

# درس‌هایی از فروپاشی انرون در زمینه حاکمیت شرکتی

دکتریحیی حساس‌یگانه

عضر هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی

محمد مهدی نادری نوعینی

دانشجوی دکتری حسابداری

## آغاز سخن

این عقیده که تمام دنیا باید رژیم حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> را از ایالات متحده بیاموزند، با فروپاشی شرکت انرون<sup>۲</sup> و به دنبال آن شرکت‌های ورلداکام<sup>۳</sup>، تایکوا اینترنشنال<sup>۴</sup>، آدلفیا کمیونیکیشن<sup>۵</sup>، گلبال کراسینگ<sup>۶</sup>، کونست کمیونیکیشن<sup>۷</sup>، کمپیوتر اسوشی ایتس<sup>۸</sup>، آرتوراندرسن<sup>۹</sup> و... به سرعت ناپدید شد. سقوط انرون به عنوان بزرگترین ورشکستگی در تاریخ امریکا، منجر به بیکاری هزاران کارمند و از بین رفتن پس‌انداز‌هایی گردید که در سهام شرکت مذکور سرمایه‌گذاری شده بود.

در ۱۶ اکتبر سال ۲۰۰۱، شرکت انرون از معروف‌ترین شرکت‌های فعال در حوزه انرژی، مبلغ ۱/۰۱ میلیارد دلار هم‌زینه غیرمستمر ناشی از شکست یکسری سرمایه‌گذاری‌های خاص شرکت را اعلام کرد<sup>۱۰</sup>. کن‌لی<sup>۱۱</sup> رئیس هیات مدیره و مدیرعامل شرکت با اشاره به چشم‌انداز روشن و اطمینان به رشد مجدد سودآوری شرکت، سعی در آرام کردن سرمایه‌گذاران کرد، مع‌هذا هزینه مذکور منجر به انعکاس بیش از ۶۰۰ میلیون دلار زیان در صورت‌های مالی سه‌ماهه سوم شرکت شد. زیان مذکور تعجب فعالان و استریت<sup>۱۲</sup> را برانگیخت. به‌ویژه وقتی که مشخص شد ۳۵ میلیون دلار از زیان مذکور در نتیجه معامله با شرکتی می‌باشد که توسط اندره اس فستو<sup>۱۳</sup> مدیر مالی شرکت اداره می‌شده است.

اخبار بد منتشر شده، افشای اطلاعات روابط مالی مبین وجود تضاد منافع، تحقیق و تفحص کمیسیون بورس و اوراق

بهادار و سقوط سهام شرکت از بالای ۳۰ دلار به ۲۰ دلار موجب ایجاد بحران در شرکت شد. بسیاری از شرکای تجاری شرکت به دلیل احساس وجود ریسک اعتباری، از معامله با آن امتناع کردند. انرون به منظور رفع بحران بناچار سعی کرد با رقیب هم‌شهری خود داینرجی<sup>۱۴</sup> ادغام شود. در ۸ نوامبر، خبر بد دیگری در بازار منتشر شد. ارائه مجدد سودهای مربوط به سال‌های ۱۹۹۷ به بعد در صورت‌های مالی فصلی شرکت منجر به کاهش ۲۰ درصدی (۵۸۶ میلیون دلار) سودهای مزبور شد. قسمت عمده کاهش مذکور در نتیجه حسابداری نادرست معاملات شرکت با شرکت‌هایی بود که توسط مدیران خود شرکت اداره می‌شدند. صورت‌های مالی مذکور منجر به افشای اطلاعات روابط ناصحیح مالی انرون با شرکت‌های مزبور گردید.

گزارش مذکور، تیر خلاصی بر انرون بود. داینرجی از ادغام با انرون منصرف و در دوم دسامبر، نزدیک به ۶ هفته بعد از اولین بحران، انرون وارد ورشکستگی شد. واقعه مزبور بسیار عجیب بود. تا یکسال قبل با توجه به میزان معاملات، انرون هفتمین شرکت بزرگ بورس امریکا بود. نزدیک به یکسال پیش قیمت سهام شرکت به ۹۰ دلار رسیده بود و ارزش بازار شرکت بالغ بر ۸۰ میلیارد دلار و از این شرکت به عنوان یکی از تحسین‌برانگیزترین شرکت‌های بورس یاد می‌شد و مدیرعامل شرکت به محرم راز رئیس جمهور آمریکا معروف بود.

سقوط انرون منجر به تحقیق و تفحص توسط کمیته مخصوص هیات مدیره، کمیسیون بورس و اوراق بهادار،

مورد مذکور منجر به بروز سوالاتی در زمینه تغییر سمت و سوی طرح‌های بازنشستگی از طرح‌هایی با بازده ثابت به طرح‌های مشارکتی شد که منجر به انتقال ریسک به کارکنان می‌گردید. (گردن، ۲۰۰۲)

#### کارایی بازار و استقلال حسابرسان

بر اساس فرضیه بازار کارا، منابع اطلاعاتی متعددی در بازار وجود دارد. منابع مذکور دائماً بازار را تغذیه می‌کنند بنابراین هرگونه اطلاعات و انتظارات جدید نظیر نوسان‌های موقتی، بازنشستگی کارکنان، تغییر مدیریت به سرعت در بازار منتشر می‌شود و سرمایه‌گذاران انتظارات خود را تعدیل می‌کنند. در نتیجه، قیمت سهام تعدیل می‌گردد و قیمت سهام منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری در سهام، یک بازی منصفانه<sup>۱۶</sup> است و امکان کسب بازده‌های غیرعادی (یک شبه پولدار شدن) در بازار کارا وجود ندارد. بنابراین نوعی مصونیت<sup>۱۷</sup> برای فعالان معمولی ایجاد می‌شود. آنها می‌توانند به بازار تکیه کنند و مطمئن باشند قیمت سهام منعکس‌کننده تمام اطلاعات است زیرا به اندازه کافی کارشناس و تحلیل‌گر خبره در بازار وجود دارد و هرگونه تعدیل قیمت ناشی از ورود اطلاعات جدید با توجه به ارزیابی این افراد از اطلاعات جدید صورت می‌گیرد. (اسکات، ۱۹۹۷، ۶۸-۶۹).

