



دکتر حسین عبده تیریزی  
علیرضا شریفی

# خرید شرکتها توسط مدیران

## مقدمه

دهه ۱۹۸۰ میلادی، شاهد واقعه حیرت‌انگیز خرید شرکتها توسط مدیران آنها در امریکا و سپس سایر کشورهای پیشرفته صنعتی بود. در پی این معاملات که غالباً با بهره‌گیری از اهرم مالی بسیار بالا صورت گرفت، تغییراتی شگرف در عملکرد شرکتها پدید آمد به طوری که دیون هنگفت اغلب آنها به موقع بازپرداخت شد و بسیاری از این شرکتها مجدداً به سهامی عام تبدیل و وارد بورس شدند و قیمت سهام آنها نیز تا چندین برابر قیمت خرید افزایش یافت. در پی این جابه‌جاییهای مالکیت، تحقیقات مختلفی با هدف دستیابی به علل این تغییرات صورت گرفت. برخی محققان، براین باورند که مالکیت مدیران، تولید ارزش می‌کند؛ برخی دیگر، نوع انتقال ارزش از سهامداران سابق، کارکنان، بستانکاران و یا حتی دولت به سرمایه‌گذاران جدید (شامل مدیران) را مطرح می‌کنند. هرچند بیش از ۱۰ سال است که این موضوع در کتابها، مجله‌ها و همایشهای مالی و اقتصادی در کشورهای پیشرفته صنعتی بویژه امریکا و انگلستان پی‌گیری می‌شود اما هنوز در متنهای فارسی و محافل علمی کشور ما این موضوع مورد بحث و بررسی جدی قرار نگرفته است. این در حالی است که در سالهای اخیر، بحث واگذاری سهام (فروش شرکتها متعلق به دولت و نهادها) به مدیران از موضوعات جنجال‌برانگیز در فرایند خصوصی‌سازی کشورمان بوده است. این مقاله ابتدا به نظریه‌های مختلف در مورد وحدت و تفکیک مدیریت و مالکیت می‌پردازد و سپس تحقیقات انجام شده در مورد خرید شرکتها توسط مدیران را، در قالب چهار گروه فرضیه طبقه‌بندی و به صورت خلاصه بررسی می‌کند.

کوزنر (Kirzner) توجه تمامی افراد بشر را به نکاتی معطوف می‌داند که برای آنها منافع دارد. وی کارآفرین<sup>۱</sup> را به معنای واقعی کلمه، فردی می‌شناسد که نقش او برخاسته از آگاهی نسبت به فرصتهایی است که به آنها پیشاپیش توجه نمی‌شده است. سلدن (Seldon) نقطه نظرهای کوزنر را تحت عنوان نظریه کارآفرینی<sup>۲</sup> مطرح می‌کند که محور اصلی آن، مدیر مالک یا کارآفرین در نظریه‌های کلاسیک مدیریت (مبتنی بر نظریه انسان اقتصادی) است. طبق این نظریه، کارآفرین کسی است که به فرصتها آگاهی پیدا می‌کند و بصیرت کشف و سرمایه‌گذاری روی آنها را دارد. اما، نقش کارآفرین بیشتر در سازمانهای دارای وحدت

مالکیت و مدیریت متجلی می‌شود و بتدریج که مدیریت در پی‌نیاز به افزایش سرمایه از مالکیت شرکتها جدا می‌شود، این نقش بسیار کم‌رنگ می‌شود. چنین وضعی بویژه پس از جنگ جهانی دوم شتاب بیشتری می‌یابد. در پی جدایی مالکیت از مدیریت، نظریه‌های رفتاری مدیریت با رد مدل کلاسیک کارآفرین یا مدیر مالک، برانگیزه‌های مدیر تاکید کرد. این نظریه پیش‌بینی کرد که می‌توان با استفاده از ساز و کارهایی، منافع مدیران و صاحبان سرمایه را در یک راستا قرار داد. بامول (Baumol)، سایمون (Simon)، سیرت و مارچ (Cyert & March) و ویلیامسون (Williamson) از جمله این نظریه‌پردازان بودند. آدام اسمیت (A. Smith) نخستین کسی بود که نتایج زیانبار این جدایی را مطرح کرد. به گفته او، "از مدیران سرمایه دیگران نمی‌توان انتظار داشت که به اندازه شرکای شرکت خصوصی در حفظ و حراست از سرمایه خود، مدام هوشیار و نگران باشند. بنابراین، غفلت و اسراف در مدیریت چنین شرکت‌هایی همواره رواج دارد."<sup>۵</sup>

برل و مینز (Berle & Means) پس از آدام اسمیت، ادعا کردند که در شرکت‌های سهامی عام، با تکیه بر منافع شخصی مدیران، نمی‌توان انگیزه مؤثری برای استفاده کارآمد از داراییهای مؤسسه پدید آورد چرا که بدون مشارکت در مالکیت، مدیران در منافع ناشی از افزایش کارایی سهم نیستند. آنان نخستین کسانی بودند که عنوان کردند تفکیک مالکیت و کنترل، دست مدیران را در راستای دستیابی به هدفهای مغایر با حداکثر کردن ثروت صاحبان سرمایه، باز می‌گذارد.

