

## شیوه‌های مالی هدایت دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران در جهت افزایش ثروت سهامداران

دکتر علی جهانخانی<sup>۱</sup> - احمد ظریف فرد<sup>۲</sup>

### چکیده مقاله

انگیزش مدیران جهت تلاش و کارایی بیشتر تابع پاداشهای مالی و غیرمالی است. در اکثر شیوه‌های اعطای پاداشهای مالی موجد انگیزش در مدیران برای تلاش بیشتر، به نوعی سهام کردن آنها در مالکیت شرکت مطرح است. چرا که مالکیت به همان اندازه که به مسائل پولی (مادی) صرف مرتبط است، به همان نسبت نیز به مسائل انگیزشی و رضایت درونی مربوط است. هیجان و انگیزش در مدیران زمانی حاصل می‌شود که آنها در حاصل تلاش و دسترنجشان سهام (شریک) باشند.

مهمترین راه حل برای سهام کردن مدیران در مالکیت شرکت، بوجود آوردن تساوی حقوق در واحدهایی است که آنها اداره می‌کنند. بدین معنی که براساس ارزشی که مدیران بوجود می‌آورند، در چهارچوب فرمول مناسبی حق (پاداش) آنها داده شود.

پس از سهام کردن مدیران در مالکیت شرکت و بوجود آوردن انگیزه در آنها، این سؤال مطرح می‌شود که چه کار باید کرد تا مدیران ارزش شرکت را افزایش دهند؟ یا به عبارت دیگر فرمول مناسب اعطای پاداش به آنها چیست؟

با توجه به اینکه ارزش افزوده اقتصادی (EVA) اساس و سرچشمه ایجاد ارزش است، اعطای پاداش براساس EVA باعث می‌شود تا مدیران پاداششان را براساس عملکرد واقعی خود دریافت کنند. با توجه به اینکه مطلوبیت نهایی انسانها نزولی است، بنا براین پاداش اعطایی نباید محدود شود و همچنین چون ممکن است یک مدیر در یک سال به طور استثنایی عملکرد خوبی داشته باشد پاداش آنها در یک حساب مخصوص ذخیره شده و هر سال حق برداشت درصدی از مانده این حساب را دارد.

برای آنکه مدیر نتایج بلند مدت تصمیمات خود را نیز مد نظر قرار دهد، بخشی از پاداش وی را تابعی از ارزش افزوده بازار (MVA) قرار می‌دهیم.

نتایج اکثر تحقیقات تجربی انجام شده نشان می‌دهد که طرحهای پاداشی بلند مدت که به نوعی سهام کردن مدیران در مالکیت شرکت را به طور واقعی و یا به طور شبیه‌سازی در بردارد، باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود. اگر چه ممکن است که نتایج انواع مختلف این طرحها در جوامع و موقعیتهای مختلف متفاوت باشد.

## واژه‌های کلیدی

پاداش مدیران، ثروت سهامداران، مالکیت مدیران، انگیزش مدیران، عملکرد مدیران.

## مقدمه

به کارگیری برخی ابزارهای مالی در دهه ۱۹۸۰ میلادی توسط بعضی از شرکتهای بزرگ در کشورهای صنعتی باعث شد، تا صاحبان سهام این شرکتها بدون آنکه در میزان سرمایه‌گذاری آنها تغییری رخ داده باشد، از منافع هنگفتی برخوردار گردیده و یا به تعبیری بر ثروت آنها افزوده شود. این ابزارها در حقیقت بکارگیری شیوه‌هایی است که سبب شده تا در مدیریت و مجموعه نیروی انسانی شرکت انگیزه لازم برای افزایش کارایی بوجود آورده و در

نهایت باعث افزایش ارزش شرکت و ثروتمندتر شدن سهامداران گردد. عوامل مادی و غیرمادی هر دو در بوجود آوردن انگیزه لازم در مدیران شرکتها به منظور افزایش کارایی و عملکرد بهتر تأثیر دارند. آنچه که در این مقاله مورد بحث قرار می‌گیرد صرفاً برخی از ابزارها و شیوه‌هایی است که جزو عوامل مادی یا به تعبیری دیگر مالی هستند.

### شیوه‌های اعطای پاداش به مدیران

ساختار موسسات و شرکت‌هایی که دارای مالکیت عمومی می‌باشند، ضرورت تفکیک بین مالک (مالکان) و مدیر (مدیران) را ایجاب می‌کند. در بحث تئوری نمایندگی، مدیر به عنوان مباشر<sup>۱</sup> و مالک (مالکان) به عنوان صاحبکار<sup>۲</sup> تلقی می‌شوند. طبق این تئوری هنگامی رابطه بین مدیر و مالک شرکت، ایجاد می‌شود که قسمتی از اختیارات مالک به مدیر تفویض شود، تا آنها بتوانند جهت انجام امور شرکت به نمایندگی از جانب مالک، تصمیم‌گیری نمایند. با توجه به وجود تضاد منافع بین مدیران و مالکان، اگر چه صاحبکار از طریق ایجاد سیستم‌های کنترلی نظیر انتخاب هیأت مدیره به عنوان قائم مقام خود و یا انجام حسابرسی توسط یک شخص مستقل، از منافع خود محافظت می‌نماید ولی تحقیقات تجربی انجام شده نشان می‌دهد که همسو کردن دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران با منافع سهامداران مقرون به صرفه‌تر و دارای ارزش بیشتری نسبت به سیستم‌های کنترلی است.