اگر چه فرضیه بازار کارا، فرضیه مفیدی در تبیین عملکرد بازارهای سرمایه توسعه یافته است معه‌ذا تکیه بر این فرضیه، به‌منظور تدوین سیاست‌ها، نیازمند آگاهی از محدودیت‌ها و همچنین قدرت و توانایی‌های آن است. سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷ که همچون یک نوسان تصادفی بود، نشانه‌ای از این محدودیت‌ها است. لذا نمی‌توان ادعا کرد قیمت سهام همواره بهترین برآورد از جریان‌های نقدی آتی است. افزایش سهام انرون، نشان از ناتوانی بازار دارد. ناتوانی بازار در ارزیابی صحیح شرکت، نشانه‌ای از شکست بازار است. چطور ممکن است شکافی بدین اندازه بین قیمت و ارزش ذاتی سهام وجود داشته باشد در حالی که در بازار ناظران متعددی شامل گروه‌های کثیری از تحلیل‌گران مالی فعال بودند. اینکه ساختار مالی انرون بسیار پیچیده بود و قسمت عمده‌ای از فعالیت‌های انرون در ترازنامه منعکس نمی‌شد و تنها به‌صورت مرموزی در یادداشت‌های توضیحی به آنها اشاره می‌شد، کاملاً مشهود

دادگستری، ۶ کمیته از کنگره و شکایات متعددی توسط سهامداران شرکت شد. نتایج بررسی‌های کمیته هیات مدیره مشخص کرد که بخش قابل ملاحظه‌ای از سود چهارسال گذشته شرکت، دستکاری شده است. انگشت اتهام به سمت مدیران ارشد شرکت، آرتور اندرسن حسابرس شرکت، هیات مدیره، کمیته‌های نظارتی مختلف شرکت و موسسه حقوقی وینسن والکینز<sup>۱۵</sup> بود که رفع و رجوع معاملات بحث‌برانگیز شرکت را برعهده داشتند. شرکت نه تنها اقدام به دستکاری صورت‌های مالی خود کرده بود بلکه فعالان داخلی آشکارا به‌رغم اعلام صحت و سلامت وضعیت مالی شرکت اقدام به فروش سهام و حق امتیازهای خود کرده بودند. این در حالی بود که کارمندان رده پایین شرکت قادر به فروش سهام خود نبودند که در قالب طرح‌های بازنشستگی سرمایه‌گذاری گردیده بود. مورد اخیر منجر شد تا ورشکستگی انرون، جنبه سیاسی پیدا کند.

مورد انرون را می‌توان از جنبه‌های مختلفی بررسی کرد. برای مثال، واقعه مذکور بسیاری از عقاید و بحث‌هایی نظیر تحصیل و جذب را به چالش کشاند که از دهه ۸۰ به این سمت سنگ بنای بحث‌های حاکمیت شرکتی بودند. واقعه مذکور منجر به بروز بحث‌های متعددی در زمینه ارتباط قیمت سهام و واقعیت‌های اقتصادی، قابلیت اعتماد حسابرسان مستقل، استانداردهای گزارشگری مالی، افشای اطلاعات، کارایی حاکمیت شرکتی در کنترل عملکرد مدیریت، کاربرد اختیار خرید سهام در همسو کردن منافع مالکان و مدیران و مفید بودن طرح‌های مالکیتی کارکنان به عنوان محرک و طرح‌های پاداش شد.

در این مقاله، سعی شده ۴ مورد از مهم‌ترین مباحث موجود در زمینه حاکمیت شرکتی مورد بحث قرار گیرد که ورشکستگی انرون به چالش کشاند:

- ۱- ورشکستگی انرون منجر به بروز سوالاتی در مورد کارایی بازار و استقلال حسابرسان شد زیرا قیمت سهام شرکت به‌رغم شواهد متعدد، مبین کاهش استقلال حسابرسان مستقل به میزان سرسام‌آوری افزایش یافته بود.
- ۲- ورشکستگی انرون، سازوکار حاکمیت شرکتی متکی بر نظارت هیات مدیره را زیر سوال برد.
- ۳- ورشکستگی انرون، مفید بودن استفاده از اختیار خرید سهام در طرح‌های پاداش مدیریت را زیر سوال برد.
- ۴- ورشکستگی انرون، مناسب نبودن طرح‌های بازنشستگی سهام محور را هویدا ساخت. به عبارت دیگر،

بود و به طور گسترده در میان تحلیل‌گران مالی بحث می‌شد. هیچکس در خارج از انرون، شرایط مالی انرون را واقعاً درک نمی‌کرد. البته همه می‌دانستند که نمی‌دانند چنانکه تحلیلگر مالی می‌گوید: "انرون سهمی بود که همه به آن اعتقاد داشتند. با این وجود این پیچیدگی‌ها و ابهامات عمدی معمولاً منجر به شک و نه اعتقاد می‌شود. انرون می‌توانست اطلاعات بیشتری افشا کند ولی نمی‌کرد. چیزی که از آن استنباط می‌کردیم این است که انرون یک راز دارد، یک اکسیر پول‌ساز که قابل افشا نیست. (گردن، ۲۰۰۲)

در اواخر اکتبر سال ۲۰۰۱، مدت زمان کوتاهی قبل از اعلام ورشکستگی انرون، ارزیابی ۱۵ شرکت از ۱۶ تحلیلگر مالی پوشش‌دهنده انرون نسبت به سهم مذکور پیشنهاد خرید<sup>۱۸</sup> یا تاکید بر خرید<sup>۱۹</sup> بود. این در حالیست که حتی تحلیلگری نیمه هوشیار با توجه به اینکه ماه‌ها قبل در ۳۱ دسامبر سال ۲۰۰۰ قیمت انرون ۷۰ برابر سودآوری و ۶ برابر ارزش دفتری آن و همچنین بازده سالیانه شرکت ۸۹ درصد (۹ درصد پایین‌تر از بازده سال قبل) بوده است، نسبت به متورم بودن قیمت سهم شک می‌کند. (کافی، ۲۰۰۴)

