

تغییر دیدگاه سهامداران نسبت به ارزش بنگاه

ابوالقاسم فخاریان



اقتصاد به هم پیوسته‌ی جهانی پارادایم جدیدی را در مفهوم ارزش بنگاه از منظر سهامداران پدید آورده است. دیگر، دارایی‌های مشهود و نقدینگی منشا اولیه و اصلی ارزش بنگاه نیست. امروزه عواملی مانند دارایی‌های نامشهود و الگوی نوین سازمانی مبتنی بر راهسپردمداری و

ارزش‌آفرینی بنگاه مورد توجه سهامداران و بازار سرمایه است.

در شرایط نوین کسب‌وکار، ارزش بنگاه براساس پیش‌بینی موفقیت‌های آتی آن سنجیده می‌شود. و لذا در چنین شرایطی عامل ریسک در پایداری شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌گردد. ارتباط بین عملکرد مالی جاری شرکت با ارزش بنگاه

موفقیت بنگاه و فرصت‌های بالقوه‌ی کسب و کار را به دست داده است که قبلاً وجود نداشت. شرایط نوین اقتصادی به بنگاه‌ها انعطاف‌پذیری قابل ملاحظه‌ای بخشیده است که به سهولت می‌توانند کسب و کار و رشته‌ی فعالیت موجود را تغییر دهند و آن را بازنگری و بازمهندسی نمایند.

دوم آن که اساساً مبنای رقابت تغییر یافته است. مزیت نسبی از آن بنگاه‌هایی است که با نوآوری و انعطاف‌پذیری در مدل کسب و کار و سرعت در تصمیم‌گیری از فرصت‌های پدید آمده بهره می‌برند.

عامل دیگر تغییر در نگرش به ارزش بنگاه این است که با سهولت دستیابی به اطلاعات در مورد ارزش آتی دارایی‌های

روز به روز گسترده‌تر می‌شود. محرکه‌های ارزش بنگاه را به تدریج دارایی‌های نامشهود و انتظارات از آینده تشکیل می‌دهند نه ارقام تاریخی مربوط به عملکرد گذشته. علل و عوامل عمده‌ی چنین تغییری در نگرش به ارزش بنگاه به‌قرار زیر است:

نخست آن که تجارت الکترونیکی و اقتصاد دیجیتالی مفهوم جدیدی از رشد و

جملگی بر تحقق این امر متمرکز گردند. وجود راهبرد ایجاد مزیت نسبی و ارزش آفرینی پایدار و اجرا و پیشبرد آن، تاثیر عمده‌ای بر ارزش بنگاه و قیمت سهام دارد. بنابراین نظریه‌ی بنگاه^۱ بنگاه اقتصادی به مثابه‌ی مجموعه‌ای از قراردادهای میان ریسک‌پذیران (سهامداران) و مدیران است. در این چارچوب و در شرایط نوین، تعهد مدیران حداکثر ساختن ارزش بنگاه و تامین بازدهی مطلوب و ارزش پایدار برای سهامداران است و متقابلاً تعهد سهامداران پرداخت حق‌الزحمه‌ی مدیران براساس میزان ارزش آفرینی آنان است. مدیران آن زمان می‌توانند برای سهامداران ارزش بیافرینند که مقدمتاً برای سایر ذی‌نفع‌ها و به‌طور اخص برای مشتریان ارزش ایجاد کنند. سهامداران به‌طور طبیعی در آخر صف بهره‌مند شدن از ارزش بنگاه قرار دارند و لذا ارزش آفرینی برای سهامداران در گرو ارزش آفرینی، برای سایر ذی‌نفع‌ها است که در این صف قرار دارند. شیوه‌ی اداره‌ی بنگاه با هدف ارزش آفرینی برای همه‌ی ذی‌نفع‌ها اصطلاحاً مدیریت مبتنی بر ارزش^۲ نامیده می‌شود.