طبق تئوری نمایندگی، مباشر (مدیر) در قبال دریافت منافع و پاداش از صاحبکار (سهامدار) در جهت کسب اهداف سهامدار که همانا افزایش ثروتش می‌باشد، تلاش می‌کند. شیوه اعطای پاداش به مدیران تعیین کننده رفتار و عملکرد آنان خواهد بود. همانطور که قبلاً نیز اشاره شد، این پاداش ممکن است پاداش مادی و یا غیرمادی و یا ترکیبی از این دو باشد. در اینجا بد نیست که به مطلب زیر اشاره شود:

«راهب‌های مسیحی از تعدادی کودک سؤال کرد: چه کسی می‌داند بزرگترین مرد عالم

1- Agent

2- Principal

کیست؟ و اعلان کرد که به پاسخ دهنده سکه‌ای جایزه خواهد داد. یکی از کودکان مسیحی گفت: «میکل آنژ»، راهبه گفت: او یک مرد هنرمند نابغه بوده است، اما بزرگترین مرد عالم نبوده است. دیگری گفت: ارسطو، راهبه گفت: او بزرگترین فیلسوف بوده است، اما بزرگترین مرد عالم نبوده است. یک کودک یهودی گفت: حضرت «مسیح»، راهبه گفت: آفرین و سکه را به او داد. پس از مدتی و از سر کنجکاوی پسر را به گوشه‌ای کشید و پرسید: آیا با اعتقاد کامل این سخن را گفتی؟ پسرک گفت: نه. به عقیده من بزرگترین مرد تاریخ حضرت موسی است. راهبه پرسید: پس چرا آن حرف را زدی؟ پسرک گفت: باید دید به چه چیز جایزه می‌دهند.<sup>۱</sup>

هدف از بیان مطلب فوق تأکید بر این مطلب بود که رفتار مباشر (مدیر) تحت تأثیر منافی (پاداشی) است که از صاحبکار (سهامدار) دریافت می‌دارد. به عبارت دیگر انگیزه مدیر برای انجام یک کار خاص ناشی از میزان انتظار و احتمالی است که او بر حصول نتایج خاص مترتب می‌داند. بدین مفهوم که مدیر زمانی انگیزه انجام کاری را پیدا می‌کند که حداکثر منفعت برایش متصور باشد.

با توجه به اینکه موضوع این مقاله صرفاً عوامل مادی است، سؤال این است که دادن چه منافع و پاداشی به مدیران سبب می‌شود تا آنها نیز همانند سهامداران فکر کنند و عملکرد آنان در جهت افزایش ثروت سهامداران تمرکز یابد؟ به آسانی نمی‌توان پاسخ این سؤال را یافت. تاکنون شیوه‌های مختلف فراوانی برای این منظور تجربه شده است که هر کدام دارای ایراداتی بوده‌اند. در این نوشتار جنبه‌هایی از روش‌های مختلف اعطای پاداش به مدیران به منظور افزایش عملکرد آنان و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران مورد بررسی قرار می‌گیرد. این روش‌ها را می‌توان به طور کلی به دو دسته: ۱- سنتی و ۲- تعدیل شده طبقه‌بندی کرد.

## ۱- روشهای سنتی

روشهای سنتی پرتلاحت پاداش (منافع) به مدیران عبارتند از:

۱- «میکل آنژ» (۱۴۹۲-۱۵۶۴) یک مجسمه‌ساز ایتالیایی بود که در سال ۱۵۰۴ میلادی مجسمه «پاپ یوژن چهارم» را ساخت.

۱/۱- پرداخت حقوق ثابت

۱/۲- پرداخت حقوق ثابت به علاوه درصدی از سود خالص و یا بازده شرکت

۱/۳- پرداخت حقوق ثابت به علاوه درصدی از مزاد عملکرد نسبت به بودجه

### ۱/۱- پرداخت حقوق ثابت

در این روش مدیر صرفاً حقوق ثابتی را دریافت می‌نماید. بنا براین طبیعی است که وی هیچ انگیزه‌ای برای بهبود عملکرد ندارد. این بدترین روشی است که وجود دارد، چرا که مدیران برای افزایش عملکرد و کارایی نیاز به محرکی دارند تا انگیزه لازم را برای آنها بوجود آورد. بنا براین چنین روشی فاقد محرک و انگیزش لازم می‌باشد. از طرف دیگر در این روش مجازات هم پیش‌بینی نشده است. یعنی اگر نتیجه فعالیت مدیر به زیان شرکت باشد، مدیر در عواقب این زیان که حاصل عملکرد خود او بوده، سهیم نیست.

### ۱/۲- روش پرداخت حقوق ثابت به علاوه درصدی از سود خالص و یا بازده شرکت

این روش یک گام به جلو بوده و تا حدی کارآمدتر از روش اول است. به همین خاطر در دهه ۱۹۸۰ بیشتر از ۹۰ درصد مجموعه هزار شرکت صنعتی اول امریکا، پاداش مدیران خود را بر اساس روشهای مختلف مبتنی بر سود خالص پرداخت می‌کردند.<sup>۱</sup> این روش نیز دارای ایرادات اساسی می‌باشد از جمله:

الف - سبب می‌شود تا مدیران ترغیب شوند با تغییر روشهای حسابداری سبب افزایش میزان سود و در نتیجه پاداش خود شوند. به عنوان مثال نتیجه یک تحقیق انجام شده نشان داد، شرکت‌های مورد بررسی که چنین طرحهایی را برای پرداخت پاداش مدیران خود انجام می‌دادند در مورد قیمت‌گذاری موجودی کالا روش FIFO و در مورد استهلاک داراییهای ثابت

1. J. C. Hearn and S. C. Elmer, "Key", 1987, "The Effect of Accounting Procedure on Compensation", Journal of Accounting and Finance, 3, 9.

روش خط مستقیم را به کار می‌برند.

این روشها باعث افزایش سود گزارش شده می‌شود، بدون اینکه سود واقعی شرکت تغییری یافته باشد. با توجه به اینکه افزایش سود ابرازی باعث افزایش مالیات شرکت می‌شود، می‌توان نتیجه گرفت که این روش پاداش به زیان سهامداران بوده است.