ممکن است ادعا شود صحت و سلامت صورت‌های مالی انرون توسط حسابرس خوش‌نام و با اعتباری به نام موسسه آرتور اندرسن گواهی شده بود و اهمال این موسسه دور از انتظار بوده است. اما در حقیقت، اهمال موسسه آرتور اندرسن قابل پیش‌بینی بود. این حقیقت که این موسسه در نتیجه سهل‌انگاری در حسابرسی اعتبار خود را از دست خواهد داد. برای اتکا بر اظهار نظر آن کافی نبود. مسلماً افرادی که در دهه ۸۰ شاهد وام‌هایی بودند که در معاملات اهرمی توسط بانک‌های تامین سرمایه<sup>۲۰</sup> تشنه کسب حق‌الزحمه پرداخت می‌شد تصدیق می‌کنند کارهای انجام شده در شرکت در عمل، همواره منطبق بر آنچه نیست که شرکت بر اساس منطق باید انجام دهد. اعتبار موسسه آرتور اندرسن قبل از سقوط انرون به نحو قابل ملاحظه‌ای به خطر افتاده بود زیرا اولاً شرکت استقلال خود را به میزان زیادی از دست داده بود و ثانیاً سیستم کنترل‌های داخلی شرکت به اندازه کافی قوی نبود تا جلوی انحراف شرکاء را بگیرد.

بحث‌های زیادی در مورد مشکلات ناشی از ارائه خدمات مشاوره توسط حسابرسان به شرکت‌های تحت حسابرسی مطرح شده است. مثلاً یک ضرب‌المثل معروف می‌گوید در بازی بیس‌بال، توپ‌زن باید نگران داور باشد

که به پرتاب‌کننده توپ، بیمه عمر فروخته است. مهم‌ترین ضمانت حفظ استقلال حسابرسان، آن است که اخراج آنان توجه بازار را جلب می‌کند. این یک واقعه مهم است و در فرم ۸k افشا می‌شود. اخراج حسابرس، کنجکاوی بازار را برمی‌انگیزد و بررسی‌های ناشی از کنجکاوی‌های مذکور می‌تواند عواقب سنگینی برای مدیریت داشته باشد. ضمانت مذکور در صورت ورود حسابرس به حوزه مشاوره، به شدت خدشه‌دار می‌گردد. البته این بدین دلیل نیست که منافع حسابرس در شرکت تحت حسابرسی افزایش یافته است و در صورت اخراج، حسابرس این منافع را از دست خواهد داد و البته بدین دلیل نیز نیست که در صورت امکان ارائه خدمات مشاوره، تمایل حسابرس به راضی نگه‌داشتن مشتریان افزایش می‌یابد تا مشتریان راغب به خرید خدمات مذکور گردند. دلیل اصلی خدشه‌دار شدن استقلال حسابرس در صورت ارائه خدمات مشاوره آن است که در این حالت، یک اهرم فشار نامرئی برای همسو کردن حسابرس با اهداف شرکت وجود دارد. زیرا در صورت عدم همکاری حسابرس، قرارداد مشاوره منقذ نمی‌شود و برعکس. این مورد برخلاف اخراج کردن به روشنی افشا نمی‌شود. حتی در صورت افشای مبلغ قرارداد، سرمایه‌گذاران تصویر روشنی از رابطه دوطرف (حسابرس و شرکت) نخواهند داشت زیرا افشای قراردادها، فعلی، راهنمای مناسبی جهت تعیین مجموع قراردادهای احتمالی آتی نیست. از سوی دیگر، ارائه خدمات مشاوره باعث ایجاد فضایی می‌گردد که در آن اعتبار اظهار نظر حسابرس از بین می‌رود زیرا هرگونه فعالیت حسابرس در جهت منافع شرکت، تحسین شرکت را برمی‌انگیزد فلذا حسابرس با تکیه بر داشتن حرفه‌ای خود سعی در تفسیر قواعد حسابداری و واقعیات به نفع شرکت می‌کند. با یک نگاه افراطی در این حالت حسابرس تبدیل به بخشی از تیم مدیریتی شرکت می‌شود<sup>۲۱</sup>. اما تمام موارد مذکور برای سرمایه‌گذاران خبره و ماهر آشکار بود. نزول آشکار اعتبار موسسه آرتور اندرسن در شرکتی نظیر انرون با آن فرایند حسابداری پیچیده و مبهم باید مانع از رشد قیمت سهام شرکت مذکور می‌شد. (گردن، ۲۰۰۲)

اما عامل دیگر موجب کاهش اعتبار موسسه آرتور اندرسن، ضعف سازوکارهای سیستم کنترل‌های داخلی این موسسه در کنترل رفتار شرکای دفاتر مختلف شرکت بود. ۵۵ شرکای دفتر هوستن<sup>۲۲</sup> موسسه آرتور اندرسن، وظیفه ارائه