گفتیم که سهامداران ارزش شرکت را در توان ارزش آفرینی پایدار آن و پیش‌برد راهبردهای ارزش آفرین می‌دانند و محور این ارزش آفرینی مدیران هستند. بازار سرمایه برای آن که نسبت به توان و قابلیت مدیریت در پیشبرد راهبرد مزیت نسبی و ارزش آفرینی اطمینان یابد، ابزار و اهرم‌های ویژه‌ای را برای سنجش عملکرد مدیران به کار می‌گیرد. ارزیابی و سنجش عملکرد مدیران به‌ویژه از ناحیه‌ی سرمایه‌گذاران آگاه و نهادین^۳ از اهمیت بیش‌تری برخوردار می‌گردد.

موسسه‌ی ارنست اند یانگ^۴ در سال ۲۰۰۲ در باره‌ی سنجش‌های مدیریت از منظر

عوامل عمده‌ای که موجب تغییر در نگرش بازار سرمایه به مفهوم ارزش بنگاه می‌شوند را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

الف) محرکه‌های نوین ارزش آفرینی: محرکه و منشا ارزش آفرینی بنگاه در شرایط نوین عبارت است از دارایی‌های نامشهود که عموماً در ترازنامه منعکس نمی‌شوند. نمونه‌ی دارایی‌های نامشهود عبارتند از سرمایه‌های فکری، راهبردهای سازمان، الگوهای نوین سازمانی، مشتریان وفادار، کارکنان کارآمد و نام و اعتبار شرکت.

ب) مزیت رقابتی: عواملی همانند انعطاف‌پذیری در بازمهندسی کسب و کار، نوآوری در تولید و عرضه‌ی محصولات و خدمات جدید و سرعت در تصمیم‌گیری می‌تواند موقعیت شرکت را در مقایسه با رقبا ممتاز و متمایز کند و برای آن مزیت نسبی رقابتی ایجاد نماید.

ج) مدیریت ریسک: در شرایط پر رقابت امروز، تداوم و پایداری شرکت‌ها همواره در معرض ریسک قرار دارد. بنگاه‌ها با مدیریت ریسک، بهره‌گیری از اطلاعات اطمینان‌بخش برای پیش‌بینی ریسک و نهایتاً تبدیل ریسک به فرصت برای رشد و موفقیت می‌توانند ارزش بنگاه را افزایش دهند.

مدیریت در ایجاد ارزش مورد انتظار سهامداران نقش محوری و اصلی را برعهده دارد و این نقش را می‌تواند با تدابیری که در پی می‌آید به صورت مطلوب ایفا نماید:

- ۱) اتخاذ و پیش‌برد راهبرد ارزش آفرینی و
- ۲) مدیریت مبتنی بر ارزش.

هدف نهایی برپایی هر بنگاه اقتصادی حداکثر ساختن ارزش ذاتی شرکت برای سهامداران در گذر زمان (ارزش آفرینی پایدار) است. راهبردهای سازمانی، تسهیم منابع و سیستم‌های ارزیابی عملکرد باید

نامشهود، در صورتی که مدیریت ریسک به‌خوبی اعمال شود ریسک و مخاطره می‌تواند از یک تهدید به یک فرصت مبدل گردد.

نکته حائز اهمیت دیگر این است که ارزش سهام معامله شده در جهان روند صعودی قابل توجه‌ای را طی می‌نماید. ارقام بیانگر این تغییرات طی دو دهه‌ی اخیر به قرار زیر است:

سال ۱۹۹۰	۹/۷	هزار میلیارد دلار
سال ۲۰۰۰	۲۶/-	هزار میلیارد دلار
سال ۲۰۰۳	۳۲	هزار میلیارد دلار

با این حجم قابل ملاحظه‌ی رشد، نیاز سرمایه‌گذاران، موسسات مالی، نهادهای دولتی و شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مختلف به اطلاعات و پیش‌بینی‌های مالی، شاخص‌های عملکرد و شاخص‌های اقتصادی افزون‌تر شده است. بحران مالی ۱۹۹۸ که بازارهای سرمایه‌ی سراسر جهان را تحت تاثیر قرار داد و بحران‌های پس از ماجرای انرون ضرورت برخورداری از اطلاعات جامع، شفاف و مقایسه‌پذیر را برجسته‌تر نمود و حرفه‌ی حسابداری را در معرض آزمون و اثبات خویش برای پاسخ‌گویی به این نیازها و ارائه‌ی اطلاعات اطمینان‌بخش و اتکاپذیر در مورد عملکرد و ارزش بنگاه قرار داد.