طبق نظریه نمایندگی<sup>۴</sup> که اکنون مبحث

عمده و مهمی در ادبیات اقتصادی و مالی است، مدیران، موقعیت، شهرت و اعتبار، آسایش، احترام و ... خود را به هزینه شرکت بالا می‌برند. این نظریه که تعارض بین مدیران و سهامداران را تحلیل می‌کند، به همان نتایج نظریه کارآفرینی، البته از دیدگاهی متفاوت می‌انجامد. نظریه کارآفرینی از محاسن مالکیت سخن می‌گوید، در حالی که نظریه نمایندگی، کاهش هزینه‌های نمایندگی را در صورت مالک شدن مدیران پیش‌بینی می‌کند. جنسن و مک‌لیسنگ (Jensen & Meckling)، هزینه نمایندگی را هزینه استفاده بیش از حد مدیریت از مزایای جنبی، و راس (Ross)، وسترفیلد (Westerfield) و جافی (Jaffe) آن را فراغت، از زیر کار ظفره رفتن و استفاده از امکانات شغلی مدیران تعریف می‌کنند.

نظریه جریان نقدی آزاد،<sup>۵</sup> دلیل اصلی تعارض منافع مدیران و سهامداران را وجود جریان نقدی آزاد در شرکتها می‌داند. طبق تعریف جنسن، جریان نقدی آزاد عبارت است از جریان نقدی مازاد بر نیاز سرمایه‌گذاری روی تمامی طرحهایی که در صورت تنزیل به نرخ هزینه سرمایه مربوط، دارای ارزش فعلی خالص مثبت‌اند. به نظر جنسن، مدیران به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، به دنبال کسب قدرت و اعمال کنترل بیشتر برای شرکت هستند.

نظریه بنگاه اقتصادی<sup>۶</sup>، از دیدگاهی متفاوت با نظریه نمایندگی، مدل کلاسیک کارآفرین (مدیر مالک) را رد می‌کند، اما رفتار اقتصادی مدیران را به عنوان نمایندگی صاحبان سرمایه قبول دارد. در این نظریه، بنگاه اقتصادی به مثابه مجموعه قراردادهای<sup>۷</sup> تلقی می‌شود که طرفهای اصلی این قراردادهای تقبل‌کنندگان خطر<sup>۸</sup> و مدیرانند.

در این دیدگاه که نخستین بار از سوی کوز (Coase) و سپس توسط مان (Manne)، آلچیان و دمستز (Alchian & Demsetz)، جنسن و مک‌لینگ و فاما (Fama) مطرح شد، مدیریت به عنوان یکی از طرفهای قرارداد، نوعی کار است که در بازار کار و بازار سرمایه جهت و نظم می‌گیرد: اگر مدیر در جهت منافع سهامداران کار نکند، ارزش شرکت در بازار سرمایه و ارزش مدیر در بازار کار کاهش می‌یابد، از این رو، به گمان این نظریه پردازان، ساز و کارهای بازار و ساز و کارهای قرارداد، عامل کاهش زیان ناشی از تعارض منافع مدیریت و سهامداران است. بدین لحاظ، تفکیک مدیریت و مالکیت نه فقط زیانبار نیست، بلکه با انتقال مالکیت از سرمایه‌داران به مدیران و متخصصان، کارایی به وجود می‌آید.

اکنون که به نظریه‌های وحدت و تفکیک مدیریت و مالکیت به اختصار اشاره شد، مناسب است به ارزیابی تاثیر مالکیت بر مدیریت در عمل بپردازیم. مصداق بارز تفکیک مالکیت و مدیریت، شرکت سهامی عام است. این نوع شرکت که در طول یک قرن، نیروی محرک اقتصاد امریکا بوده، رو به زوال گذاشته است. روند خصوصی‌سازی چنان سریع است که اگر ادامه پیدا کند، آخرین سهم عادی در سال ۲۰۰۳ فروخته خواهد شد! از سال ۱۹۸۳ به بعد، در اقتصاد امریکا هر سال از طریق خصوصی‌سازی، حداقل ۵ درصد از ارزش سهام شرکت‌های سهامی عام کاسته شده است و مردم بسرعت از سهام و سهامداری دوری می‌جویند.<sup>۹</sup>

در فرایند خصوصی‌سازی، تملک‌های اهرمی<sup>۱۰</sup> بسیار متداول است. تملک اهرمی

عبارت است از "خرید سهام یا داراییهای یک شرکت توسط گروه کوچکی سرمایه گذار با تأمین مالی گسترده از طریق استقراض". طبق آمار موجود، در سالهای ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۶، ۱۳۳۳ تملک اهرمی (شامل تملک اهرمی بخشهای درون شرکتهای<sup>۱۱</sup>) و طی سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹، ۳۰۰ تملک کامل اهرمی<sup>۱۲</sup> (خرید کل شرکت یا داراییهای آن) در امریکا رخ داده است. در تملکهای اهرمی، معمولاً بدهی بیش از ۵۰ درصد کل مبلغ معامله است و تضمین آن، داراییهایی است که به تملک در می آید. این وامها طی کمتر از ۱۰ سال مستهلک می شود. مبلغ و تعداد این تملکها بشدت افزایش یافته است: ارزش ۷۵ تملک اهرمی در سال ۱۹۷۹ به ۱/۳ میلیارد دلار بالغ شد، در حالی که ارزش ۱۷۵ تملک انجام شده در سال ۱۹۸۳، معادل ۱۶/۶ میلیارد دلار بوده است.

در تملک اهرمی، چنانچه مدیران وقت جزء سرمایه گذاران باشند، معامله اصطلاحاً تملک مدیریت نامیده می شود. در تملک مدیریت معمولاً سه طرف وجود دارد:

- ۱ - مؤسسه‌ای که تملک را توجیه اقتصادی و تضمین می کند،
  - ۲ - مدیران،
  - ۳ - مؤسسات سرمایه گذار همچون شرکتهای بیمه یا صندوقهای بازنشستگی.
- مدیران معمولاً برای تأمین مالی قراردادی حداقل سه ساله با بانک منعقد می کنند.