تحقیقی نیز توسط عبدالخالق (Abdol - Khalik) در مورد میزان تاثیرپذیری پاداش مدیران از سود، انجام شد<sup>۱</sup>. در این تحقیق یک گروه از ۸۸ شرکتی که در سال ۱۹۷۴ روش قیمت‌گذاری موجودی کالای خود را از Fifo به Lifo تغییر داده بودند و یک گروه کنترل متشکل از ۸۸ شرکتی که در سال ۱۹۷۴ از روش Fifo استفاده می‌کردند، مورد بررسی قرار گرفت. وی در این تحقیق تفاوت‌های موجود بین پاداش ثابت و تغییر پذیری پاداش ناشی از سودهای گزارش شده را بین این دو نمونه در دو سال پیش از تغییر روش حسابداری و یکسال بعد از آن را مورد بررسی قرار داد. نتیجه این تحقیق نشان داد که در دو سال قبل از تغییر روش حسابداری، پارامترهای پاداش مدیران دو گروه از شرکتها تفاوتی نداشت. در یکسال بعد از تغییر روش حسابداری بدلیل قابلیت دستکاری سود با استفاده از تغییر روش‌های حسابداری سود گزارش شده بیشتر نشان داده شده و در مجموع پاداش مدیران شرکت‌های گروه کنترل بیشتر شده بود که لزوماً این افزایش پاداش ناشی از افزایش عملکرد نبوده است.

ب - ایراد دوم روش مرتبط کردن پاداش مدیران با سود شرکت این است که صرف افزایش سود و یا بازده باعث افزایش ثروت سهامداران نمی‌شود، چرا که رشد سود تابع دو چیز است: یکی میزان سرمایه‌گذاری و دیگری نرخ بازده سرمایه‌گذاری. مهم کسب بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه<sup>۲</sup> می‌باشد و نه صرفاً کسب بازده. به عبارت دیگر بسیاری از شرکتها که دارای نرخ رشد مشابه هستند، ممکن است که میزان سرمایه‌گذاری آنها متفاوت باشد. بنابراین اگر پاداش مدیر تابعی از سود و یا بازده باشد، این امر سبب می‌شود تا مدیران ضعیف هم

1- Abdol - khalik, A. R., 1985. "The Effect of Lifo - Switching and Firm Ownership on Executives' Pay", *Journal of Accounting Research*, No. 23, PP. 427 - 447.

2- Cost of Capital

سرانجام منفی (پاداشی) را کسب نمایند که در اصل مربوط به سرمایه است و نه عملکرد ایشان. این روش باعث ایجاد این انگیزه در مدیران می‌شود که روی پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که گاه حتی بازده‌شان مساوی با هزینه سرمایه آنهاست (پروژه‌هایی که اصطلاحاً فقط چربی ایجاد می‌کنند و نه ماهیچه) <sup>۱</sup>.

ج - در این روش هم همانند روش قبل مدیر فقط پاداش می‌گیرد و بابت عملکرد نامطلوب مجازات نمی‌شود.

۱/۳ - روش پرداخت حقوق ثابت به علاوه درصدی از اعزاد عملکرد نسبت به بودجه در این روش هنگامی که سود خالص از حد معین و پیش‌بینی شده قبلی بالاتر رود، نسبت به مبالغ سود اضافی کسب شده (به صورت محدود یا نامحدود) پاداش داده می‌شود. در این روش یک حرکت معکوس صورت گرفته است. در واقع به جای آنکه روش پاداش ایجاد کننده بودجه و مشوق برای کسب سودهای بیشتر باشد، مدیران سعی خواهند کرد که میزان بودجه را در حد پایینی تعیین کنند تا پاداش بیشتری بدست آورند. به طور خلاصه ایرادات این روش بشرح زیر است:

الف - از آنجا که اغلب در سطوح بالاتر سودآوری درصد پاداش مدیر از سود حاصله کمتر می‌شود این موضوع سبب می‌شود تا تلاش و کارایی مدیر محدود گردد. علاوه بر این می‌دانیم که مطلوبیت نهایی افراد به طور طبیعی نزولی است یعنی مدیر در صورتی حاضر به تلاش بیشتر از قبل می‌شود که پاداشی بیشتر از حالت قبل برایش متصور باشد. بنابراین جمع این دو موضوع (محدود کردن میزان پاداش و نزولی بودن مطلوبیت نهایی افراد) سبب می‌شود تا تلاش و انگیزه مدیران برای عملکرد بهتر و کسب ارزش بیشتر محدود شود.

ب - در این روش مدیر تشویق می‌شود تا صورتهای مالی را آرایش کند. یعنی مدیر

۱ - برای کسب اطلاعات بیشتر به مقاله زرر مراجعه کنید: دکتر علی جهانخانی و احمد ظریف فرد، «اسهام در معارهای تعیین عملکرد و ارزش شرکت، «تحقیقات مالی»، شماره ۸ و

تشویق می‌شود تا با تغییر در روشهای حسابداری سود را به میزان بودجه مورد نظر رسانده و نسبت به مازاد بودجه، پاداش خود را بیشتر نماید.

ج - این شیوه پرداخت پاداش باعث می‌شود تا بین مدیر و منبع تشویق یک سیستم چانه‌زنی ایجاد شده و برای سالهای بعد نیز تکرار شود.

د - آنچه در این روش از همه مهمتر است، آنست که مجازات هم ندارد، یعنی اگر نتیجه عملکرد مدیر ایجاد زیان برای شرکت باشد وی در این زیان سهم نیست و این عیب بزرگی بشمار می‌آید.

## ۲- شیوه‌های تعدیل شده

آنچه که در شیوه‌های ایجاد انگیزه اهمیت دارد، این است که از طریق بوجود آوردن احساس مالکیت در مدیران و پرداخت پاداش طبق فرمول مناسب، انگیزش لازم و کافی را در مدیران به منظور تلاش بیشتر و کسب عملکرد مثبت بوجود آورند. در این قسمت نخست در باره ابزارهای مالی سهم کردن مدیران در مالکیت شرکت و انگیزش لازم در آنها بحث می‌شود و سپس فرمولهای اعطای پاداش به مدیران ارائه می‌شود.

