

## ■ بازار سرمایه و مدیریت شرکت‌های عام

دفتر بررسی‌های اقتصادی

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

### پیش‌نوشتار

مجامع عمومی به چند وزیر یا معاون وزیر تفویض شده است و آنها اعضای هیئت مدیره شرکت را انتخاب می‌کنند. در شرکت‌های سهامی عام، انتخاب اعضای هیئت مدیره بر اساس رأی صاحبان سهام صورت می‌گیرد و رأی‌گیری به صورت تجمعی است. به عبارت دیگر، هر سهم (به میزان تعداد اعضای هیئت مدیره) حق رأی دارد و هر سهامدار می‌تواند از محل رأی

به دنبال افزایش تعداد شرکت‌های سهامی، به خصوص شرکت‌های دولتی و شرکت‌های سهامی عام، تفکیک مالکیت از مدیریت در این شرکت‌ها اجتناب‌ناپذیر شد. در شرکت‌های دولتی و سهامی عام، اعضای هیئت مدیره توسط مجمع عمومی صاحبان سهام انتخاب می‌شوند. در اساسنامه شرکت‌های دولتی، اختیارات

خود یک یا چند عضو هیئت مدیره را انتخاب کند.<sup>۱</sup> مدت تصدی هیئت مدیره به طور معمول دو سال است که در صورت تأیید عملکرد آن می تواند تمدید شود.

**۱- انتخاب مدیران، مصالح سهامداران**  
سؤالی که مطرح می شود این است که اعضای هیئت مدیره تا چه حد در تصمیم گیری های خود صرفه و صلاح صاحبان سهام را رعایت می کنند و سهامداران چه نوع نظارتی می توانند بر عملیات و تصمیمات هیئت مدیره داشته باشند و اگر منافع سهامداران و مدیران همسو نباشد، چه شیوه هایی برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران وجود دارد؟

در شرکت های سهامی خاص که مدیران شرکت همان سهامداران اصلی شرکت هستند، رعایت صرفه و صلاح سهامداران به طور طبیعی انجام می گیرد؛ زیرا مدیران تصمیم گیرنده در شرکت، خود سهامداران هستند و لذا سعی می کنند طرح های سرمایه گذاری سودآور را شناسایی و اجرا کنند و امور شرکت را با نهایت دقت و صرفه جویی اداره نمایند.

در شرکت های دولتی، اعضای هیئت مدیره سهامدار شرکت نیستند. بنابراین، فعالیت آنها بر مبنای پیروی از نفع شخصی نیست. آنها در قبال خدمتی که انجام می دهند، از حقوق و مزایای مشخصی بهره مند می شوند و این حقوق و مزایا

ارتباط چندانی با سودآوری و درجه کارایی عملیات شرکت ندارد. این مدیران در تصمیم گیری های خود معیارهای دیگری را غیر از سود و ارزش افزوده مبنای قرار می دهند. معیار تصمیم گیری مدیران دولتی، دسترسی به بودجه های تولید و عملیاتی شرکت است که از طرف سازمان مربوطه به آنها ابلاغ شده است. این مدیران از اتخاذ تصمیمات پر مخاطره ای که امنیت شغلی آنها را به خطر بیندازد خودداری می کنند؛ زیرا به دلیل کوتاه بودن مدت تصدی، افتخار اتخاذ تصمیم درست نصیب مدیر بعدی خواهد شد و اتخاذ هر گونه تصمیم غلط، خطر از دست دادن شغل را به دنبال خواهد داشت.

در شرکت های دولتی، مسئولانی که وظیفه برگزاری مجمع عمومی شرکت را برعهده دارند، کم تر به موضوعات مربوط به درآمد، هزینه، سود، کارایی و بهره وری شرکت توجه می کنند و قضاوت در مورد تأیید یا عدم تأیید عملکرد هیئت مدیره را براساس رعایت آیین نامه و ضوابط مالی انجام می دهند. به عبارت دیگر، برای تأیید عملکرد هیئت مدیره شرکت، نمایندگان دولت در مجمع عمومی به اظهار نظر

۱. با توجه به تجارب کشورهای دیگر به عنوان پیشنهاد می توان گفت که در صورت وجود تشکل هایی تحت عنوان «انجمن مدیران حرفه ای ایران» یا «انجمن مدیران کارآمد» می توان از یک طرف انگیزه و رقابت کارا بین مدیران را افزایش داد و از طرف دیگر، زمینه شناخت و اطمینان را برای سهامداران شرکت ها به منظور انتخاب مطلوب مدیران فراهم آورد.

البته ناگفته نماند که ایجاد انگیزه در مدیران می‌تواند از راه‌های دیگری نیز صورت گیرد. در اینجا فقط به معرفی شیوه‌های اندازه‌گیری عملکرد شرکت و پرداخت پاداش بر مبنای آن می‌پردازیم.