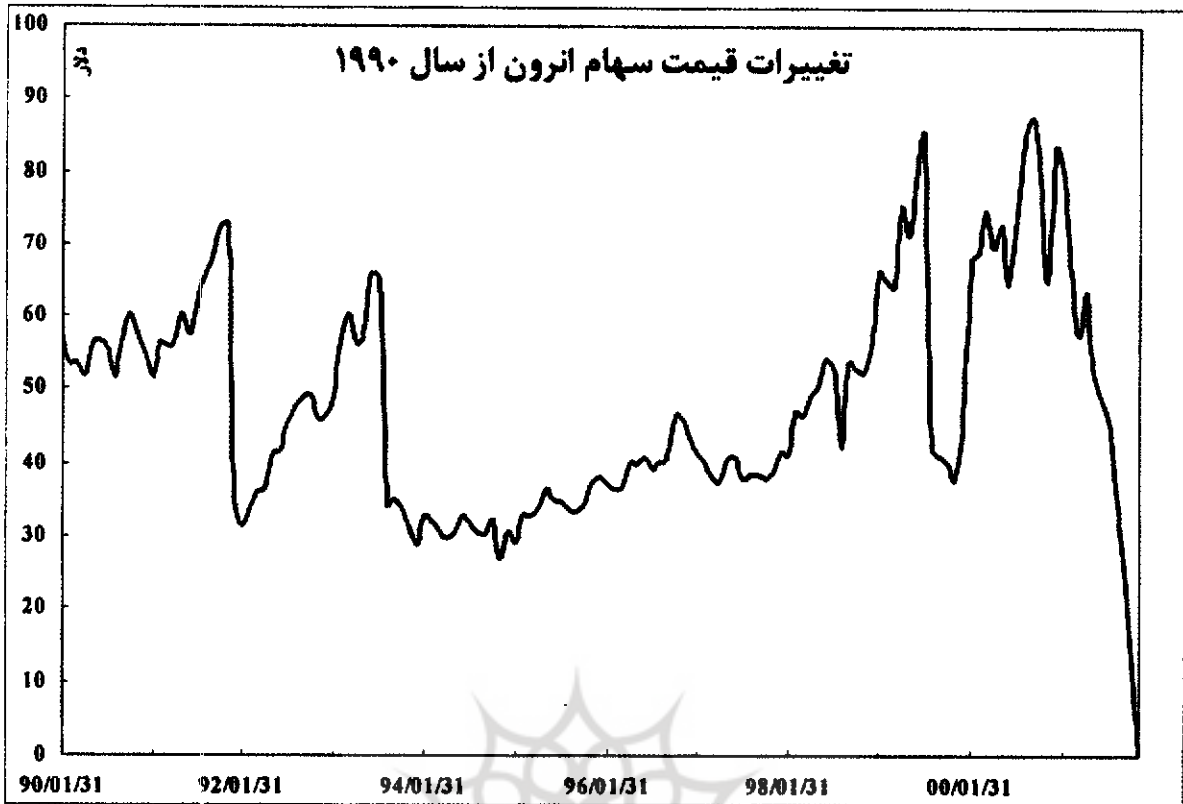
می‌افزود، قیمت سهام شرکت در حال اوج گرفتن بود. چطور می‌توان کاهش قیمت سهام انرون را طی سال ۲۰۰۱ به‌رغم رشد پایدار سودآوری شرکت در طی آن سال تفسیر کرد؟ قیمت سهام که در حدود ۸۰ دلار در ماه‌های ژانویه و فوریه بود به ۶۰ دلار در مارس و آوریل، ۵۰ دلار در تابستان و ۴۰ دلار در نزدیکی پاییز کاهش یافت. در حالی که با توجه به رشد ۱۸ و ۳۲ درصدی سود هر سهم شرکت در سه‌ماهه اول و دوم سال ۲۰۰۱، سودآوری شرکت از وضعیت مناسبی برخوردار بود. شاید نشت اطلاعات از افرادی که مدارکی در مورد وضعیت شکننده شرکت و کمیابگری مدیر مالی آن داشتند یا فشار خریداران مشکوک منجر به بروز این حالت گردید. اما تمام این موارد مخالف فرضیه بازار کارا است. به‌طور کلی، مورد شرکت انرون با فرضیه بازار کارا تناقض دارد. شاید تنها دلیل قانع‌کننده برای توضیح بروز این وضعیت، اتکا بازار بر اظهار نظر موسسه آرتور اندرسن بوده است. به‌رغم اینکه بازار می‌دانست این اظهار نظر قابل اتکا نیست. (گردن، ۲۰۰۲)

#### حاکمیت شرکتی هیات مدیره محور<sup>۲۵</sup>

روش‌های متعددی برای تعریف حاکمیت شرکتی وجود دارد که در طیفی از تعاریف محدود و متمرکز بر شرکت‌ها و سهامداران آنها تا تعاریف جامع و در برگیرنده مسئولیت پاسخ‌گویی شرکت‌ها در برابر تمام ذی‌نفعان و اجتماع قرار می‌گیرند. با این وجود، می‌توان براساس تعریفی عمومی، حاکمیت شرکتی را نظامی نامیده که شرکت‌ها با آن هدایت و کنترل می‌شوند. پس در این میان، جایگاه هیات مدیره شرکت به عنوان نهاد هدایت‌کننده بیش از پیش اهمیت می‌یابد زیرا نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران برعهده دارد، بدین ترتیب، رمز موفقیت شرکت در گروهی هدایت مطلوب آن است به‌گونه‌ای که می‌توان ادعا کرد راز جاودانگی شرکت‌های معروف و خوش‌نام در برخورداری آنها از یک هیات مدیره موثر و کارا نهفته است. هیات مدیره شرکت، قلب آن محسوب می‌شود. (حساس‌یگانه و باغومیان، ۱۳۸۵)

وجود هیات مدیره در شرکت در بسیاری از کشورها معمول است. به‌رغم آنکه گروه‌های متعددی وظیفه حمایت از منافع سهامداران را برعهده دارند ولی این وظیفه به‌طور اخص برعهده هیات مدیره نهاده شده است. هیات مدیره نیز سعی می‌کند وظایف استخدام، اخراج، نظارت و تعیین