از دیدگاه بازار سرمایه و سهامداران، آنچه امروزه ارزش بنگاه را تشکیل می‌دهد رشد پایدار و متمادی ارزش آفرینی بنگاه است نه سودآوری گذشته و کوتاه‌مدت. به عبارت دیگر محرکه‌های ارزش را انتظارات آینده تشکیل می‌دهند نه ارقام تاریخی و گذشته. هرگاه بازار سرمایه، قیمت سهام را براساس ارزش‌زایی آینده‌ی بنگاه تعیین کند، در واقع مزیت نسبی پایدار شرکت را مبنای قیمت‌گذاری بنگاه قرار داده است.

سهامداران تحقیق کرد. در این تحقیق که در مورد ۶۰۰ شرکت مختلف آمریکایی و اروپایی انجام شد و حاصل آن تحت عنوان **سنجه‌های مطرح**^۵ انتشار یافت ملاک‌های سنجش زیر برای ارزیابی موقعیت و عملکرد مدیران و بنگاه شناسایی شد:

- ۱- صورت‌بندی و اجرای راهبردهای مناسب
- ۲- کیفیت مدیریت (تجارب، شیوه‌ی مدیریت، قدرت پیش‌برد راهبردها)
- ۳- محصولات جدید (پیشگامی در تحقیق و توسعه، کوتاه بودن چرخه‌ی تولید و عرضه‌ی محصولات)
- ۴- جایگاه بنگاه در بازار (موقعیت بین رقبای اعتبار و نام شرکت، قدرت بازاریابی)
- ۵- ارتباط با سهامداران (فواصل گزارشگری، کیفیت و شفافیت گزارش‌های میزان تعامل نظر و اطلاعات)
- ۶- رضایت‌مندی مشتریان: ارزیابی مشتریان از کیفیت محصولات و خدمات تکرار مراجعات و سفارش‌ها، میزان شکایات

۷- نحوه‌ی عملیات: کیفیت فرایندها/مدیریت هزینه‌ها

۸- سازمان و نیروها: سطح کیفی کارکنان، قدرت جذب و حفظ نیروها، روحیه و انگیزش، آموزش و رشد نیروها.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود سهامداران در انتخاب سنجه‌های ارزش‌آفرینی بنگاه به شرح فوق، برسنجه‌های غیرمالی تاکید دارند و فرض اساسی چنین است که اگر این سنجه‌ها مثبت و موفقیت‌آمیز باشد، به تبع آنها نتایج مطلوب مالی نیز حاصل خواهد شد.

با تحولات ایجاد شده در شرایط کسب و کار و تغییرات در محرکه‌های ارزش‌آفرینی و نهایتاً در نگرش بازار سرمایه به مفهوم و

منشا ارزش‌آفرینی بنگاه، سنجه‌های متعارف مالی (مانند سود سالیانه، بازدهی سرمایه، نرخ گردش دارایی‌ها و امثالهم) در بیان و انعکاس ارزش بنگاه به تدریج اهمیت خود را از دست داد. به‌طور کلی امروزه سنجه‌های مالی عملکرد بنگاه به دلایل زیر نمی‌تواند بیانگر موقعیت واقعی و ظرفیت‌های درآمدزایی و رشد آینده‌ی بنگاه باشد:

- الف) عدم توجه به ارزش زمانی پول و امکانات بالقوه درآمدزایی‌های آینده
 - ب) ناهمسانی در اندازه‌گیری سود (استانداردها و روش‌های متفاوت)
 - ج) عدم توجه به هزینه‌ی سرمایه^۶
 - د) نادیده گرفتن عامل ریسک در اندازه‌گیری سود و ارزش بنگاه
- حاصل بررسی موسسه تحقیقاتی مکا^۷ حاکی از این است که همبستگی آماری قابل ملاحظه‌ای بین بازدهی کل مورد انتظار سهامداران یا به عبارتی ارزش انتظاری سهامداران با سنجه‌های مالی متعارف مانند نرخ بازدهی سهام یا بازدهی ارزش ویژه وجود ندارد.

