. در صورت قبول ریسک، به ازاء آن باید بازده بیشتری را مطالبه کرد. بازده مورد توقع سهامدار، بیش از توقع بانک خواهد بود و مدیر باید بداند که بر روی سرمایه سهامدار خود ۳۰٪ سود کسب کند، اگر سهامدار بداند که بجای ۳۰٪ بازده، ۱۹٪ برای او کسب کردید، ناراحت می شود که می تواند آثار فراوانی در پی داشته باشد. اول آن که، در صورت امکان، مدیر را کنار می گذارد. دوم: ابزار تشویق و تنبیه تحت اختیار خود را بکار می گیرد. در دنیای سرمایه داری، مدیر به این شیوه علامت می گیرد که آیا مدیریت سرمایه را به نحو مثبت و رضایت بخشی انجام می دهد یا خیر؟ مدیری که سهام او در بازار بورس پذیرفته می شود، Feed Back را روزانه می گیرد. بدین صورت که اطلاعات در عرض سه ماه منتشر می شود و این اطلاعات، موفقیت آن شرکت را در امر تولید، فروش و کسب سود نشان می دهد. اگر و بازده شرکت بیش از بازده مورد توقع سهامداران باشد، در این حالت قیمت سهم در بورس بالا می رود و سهامدار نسبت به عملکرد مدیر ابراز خوشنودی می کند. البته بازار سهام همواره تحت تأثیر عملکرد، تغییر قیمت نمی دهد. در بعضی از حالات ممکن است عملکرد مناسب و صحیح باشد، اما قیمت

یعنی اینکه شرکت با اخذ وام، اهرم مالی را افزایش داده که این خود موجبات نوسان پذیری سود آن مؤسسه خواهد شد. به ازاء تمامی این ریسکها، باید پاداش را سرلوحه کار خویش قرار داد باید بازده اضافی پرداخت، تا ریسک را بپذیرد قبول نماید که پول خود را در اختیار این پروژه پر ریسک قرار دهد. بازار مالی را بازار گروه مرتبط نیز میگویند. بدین معنی که شما همواره دارای یک هزینه فرصت هستید و اگر فردی پولی را در اختیار شرکتی بگذارد، بدین معنی است که خود را از سرمایه گذاری در فرصتهای مشابه دیگر محروم کرده است. ما دیدیم که برخی از افرادی که در بازار سهام سرمایه گذاری کرده اند، بدلیل عدم تخصص، این سرمایه گذاری بصورت ناشیانه بوده و تنها پول خود را بطور مساوی بین سهام هایی که در بورس هست تقسیم کرده اند. البته یک چنین سهامداری ریسک می کند و خود را درگیر ریسک تجاری و مالی واحدها می کند ولی به ازاء این ریسک ها، پاداش نیز دریافت میدارد. و این همان تفاوت ۴۶٪ است که نصیب او می شود. پس ما باید برای سهامدار، چنین پاداشی را در نظر بگیریم چرا که در غیراینصورت سهمش را خواهد فروخت و پول خود را در جایی دیگر استفاده خواهد کرد. آن بازده که در مؤسسه دیگر امکان دستیابی به آن هست را بازده مورد توقع سهامدار میگویند که می تواند ناشی از چندین عامل باشد. یک عامل مهم تشکیل دهنده بازده مورد توقع سهامدار، تورم است. دیگر این که: وقتی فردی سهم را به قیمت واقعی آن می خرد، آن بازده مورد توقع را می گیرد. خرید سهام به قیمت واقعی یعنی اینکه،

سهام بازار ما هستند و ما باید بدنبال کشف این نکته باشیم که چه نوع اختراعات و طرحهای جدیدی صورت گرفته و یا رقبا از چه شیوه هایی در بازاریابی استفاده می کنند که ما از آن بی اطلاع هستیم. بعد دیگری که در ریسک تجاری وجود دارد، حجم هزینه های ثابت مؤسسه است. به هر میزان که هزینه های ثابت عملیاتی در رابطه با هزینه های متغیر، رقم بالاتری را به خود اختصاص دهد، میزان ریسک تجاری آن واحد بالاتر است. به این دلیل که در صورت افت فروش، هزینه های ثابت افت نمی کند و ثابت می ماند و در نتیجه سود شدیداً کاهش می یابد. پس در جایی که هزینه ثابت بالاست، سهامدار همواره نگران است. ریسک دیگری که سهامدار با آن مواجه است، ریسک مالی است. ریسک مالی بیک ریسک اضافی است که مدیران برگردن سهامداران می اندازند که معمولاً از طریق استقراض ناشی می شود. وقتی شرکتی وام می گیرد، این وام یک حقوق اولویت دار را بر سر سهامدار قرار می دهد.