### ۲/۱- ابزارهای مالی انگیزه‌زا در مدیران برای کسب عملکرد مطلوب

انگیزش بر این نظریه استوار است که رفتار آدمی معلول علت است. روانشناسان معتقدند که برای انجام هر عملی انگیزه‌ای وجود دارد. تاکنون تئوریهای متعددی در ارتباط با انگیزش ارائه گردیده که توضیح در مورد آنها خارج از موضوع مقاله است. اما بد نیست که به یکی از این تئوریها یعنی تئوری انتظار و احتمال اشاره شود. براساس این تئوری انگیزه فرد برای انجام یک کار خاص ناشی از میزان انتظار و احتمالی است که او بر حصول نتایج آن کار



می‌تواند آنها را راضی کند و در این صورت است که عملکرد مناسبی را ارائه خواهند داد.<sup>۱</sup>  
 بنا بر این مسلم است که عملکرد مطلوب مدیر بدنبال پیامدهای مثبتی که در انتظار وی به وجود آمده است، می‌باشد. منتهی این پیامدها باید به همان اندازه که در مقابل عملکرد مثبت مدیر مطلوب است در قبال عملکرد منفی وی ناخوشایند و ناگوار باشد.

در این مقاله ابزارهای مالی‌ای که باعث سهم کردن مدیران در مالکیت شرکت شده و در نتیجه باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای تلاش بیشتر و کسب ارزش بالاتری برای شرکت می‌شوند تشریح می‌نمائیم. این ابزارها را بطور کلی به دو دسته تقسیم‌بندی می‌کنیم:  
 یک دسته ابزارهایی که از طریق کاهش اندازه شرکت باعث سهم شدن مدیران در مالکیت شرکت و ایجاد انگیزه در آنان جهت کارایی بالاتر می‌شوند.

دسته دوم ابزارهای مالی‌ای که از طریق توسعه اندازه شرکت سبب سهم شدن مدیران در مالکیت شرکت و ایجاد انگیزه برای کسب بازدهی بالاتر در راستای منافع سهامداران می‌شوند.

الف - ابزارهای سهم نمودن مدیران در مالکیت از طریق کاهش اندازه شرکت: برخی از ابزارهایی که از طریق کاهش اندازه شرکت باعث سهم شدن مدیران در مالکیت شرکت و افزایش انگیزه آنان برای عملکرد بهتر می‌شود عبارتند از:

#### ● طرح خرید سهام به صورت اهرمی (LEPP)<sup>۲</sup>

بر اساس این طرح از طریق اخذ وام، سهام شرکت باز خرید گردیده و بخشی از آن به صورت اقساط به مدیران و کارکنان فروخته می‌شود. باز پرداخت آن وام از محل پاداش پرداختی به مدیران و کارکنان انجام می‌گیرد. این طرح علاوه بر داشتن محاسن استفاده از

1- David A. Decenzo & Stephen P. Robbins., 1985, "Personnel / Human Resource Management", Chapter 15, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Newjersey.

2- Leverage Equity Purchase Plan

بدهی، (که بعداً توضیح داده خواهد شد) از این جهت مهم است که باعث می‌شود تا مدیران و کارکنان در مالکیت شرکت سهام شوند. در واقع این طرح باعث می‌شود که مدیران و کارکنان مالک شرکت شوند و منافع آنان با منافع سایر سهامداران همسو گردد.

### ● طرح پرداخت وجوه نقد اضافی به سهامداران بیرونی (LCO)<sup>۱</sup>

این روش مشابه روش قبلی است، اما حوزه محدودتری از مدیریت یعنی مدیران متخصص را در بر می‌گیرد و از طریق باز خرید سهام سایر سهامداران و فروش آن سهام به مدیران درصد مالکیت مدیران و کارکنان متخصص افزایش می‌یابد. وجه لازم برای باز خرید سهام سایر سهامداران عمدتاً از طریق اخذ وام تامین می‌گردد. بنا براین با بکارگیری این تکنیک درصد مالکیت مدیران و کارکنان شرکت افزایش یافته و انگیزه مدیران و کارکنان برای بالا بردن ارزش شرکت افزایش می‌یابد، چرا که آنها به همان اندازه که از افزایش ارزش شرکت منتفع می‌شوند، به همان اندازه نیز از کاهش ارزش شرکت ضرر و زیان می‌بینند.

### ● باز خرید سهام

تفاوت این تکنیک با تکنیکهای فوق در این است که سهام باز خرید شده ممکن است به مدیران و کارکنان واگذار نشود ولی از آنجایی که با باز خرید سهام شرکت میزان (درصد) مالکیت مدیران و کارکنان افزایش می‌یابد سبب می‌شود تا آنها در منافع شرکت سهم بیشتری را کسب نمایند و یا زیان بیشتری را متحمل شوند. مضافاً به اینکه معمولاً باز خرید سهام زمانی صورت می‌گیرد که قیمت آن سهام در بازار پائین تر از قیمت واقعی است و با باز خرید سهام قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. بنا براین این تکنیک نیز سبب ایجاد انگیزش در مدیران در جهت بهبود عملکرد و کارایی آنان می‌شود.

ب - ابزارهای مبتنی بر توسعه اندازه شرکت

● عرضه عمومی بخشی از سهام (PPO)<sup>۱</sup>

در این روش بخشی از سهام شرکت به عموم مردم فروخته می‌شود. این روش عمدتاً در مورد شرکت‌های تابعه یک شرکت مادر صورت می‌گیرد، و از این طریق مقداری وجه نقد وارد شرکت مادر می‌گردد.

این روش بدلائل زیر موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود:

۱- سبب می‌شود که سهام شرکت در بازار سهام معامله شود. بنابراین مدیران شرکت می‌توانند اختیار خرید سهام به قیمت از پیش تعیین شده را دریافت نمایند که این عمل باعث بالا رفتن انگیزه آنان برای نوآوری و افزایش ارزش شرکت می‌شود.