خدمات به شرکت انرون را برعهده داشتند و پاداش شرکای دفتر مذکور به میزان قابل ملاحظه‌ای به حق‌الزحمه خدمات حسابرسی و مشاوره آنها بستگی داشته است. اگر چه انرون در مقایسه با خود موسسه اندرسن خیلی بزرگ نیست چرا که تعداد شرکتهای مورد رسیدگی موسسه آرتور اندرسن در سال ۲۰۰۱ بالغ بر ۲۳۰۰ شرکت می‌گردید و ۱۰۰ میلیون دلار حق‌الزحمه دریافتی موسسه آرتور اندرسن از شرکت انرون، اگر چه در نگاه اول مبلغ قابل ملاحظه‌ای است، اما تنها حدود ۱ درصد از کل درآمد ۹ میلیارد دلاری موسسه حسابرسی آرتور اندرسن را تشکیل می‌داد که درصد قابل ملاحظه‌ای نیست. (کافی، ۲۰۰۴) ولی شرکت انرون برای شرکای دفتر هوستن بزرگ‌ترین مشتری و شاید تنها مشتری مهم بود. تمام موارد مطروحه در ارتباط با استقلال موسسه آرتور اندرسن، به نحوه قابل ملاحظه‌تری در دفاتر موسسه آرتور اندرسن نمود می‌یابد. به‌رغم آن که برای حسابرسی نظیر موسسه اندرسن که دارای دفاتر متعددی در سراسر جهان هستند، نگاه به هر دفتر به عنوان یک مرکز سود و گره‌زدن بخشی از پاداش آن دفتر به درآمد آن دفتر معقول به نظر می‌رسد. اما عواقب بعدی مربوط به تهدید استقلال شرکا و ریسک ناشی از به‌خطر افتادن شهرت کل موسسه، کاملاً مشهود است بنابراین وجود سازوکار کنترلی قوی می‌طلبد. تضاد بین منافع ناشی از حفظ شهرت اندرسن و سود ناشی از حفظ رابطه با انرون منجر به بروز خطر اخلاقی<sup>۲۳</sup> در دفتر هوستن شده بود. به منظور جلوگیری از خطر مذکور، حداقل دو راهکار کنترلی قابل اعمال بوده است. اولاً یک بازرس کل داخلی می‌توانسته قضاوت‌های حرفه‌ای شرکای فعال در دفاتر مختلف از جمله دفتر هوستن را مورد بررسی قرار دهد. (یعنی فعالیت حسابرسی شرکای دفاتر، مورد حسابرسی قرار می‌گرفت.) ثانیاً مشابه روال معمول در شعب بانک‌ها که کارکنان بین شعب جابه‌جا می‌شوند، شرکای دفاتر نیز جابه‌جا می‌شدند. نه تنها هیچ یک از راهکارهای پیشگفته استفاده نگردید بلکه هیچ راهکار دیگری نیز توسط موسسه آرتور اندرسن مورد استفاده قرار نگرفت. با توجه به فرضیه بازار کارا و با عنایت به اینکه عدم وجود سیستم کنترل‌های داخلی مناسب بر کسی پوشیده نبوده است، انتظار می‌رفت کاهش اعتبار اظهار نظر موسسه آرتور اندرسن در قیمت سهام منعکس گردد ولی در طی دورانی که انرون به تعداد شرکای خارج از ترازنامه خود و شرکت‌های با اهداف خاص<sup>۲۴</sup> خود



منبع: نمودار فوق با توجه به اطلاعات موجود در سایت‌های زیر تهیه گردیده است:

[www.somyale.edu/faculty/2c25/Investments/Enronvase-Fundamentaldata.xls](http://www.somyale.edu/faculty/2c25/Investments/Enronvase-Fundamentaldata.xls)

[www.unav.es/ecoprof/jgomezbis/data\\_problem\\_set3.xls](http://www.unav.es/ecoprof/jgomezbis/data_problem_set3.xls)

مدیره به عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی باشد ولی می‌تواند نقاط ضعف را هویدا سازد. هیات مدیره شرکت انرون بر روی کاغذ بسیار پر زورق و برق بود. از ۱۴ عضو هیات تنها ۲ عضو از کارکنان شرکت بودند. بسیاری از اعضا، دارای تجربیات مرتبط نظیر حسابداری، مدیریت و حقوق بودند. اما در عمل هیات مدیره، در بسیاری از مسائل اصلی ناکارآمد بود. استقلال اعضا به دلیل سابقه طولانی خدمت کمرنگ شده بود. شکاف بین آنچه هیات مدیره انرون می‌دانست با آنچه که باید می‌دانست بسیار فراتر از فاصله ارزش ذاتی و بازار سهام بود. اوضاع شرکت بسیار مساعد به نظر می‌رسید. هیات مدیره همواره از اوضاع مناسب و چشم‌انداز روشن شرکت سخن می‌گفت به نحوی که احتمال انجام اعمال غیراخلاقی و تضاد منافع به فکر هیچ‌کس خطور نمی‌کرد. شک و تردید و تحقیق و تمحص با فرهنگ مدیریت بیگانه بود.

شکست هیات مدیره شرکت را می‌توان در کاهش قابل ملاحظه استقلال اعضا جستجو کرد. فرایند انتخاب اعضا به‌گونه‌ای بود که مدیرعامل در پشت پرده، نقش قابل

پاداش مدیریت را با توجه به هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران به نحو احسن ایفا کند. اگر چه از نقطه نظر نظری وجود هیات مدیره از سازوکارهای حاکمیت شرکتی است معهذرا در عمل تاثیر آن چندان روشن نیست. از جمله دلایلی که منجر به کمرنگ شدن نقش هیات مدیره به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌گردد می‌توان به این موارد اشاره کرد:

- برخی از گروه‌هایی که هیات مدیره وظیفه نظارت بر آنها را برعهده دارد، در هیات مدیره عضویت دارند و گاهی اکثریت هیات مدیره را نیز تشکیل می‌دهند.
- در بسیاری از موارد مدیرعامل شرکت، ریاست هیات مدیره شرکت را نیز برعهده دارد.
- معمولاً فرایند انتخاب اعضای هیات مدیره به‌گونه‌ای است که مدیریت در تعیین اعضای هیات مدیره تاثیرگذار است. (دنیس و مک‌کانال، ۲۰۰۳)

ورشکستگی انرون، نمونه مسلمی از شکست حاکمیت شرکتی هیات مدیره محور است. اگر چه یک نمونه نمی‌تواند دلیلی برای اعلام حکم در مورد عدم کارایی هیات

گرفته‌اند. عدم کاندیدا کردن مجدد یکی از اعضای سابق هیات مدیره (مشابه اخراج حسابرس) بسیار سوال‌برانگیز است و ممکن است باعث تحریک کنجکاوی بازار گردد. در حالی که مواردی نظیر عدم کمک خیریه یا استفاده از خدمات مشاوره به چشم نمی‌آید بنابراین مدیریت ارشد ممکن است از موارد مذکور، به عنوان اهرم فشار نامرئی بر روی اعضای هیات مدیره استفاده کند. در مجموع با توجه به احتمال خدشه‌دار شدن استقلال اعضای هیات مدیره در نتیجه موارد پیشگفته به نظر می‌رسد کمک‌های خیریه و سایر پرداخت‌هایی باید حذف گردد که از جانب اعضای هیات مدیره صورت می‌گیرد. (گردن، ۲۰۰۲)

#### طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام

سیستم‌های حاکمیت شرکتی با سرعت خیره‌کننده‌ای در دو دهه پایانی هزاره دوم تغییر یافتند. تا قبل از سال ۱۹۸۰، نگرش به شرکت‌های سهامی برپایه نظریه سرمایه‌داری مدیریتی<sup>۲۷</sup> بود که به شرکت به‌عنوان یک بوروکراسی متورم می‌نگریست و معتقد بود شرکت تنها منجر به حداکثرسازی فروش، رشد و اندازه می‌شود ولی تاثیری بر روی سود یا قیمت ندارد. نویسندگان دانشگاهی آن دوران به شرکت‌ها به چشم واحدهایی می‌نگریستند که در جستجوی ایجاد آسمانخراش بودند و به جای آنکه به دنبال حداکثرسازی سود باشند تنها به کسب سود راضی می‌شدند. مدیران به دنبال تامین منافع گروه‌های متعددی بودند و اولییتی برای منافع سهامداران قائل نبودند. این راهبرد با مواردی نظیر تمایل مدیریت به افزایش امنیت و منافع خود تشدید می‌شد. برای نمونه، سرمایه‌گذاری‌های مختلط<sup>۲۸</sup> یکی از اقداماتی بود که در جهت منافع مدیران از طریق کاهش ریسک ناتوانی پرداخت دیون صورت می‌گرفت. سرمایه‌گذاری‌های مذکور منجر به ایجاد پرتفوی بزرگ ولی نامرتب شد که شرکت‌های عضو در صورت نیاز به یکدیگر کمک می‌کردند. مدیران از مالکان جدا شده بودند و با سهامداران همچون دیگر گروه‌های ذی‌نفع برخورد می‌کردند. با ظهور پدیده قبضه مالکیت (تصاحب)<sup>۲۹</sup> در دهه ۸۰، توازن موجود بر هم خورد. اگر چه قبضه مالکیت در سال‌های قبل نیز وجود داشت اما از سال ۱۹۸۳ به بعد بود که قبضه مالکیت‌ها از محل اوراق قرضه بنجل تامین مالی می‌شد. این روش تامین مالی باعث شد هلدینگ‌های مختلط که تا قبل از آن به مثابه

ملاحظه‌ای داشت بنابراین، فشار اعضا بر روی مدیریت ارشد ممکن بود احتمال کاندیدا شدن مجدد آنها را کاهش دهد. برای رفع این مشکل، استفاده از مدیران امین<sup>۲۶</sup> که نحوه انتخاب و طرح‌های پاداش آنها متفاوت است، می‌تواند مفید باشد (برای مثال، افرادی که توسط کارکنان شرکت کاندیدا می‌شوند). مهم‌ترین تصمیمات هیات مدیره شامل تصمیم در مورد راهبر کلی یا مدیران اجرایی ارشد است. ممکن است به نظر برسد مدیران امین نمی‌توانند در این موارد کمک بسزایی کنند. اما مدیران امین مانع انجام این وظایف نمی‌شوند چرا که آنها نیز در نهایت توسط سهامداران انتخاب شده و نسبت به آنها پاسخگو هستند و در مواقعی که استقلال سایر اعضا از بین می‌رود می‌توانند منافع سهامداران را حفظ کنند. بهتر است این روش را با روش‌های معمول مورد استفاده، مقایسه کنیم. یک روش ایجاد بدهی برای اعضای هیات در صورت عدم انجام صحیح وظایفشان است. این روش از طرق مختلفی نظیر توسعه دامنه مواردی قابل اعمال است که مدیر مشمول جریمه است و محدود کردن مواردی که مدیر تبرئه می‌شود روش دیگر، جریمه کردن اعتبار مدیران است برای مثال، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده، مقرراتی وضع کند که افرادی که در انجام مأموریت خود در شرکتی قصور نموده‌اند، نتوانند در دیگر شرکت‌های بورسی عضو هیات مدیره شوند.

همان‌طور که مشاهده می‌کنیم گام اول در پیاده‌سازی راهکارهای پیشگفته، تشخیص کوتاهی و قصور اعضای هیات مدیره است تا در مرحله بعد، جرائم نقدی باشد یا اعتباری اجرا شود. از سوی دیگر، موارد مذکور ممکن است به صورت مانعی برای افراد واجد شرایط که می‌خواهند وارد این حوزه (عضویت در هیات مدیره)، شوند. در حالی که مدیران امین، یک رویکرد ساختاری است که باعث حمایت از وظایف اعضای هیات مدیره می‌گردد و در واقع گامی به جلو در جهت تکامل تدریجی نظارت هیات مدیره است. علاوه بر مورد پیشگفته، استقلال اعضای هیات مدیره ممکن است در نتیجه وجود یکسری تضاد منافع نامرئی بین اعضای هیات مدیره و سهامداران از بین برود. برای نمونه، شرکت ممکن است به سازمان‌هایی کمک خیریه کند که توسط اعضای هیات مدیره معرفی گردیده‌اند یا در دریافت خدمات مختلف نظیر خدمات مشاوره به شرکت‌هایی مراجعه نماید که توسط اعضای هیات مدیره معرفی

سوی طرح‌های پاداش کمک کردند. سرمایه‌گذاران نهادی استفاده از طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام را برای همسو کردن مدیران با اهداف خود بیش از پیش استفاده کردند. کنگره نیز از طریق وضع سقف برای پاداش‌های نقدی ناخودآگاه موجب تسریع این فرایند گردید. ابعاد این تغییر با مطالعه تفاوت بین طرح‌های پاداش اوایل دهه ۹۰ و اواخر دهه مزبور آشکار می‌گردد. در حالی که در سال ۱۹۹۰ تقریباً تنها ۵ درصد از کل طرح‌های پاداش از اوراق بهادار مالکیتی تشکیل می‌شد. در سال ۱۹۹۹ این نسبت به ۶۰ درصد افزایش یافت. فرایند قانون‌زدایی که در دهه ۹۰ رخ داد نیز باعث تسریع استفاده از طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام شد. تا قبل از سال ۱۹۹۱ براساس قانون مصوب ۱۹۳۴ کمیسیون بورس و اوراق بهادار، مدیران اجرایی باید حداقل ۶ ماه اوراق بهادار ناشی از استفاده از اختیار خرید سهام را نگهداری می‌کردند. در سال ۱۹۹۱، کمیسیون بورس و اوراق بهادار دوره زمانی مذکور را به دوره زمانی نگهداری اختیار خرید سهام مرتبط ساخت. بدین معنی که اگر اختیار خرید سهام برای بیش از ۶ ماه نگهداری شده بود، سهام ناشی از اعمال آن بلافاصله قابل فروش بود لذا سهام حاصل از تبدیل اختیار خرید سهام، از آنجا که معمولاً اختیار خرید سهام برای یک دوره زمانی چند ساله نگهداری می‌شود، بلافاصله بعد از تبدیل قابل فروش است (کافی، ۲۰۰۴).