در کتاب‌های مالی و اقتصادی، معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت معرفی شده‌است؛ معیارهایی مانند سود شرکت، سود هر سهم، نرخ رشد سود شرکت، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت، میزان تولید و فروش و صادرات شرکت و غیره. این معیارها اگر چه مهم‌اند، ولی نمی‌توانند عملکرد واقعی شرکت را اندازه‌گیری کنند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت باید از مفهوم ارزش افزوده اقتصادی استفاده کرد. ارزش افزوده اقتصادی عبارت است از: سود عملیاتی خالص شرکت، منهای هزینه سرمایه به کار گرفته شده در شرکت.

ارزش افزوده اقتصادی هنگامی مثبت است که نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت بیش از نرخ هزینه سرمایه باشد. اگر شرکت سرمایه را با هزینه ۲۰ درصد در سال به دست می‌آورد، باید بتواند آن را با نرخ بازدهی بیشتر از ۲۰ درصد به کار اندازد. به عبارت دیگر، مدیران زمانی استحقاق دریافت پاداش دارند که بتوانند با انتخاب طرح‌های خوب سرمایه‌گذاری، به کارگیری صحیح کلیه امکانات شرکت، جلوگیری از ضایعات، افزایش بهره‌وری نیروی کار و سرمایه، اضافه بر هزینه تهیه سرمایه، سود به دست آورند. برای بهبود میزان ارزش افزوده

بازرس و حسابرس که اظهار می‌کنند صورت‌های مالی نشان‌دهنده وضعیت واقعی شرکت‌اند، اکتفا می‌کنند. بنابراین، به جای این که وارد مباحث مهمی مثل فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، خرید، فروش، استخدام یا تعدیل نیروی انسانی شوند، عملکرد هیئت مدیره را بر مبنای این که آیا فعالیت‌ها به درستی در دفاتر شرکت ثبت شده‌اند یا خیر، قضاوت می‌کنند.

سهامداران برای حصول اطمینان از کارایی مدیران، بازرس قانونی تعیین می‌کنند. متأسفانه بازرس قانونی، وظایف خود را در چارچوب مسئولیت‌های تعیین شده در قانون تجارت انجام می‌دهد و از نظارت دائم بر فعالیت شرکت پرهیز می‌کند. گزارش بازرس قانونی براساس گزارش حسابرس شرکت که چند هفته در شرکت مستقر می‌شود و به حساب‌ها رسیدگی می‌کند، تهیه می‌شود. بنابراین، می‌توان گفت که سهامداران نظارت کاملی بر نحوه کار مدیران در شرکت ندارند و این امکان وجود دارد که مدیران شرکت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، خرید و فروش و تأمین مالی، صرفه و صلاح سهامداران را در نظر نگیرند.

راه دیگر برای هدایت مدیران به رعایت منافع سهامداران، برقراری نظام تشویق و پاداش است. در این سیستم، شیوه‌های صحیح اندازه‌گیری عملکرد شرکت تعیین می‌شود و بر اساس الگوی معینی مدیران تشویق می‌شوند. هدف استفاده از این سیستم، ایجاد انگیزه مالی در مدیران است.

K عددی است بین صفر و یک. اگر K برابر با ۱۰ درصد باشد، در این صورت به مدیران معادل ۱۰ درصد ارزش افزوده اقتصادی پاداش داده خواهد شد. این شیوه پاداش موجب ایجاد انگیزه در مدیران به منظور افزایش هر چه بیشتر ارزش افزوده اقتصادی می شود. در بعضی از شرکت ها به دلیل نوع صنعت، نوع تکنولوژی و سایر امتیازات، ارزش افزوده اقتصادی مثبت است. در این صورت برای تشویق مدیران می توان از فرمول زیر استفاده کرد:

(تغییر ارزش افزوده اقتصادی)  $K_p +$   
 (ارزش افزوده اقتصادی)  $K_p =$  پاداش مدیران  
 $K_p$  و  $K_p$  هر دو  $K_p$  عددی بین صفر و یک هستند. به طور مثال  $K_p$  می تواند برابر ۵ درصد و  $K_p$  برابر ۱۵ درصد باشد. در این فرمول پاداش مدیران نه تنها تابعی از ارزش افزوده اقتصادی است، بلکه تابعی از میزان تغییر ارزش افزوده اقتصادی طی سال گذشته نیز هست.

در مورد آن دسته از شرکت هایی که سهام شان در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است، پاداش مدیران می تواند تابعی از تغییر قیمت سهام شرکت باشد. این شیوه پاداش موجب می شود که مدیران با عملکرد صحیحی که ارائه می دهند، موجبات افزایش قیمت سهام در بازار را فراهم آورند و از این رو به سهامداران خود خدمت کنند.