۲- شرکت را قادر می‌سازد تا مدیران کلیدی و خوب را از طریق اعطای حق خرید سهام جذب نموده و در نتیجه با بکارگیری مدیران خوب، منافع (ثروت) سهامداران افزایش یابد.

۳- بدلیل آنکه عملکرد مدیران در معرض قضاوت بازار است و مدیران شرکت ناچار به ارائه شفافیت اطلاعاتی می‌باشند، این روش سبب می‌شود تا مدیران در انجام امور و تصمیم‌گیری خود دقت لازم را بعمل آورند و این امر در نهایت باعث بالا رفتن ارزش شرکت می‌شود.

● واگذاری سهام شرکت به کارکنان از طریق طرح بازنشستگی (ESOP)<sup>۲</sup>

این نوعی طرح بازنشستگی کارکنان است. طرح‌های بازنشستگی کارکنان به دو صورت انجام می‌گیرد. یک روش طرح‌های با مزایای مشخص است که هنگام بازنشستگی کارمند بر طبق یک فرمول معین پرداخت می‌شود. روش دیگر طرح‌های با مشارکت مشخص است. یکی از این طرح‌های با مشارکت مشخص طرح ESOP است. براساس این طرح صندوق بازنشستگی شرکت نسبت به اخذ وام اقدام نموده و شرکت بازپرداخت اقساط را تضمین

1- Partial Public Offering

2- Employee Stock Ownership Plan

می‌کند. این وام برای خرید سهام شرکت استفاده می‌شود. باز پرداخت وام از محل وجوه بازنشستگی که توسط شرکت از حقوق کارکنان کسر شده و به حساب صندوق بازنشستگی واریز می‌گردد، انجام می‌شود. معمولاً براساس این طرح کارکنان تا زمان بازنشستگی حق فروش سهام خود را ندارند. این طرح باعث دلگرمی کارکنان شده و سبب می‌شود، بجای آنکه آنان در سود فعلی شرکت سهام باشند، در ارزش شرکت سهام شوند و در نتیجه به گذشت زمان محرکهای ناشی از این طرح برای کارکنان از جمله مدیران برای بالا بردن ارزش شرکت که در حقیقت در جهت افزایش ثروت سهامداران نیز هست، افزایش می‌یابد.

ج - طبقه‌بندی دیگری در مورد ابزارهای مالی موجد انگیزش در مدیران برای کسب عملکرد مثبت در جهت افزایش ثروت سهامداران<sup>۱</sup>: این برنامه‌ها که اصطلاحاً طرحهای پاداشی بلند مدت نامیده می‌شود، از این جهت که صرفاً زمانی به مدیران قابل پرداخت است که آنها در یک دوره زمانی چند ساله فعالیت کرده باشند با طرحهای پاداشی کوتاه مدت متفاوت است. طرحهای پاداشی بلند مدت که معمولاً شامل بیش از یک دوره زمانی (چند سال) می‌شوند، سبب می‌شوند تا مدیران در طی این سالها به انجام کارهای مثبت ترغیب شوند. در یک طبقه‌بندی کلی طرحهای پاداشی بلند مدت را به پنج طرح طبقه‌بندی می‌کنند. این طرحها شامل موارد زیر است:

#### ● طرح اعطای اختیار خرید سهام<sup>۲</sup>

بر طبق این طرح، شرکت به مدیرانش اجازه می‌دهد تا تعداد معینی از سهام را به قیمت مشخصی در طی یک دوره زمانی معین خریداری نمایند.

1- James A. BRickley, Sanjai Bhagat and Ronald C. Lease., 1985, "The Impact of Long - Range Manegeria I480 - Compensation Plans on Shareholder Wealth", **Journal of Accounting and Economics**, No. 7, PP. 466.

2- Stock Option Plan

### ● طرح اعطای حق دریافت افزایش قیمت سهام (SAR's)<sup>۱</sup>

این طرح مشابه طرح اختیار خرید سهام است با این تفاوت که به مدیران اجرایی اجازه می‌دهد تا در صورت افزایش بهای سهام، مابه‌التفاوت قیمت روز سهام و قیمت توافقی را نقداً دریافت کنند. این طرح در صورتی به کار می‌رود که مدیران تمایل داشته باشند بجای سهام و سهم شدن در مالکیت شرکت، پول نقد داشته باشند. در این طرح مدیران مجبور به پرداخت هزینه نقل و انتقال سهام نیستند.

### ● طرح اعطای سهام غیر قابل معامله<sup>۲</sup>

بر طبق این طرح، مدیران اجرایی امکان فروش سهام خود را ندارند، مگر تحت شرایط خاص. معمولاً این محدودیت در صورتی که مدیران در طی دوره معینی (چند سال) در شرکت باقی بمانند، برداشته می‌شود. تا زمانی که محدودیت فروش سهام برای مدیران برداشته نشده است چنانچه به قرارداد استخدامی مدیر به هر علتی خاتمه داده شود، وی به میزان سهامش ضرر کرده و در حقیقت جریمه می‌شود. در این نوع طرح پس از افزایش قیمت سهام مشمول این طرح، بر اساس تعداد سهام غیر قابل معامله‌ای که مدیران دارند، حساب مخصوص آنها به میزان حاصلضرب تعداد سهام در مبلغ افزایش قیمت سهام بستانکار می‌شود. پرداخت وجه نقد موجود در حساب مخصوص بعد از رفع محدودیت یا وقوع شرط خاص از پیش تعیین شده، انجام می‌گیرد. تغییر در ارزش سهام مشمول این طرح در سود و زیان سال تغییر، آورده می‌شود.