سال ۱۹۸۴ سرآغاز شکوفایی تملکهای مدیریت در کشورهای صنعتی پیشرفته بود. از آن سال تا سال ۱۹۸۸، ۴۰۰ تملک مدیریت به مبلغ ۱۸۲ میلیارد دلار در امریکا رخ داد؛ این مبلغ در همین دوره در انگلستان

## مدیران، موقعیت، شهرت و اعتبار، آسایش، احترام و ... خود را به هزینه شرکت بالا می برند.

۲/۱ میلیارد پوند معادل ۳/۶ میلیارد دلار بود. در فاصله زمانی سالهای ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷، ۲۰ درصد کل تملکها در امریکا به شکل تملک مدیریت بوده است.

طبق محاسبات کاپلان (Kaplan) که رساله دکتری خود را در دانشگاه هاروارد پیرامون تملک مدیریت نوشته است، سرمایه گذاران (شامل مدیران)، سهام سهامداران عام را به طور متوسط ۴۰ درصد بیش از ارزش بازار آن سهام خریده اند. البته، علت افزایش شدید بهای سهام این شرکتها، اعلام تملک بوده است. دی انجلو و رایس (De Angelo & Rice) نیز در تحقیق روی نمونه‌ای شامل ۷۲ تملک در فاصله سالهای ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۰ (که هنوز تملک مدیریت وسعت سالهای ۱۹۸۴ به بعد را پیدا نکرده بود)، متوسط افزایش ثروت سهامداران در پی اعلام تملک را ۲۲ درصد محاسبه کردند. در این ۷۲ تملک، میانگین و میانۀ سهم مالکیت مدیران به ترتیب ۴۵ درصد و ۵۱ درصد بوده است. لن و پاولسن (Lehn & Poulson) و لوئنشتاین (Lowenstein) نیز افزایش ارزش بین ۲۰ درصد تا ۵۶ درصد را در حد فاصل زمانی پیش و پس از اعلام عمومی تملک گزارش کردند.

نکته بسیار درخور توجه آن که این تملکها به رغم خرید سهام به قیمتی به مراتب بیش از ارزش روز (ارزش بازار قبل از

اعلام تملک) و به رغم خطر مالی بسیار بالا، نه فقط با شکست مواجه نشده، بلکه در اکثر موارد بسیار موفق بوده است. به عنوان نمونه، شرکت آر. سی. آ. (RCA)، شرکت گیبسون گریپینگ کاردز (Gibson Greeting Cards) را به یک گروه سرمایه گذار شامل مدیران آن شرکت به مبلغ ۸۱ میلیون دلار فروخت. خریداران ۱ میلیون دلار نقداً پرداختند و ۸۰ میلیون دلار از بانک وام گرفتند. فقط یک سال بعد، شرکت مجدداً به سهامی عام تبدیل و وارد بورس شد و سرمایه گذاری اولیه ۱ میلیون دلاری، بیش از ۱۰۰ میلیون دلار معامله شد!

معمولاً در معاملات، یک طرف برنده و طرف مقابل بازنده است، اما ظاهراً در تملک مدیریت، هر دو گروه خریدار و فروشنده برنده هستند. عامه سهامداران، سهام خود را به مراتب بالاتر از ارزش جاری می فروشند و سرمایه گذاران (شامل مدیران) نیز سود سرشاری کسب می کنند. علت آن چیست؟ چطور ممکن است مدیران شرکتی (به تنهایی یا با مشارکت گروهی سرمایه گذار)، سهام آن را با استفاده از اهرم بسیار بالا، به قیمتی به مراتب بالاتر از ارزش بازار، خریداری کنند و در مدتی کوتاه، نه فقط بدهیهای شرکت را بپردازند، بلکه ارزش شرکت را نسبت به گذشته به مراتب افزایش دهند.

آیا مدیران از اطلاعات داخلی خود در خرید استفاده می کنند؟ آیا بعد از تملک، انگیزه‌ها و نوع اداره سازمان شکل تازه‌ای می گیرد؟ آیا تملک مدیریت ساختار سازمانی کارتری به وجود می آورد؟ آیا در پی انتقال مالکیت به مدیران، درآمد به وجود می آید؟ آیا تملک مدیریت تولید

ارزش می‌کند و یا ارزش را از دارندگان اوراق قرضه و سهامداران سابق، دولت و یا کارکنان، به سرمایه‌گذاران جدید انتقال می‌دهد؟ بعد از تملک آیا، از منابع استفاده مطلوبتری می‌شود؟ و ...

از دهه ۱۹۸۰ به بعد، بویژه در آمریکا و انگلستان، پایان‌نامه‌های دکتری و فوق‌لیسانس و مطالعات مستقل بسیاری، یافتن پاسخ سؤالهای یادشده را دستمایه کار خود قرار دادند. فرضیه‌هایی که در این تحقیقات آزمون شدند به دو گروه کلی نظریه‌های خلق ارزش<sup>۱۳</sup> یا کاهش هزینه نمایندگی و ایجاد انگیزه نو<sup>۱۴</sup> و نظریه‌های انتقال ارزش<sup>۱۵</sup> قابل طبقه‌بندی است. نظریه‌های انتقال ارزش، خود به سه سرفصل تقسیم می‌شود: دیدگاه انتقال دستمزد یا ثروت کارکنان<sup>۱۶</sup>، دیدگاه ارزیابی کمتر از قیمت واقعی یا مزیت اطلاعات<sup>۱۷</sup> و دیدگاه مالیاتی<sup>۱۸</sup>.