هم چنین بنا بر تحقیق ارنست اند یانگ، ضریب همبستگی آماری بین سنجه‌های غیرمالی با صحت پیش‌بینی‌های بازار معادل ۰/۷ است و حداقل ۳۵٪ تصمیمات سرمایه‌گذاران برپایه‌ی سنجه‌های غیرمالی اتخاذ می‌شود که طبعاً این نسبت در شرایط ناپایدار اقتصادی بیش‌تر خواهد شد.

با توجه به نارسایی‌های فوق از یک سو و توجه‌ی بازار سرمایه به سنجه‌های غیرمالی از سوی دیگر، به تدریج محاسبه و گزارشگری سنجه‌های غیرمالی در کنار گزارشگری مالی به بازار سرمایه و سهامداران از اهمیت بیش‌تری برخوردار شد و روند تبدیل این گزارشگری به عنوان یک امر الزامی آغاز شده است.

به لحاظ اهمیت کارکرد مدیریت در

ایجاد ارزش برای سهامداران و اهمیت‌یابی نقش سنجه‌های غیرمالی، بورس اوراق بهادار لندن از ۱۹۹۸ گزارشگری عملکرد مدیریت به بورس لندن را الزامی نمود و عدم گزارشگری مورد نظر می‌تواند موجب حذف نام شرکت از فهرست بورس لندن شود. محورهای گزارشگری عملکرد هیئت مدیره و راهبران سازمان^۸ به‌قرار زیر است:

برنامه‌های راهبردی و موفقیت در پیشبرد آنها

- توانمندی مدیریت در ایفای تعهدات
- روابط با ذی‌نفع‌های مختلف سازمان
- ظرفیت‌های ایجاد رشد پایدار
- ارزش‌آفرینی برای سهامداران
- قدرت مدیریت ریسک
- مدیریت مبتنی بر ارزش
- انسجام هیئت مدیره

مفهوم ارزش بنگاه از دیدگاه سهامداران تغییر بنیادی یافته است و عواملی همانند دارایی‌های نامشهود، راهبردهای موفق بنگاه و مدیریت ریسک منشا ارزش‌آفرینی شده‌اند. با این تحولات، ضرورتاً روش‌های شناسایی، سنجش و گزارشگری ارزش بنگاه نیز تغییر یافته است. حسابداری مدیریت با درک این تغییرات، ابزارها و فنون نوینی را برای سنجش ارزش بنگاه و گزارشگری سودمند به بازار سرمایه و سهامداران ابداع نموده و به کار گرفته است. ذیلاً به توضیح اجمالی برخی از این تحولات در گزارشگری حسابداری مدیریت می‌پردازیم:

۱- استفاده از برخی از سنجه‌های مالی و اقتصادی جدید که به‌میزان زیادی نارسایی‌های موجود در سنجه‌های متعارف را مرتفع نموده است مانند:

الف) ارزش افزوده‌ی اقتصادی که

سنجه‌ها را الزامی نموده‌اند. لذا به‌کارگیری این مدل‌های گزارشگری و ابزارها و فنون مربوطه که در حوزه‌ی حسابداری و مدیریت ابداع و ارائه شده است در دستور کار فردای حسابداران کشور و آشنایی و یادگیری آنها در دستور کار امروز آنان قرار دارد.

* این مقاله را ابوالقاسم فخاریان به همایش تحولات بازار سرمایه که در مشهد برگزار شد ارائه کرد.

1- UK. Measures that Matter (EYI Research-2002)

پی‌نوشت

- 1- Firm Theory
- 2- value based management
- 3- institutional investors
- 4- Ernst & Young
- 5- Measures that Matter
- 6- cost of capital
- 7- MECCA
- 8- Board of Governance
- 9- Balanced Scorecard

تسلیت

آقای داود خیرگویان از اعضای انجمن، دارفانی را وداع گفته‌اند. این مصیبت را به بازماندگان ایشان تسلیت می‌گوییم و برایشان صبر و بردباری آرزو مندیم.

انجمن حسابداران خبره ایران

بیش‌تری انجام می‌یابد و در نهایت فعالیت‌های فاقد ارزش شناسایی و بهبود می‌یابند یا حذف می‌شوند.