بطور کلی حقوق طلب کاران نسبت به حقوق سهامداران ارجح می باشد و دولت هم بهترین طلب کار است. از محل سود ابتدا باید بهره را پرداخت. پرداخت بهره وام، یک تعهد قانونی است و اگر در انتها سودی باقی بماند، به سهامدار تعلق می گیرد. وقتی شرکتی بدهکار می شود، بدین معنی است که سهامدار را یک پله به پایین فرستادیم. او دیگر اطمینان خاطر خود را از دست داده است. احساس می کند که ریسک بیشتری راجع به احتمال می شود. وامی که دریافت می کنیم، مستلزم

پرداخت بهره بانکی ثابتی است بدون توجه به اینکه سودی نصیب شرکت شده است یا خیر. اصولاً گرفتن وام، هزینه ثابت مالی را بدنبال دارد، همانطوریکه هزینه ثابت عملیاتی سبب بالا رفتن ریسک می شود. هزینه ثابت مالی نیز ریسک را افزایش می دهد. عبارت دیگر تغییر اندک در سود عملیاتی، می تواند موجب تغییر هنگفت در سود خالص که به سهامدار می رسد، میگردد. وقتی که سود عملیاتی کاهش می یابد، هزینه بهره کم نمی شود در حالیکه آن چیزی که به سهامدار می رسد، افت میکند که آن را اثر اهرم مالی می نامند.



می توان مدیریت سرمایه را بهبود بخشید؟ یا باعث افزایش EVA شد؟ از چند روش جهت افزایش EVA می توان استفاده کرد. در ابتدا باید سعی کرد که بازده سرمایه گذاری خود را با بهبود کارایی عملیاتی بالا ببرند. همچون بهره وری پرسنلی، یعنی اگر کارایی پرسنل به دلائلی چون نبود آموزش، پایین است باید سعی کرد با آموزش دادن، **Productivity** را بالا ببرند و اگر فرآیند تولید دارای ضایعات فراوانی است این ضایعات می تواند بر روی سود عملیاتی تأثیرگذارده و آن را کاهش دهد. باید به دنبال بهبود رویه ها و پروسه تولید، تنظیم ماشین آلات و تعلیم کارگر بود. وجود دارائیهای مازاد بر نیاز، **EVA** را کم می کند. به این دلیل که این دارائیهای مازاد به شکل سرمایه در شرکت وجود دارد در حالیکه شما هیچ بهره ای از آن نمی برید. یک طریق بهبود عملکرد این است که این دارائیهای مازاد را به کار بگیرید یا بفروشید و منابع مالی را آزاد کنید. حداقل کاری که با این منابع آزاد می توانید کنید، این است که بدهی خود را کاهش دهید و یا آن را بازپرداخت نمائید. در واقع باید یک نوع تجدید ساختار در شرکت انجام داد، در حال حاضر در اکثر کشورها به بحث **Reengineering** می پردازند. به این لحاظ که همه بدنبال آن هستند که **EVA** را افزایش دهند. مدیر باید بتواند **EVA** را افزایش دهد. یک روش دیگر جهت بالا بردن **EVA**، یافتن پروژه های سرمایه گذاری توجیه پذیر می باشد. **Capital** را افزایش دهید البته بازدهی باید بیش از هزینه سرمایه باشد. روش دیگر، کاهش ریسک است. ریسک نیز دارای چندین نوع است. یک نوع آن، بلایای طبیعی است مانند آتش سوزی، زلزله و غیره که بوسیله بیمه می شود آنها را از بین برد. نوع دیگر ریسک تجاری است. باید دریافت که می توان این ریسک را کاهش داد بدون اینکه سود، پایین بیاید یا خیر. بعنوان مثال شما باید، وارد قراردادهای درازمدت شوید و محصول خود را بفروش برسانید. نوع سوم ریسک تورم است. نوسان قیمت است. این نوع ریسک از دو جهت ایجاد مشکل می کند.