### ۱- فرضیه خلق ارزش

طبق این فرضیه که به فرضیه کاهش هزینه نمایندگی یا ایجاد انگیزه نونیز معروف است، تملک مدیریت، موجب افزایش کارایی و ارتقای عملکرد شرکتها می‌شود.

کاپلان، در تحقیق خود روی ۷۶ تملک مدیریت در فاصله زمانی سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۶ نشان می‌دهد که سود عملیاتی پس از لحاظ کردن تفاوت‌های مربوط به صنعت در ۲ سال اول پس از تملک، تغییری نکرده، ولی در سال سوم ۲۴ درصد افزایش یافته است. برای در نظر گرفتن تغییر اندازه شرکتها، سود عملیاتی نسبت به داراییها و نیز نسبت به فروش محاسبه شد (پس از تملک شرکت، به دلیل فروش بخشی از

داراییها و یا به دلیل خرید داراییهای جدید، اندازه شرکت تغییر می‌کند. منظور از تغییر اندازه در این متن، همین موضوع است. این تغییر اندازه باعث شد که کاپلان به جای توجه به قدر مطلق عدد سود، به نسبت سود به فروش یا داراییها توجه کند). هر دوی این نسبتها، ۲۰ درصد بیش از متوسط صنعت افزایش داشت. کاپلان نشان داد که میانه جریانهای نقدی خالص (سود عملیاتی پس از کسر مخارج سرمایه‌ای) منهای تعدیلات مربوط به صنعت، در نخستین سال پس از تملک، ۲۲ درصد و در سالهای بعد ۴۳ درصد و ۸۰ درصد بیش از آخرین سال قبل از تملک بوده است. بعلاوه، نسبت افزایش جریانهای نقدی خالص ورودی به داراییها و فروش، از تغییر متوسط صنعت ۵ درصد بیشتر بود. و سرانجام، در این ۷۶ شرکت، ارزش افزوده سهام، از میانگین بازده بازار ۸۰ درصد بیشتر بود.

موسکارلا و وتسوپینس (Muscarella & Vetsuypens)، ۷۲ تملک اهرمی را که تا سال ۱۹۸۷ به بازار سرمایه بازگشته‌اند بررسی کرده‌اند. در این شرکتها، میانگین و میانه سهم مالکیت مدیران به ترتیب ۵۷/۲ درصد و ۶۳/۴ درصد بوده و نتایج به دست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که پس از تملک، شاخصهای حسابداری عملکرد بهبود چشمگیری یافته است. در این

**مدیران به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، به دنبال کسب قدرت و اعمال کنترل بیشتر برای شرکت هستند.**

شرکتها، میانه نسبت سود ناخالص به فروش ۱۴/۲۶ درصد و سود عملیاتی به فروش ۲۳/۵ درصد افزایش داشته است. به ترتیب در ۸۲/۵ درصد و ۸۰ درصد شرکتها نسبتهای یاد شده افزایش داشته که به‌طور عمده و معنی‌دار (به ترتیب  $Z = 3/8$  و  $Z = 4/35$ )، بیش از میانگین شرکتها کنترل (نمونه تصادفی انتخابی از صنایع مشابه) بوده است. پژوهشگران در همه این شرکتها نمونه تصادفی، نسبتهای سود پایبندی از شرکتها یاد شده گزارش کرده‌اند.

ایوان بول (Bull) ۲۵ شرکت را که تا سال ۱۹۸۳ مورد تملک قرار گرفته بود بررسی و شاخصهای حسابداری پیش و پس از تملک را با یکدیگر مقایسه کرد. آزمونها تغییر در عملکرد در سطح ۰/۰۰۱ را مهم نشان داد.

اسمیت (Smith) در تحقیقی مشابه، بین تغییر در عملکرد و تغییر در اهرم و درصد مالکیت مدیران همبستگی مثبت یافت. وی در تحقیق خود نشان داد که سود و نسبت فروش به داراییها و کارکنان در مقایسه با سایر شرکتها در صنعت مشابه، بعد از تملک بسیار بالا رفته و مدیریت سرمایه در گردش از طریق کاهش موجودیها و مدت زمان وصول مطالبات بهبود یافته است.

تراولوس و کورنت (Travlos & Cornett) بین بازده غیرعادی سهامداران سابق و نسبت قیمت به درآمد هر سهم شرکتها در مقایسه با صنعت مربوط، همبستگی منفی بالا می‌یابند. آنان نتیجه می‌گیرند هر قدر مسئله نمایندگی حادثتر باشد، نسبت قیمت به درآمد سهام پایبندی است، از این رو در اثر خصوصی‌سازی،

نسبت افزایش پیدا می‌کند و کارایی بالا می‌رود.

لن و پولسن، رابطه‌ای مستقیم بین جریانهای نقدی و ارزش اضافی سهام تعلق یافته به سهامداران سابق می‌یابند. طبق یافته‌های آنان، بین نسبت جریانهای نقدی تقسیم نشده به ارزش سهام و صرف سهام پرداختی به سهامداران سابق، حتی با کنار گذاشتن صرفه‌جویی مالیاتی، رابطه مستقیم وجود دارد. همچنین، احتمال خصوصی شدن (تملک) به‌طور مستقیم با نسبت جریانهای نقدی به ارزش سهام رابطه دارد.

اپلر (Opler) در تحقیقی روی ۴۴ تملک واقع شده در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ نشان می‌دهد که میانه نسبت جریان نقدی عملیاتی به فروش، پس از تعدیل مربوط به صنعت، ۱۱/۶ درصد افزایش یافته است. در تحقیق وی، کاهش عمده مخارج سرمایه‌ای، مالیات و مخارج تحقیق و توسعه پس از تملک مشاهده شده است.