در شرایط کنونی یکی از مسایل عمده‌ی پیش روی بنگاه‌های اقتصادی عبارت است از تفاوت و فاصله‌ی قابل ملاحظه بین ارزش انعکاس یافته در ترازنامه و ارزش روز (بازار) بنگاه. علل عمده‌ی این تفاوت عبارت است از محرکه‌هایی که منشا ارزش‌آفرینی برای بنگاه هستند ولی در دفاتر و حساب‌ها منعکس نمی‌گردند. از جمله این عوامل می‌توان، دانش سازمانی، میزان رضایت‌مندی مشتریان، نوآوری در عرضه‌ی محصولات، روحیات و وفاداری کارکنان و امثالهم را نام برد که هیچ یک به رقم و ریال تبدیل نمی‌شوند، و در دفاتر و صورت‌های مالی انعکاس نمی‌یابند.

عدم انعکاس عمده‌ترین منشا و محرکه‌های ایجاد ارزش بنگاه موجب شده است که گزارش‌ها و سنجه‌های مالی موجود به تنهایی نتوانند بیانگر ارزش بنگاه باشند. امروزه بازار سرمایه به گزارش‌هایی اتکا می‌کند که از ابعاد مختلف، بنگاه و عملکرد مدیریت بنگاه را بسنجد و بتواند تصویری روشن از قابلیت‌های درآمدزایی آینده و پایداری بنگاه به دست دهد. چنین گزارش‌هایی حاصل تلفیق آمار و اطلاعات مالی و غیرمالی است.

حسابداران مدیریت در پاسخگویی به نیاز سهامداران و بازار سرمایه، به ابداع و به‌کارگیری سنجه‌های جدیدی پرداخته‌اند که امروز در بسیاری از سازمان‌ها و شرکت‌های بزرگ آزمون شده و به صورت موثر مبنای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد.

بازارهای سرمایه‌ی پیشرفته و معتبر جهان، تهیه و انعکاس این‌گونه گزارش‌ها و

عبارت است از سود خالص (پس از مالیات) منهای هزینه‌ی سرمایه. این شاخص که به لحاظ کردن هزینه‌ی سرمایه‌ی به‌کار گرفته شده در سنجش سود تاکید می‌کند، می‌تواند برای کل بنگاه و هریک از بخش‌های فعالیت بنگاه محاسبه و منعکس گردد.

ب) ارزش افزوده‌ی بازار که عبارت است از تفاضل ارزش روز شرکت با سرمایه‌ی اولیه‌ی آورده شده (توسط سهامداران و منابع اعتباری). ارزش افزوده‌ی بازار در واقع معیار ثروت‌زایی بنگاه و بیانگر عملکرد مدیریت می‌باشد.

ج) تحلیل ارزش آتی که عبارت است از تنزیل جریان‌های نقدی آینده‌مربوط به راهبردها یا به عبارت ساده‌تر برآورد ثروت‌زایی بنگاه طی یک دوره‌ی بلندمدت آینده و تبدیل آن به قیمت‌های جاری روز که با احتساب نرخ تنزیل انجام می‌یابد.

۲- استفاده از روش ارزیابی متوازن^۹ و ارائه‌ی گزارش در مورد پیش‌برد راهبردها و عملکرد مدیریت از چهار منظر: ارزش‌آفرینی برای سهامداران، ایجاد رضایت‌مندی در مشتریان، بهبود فرایندها و ایجاد مزیت رقابتی در تولید و عرضه‌ی محصولات و رشد و ارتقا‌ی نیروهای سازمان به منظور افزایش کارایی و اثربخشی آنان.

۳- استفاده از روش‌های سنجش و انعکاس ریسک بنگاه به منظور پیش‌گیری و کنترل ریسک و هم چنین سنجش دقیق سود با ملحوظ نمودن ریسک در محاسبه‌ی سود.

۴- به‌کارگیری ابزارها و فنون مناسب (مانند هزینه‌یابی بر مبنای فعالیت، هزینه‌یابی هدف و غیره) برای اعمال مدیریت مبتنی بر ارزش و اندازه‌گیری و انعکاس ارزش‌آفرینی کل بنگاه، هر یک از بخش‌های فعالیت و هر یک از فعالیت‌های عمده. با استفاده از این روش‌ها هزینه‌یابی محصولات، خدمات و فعالیت‌ها با دقت