۱- قیمت مواد اولیه ۲- قیمت محصول فروش

راه دیگر جهت کاهش هزینه سرمایه، استفاده از منابع مالی سوسید دار است. به اعتقاد بنده تمامی وامهای بانکی در کشور ما، بصورت سوسیدی است. به این دلیل که درپاره ای شرایط سقف و امتحان پر می شود و باید از بانکهای خصوصی درخواست وام نماید که در این صورت این وام با بهره بیشتری خواهد بود. بنابراین این یک راه این است،

قیمت گذاری در بازار صحیح بوده و قیمت با ارزش واقعی خود برابر است. در این صورت انتظار این است که فرد آن بازده مورد توقع خود را بگیرد و این نرخ بالایی نیست. با توجه به اینکه نرخ بدون ریسک ۱۸٪ بود و تورم در اقتصاد ما نیز یک پدیده مشخص است و همیشه ما شاهد تورم ۱۴٪ یا ۲۵٪ بودیم. یعنی به طور متوسط سهامدار در ایران، ارزش پول خود را در طول زمان با حدود ۲۰٪ در سال از دست داده و باید آن را به گونه ای در بازده او اضافه کنیم که حداقل قدرت خرید خود را حفظ کند. نکته قابل توجه این که وقتی شما یک پروژه ای را ارزیابی می کنید، این پروژه بدون توجه به نحوه تأمین مالی، باید توجیه پذیر باشد و تصمیم سرمایه گذاری که اتخاذ می کنید، بازده آن باید بیش از نرخ هزینه سرمایه باشد. وقتی چنین اطمینانی حاصل شد، آنگاه تصمیم دیگری را می گیریم و آن اینکه هزینه این پروژه چند صد میلیاردی از کجا تأمین می شود؟ در اینجا باید به ساختار بهینه تأمین مالی توجه کرد. در حال حاضر تأمین مالی اکثر شرکتها، بصورت استقراض از محل سودهای انباشته شده است و ۵٪ افزایش سرمایه ای است که از سهامدار می گیرند. یعنی افزایش سرمایه، کمترین سهم را در تأمین مالی شرکتها ایفا می کند. اصولاً همچون وام به دو دلیل ارزان ترین منبع است: یکی اینکه بهره مورد توقع وام دهنده پایین تر از بازده مورد توقع سهامدار است. دوم اینکه؛ بهره ما صرفه جویی مالیاتی به همراه دارد در حالیکه بازده سهامدار صرفه جویی مالیاتی ندارد. وقتی سود به سهامدار تعلق می گیرد، مالیات کاسته نمی شود. ابتدا مالیات، آنگاه سود سهامدار پرداخت می شود. بنابراین باید دو تصمیم مهم در این مورد اتخاذ گرفت؛ یک آن که حتماً مطمئن باشید که پروژه شما توجیه مالی دارد و دوم اینکه؛ بازده آن بیش از هزینه سرمایه است، اما برای اندازه گیری سرمایه و مدیریت می توان از یک مفهومی به نام **EVA** استفاده کرد که یک مفهوم مالی است. **EVA** همان ارزش افزوده اقتصادی است که برخی از نویسندگان مالی به آن سود اقتصادی می گویند. (نرخ هزینه سرمایه - هزینه نرخ بازده) \times سرمایه = **EVA**

نکته اساسی در مورد مدیریت مطلوب سرمایه این است که چه بازده ای از سرمایه بدست می آوریم و چه هزینه ای بابت استفاده از سرمایه می پردازیم.

نرخ عملیاتی شرکت - (هزینه عملیات - فروش) = سود خالص عملیاتی
 هزینه عملیاتی عموماً شامل مواد، انرژی، دستمزد، استهلاک و غیره می شود که بهره ای در آن نیست؛ اما نکته اساسی این است که چگونه