تحقیقات انجام شده در امریکا و انگلستان در مورد تملک مدیریت اکثراً به اثبات فرضیه خلق ارزش منجر شده است. در این تحقیقات، تغییرات زیر در شرکتها، پس از تملک ملاحظه شده است:

- فروش داراییها و تسجدید سازمان تجهیزات تولیدی،
- تجدید ارزشیابی داراییها،
- کاهش در هزینه‌ها،
- اختصاص جریانهای نقدی آزاد به بازپرداخت بدهیها،
- بهبود مدیریت موجودیها و حسابهای دریافتی،
- ایجاد رابطه بین پاداش از یک‌سو با جریانهای نقدی و بازپرداخت بدهیها از

سوی دیگر (به جای سود حسابداری)،

- تجدید سازمان ساختار مدیریت،
- توقف طرحهای بازخرید و بازنشستگی با مبالغ بالا،
- کاهش در تعداد کارکنان،
- تغییر در قیمتها و خدمات به مشتری و نفوذ گسترده‌تر در بازار،
- تجدید سازمان مجاری توزیع و استفاده از موافقت‌نامه‌های تحت لیسانس.

اکنون باید پرسید چرا مدیران، قبل از تملک مدیریت، به چنین تغییرات شگرفی دست نمی‌زنند و به سخن دیگر، چه عواملی باعث می‌شود مدیران پس از تملک مدیریت، عملکردی کاملاً متفاوت نسبت به پیش از تملک داشته باشند؟ به بیان دیگر، چرا ارزشهای جدیدی خلق می‌شود؟ همان‌طور که در تعریف تملک مدیریت ملاحظه شد، این گونه تملکها حاوی دو عنصر اساسی است: سهم مالکیت مدیران و میزان اهرم شرکت نسبت به گذشته به مراتب بالاتر می‌رود و شاید بتوان علل تحول شگرف در عملکرد را عمدتاً ناشی از این دو عامل دانست.

به نظر جنسن، الزام به بازپرداخت بدهیهای کلان، مدیران را مجبور می‌کند راههای ایجاد وجه نقد و جلوگیری از اتلاف منابع را بیابند. به نظر او که مزایای بدهی را فرضیه کنترل<sup>۱۹</sup> می‌نامد، افزایش اهرم، هزینه نمایندگی بدهی و خطر ورشکستگی را به همراه دارد، ولی جانشین خوبی در مقابل سهام است، چرا که هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد را کاهش می‌دهد. جنسن و اسمیت در تحقیقی نشان دادند که در بیشتر افزایش اهرمها (تأمین مالی از طریق بدهی)، قسمت سهام عادی افزایش چشمگیری می‌یابد و برعکس. این در حالی

است که متأسفانه مدیران، در وهله اول سود انباشته را به دلیل هزینه‌های کمتر و سهولت بیشتر و در وهله بعد، افزایش سرمایه را به سایر منابع تأمین مالی ترجیح می‌دهند. افزایش بدهی باعث می‌شود جریانهای نقدی ابتدا صرف بازپرداخت بدهیها شود که جانشینی مؤثر در مقابل پرداخت سود سهام است.

مازولیس (Masulis) طی تحقیقی نشان داد که متوسط نسبت بدهی به ارزش روز داراییهای شرکتهای امریکایی در فاصله زمانی سالهای ۱۹۸۳ تا ۱۹۸۶ بین ۲۵ درصد تا ۳۰ درصد بوده است. در حالی که لن و پولسن، در تحقیقی روی ۵۸ شرکت امریکایی، نسبت بدهی به سرمایه را پس از تملک مدیریت ۵۵۲ درصد ارزیابی می‌کنند، حال آنکه این نسبت قبل از تملک فقط ۴۶ درصد بوده است و این به معنای افزایش شدید اهرم است. تحقیقات مشابه نیز، نشان دهنده افزایش شدید اهرم پس از تملک مدیریت است و شاید این افزایش شدید اهرم، یکی از علل تغییر رفتار مدیران پس از تملک باشد. عنصر دوم در این تملکها، مالکیت مدیران است که شاید در کنار اهرم بالا ایجاد انگیزه بیشتر می‌کند. هالپرن (Halpern) یکی از محاسن بزرگ تملکهای مدیریت را مالک شدن مدیران می‌داند. به نظر طرفداران فرضیه خلق ارزش، بعد از تملک مدیریت، مخارج سرمایه‌ای با دقت بیشتری انجام می‌شود، بین پرداخت و عملکرد رابطه معنادارتری به وجود می‌آید، پاداشها با جریانهای نقدی رابطه قویتری پیدا می‌کند تا با فروش یا سود حسابداری، از نقدینگی استفاده مطلوبتر می‌شود، رابطه بین افزایش اندازه شرکت و ثبات شغلی از بین می‌رود، و



## اگر مدیر در جهت منافع سهامداران کار نکند، ارزش شرکت در بازار سرمایه و ارزش مدیر در بازار کار مدیران کاهش می‌یابد.

می‌توانسته به وقوع بپیوندد و از این‌رو در پی تملک مدیریت، ارزش از سهامداران عادی، ممتاز و احتمالاً دارندگان اوراق قرضه به سرمایه‌گذاران جدید (شامل مدیران) منتقل می‌شود.