بحران انرون، طرز نگاه‌ها به طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام را نیز تغییر داد. اگر چه طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام، به منظور کاهش کل نمایندگی مورد استفاده قرار می‌گیرد معهداً هیچکس سطح بهینه این طرح‌ها را نمی‌داند استفاده از طرح‌های مزبور جهت رسیدن به اهداف متعددی است که هر یک از آن اهداف سطح مشخصی از طرح‌های مزبور را می‌طلبد. از سوی دیگر، سطح بهینه طرح‌های مزبور به منحنی مطلوبین مدیریت نیز بستگی دارد که تحت تاثیر موارد مختلفی نظیر ثروت مدیریت است لذا طرح باید بین اهداف مختلف توازن برقرار کند. همچنین باید توجه کرد این عقیده که بازار خود سطح بهینه را تعیین می‌کند، انتظاری دور از واقعیت است. در مجموع با افزایش میزان این طرح‌ها همان‌طور که در شرکت انرون مشاهده شد، دو مشکل بروز می‌کند:

● تقلب مدیریت

● افزایش ریسک‌پذیری مدیریت

امپراطوری‌هایی بزرگ بودند به هدف‌های خوبی جهت قبضه مالکیت تبدیل شوند زیرا ممکن بود از طریق خرد کردن هلدینگ، سود بالایی عاید خریداران شود. شرایط پیشگفته منجر به تغییر در طرح‌های پاداش گردید. اگر چه تغییر مذکور در آن زمان چندان مهم به نظر نمی‌رسید ولی اهمیت آن در حال حاضر کاملاً مشهود است. شرکت‌هایی که شرکت‌های دیگر را قبضه مالکیت کرده بودند بعد از انتصاب مدیران جدید باید آنها را در جهت بالا بردن ارزش شرکت ترغیب می‌کردند. بنابراین در طرح‌های پاداش، درصد بیشتری از سهام شرکت به مدیریت اعطا می‌شد (کافی، ۲۰۰۴) در نتیجه گرایش به استفاده از طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام نظیر اختیار خرید سهام به‌طور روزافزونی افزایش یافت. علت استفاده از طرح‌های مزبور نیاز به همسو کردن دیدگاه‌های مدیران و مالکان بود. دیدگاه مدیران و مالکان در مورد ریسک واحد تجاری متفاوت است. مدیران تمام قوای خود را در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند بنابراین ریسک‌گریزند<sup>۳۰</sup>. در حالی که مالکان معمولاً پرتفویی از سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند و نسبت به ریسک بی تفاوت<sup>۳۱</sup> هستند. در نتیجه، مدیران ممکن است طرح‌هایی با ریسک کم را انتخاب کنند در حالی که انتخاب مزبور ممکن است چندان مطلوب سرمایه‌گذاران نباشد. طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام، این مشکل را حل کرد. طرح‌های مزبور، محرکی است که مدیریت را به استفاده از معیارهای سخت‌تر ترغیب می‌کند که باعث افزایش موفقیت و کاهش ریسک شرکت می‌گردد ولی برای مدیریت، محدودیت‌ها و دشواری‌هایی را ایجاد می‌کند. برای نمونه، ممکن است شرایط اقتضا می‌کند که مدیریت به ناچار از برخی زمینه‌های تجاری خارج شود، برخی کارخانه‌ها یا خطوط تولید را متوقف کند، دارایی‌های شرکت را جابه‌جا کند و هر یک از این موارد ممکن است تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر روی زندگی کارکنان شرکت داشته باشد بنابراین مدیریت در حالت عادی هیچگونه تمایلی به اجرای آنها نداشته باشد معهداً در صورت وجود طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام، انگیزه مدیریت برای برنامه‌هایی نظیر موارد فوق به‌رغم مشکلات مترتب با آنها، افزایش می‌یابد. طرح‌های مزبور همچنین باعث افزایش همکاری اعضای تیم مدیریتی شرکت و بهبود تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت می‌گردد (گردن، ۲۰۰۲).

سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۳۲</sup> و کنگره نیز به تغییر سمت و

## پایان سخن

حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیست و یکم، دوباره به عنوان یکی از مهم‌ترین مباحث کسب و کار مطرح شده است. تاکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی، بیشتر بر موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران قرار داشت و بعدها با طرح دیدگاه‌های جدیدتر به سمت توجه جدی حقوق کلیه ذی‌نفعان و اجتماع گرایش یافت. در سالیان اخیر، پیشرفت‌های زیادی در زمینه موضوع حاکمیت شرکتی در سطح جهان صورت گرفته است و کشورهای پیشرو در این زمینه، همچنان به تقویت نظام‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه می‌دهند و در این راستا، به مشارکت‌کنندگان در حاکمیت شرکتی و موضوع‌هایی از قبیل سهامداران و روابط آنها، مسئولیت پاسخ‌گویی، بهبود عملکرد هیات مدیره، حساب‌برسان و نظام‌های حسابداری و سیستم کنترل داخلی توجه ویژه‌ای می‌شود. (حساس‌یگانه، باغومیان، ۱۳۸۵) معهدا وقوع سیل عظیم ورشکستگی‌های مالی نظیر ورشکستگی انرون در آغاز هزاره سوم برخی از سازوکارهای کلاسیک مطروحه در زمینه حاکمیت شرکتی و کارایی آنها را زیر سوال برده است. در این مقاله، سعی شد نقاط قوت و ضعف و محدودیت‌های برخی از مهم‌ترین سازوکارهای موجود در حاکمیت شرکتی نظیر کارایی بازار، استقلال حساب‌برسان، هیات مدیره، طرح‌های پاداش وابسته به قیمت سهام و طرح‌های بازنشستگی سهام محور مورد بررسی قرار گیرد. امید است با عنایت به محدودیت‌های مذکور، سازوکارهای مزبور به نحوه مناسب‌تری مورد استفاده قرار گیرد.