سهم ۲- ارزش کل بدهی. هدف اصلی این بحث، این است که ما چگونه می توانیم ارزش شرکت ها را محاسبه کنیم. بطور کلی دو روش جهت ارزیابی ارزش شرکتها، وجود دارد. ۱- روشی با فرض توقف و انحلال شرکت و زمانی از این روش استفاده می کنیم که فعالیت شرکت، اقتصادی نباشد که در اینصورت انحلال شرکت به نفع صاحبان سهم خواهد بود. در این روش باید دقت کرد که اگر دارایی شرکت را حراج کنیم، از بابت این حراج، چقدر حاصل می شود. روش دوم؛ روش ارزیابی با فرض تداوم فعالیت شرکت است. در اینجا فعالیت شرکت، اقتصادی است. دارای ارزش افزوده است. در اینصورت جهت تعیین ارزش، باید به سودآوری مؤسسه توجه کرد و ارزش شرکت را براساس سودآوری آن محاسبه نمود. که بحث بسیار مهمی است. چنانچه شرکت در آینده دارای پروژه های سرمایه گذاری باشد و بازدهی آن بیش از هزینه سرمایه باشد که دارای سود خواهد بود. و ارزش شرکت بر اساس سودهای اضافی سرمایه گذاری های آتی محاسبه می شود. این بدین معنی است که اگر شرکتی پروژه ای اجرا کند و سودش در حد هزینه سرمایه اش باشد، اجراء این پروژه ها شرکت را بزرگ می کند، اما ارزش آن را تغییر نمی دهد و قیمت سهام آن شرکت در بورس، بر اساس پخش خبر اجراء پروژه، افزایش پیدا نخواهد کرد. چون این پروژه تنها می تواند هزینه خودش را بدهد. چیز اضافی بوجود نمی آورد که سبب اضافه ارزش شود. محاسبه قسمت اول از طریق تنزیل سودآوری سری امکان پذیر است. اگر حساب کرده باشیم که سود خالص عملیاتی در حد نرمال باشد، تنزیل آن، ارزش فعلی می شود که با تقسیم سود خالص عملیاتی به هزینه سرمایه مشخص می شود که این شرکت بر اساس سودآوری موجود چقدر ارزش دارد. مورد دوم، محدود به آن دسته از شرکتهایی است که دارای پروژه های پربازده هستند و بازدهی آنها بیش از هزینه سرمایه است. در اینصورت، یک ارزش اضافی دیگری نیز برای شرکت قائل می شویم که در واقع همان سودهای اضافی آتی است. بعضی از صنایع، سرمایه بر شدید هستند و رقبا به راحتی نمی توانند رقابت کنند و شرکت قادر است به مدت طولانی این بازده بالا را داشته باشد. تنزیل خود به دو دسته تقسیم می شود: یکی تنزیل جریان نقدی ثابت و دائمی و دیگری تنزیل برای یک دوره است. اگر در یک دوره ای، سرمایه گذاری کنیم بازده، آتی نخواهد بود، بلکه با یک تأخیر یکساله بدست خواهد آمد. این مدلی است که با کمک آن، می توانیم ارزش شرکت را تعیین

تا آنجایی که بانکها برای شما سقف اعتباری قائل هستند، وام بگیریید. این روش نیز در خصوص افزایش بازده می تواند مورد استفاده قرار بگیرد که وام بانکی را با بهره ۱۸٪ گرفته و آن را در بانک خصوصی بگذارید و ۲۲٪ سود بگیریید. این ۲۲٪ معاف از مالیات خواهد بود چرا که طبق قانون، سود سپرده معاف از مالیات می شود. با اجراء این نوع کارها EVA بالا می رود، اما چه تأثیری بر سهام و ارزش شرکتی خواهد داشت؟

یک مفهومی بنام ارزش بازار مؤسسه وجود دارد. ارزش مؤسسه برابر با آن سرمایه پیش بینی شده است. مدیری که بتواند سودهای اضافی را برای مدت طولانی تری نگه دارد و سودهای بیشتری در سالهای اولیه کسب کند، موفقتر خواهد بود. چرا که هر چه سود در سالهای اولیه بیشتر باشد، ارزش فعلی آن بیشتر خواهد بود؛ لذا باید دنبال فرصتهای خوب سرمایه گذاری رفت و بازده آن را برای مدت طولانی تر حفظ کنیم. باید دقت کرد که تصمیمات امروز تا چند سال آثار اقتصادی بدنال دارد و باعث افزایش سودآوری می شود. معمولاً تصمیم های مهم سرمایه گذاری دارای آثار درازمدت است. و اجراء پروژه ها فقط سود امسال را تغییر نمی دهند، بلکه سود شرکت را به تعداد عمر پروژه، تغییر می دهد. اگر ما بتوانیم بازده اضافی را برای مدت طولانی کسب کنیم، سهامدار خوشنودتر خواهد شد و ارزش سهام نیز با ارزش تر می شود.