در تحقیق کاپلان نشان داده شده است که اولاً مدیران و اشخاص مطلع دیگری وجود داشته‌اند که قبل از تملکهای موفق سهامدار بوده‌اند، ولی در هنگام تملک، سهام خود را فروخته‌اند. افراد مطلعی که در تملک مشارکت نکرده‌اند، در جامعه آماری کاپلان، ۱۰ درصد سرمایه را قبل از تملک داشته‌اند. ثانیاً، ۴۶ تملک در خلال سالهای مورد تحقیق کامل نشد و در ۳۴ مورد، شرکت توسط افرادی غیر مدیران خریداری شد. ثالثاً در مقایسه پیشبینی‌های مالی مدیران قبل از تملک با نتایج واقعی بعد از تملک، مشاهده شد که هر چند این پیشبینی‌ها خوشبینانه بوده، با این همه، نتایج بعد از تملک، حتی از این پیشبینی‌ها بالاتر بوده است. طبق این تحقیق، بازده سرمایه‌گذارها پس از تملک، ۸۰ درصد بیش از بازده متوسط سهام در بازار (میانگین ۱۰۹ درصد و میانه ۵۷ درصد) بوده که از این رقم، بازده ارزش ویژه معادل ۴۰ درصد بوده است. از طرف دیگر، عامه سهامداران، سهام خود را ۴۰ درصد بالاتر از قیمت روز فروخته‌اند، یعنی هر دو گروه به طور متوسط به شکل مساوی از این ۸۰ درصد سهم برده‌اند. در نتیجه، به عامه سهامداران اجحاف نشده است. نکته آخر اینکه، تملکها به صورت مخفیانه صورت نگرفته و از این رو اگر قیمت پیشنهادی مدیران پایتتر می‌بود، سایر خریداران برنده می‌شدند.

برخی بر این باورند که ممکن است مدیران، سود حسابداری قبل از تملک را

باتوجه به هدف اصلی بنگاه اقتصادی که همانا سود و افزایش ارزش سهام است، شاید بتوان کاهش تعداد کارکنان را نیز نوعی خلق ارزش تلقی کرد. هر چند در چارچوب تحقیقات انجام شده در آمریکا و انگلستان، کاهش عمده‌ای در نیروی انسانی با توجه به تغییر (کوچک شدن) اندازه شرکتها مشاهده نشده است، اما احتمالاً نتایج تحقیقات مشابه در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، به دلیل تورم شدید نیروی انسانی در شرکت‌های غیرخصوصی، نشاندهنده کاهش نیروی انسانی پس از انواع خصوصی‌سازی از جمله تملک مدیریت باشد، و شاید بتوان آن را نوعی خلق ارزش (به جای انتقال ارزش) تلقی کرد.

۳ - فرضیه انتقال ارزش (دیدگاه ارزیابی کمتر از قیمت واقعی یا مزیت اطلاعات) به نظر لوئن‌اشترین، مدیران شرکت اطلاعاتی دارند که در دسترس دیگر خریداران نیست و این مزیت اطلاعاتی موجب می‌شود مدیران بتوانند شرکت را به مبلغی کمتر از رقمی بخرند که عامه سرمایه‌گذاران در صورت دسترسی به همه اطلاعات می‌خریدند. به بیان دیگر، مدیران از گنج پنهانی اطلاع دارند که بر دیگران آشکار نیست. طبق این نظریه، تغییرات در عملکرد پس از تملک، بدون تملک نیز

سرانجام مهمتر از همه اینکه از هزینه نمایندگی کاسته می‌شود. البته، از مزایای غیرمستقیم مالکیت مدیران می‌توان از حذف هزینه گزارشدهی به بورس و مجمع و صرف وقت و پول جهت مشاوره و مذاکره با تحلیلگران اوراق بهادار یاد کرد. در ضمن، در اثر تجدید ارزشیابی داراییها و افزایش استهلاک، صرفه‌جویی مالیاتی<sup>۲۰</sup> هم ایجاد می‌شود و شاید به همین دلیل است که برخی، ارزش سهام شرکت در زمان تملک را به صورت زیر برآورد می‌کنند:

+ ارزش بازار = ارزش سهام

ارزش فعلی صرفه‌جوییهای مالیاتی ناشی از افزایش بهره و استهلاک

۲ - فرضیه انتقال ارزش (دیدگاه انتقال دستمزد یا ثروت کارکنان)

به نظر برخی همچون شلیفر و سامرز (Shleifer & Summers) تملک مدیریت از طریق اخراج یا کاهش دستمزد کارکنان باعث انتقال ثروت آنان به سرمایه‌گذاران می‌شود. کاپلان، در تحقیق خود برعکس نشان می‌دهد که میانه تغییر تعداد کارکنان پس از تملک مدیریت معادل ۰/۹ درصد بوده، در حالی که این میانه در مورد متوسط صنعت منفی بوده است. کاپلان به دلیل دست نیافتن به اطلاعات مربوط به دستمزد، قادر به تعیین تغییر مبلغ دستمزد نشده است.

موسکارالا و تسوینس رشد تعداد کارکنان در تملکهای مدیریت را آهسته‌تر از سایر شرکتها در صنایع مشابه و حتی در مواردی، منفی (کاهش) تشخیص می‌دهند، لیکن روند کند افزایش تعداد کارکنان یا کاهش آنان را نتیجه واگذاری پس از تملک و نیز استفاده کارآمدتر از نیروی کار می‌دانند.

عمداً کم نشان می‌دهند. دی‌ان‌جی‌لو در این مورد تحقیقی روی نمونه‌ای شامل ۶۴ شرکت انجام داد و شواهدی دال بر صحت موضوع نیافت.