### ● طرح پاداش مدیران اجرایی<sup>۳</sup>

بر طبق این طرح، همزمان با افزایش قیمت سهام، مانده حساب مدیران اجرایی براساس

1- Stock Appreciation Rights Plan

2- Restricted Stock Plan

3- Phantom Stock Plan

تعداد سهام غیرقابل معامله‌ای که دارند، بوسیله شرکت بستانکار می‌شود. اما پرداخت وجه نقد به آنها برابر با ارزش (قیمت) سهام بعد از برداشتن محدودیت فروش سهام آنها می‌باشد. این طرح نیز همانند طرح SAR'S، اگر مدیران بجای داشتن سهام تمایل به وجه نقد داشته باشند، باعث کاهش هزینه معاملات می‌شود.

### ● طرح پاداش مبتنی بر عملکرد<sup>۱</sup>

برخلاف طرحهای بالا که پاداش مدیران براساس عملکرد و رفتار قیمت سهام پرداخت می‌شد، طرح پاداش مبتنی بر عملکرد براساس اندازه‌گیری معیارهای حسابداری است. بر طبق این طرح، اعضای هیات مدیره شرکت اهداف عملکرد را (که اغلب تأکید آن بر رشد سود هر سهم است) برای یک دوره زمانی بلند مدت که بطور معمول بین ۳ الی ۶ سال است، در آغاز دوره فعالیت مدیران برای آنها تعیین می‌کنند. در پایان دوره مدیران پاداش خود را بسته به اینکه تا چه حد توانسته باشند به اهداف عملکرد تعیین شده دستیابی پیدا کنند به صورت نقدی، برگ سهام و یا اختیار خرید سهام دریافت می‌دارند.

همه طرحهای فوق‌الذکر از این جهت که به نوعی یا باعث سهم شدن مدیران و کارکنان در مالکیت شرکت می‌گردد و یا اینکه پاداش آنها در صورت تحقق ایجاد ارزش در بلند مدت پرداخت می‌گردد، دارای اثرات انگیزشی هستند و بنابراین عاملی برای همسو کردن منافع مدیران و سهامداران به شمار می‌رود. توصیه می‌شود که بیشتر طرحهای فوق از طریق استقراض (وام) انجام گردد. سؤالی که مطرح است این است که گرفتن وام (استقراض) برای اعمال طرحهای فوق‌الذکر چه مزایا و محاسنی را در پی دارد که در نهایت باعث افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران می‌شود؟

نقش استقراض (برای تامین مالی طرحهای پاداش) در افزایش ثروت سهامداران

استفاده از بدهی (وام) در طرحهای فوق‌الذکر دارای مزایایی به شرح زیر است :

### ۱- صرفه جویی مالیاتی :

به طور کلی وام یک منبع مالی ارزان است. هزینه تأمین مالی یک هزینه قابل قبول مالیاتی می‌باشد و این امر باعث صرفه جویی مالیاتی می‌شود. ممکن است که گفته شود در مواردی با بالا رفتن میزان وام، نرخ تأمین مالی هم افزایش می‌یابد، ولی باید گفت که صرفه جویی مالیاتی ناشی از استقراض، بیشتر از افزایش نرخ تأمین مالی است.

### ۲- کاهش خطر سرمایه گذاری مجدد :

اصولاً مدیرانی که وجه نقد متعلق به سهامداران را در اختیار دارند، ممکن است آن را در پروژه‌های کم بازده بکار ببرند. چرا که فشاری از بابت الزام به بازپرداخت وجوه سهامداران متوجه آنها نیست، اما استفاده از وام موجب می‌گردد تا مدیر در فکر بازپرداخت اقساط وام باشد. بنابراین وی از وجوهی که بدین طریق بدست آورده است، سعی می‌کند تا در اجرای پروژه‌هایی بکارگیرد که بازدهی آنها بیشتر از هزینه سرمایه‌شان است. بنابر این می‌توان گفت استفاده از وام خطر اجرای طرحهای کم بازده را کاهش می‌دهد.

### ۳- توجه کافی به اهداف و اجرای عملیات متناسب با اهداف :

استفاده از وام باعث می‌شود تا مدیر تمام هم و غم خود را در جهت تحقق اهداف شرکت متمرکز نماید. به عبارت دیگر فکر بازپرداخت اقساط وام باعث می‌شود تا مدیر در جهت دستیابی به این هدف برنامه‌ریزی نموده و برنامه‌هایی را اجرا کند که بتواند اصل و فرع وام را بازپرداخت کند که این امر سبب می‌شود تا مدیران از انجام کارهای بدون برنامه و بدون هدف خودداری کنند، چرا که با گذشت زمان و فکر سررسید پرداخت اصل و فرع وام مانع از این عمل مدیران می‌شود.

اجرای عملیات متناسب با اهداف مدیران را وامی‌دارد که از دارائیهای شرکت به نحو مناسبی استفاده کنند و بازدهی آن را بگونه‌ای بالا ببرند که بیشتر از بهره وام باشد و چنانچه مدیران نتوانند از دارائیهای به نحو مناسبی استفاده کنند، بهتر است آنها را به فروش رسانیده و وجه آن را صرف باز پرداخت وام نمایند.

#### ۴- ویژگیهای روانی استفاده از وام:

استفاده از وام از دید روانشناسی نیز دارای یک سری ویژگیهایی است بدین مفهوم که تأمین مالی از طریق سهامداران برای مدیر نوعی بخشش دیگران تلقی می‌شود ولی تأمین مالی از طریق استقراض حالت اجبار و الزام دارد. مدیران تا زمانی که از طریق سهامداران تأمین مالی می‌کنند یک حالت بی‌تفاوتی<sup>۱</sup> دارند ولی در صورت تأمین مالی از طریق استقراض سخت تحت فشار می‌باشند تا بتوانند بموقع اقساط آن را پرداخت نمایند، در نتیجه سعی می‌نمایند تا کارایی خود و مجموعه نیروی انسانی شرکت را افزایش دهند.