پی‌نوشت‌ها:

- 1- Corporate Governance
- 2- Enron
- 3- World Com
- 4- Tyco International
- 5- Adelpia Communication
- 6- Global Crossing
- 7- Quest Communication
- 8- Computer Associates
- 9- Arthur Anderson
- ۱۰- زیان ناشی از توافق نامین مالی ساختار یافته (Structured Finance Arrangement)
- 11- Ken Lay
- 12- Wall Street

طرح‌های مزبور ممکن است باعث شود مدیریت جهت افزایش قیمت سهام به هر روشی از جمله تقلب روی آورد. همچنین طرح‌های مزبور، انگیزه مدیریت برای ورود به زمینه‌های پرریسک را افزایش می‌دهد (گردن، ۲۰۰۲).

## طرح‌های بازنشستگی سهام محور

مورد انرون نامناسب بودن طرح‌های اعطای سهام به کارکنان به عنوان بخشی از طرح‌های بازنشستگی را مشخص می‌سازد. اعطای سهام به کارکنان، به غیر از کارکنان رده بالا، با هدف ایجاد انگیزش یک راهکار غیرمنطقی به نظر می‌رسد چرا که تلاش‌های این دسته از کارکنان هیچ‌گونه تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر روی قیمت سهام ندارد. لذا استفاده از روش‌هایی نظیر پاداش نقدی، کمیسیون و ارتقا می‌تواند روش‌های مناسب‌تری جهت تشویق کارکنان رده پایین باشد. حتی با دید افراطی می‌توان ادعا کرد از آنجا که تلاش‌های این افراد در قیمت سهام منعکس نمی‌شود، ممکن است این طرح‌ها باعث بروز سرخوردگی در کارکنان رده پایین گردد. البته طرح‌های بازنشستگی سهام محور می‌تواند اهداف سازمانی دیگری را دنبال کند. مثلاً از آنجا که قیمت سهام نشان از ارزیابی فعالان بازار از شرکت دارد. لذا مدیریت می‌تواند از آن برای توجیح کردن کارکنان در مورد تجدید آرایش نیروها، تحمل شرایط سخت یا تصمیمات دشوار استفاده کند. سهم چیزی است که همه می‌فهمند و برخلاف خیلی چیزهای دیگر، هرکسی می‌تواند داشته باشد. همچنین سهم وسیله‌ای برای توزیع سود بدون نیاز به خروج منابع از شرکت است.

۱/۳ میلیارد از ۲/۱ میلیارد دلار پس‌انداز بازنشستگی کارکنان انرون در سهام خود شرکت سرمایه‌گذاری شده بود. علت اصلی این امر، مزیت‌های مالیاتی و حسابداری‌ای بود که در نتیجه سرمایه‌گذاری در سهام خود شرکت ایجاد می‌شد. مورد انرون نشان می‌دهد چرا ما باید نگران از بین رفتن طرح‌های بازنشستگی با بازده ثابت و انتقال ریسک طرح‌های بازنشستگی به کارکنان باشیم. در طرح‌های بازنشستگی با بازده ثابت، یک پرداخت ثابت متناسب با مدت فعالیت فرد در شرکت برپایه آخرین حقوقش به وی پرداخت می‌شود اما در طرح‌های جدید (به‌رغم منتفع شدن کارکنان از بازده بالا در صورت صعود قیمت سهام شرکت) تمام ریسک به کارکنان انتقال می‌یابد (گردن، ۲۰۰۲).



نرم افزارهای یکپارچه مالی اداری

## کاکتوس

ابزاری کارآمد در دست مدیران

# کاکتوس CACTUS

- حسابداری
- انبارداری
- خرید و فروش
- چک
- صندوق
- کنترل موجودی تولید
- قیمت تمام شده
- حقوق و دستمزد
- دبیرخانه
- سرویس مشتری
- حمل و نقل
- پخش مویرگی
- قرض الحسنه
- حق العمل کاری
- پیمانکاری ، ...

تحت انواع ویندوز و شبکه  
SQL Server

شرکت کاکتوس کامپیوتر

۸۸۴۲۷۱۳۰



۸۸۴۴۴۲۱۹

۰۹۱۲-۳۲۲۳۸۰۳

تهران، سهروردی شمالی،

مقابل پمپ بنزین، پلاک ۲۱۸،

طبقه هفتم، واحد شرقی

[WWW.cactus.ir](http://WWW.cactus.ir)

13- Andrew S Fastow

14- Dynergy

15- Vinson & Elkins

16- Fair Game

17- Price Protection

18- Buy

19- Strong Buy

20- Investment Bank

۲۱- در پاسخ به شرایط موجود در سال ۲۰۰۲، کنگره قانون حمایت از سرمایه گذاران و اصلاح حسابداری شرکت های سهامی را تصویب کرد که به قانون Sarbanes-Oxley معروف شد. قانون مذکور کنترل حرفه حسابرسی را از حرفه یک نهاد جدید با عنوان هیات نظارت بر حسابداری شرکت های سهامی (Public Company Accounting Oversight Board) واگذار کرد. همچنین با تشخیص بحران تضاد منافع موجود، انجام خدمات مشاوره ای توسط حسابرسان ممنوع گردید.

22- Houston

23- Moral Hazard

24- Special Purpose Entity (Vehicle)

25- Board Centered Corporate Governance

26- Trustee Directors

27- Theory of Managerial Capitalism

28- Conglomerate

29- Take over

30- Risk Averse

31- Risk Neutral

32- Institutional Investors

منابع و مآخذ:

منابع فارسی

۱- حساس یگانه، بحیی و رافیک باغومیان (۱۳۸۵)، "نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی"، حسابدار، شماره ۱۷۳ و ۱۷۴.

منابع انگلیسی

1- Coffee Jr, John C.(2004), "What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990s", Cornell Law Review.

2- Denis, Diane K. and John J. McConnell (2003), "International Corporate Governance", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 38, No.1.

3- Gordon, Jeffrey N. (2002), "What Enron means for the management and control of the modern business corporation: Some initial reflections", University of Chicago Law Review.

4- Scott, William R. (1997). "Financial Accounting Theory", Newjersey. Prentice-hall, Inc.