اسمیت در تحقیق خود نشان می‌دهد شرکت‌هایی که پیشنهاد تملک مدیریت آنها از طرف هیأت مدیره یا مجمع (سهامداران) رد می‌شود و یا به قیمت بالاتر به سایر پیشنهاد دهندگان فروخته نشود، با بهبود عمده در عملکرد و بازده عملیاتی مواجه نبوده‌اند. در این تحقیق، وی در پاسخ به این سؤال که آیا اطلاع از جریانهای نقدی آینده، علت ارتقای عملکرد بوده است یا نه، شواهدی نمی‌یابد که بهبود عملکرد و افزایش بازده‌های عملیاتی پس از تملک مدیریت ناشی از تحقق درآمدهایی بوده که در زمان تملک به صورت محرمانه از جانب مدیران پیشبینی می‌شده است.

برخی محققان، بررسی معاملات سهام از طرف مدیران را در ماههای قبل از تملک مدیران، جهت آزمون این فرضیه در نظر گرفته‌اند. هارلوو و هارلو (Harlow & Howe) در تحقیقی نشان دادند که در تملک‌های اهرمی بدون مشارکت مدیران، معاملات غیرعادی عمده توسط افراد داخل سازمان، قبل از تملک مشاهده نمی‌شود، در حالی که در تملک‌های مدیریت چنین معاملاتی مشاهده می‌شود. به بیان دیگر، در این‌گونه تملک‌ها، افراد داخل سازمان، عموماً قبل از تملک مدیریت، یا سهام می‌خرند و یا نمی‌فروشند.

**ظاهراً در تملک مدیریت، هر دو گروه خریدار و فروشنده برنده هستند.**

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، بحث‌های جنجال برانگیزی همچون فروش سهام شرکتها به مدیران و ارزشیابی ارزان شرکتها در این گونه واگذاریها، منحصر به کشور ما نیست و حتی در کشورهای پیشرفته صنعتی دارای بازارهای کارای سرمایه نیز این بحثها مطرح است. شاید تفاوت این باشد که هر قدر از بازار غیرکارا به بازار کارای سرمایه نزدیک می‌شویم و در بازار سرمایه کارا نیز، هر قدر از کارایی ضعیف به سمت کارایی قویتر پیش می‌رویم، قیمت سهام از این اطلاعات بیشتر متأثر می‌شود.

۴- فرضیه انتقال ارزش (دیدگاه مالیاتی)  
قبلاً اشاره شد که تملک مدیریت معمولاً با اهرم بسیار بالا صورت می‌گیرد. بعلاوه، پس از این‌گونه تملک‌ها، معمولاً داراییها تجدید ارزشیابی می‌شوند، اعم از این که شرکت جدیدی تأسیس شود یا نشود. اهرم بالا، افزایش هزینه بهره و از طرف دیگر، تجدید ارزشیابی داراییها؛ افزایش هزینه استهلاک را در پی دارد، و از آنجا که هردوی این هزینه‌ها از نظر مالیاتی پذیرفتنی است، پس از تملک، صرفه جویی مالیاتی هنگفتی رخ می‌دهد. از این رو، برخی محققان، این صرفه جویی را نوعی انتقال ارزش از عموم مردم و دولت به سرمایه‌گذاران (شامل مدیران) تلقی می‌کنند.

کلید نظریه پردازان و پژوهشگران، در منافع مالیاتی مترتب بر تملک مدیریت و تملک اهرمی اتفاق نظر دارند و اختلاف نظر صرفاً به میزان این منافع و سهم سرمایه‌گذاران جدید و سابق از آن برمی‌گردد. لوئین اشتاین مدعی است بیشتر اضافه ارزش (صرف) سهام پرداخت شده به سهامداران سابق، از صرفه جویی مالیاتی

تأمین می‌شود. به گفته او، شرکتها معمولاً ۵-۶ سال بدون مالیات فعالیت می‌کنند و پس از این مدت، یعنی زمانی که نسبت بدهی به سرمایه از ۱۰ به ۱ یا کمتر می‌رسد، فروخته می‌شوند. کاپلان با استفاده از روش تحلیل رگرسیون، نشان می‌دهد اضافه ارزش (صرف) سهام سهامداران سابق، به صورت عمده با منافع مالیاتی ناشی از تملک مدیریت همبستگی مثبت دارد، اما اضافه بازده بعد از تملک چنین وضعیتی ندارد، و بنابراین نتیجه می‌گیرد که سهامداران سابق، کل منافع خود را دریافت کرده‌اند. وی در تحقیق خود نشان می‌دهد صرفه جویی مالیاتی ناشی از افزایش هزینه استهلاک و بهره، کمتر از صرف سهام پرداخت شده به سهامداران سابق (عام) بوده است.

به نظر امیهود (Amihud) و مورو (Morrow) خالص اثر تملک‌های مدیریت روی درآمدهای مالیاتی دولت ممکن است مثبت باشد. به گفته آنان، سهامداران سابق، مالیات بر درآمد عادی روی درآمد محقق شده در افزایش قیمت سهام خود را در زمان تملک می‌پردازند. هر چند، این درآمدها ممکن بود بدون تملک هم تحقق می‌یافت ولی پرداخت آنها حداقل به تعویق می‌افتاد. زمانی هم که شرکت مجدداً فروخته و وارد بورس می‌شود، سرمایه‌گذاران، مالیات سهام خود را می‌پردازند و شرکت نیز مالیات بر درآمد بیشتری می‌پردازد.

لازم به توضیح است که در امریکا در سال ۱۹۸۶ پس از تصویب لایحه اصلاح قانون مالیاتها، از منافع مالیاتی مترتب بر تملک‌های اهرمی و تملک‌های مدیریت کاسته شده است. نیبولد (Newbould)، چتفیلد و اندرسن (Chatfield & Anderson) در تحقیقی روی ۲۳ تملک اهرمی بزرگ در فاصله سالهای ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۰، نشان

## سهام مالکیت مدیران و میزان اهرم شرکت نسبت به گذشته به مراتب بالاتر می‌رود و شاید بتوان علل تحول شگرف در عملکرد را عمدتاً ناشی از این دو عامل دانست.