در واقع عاملی که می تواند نشان دهنده عملکرد مثبت برای واحد اقتصادی باشد، رابطه بین بازده سرمایه گذاری و نرخ هزینه سرمایه است. اگر نرخ بازده سرمایه گذاری بیشتر از نرخ هزینه سرمایه باشد، چند حالت پیش می آید. اول اینکه EVA مثبت خواهد شد که نتیجه آن استفاده بهینه از سرمایه است. دوم؛ ارزش افزوده افزایش خواهد یافت. در این حالت ارزش مؤسسه، بیش از سرمایه ای است که در آن واحد ریخته شده است. در واقع آثار آن، به این صورت خواهد بود که در چنین شرکتی، شاهد بالا رفتن قیمت سهام مؤسسه خواهیم بود و نسبت ارزش بازار شرکت به Capital، بیش از یک خواهد بود. در بازار سهام، بحثی تحت عنوان نسبت قیمت به ارزش دفتری سهم وجود دارد. اگر بخواهیم در بازار سهام قضاوتی نسبت به قیمت سهم در بازار قیمت داشته باشیم، باید به P/E توجه کنیم که نشان می دهد که قیمت سهم چند برابر درآمد هر سهم است که در ایران حدود ۴ یا ۵ است. بطورکلی ارزش شرکت از دو جزء تشکیل می شود. ۱- ارزش کل

دیگر جدا بودن مالکیت از مدیریت است که این مسئله می تواند مشکلاتی را در کشور بوجود آورد. در شرکتهایی که مدیر، مالک است مشکل خاصی وجود ندارد، چون تعقیب اهداف شخصی خود بخود تضمین این مسئله است، اما در شرکتهایی که مدیر مالک نیست، با مشکلی به نام نمایندگی برخورد می کنیم. این مشکل از آنجا ناشی می شود که سهامداران، نمایندگانی را جهت اداره امور انتخاب می کنند و خود، نقش مهمی در این زمینه ندارند. در حالیکه باید مطمئن شوند آن مدیر در جهت تأمین منافع سهامدار کار خواهد کرد.

تحقیقات نشان می دهد که اگر از سیستمهای هدایت کننده استفاده نکنیم، احتمال دارد که مدیران بجای اینکه به دنبال منافع سهامداران باشند، تنها در جهت تأمین منافع خود اقدام کنند. بنابراین، باید یک سیستمهایی ایجاد کنیم که منافع مدیر با منافع سهامدار همسو شود. وقتی مدیر در جهت تأمین منافع خود عمل کند، منافع سهامدار نیز باید تأمین شود. بحث این است که چگونه می توان در شرکتهایی که مدیریت از مالکیت جدا می باشد، مشکل نمایندگی را حل کنیم و مدیران نیز در جهت ایجاد ارزش افزوده برای سهامدار کار کنند. در این جهت، روشهای سستی همچون پاداش مدیران «تحت عنوان پاداش هیئت مدیره متناسب با سود شرکت» است که شوه صحیحی نیست. بدلیل آنکه پاداش را براساس سود حسابداری محاسبه می کنند و قابل تغییر و دخل و تصرف است. ما می خواهیم که پاداش بر اساس سود عملکرد باشد و ارزش افزوده ای ایجاد شود. ثبت حسابداری ایجاد ثروت نمی کند. در پاره ای از موارد ثبت حسابداری، بار مالی شرکت را نیز اضافه می سازد که با این عمل، شرکت نحیف تر می شود و قطعاً به سود سهامدار نخواهد بود. البته سعی شده است که گزارشات حسابداری به تأیید حسابدار مورد اطمینان سهامدار برسد، ولی کماکان مشکلاتی وجود دارد. باید اقدام اساسی در جهت پرداخت پاداش مبتنی بر عملکرد ناشی از افزایش ارزش مؤسسه داشت. افزایش قدرت همان سودآوری مؤسسه است. یک روش این است که پاداش را تابعی از ارزش افزوده اقتصادی بدانیم. بخاطر اینکه سود، هزینه سرمایه را کم نکرده است. پس پاداش بر اساس ارزش افزوده اقتصادی را نمی توان با سند حسابداری بدست آورد، بلکه به طرق مختلف همچون کاهش