اقتصادی، مدیران می توانند کارهای زیر را انجام دهند:

۱- سرمایه گذاری در طرح هایی که نرخ بازده آنها بیش از نرخ هزینه سرمایه باشد. در این صورت هر چه حجم سرمایه گذاری بیشتر شود، ارزش افزوده اقتصادی نیز بیشتر خواهد شد.

۲- از رده خارج کردن و فروش آن دسته از دارایی هایی که بازده خوبی ندارند و کمکی به سودآوری شرکت نمی کنند و استفاده از وجوه حاصله به منظور بازپرداخت بدهی ها یا خرید دارایی های پربازده.

۳- بهره گیری کامل از کلیه دارایی ها، امکانات و ماشین آلات شرکت برای تولید کالا و خدمات بیشتر. به عبارت دیگر، مدیران باید مطمئن شوند که هیچ دارایی بلااستفاده و راکدی در شرکت وجود ندارد و از آنها در حد ظرفیت شان استفاده شود.

۴- بهبود کارایی عملیاتی با ایجاد انگیزش در کارکنان به نحوی که تولید سرانه آنها افزایش یابد. همچنین به کارگیری شیوه های علمی برای کاهش ضایعات، بهبود کیفیت کالا و به طور کلی، بهبود حاشیه سود شرکت. بعد از معین شدن ارزش افزوده اقتصادی، پاداش مدیران می تواند متناسب با میزان آن یا متناسب با افزایش میزان آن تعیین شود. به عنوان مثال: (ارزش افزوده اقتصادی)  $K_p =$  پاداش مدیران

کرد که در جهت منافع سهامداران کوشش کنند. اگر بخواهیم مدیران را در زیان حاصل از تصمیمات غلطشان سهیم کنیم، می‌توانیم قسمتی از بسهای سهام را در زمان عقد قرارداد از مدیران بگیریم و مابقی را در زمان استفاده از اختیار خرید وصول کنیم. در این شیوه، اگر به موجب تصمیمات غلط مدیران ارزش سهام کاهش یابد، مدیران نیز زیان خواهند دید.

به طور خلاصه برای این که مشکلات ناشی از تفکیک مدیریت از مالکیت حل شود، ضروری است هم سیستم نظارتی در شرکت‌ها تقویت شود، هم نظام کنونی گزینش مدیران اصلاح شود - و انتخاب مدیران با معرفی انجمن‌های متعدد مدیران که با یکدیگر رقابت نیز دارند صورت پذیرد تا عامل مدیریت در رقابت ارتقا پیدا کند -، هم گزارش‌های ارزیابی کارآمدی مدیران علاوه بر گزارش‌های بازرس قانونی شرکت (با معیارهای مشخص که توسط دولت تعریف و نظارت می‌شود) به مجامع عمومی ارائه و کارکرد مدیران به صورت علمی و فنی نقد و ارزیابی گردد و نهایتاً آن که نظام پاداش مدیران نیز اصلاح گردد. مدیران باید بدانند که اگر کار نادرستی انجام دهند، شناسایی خواهند شد و باید جوابگوی آن باشند و از طرف دیگر، باید مطمئن شوند که در صورت ارائه عملکرد مثبت، پاداش مادی و معنوی مناسبی نیز به آنها داده خواهد شد.

□ □ □

در این باره می‌توان از شیوه‌های زیر استفاده کرد:

**الف - فروش نسبه سهام به مدیران شرکت:** در این شیوه، شرکت سهامی را به نام مدیران خریداری می‌کند و وجه آن را در چند قسط سالانه از مدیران می‌گیرد. به طور معمول، اقساط از محل سود سهام سالانه شرکت به شرطی که مهلت بازپرداخت از سه سال تجاوز نکند، بازپرداخت می‌شود. در این شیوه، مدیران نه تنها کوشش می‌کنند که سود بیشتری به دست آورند، بلکه با دادن اطلاعات به بازار سهام سعی در افزایش ارزش سهام خواهند کرد.

**ب - دادن اختیار خرید سهام به مدیران:** در این شیوه، قراردادی بین شرکت و مدیران منعقد می‌شود که به موجب آن، مدیران حق دارند تعداد معینی از سهام شرکت (به عنوان مثال ۱۰۰۰۰ سهم) را به قیمت مشخصی که در زمان عقد قرارداد تعیین می‌شود، ظرف مهلت معینی مانند دو سال خریداری کنند.

استفاده از این شیوه باعث می‌شود که مدیران برای افزایش سود و بهبود قیمت سهام تلاش کنند. هر چه قیمت سهام در بازار بیشتر شود، ارزش اختیار خرید سهام مدیران بیشتر می‌شود. در این شیوه، مدیران بدون این که سهامدار باشند، از افزایش قیمت سهام منتفع می‌شوند و سعی خواهند