می‌دهند به‌طور متوسط، کمتر از نصف اضافه ارزش سهام به کاهش مالیات مربوط است. طبق محاسبات آنان، شرکت‌های نمونه حداقل ۱۶۴/۶ میلیون دلار مالیات اضافی پرداخته‌اند.

ذکر این مطلب البته ضروری است که در تمامی این تحقیقات، چهار محدودیت اصلی وجود دارد:

۱ - متغیرهای حسابداری به عنوان شاخصهای عملکرد مورد بررسی قرار گرفته‌اند که در این میان، سود عملیاتی، مخارج سرمایه‌ای و جریانهای نقدی متغیرهای اصلی بوده‌اند، در حالی که این شاخصها برای ارزیابی دقیق کفایت نمی‌کند.

۲ - انتخاب نمونه به صورت تصادفی صورت نگرفته است. اطلاعات حسابداری آن هم به صورت ناقص، فقط در مورد شرکت‌هایی قابل دسترسی بوده است که پس از تملک مجدداً عام و وارد بورس شده‌اند.<sup>۲۱</sup>

به دیگر سخن، تملک‌های اهرمی معکوس<sup>۲۲</sup> فرصت استثنایی برای بررسی آثار تملک است که متأسفانه فقط شامل تملک‌های موفق می‌شود.

۳ - حتی در مورد شرکت‌هایی که به صورت تصادفی انتخاب شده‌اند، محدودیت دریافت اطلاعات کامل و یکنواخت وجود

داشته است.

کاپلان، براساس معیارهایی، ۷۶ شرکت را انتخاب کرد، اما فقط موفق به جمع‌آوری اطلاعات در مورد ۴۸ شرکت آن هم به صورت ناقص شد. ایوان بول در تحقیق خود، از ۶ موسسه سرمایه‌گذاری، اطلاعاتی در مورد ۵۰ شرکت دریافت کرد، با این تعهد که هویت این شرکتها فاش نشود اما فقط اطلاعات ۲۵ شرکت آن هم به صورت ناقص قابل استفاده بود.

علاوه بر نقص اطلاعات، فقدان یکنواختی در جزئیات اطلاعات مالی پیش و پس از تملک نیز وجود داشته است.

۴ - در تمامی تحقیقات انجام شده، اطلاعات پیش و پس از تملک مدیریت، در دوره‌های کوتاه (مثلاً ۲ سال پیش و ۲ سال پس از تملک) مورد بررسی و مقایسه قرار گرفته و شاید این مقایسه‌های کوتاه، نتواند اثر کامل تملک روی عملکرد را نشان دهد.

### خلاصه و نتیجه‌گیری

در این مقاله، پس از اشاره‌ای کوتاه به نظریه کارافرینی، نظریه نمایندگی، نظریه جریان نقدی آزاد و نظریه بنگاه اقتصادی به تعریف تملک مدیریت و تاریخچه اوج‌گیری آن از سال ۱۹۸۴ به بعد و نیز بهبود عمده عملکرد شرکتها پس از این گونه تملکها پرداختیم. سپس اشاره شد که برخی محققان، این بهبود را خلق ارزش و برخی انتقال ارزش از سهامداران سابق، کارکنان، بستانکاران، و یا دولت به سرمایه‌گذاران جدید (شامل مدیران) تلقی می‌کنند. این نظریه‌ها به چهار گروه فرضیه خلق ارزش (کاهش هزینه نمایندگی یا ایجاد انگیزه نو)، فرضیه انتقال دستمزد یا ثروت کارکنان، فرضیه ارزیابی کمتر از

قیمت واقعی یا مزیت اطلاعات و دیدگاه مالیاتی طبقه‌بندی و به نتیجه تحقیقات انجام شده در مورد هر یک و نیز محدودیتهای این تحقیقات به اختصار اشاره شد. نتیجه کلی که می‌توان در پایان این مقاله گرفت این است که اکثر تحقیقات انجام شده، فرضیه خلق ارزش را اثبات کرده‌اند: مالکیت مدیران و الزام آنان به باز پرداخت بدهیهای کلان باعث می‌شود دست به تغییراتی بزنند که قبل از تملک مدیریت نمی‌زده‌اند و از این‌رو، عملکرد شرکت پس از مالک شدن مدیران متحول می‌شود.

- 1- Management Buyout (MBO)
- 2- entrepreneur
- 3- entrepreneurship theory
- 4- agency theory
- 5- free cash flow
- 6- firm theory
- 7- set of contracts or nexus of contracts
- 8- risk bearers

۹ - منظور از عبارت خصوصی‌سازی در این مقاله، انتقال داراییهای دولت به بخش خصوصی نیست بلکه تبدیل شرکت‌های سهامی عام به شرکت‌های سهامی خاص یا شرکت‌های با مسئولیت محدود مد نظر است.

- 10- leveraged buyouts (LBO's)
- 11- divisional (unit) leveraged buyout
- 12- full leveraged buyout
- 13- value creation
- 14- reduced agency cost or new incentive
- 15- value transfer
- 16- labor or employee wealth transfer view
- 17- information advantage or underpricing view
- 18- tax view
- 19- control hypothesis
- 20- tax shield
- 21- initial public offering (IPO)
- 22- reverse LBO (MBO)

### منابع:

به دلیل محدودیت صفحه‌های حسابدار، از ذکر حدود ۶۰ مأخذ مؤلفان خودداری شد. علاقه‌مندان به دستیابی به فهرست مقاله‌ها، با حسابدار تماس بگیرند.