نماییم. برای بسیاری از شرکتهای ایرانی، قسمت دوم وجود ندارد و یا در صورت انجام، منفی خواهد بود. بیشتر شرکتهای ایرانی، سودهای اضافی طرحهای آتی بابت ارزش را در نظر نمی گیرند مگر اینکه برای ما احراز شود. نکته دیگر برای شرکتهای ایرانی این است که در گذشته که دلار از قیمت پایینی برخوردار بوده و شرکت دارای سودآوری می باشد، حال که قیمت دلار افزایش یافته، آیا بازده نیز افزایش خواهد یافت؟ در اینجا مشخص می شود که شرکتی با ارزش تر است که سود بیشتری داشته باشد. برای اینکه یک دید کامل تری نسبت به ارزیابی شرکتی داشته باشیم، از مدلی با عنوان «مدل جریان نقدی آزاد» استفاده می کنیم. ما می توانیم ارزش شرکت را بر اساس ارزش فعلی جریان نقدی مازاد، محاسبه نماییم. جریان نقدی مازاد را از طریق کاهش سرمایه گذارهایی که باید انجام شود، از مقدار سودی که شرکت بدست می آورد، محاسبه می کنند. بدلیل آنکه این شرکتهای سودی که بدست می آورند، نمی توانند تمامی این سودها را به صاحبان سرمایه بدهند بلکه قسمتی از آن باید در شرکت، سرمایه گذاری شود تا موجب جبران دارائی فرسوده و توسعه شرکت شود.

ما باید جریان نقدی آزاد را سال به سال تنزیل کنیم. جریان نقدی آزاد، نشان می دهد که منابع آزاد ما چه اندازه است که بتوان به صورت سود به صاحبان سرمایه پرداخت کرد. در برخی اوقات، جریان نقدی آزاد مثبت است و آن هنگامی است که سود بدست آمده بیش از نیاز سرمایه گذاری باشد. گاهی اوقات نیز، منفی می باشد و آن زمانی خواهد بود که سرمایه گذاری خالص ما بیش از سود باشد. بعبارت دیگر، شرکت به طور خالص چیزی نمی دهد، بلکه چیزی هم می گیرد. مثلاً در رابطه با وام، قسمتی از وام را پرداخت می کند اما درخواست وام جدید می نماید. در نتیجه در آن سال، خالص بده و بستان با وام دهنده منفی است و ما تنها به بدهی های خود اضافه کرده ایم. در این صورت جریان نقدی منفی خواهد بود که بیانگر توسعه شرکت است و سهامداران و وام دهندگان نیز مایل به پذیرش آن هستند. چرا که امیدوار هستند در سالهای آتی که طرحهای شرکت به ثمر برسد، وجوه بیشتری را دریافت دارند. پس این یک مدل کلی است که به وسیله آن می توان، ارزش شرکت را محاسبه کرد و لازمه آن، داشتن اطلاعات است. بدین معنی که ما بدانیم شرکت باید چه اندازه منابع خود را جهت سرمایه گذاریهای آتی، کنار بگذارد و مهم تر آنکه بدانیم این سرمایه گذارها، بازدهی آن بیش از هزینه سرمایه خواهد بود. مطلب

می یابد و پاداش بیشتری می گیرد، دیگر بدنبال وام یکساله نخواهد رفت. در این سیستم منافع سهامدار و شرکت همسو می شود و مدیر می داند که اگر تلاش کند و ضایعات را کاهش دهد، موفق به اجراء خوب پروژه ها شود و وامهای ارزان بگیرد، خوب منتفع می شود و در این صورت سهامدار نیز سود می برد. به کمک این روش می توان از بسیاری از نابسامانی ها جلوگیری کرد.