#### ۵- توجه به جریان نقدی به جای توجه به سود:

استفاده از استقراض، مدیران را به جای توجه و تأکید به سود متوجه جریان نقدی می‌کند. به عبارت دیگر مدیر شرکتی که از طریق استقراض تأمین مالی می‌کند، درصدد آرایش صورتهای مالی بر نمی‌آید، بلکه بدنبال جریان نقدی می‌باشد، چراکه بازپراخت اقساط وام با استفاده از جریان نقدی میسر می‌گردد.

#### ۲/۲- فرموله کردن نظام پاداش دهی به مدیران براساس شیوه‌های تعدیل شده

در بخش قبلی در مورد روشهای ایجاد انگیزه در مدیران برای بالا بردن کارایی و عملکرد آنان و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران صحبت شد. اگر چه بوجود آوردن انگیزه در مدیران از طریق سهم کردن آنان در مالکیت، شرط لازم است ولی شرط کافی نمی‌باشد. بنابراین علاوه بر سهم کردن مدیران در مالکیت شرکت باید فرمول مناسبی را برای پرداخت پاداش ارائه داد. آنچه که در این فرمول به عنوان یک اصل تلقی می‌شود این است که مدیران در فرآیند ایجاد ارزش شرکت سهم شوند. از جمله روشهای مورد استفاده در این فرآیند پرداخت پاداش براساس ارزش افزوده اقتصادی (EVA)<sup>۲</sup> است.

1- Relax

2- Economic Value Added



### پرداخت پاداش مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

از آنجا که EVA یکی از بهترین شاخص‌های عملکرد بشمار می‌رود، بنا بر این بهتر است که پاداش مدیران نیز بر این اساس داده شود.<sup>۱</sup>

ارزش افزوده اقتصادی طبق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

مبلغ سرمایه × (نرخ هزینه سرمایه - نرخ بازده سرمایه) = ارزش افزوده اقتصادی

یک راه این است که پاداش براساس درصد معینی از EVA پرداخت شود یعنی

$K.EVA\% =$  پاداش

براساس این طرح مدیران بخاطر افزایش در EVA نسبت به هدف تعیین شده (Target)

پاداش می‌گیرند و بخاطر کاهش در EVA جریمه می‌شوند. با توجه به جهت‌گیری EVA

مدیران عملیاتی دارای سه عامل انگیزشی مهم هستند که در سایر روشهای پاداش نادیده گرفته

شده و یا تحریف می‌شوند ولی در روش EVA مد نظر است. این سه عامل عبارتند از:

(۱) تلاش در جهت بهبود سود عملیاتی بدون نیاز به استفاده از سرمایه بیشتر

(۲) در صورتی سرمایه‌گذاری اضافی انجام می‌شود که سود اضافی بتواند هزینه سرمایه

اضافی را بپوشاند. به عبارت دیگر طرحهایی انتخاب می‌شود که ارزش فعلی خالص (NPV)

مثبت دارند.

(۳) در صورتی که بازده یک دارایی کمتر از هزینه سرمایه رایج در بازار باشد، آن دارایی

فروخته می‌شود.

هیچ معیار دیگری مثل EVA نمی‌تواند ارتباط میان عملکرد و ارزش را به این روشنی

بوجود بیاورد. EVA ترازو و یا میزانی است که برای اندازه‌گیری ارزش یک واحد تجاری

مورد استفاده قرار می‌گیرد و براساس آن می‌توان با رعایت انعطاف‌پذیری به نسبت تغییر در

ارزش شرکت به مدیران پاداش داد. در مجموع EVA یک مقیاس اندازه‌گیری عملکرد

۱- برای کسب اطلاعات بیشتر در مورد محاسبه EVA به مقاله زیر مراجعه شود، دکتر

علی حبهانخاسی و اصغر سجادی، «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات

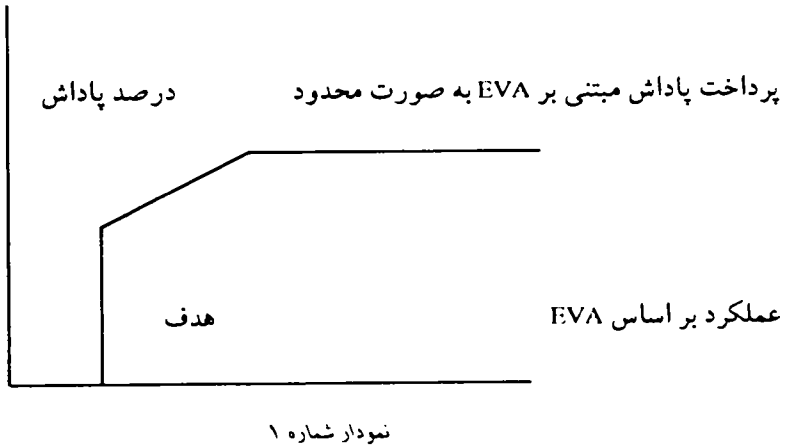
مالی»، تحقیقات مالی، شماره ۶ و ۵، ۱۳۷۴ - ۱۳۷۳.

مدیریت است. ارزشی که توسط مدیریت ایجاد می‌گردد، مبنای مناسبی برای پرداخت پاداش به مدیران می‌باشد. براین اساس بین پاداشهای پرداختی به مدیران و منافع سهامداران رابطه محکمی بوجود می‌آید. استفاده از این روش موجب می‌گردد که فعالیت مدیران در جهت منافع سهامداران صورت گیرد.

پاداش متناسب با رشد EVA نباید محدود شود، زیرا چنین محدودیتی هم برای شرکت مضر است و هم انگیزه مدیریت را برای تلاش بیشتر محدود می‌کند. بنابراین اگر بخواهیم انگیزش بیشتری را ایجاد کنیم، منصفانه‌ترین روش این است که مدیرانی را که موفق به کسب EVA مورد نظر نشده‌اند جریمه نموده و مدیرانی که EVA بالایی را کسب کرده‌اند را بدون محدود کردن مبلغ پاداش، تشویق نماییم.