در بعضی از صنایع، رانت وجود دارد. بدلیل محدود کردن واردات توسط دولت، رانت EVA بالا می رود. پاداش مدیر چنین شرکتی، نباید از طریق رانت پرداخت شود. بلکه پاداش باید ناشی از عملکرد مدیر باشد. مدیری که در شرکت مالکیت ندارد نمی تواند دلسوز باشد. برای ایجاد چنین وضعی باید او را سهامدار کرد. برای اینکه بتوان مدیری را که فاقد پول است، سهامدار شرکت سازیم، باید اختیار لازم را در خرید سهم به او داد. بسا واگذاری اختیار خرید، همان انگیزه مالکیت را در مدیری که سهم ندارد، بوجود می آوریم. روش دیگر، به صورت قراردادی است که من آن را چنین تنظیم می نمایم:

تعداد سهم \times تفاوت قیمت امروز سهم با یکسال بعد = پاداش

سهامدار نیز هیچ پولی پرداخت نمی کند اما می داند که نفعش در افزایش ارزش شرکت است. بنابر این در مورد شایستگیهای بورسی با دو روش دادن پاداش یا تنظیم قرارداد، می توان سیستم انگیزشی خوبی ایجاد نمود. هنگامی سیستم انگیزشی به خوبی فعال است که پاداش و تنبیه در کنار هم باشند. اگر سهامداری، مالک باشد و شرکت ضرر کند، او این ضرر را نیز باید تحمل کند. اگر مدیر بداند که در صورت فعالیت مطلوب، سود مطلوبی نیز نصیب او می شود، می توان به او یک نوع خاصی از قدرت انتخاب داد. روش دیگری نیز وجود دارد و آن عدم تناسب پاداش مدیر با عدد فرمول است که در این صورت پاداش برای سال آینده در یک حسابی ذخیره خواهد شد. حسن این روش در این است که اگر در یک سال سود شرکت کاهش یابد، پاداش مدیر به آن شدت پایین نمی آید؛ اما اگر شرکت ضرر کند، احتمال از بین رفتن آن ذخیره وجود دارد. لذا مدیر باید دقت نماید که حتماً عملکرد خود را مثبت نماید. این شیوه بهتر از شیوه های قبلی است و همواره باید بدنبال این بود که مدیر عملکرد خود را بهبود ببخشد. در این صورت، مدیر پاداش بیشتری دریافت می داشته و آن مبلغ ذخیره شده اش نیز افزایش خواهد یافت.

ضایعات، بهبود بهره وری، اجراء پروژه های پربازده و فروش دارائیهایی کم بازده که نهایتاً افزایش ارزش افزوده اقتصادی را بدنبال دارد. این سیستم پاداش دهی، ضمن آن که بسیار مناسب تر از سیستم سود است اما دارای یک عیب است و آن اینکه EVA، نشان دهنده عملکرد یک سال است اگر ما بخواهیم مدیر را فقط بر اساس عملکرد یک سال انتخاب نماییم. مدیر اقداماتی را انجام می دهد که بازدهی و سودآوری او در همان سال حاصل شود. عبارت دیگر مدیر بدنبال یک تصمیمات درازمدت که بتواند مؤسسه را دگرگون کند، نمی رود. موفقیت شرکتها در آغاز نوعی از تصمیم گیریهای استراتژیک مشخص می شود و تصمیم گیری است که نتیجه اش مخصوص امسال نیست، بلکه در سالهای آینده مشخص می شود. باید از روشهایی استفاده کرد که اگر مدیر چنین تصمیمات درازمدتی اتخاذ کند، در همان سال تصمیم گیری، منتفع شود. برای رفع این نقیصه، روش دیگری نیز وجود دارد؛ و بدین ترتیب که پاداش را بر روی EVA کاهش دهند که این عمل نشان می دهد که ارزش شرکت در حال حاضر، تا چه میزان بیش از سرمایه ای است که در آن سرمایه گذاری کرده ایم و این ارزش را سود تعیین نمی کند، بلکه تابعی از سود امسال و پیش بینی سودهای سنوات آینده می باشد. اگر شرکتی تصمیمات درازمدتی را اتخاذ کرد که سودهای سنوات آتی را افزایش دهد، این امر باعث افزایش MVA خواهد شد و قیمت سهم را نیز بالا خواهد برد. پس قیمت سهم نیز منعکس کننده سودهای جاری و آتی است. بنابر این باید پاداش مدیر را تابعی از ارزش شرکت و سهام دانست. در صورت وقوع چنین عملی، مدیران این امکان را می یابند که از تصمیمات درازمدت خوب خود، پاداش دریافت دارند. مثلاً باید بدنبال وامهای سوپسید دار ۵ ساله باشند که هم سود امسال و هم سود سالهای بعد را افزایش می دهد. او اگر بداند که هر چه مدت وام طولانی باشد، ارزش سهم نیز افزایش