در برخی از شرکتها روش پاداش براساس EVA در یک سطحی متوقف و نمودار به حالت یکسان در می‌آید. همانگونه که در نمودار شماره (۱) ملاحظه می‌کنید تا زمانی که سطح معینی از عملکرد حاصل نشود، پاداشی هم داده نمی‌شود. که این سطح همان هدف مطلوب می‌باشد. پاداش با افزایش عملکرد افزایش می‌یابد تا زمانی که به یک حداکثر ممکن رسیده و در همان مقدار ثابت می‌ماند. به عقیده استیوارت این نوع روش پاداش شبیه سیستم کمونیستی است که در آن نه ریسکی وجود دارد و نه پاداش قابل توجهی.

در مواردی که عملکرد در تمام سال پائین‌تر از حد معینی باشد (بویژه پائین‌تر از حد تعیین شده)، اگر برای عملکرد پائین مجازاتی وجود نداشته باشد، ممکن است مدیر تلاش نماید تا همه زیانها را در یکسال متمرکز نموده و زمینه لازم را برای دریافت پاداش در سالهای بعد فراهم نماید. پس روش بهتر از حالت قبلی (که عبارت بود از  $K.EVA\% = \text{پاداش}$ ) و پاداش در یک سطح، دیگر ثابت می‌ماند، این است که پاداش براساس درصدی از EVA و به صورت متغیر و صعودی باشد. بدین معنی که وقتی همه چیز به خوبی پیش می‌رود چرا باید محدودیت ایجاد شود؟ هنگامی که روش پاداش دهی محدود می‌شود، مدیران بجای آنکه به



فکر بالا بردن ارزش باشند، در فکر انتقال سودهای شناسایی نشده خواهند بود. به همین دلیل پیشنهاد می‌شود پاداشهای بالقوه به شکل صعودی و به صورت نامحدود ارائه شود. در این صورت فرمول پاداش به عنوان مثال به صورت زیر در می‌آید:

$$EVA < 400 \text{ میلیون ریال} \Rightarrow k = 5\%$$

$$\text{و } EVA \cdot K = \% \text{ پاداش}$$

$$EVA > 400 \text{ میلیون ریال} \Rightarrow k = 10\%$$

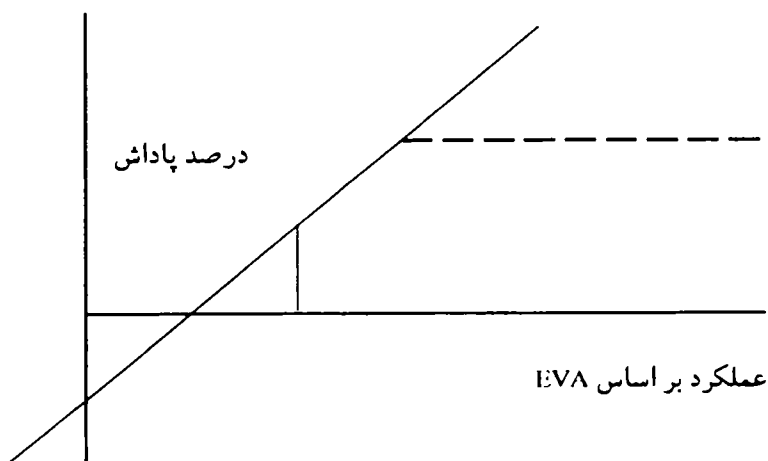
عمده ایرادی که به این فرمول وارد است، این است که برای افت کارایی مجازاتی وجود ندارد. اگر هدف این است که مدیران به صورت سهامداران در آیند، مدیران همانگونه که پاداش مالکیت خود را دریافت می‌دارند بنا بر این، باید آماده روبرو شدن با خطرات و متضرر شدن نیز باشند.

برای رفع ایراد فوق روش ذخیره کردن پاداشها بر اساس EVA پیشنهاد می‌شود. بدین مفهوم که پاداش سالانه مدیر که بر اساس کسب EVA مورد نظر و توافقی به وی تعلق می‌گیرد به حساب مخصوص واریز شود و بر اساس قراردادی که با مدیر منعقد می‌شود، مدیر بتواند هر ساله قسمتی از آن (مثلاً ۴۰٪ مانده حساب) را برداشت نماید و در سالهای بعد نیز به همین ترتیب عمل شود و EVA های مثبت و یا منفی تحصیل شده توسط مدیر به این مانده حساب

مبلغی را اضافه کرده و یا کسر می‌کند.

به عنوان مثال فرض کنید که حقوق مدیر یک شرکت معادل ۲۰ میلیون ریال است و توافق شده است که بخاطر کسب EVA مورد نظر ۲۵٪ پاداش بگیرد. EVA مورد نظر ممکن است مثبت و یا منفی باشد و این بستگی به وضعیت شرکت در زمان آغاز این طرح و قرارداد با مدیر دارد. مثلاً اگر مدیری بتواند EVA منفی شرکت را کاهش دهد این امر در حقیقت بدین مفهوم است که مدیر ارزشی را ایجاد کرده، بنا بر این مدیر نسبت به EVA مورد نظر تحصیل شده ۲۵٪ پاداش می‌گیرد. براساس قرارداد منعقد می‌توان با مدیر توافق کرد که حداقل مانده حساب مخصوص پاداش باید ۱۰ میلیون ریال باشد. بنا بر این کمتر از این مبلغ، مدیر حق برداشت از حساب را ندارد. البته مبلغ ۱۰ میلیون ریال مانده حساب را هم می‌توان ابتدا از مدیر دریافت کرد و به آن حساب واریز نموده و یا اینکه این مبلغ توسط شرکت به صورت وام جهت واریز به حساب در اختیار وی گذاشته شده تا در طول چند سال (مثلاً ۵ سال) باز پرداخت گردد. در این صورت در طی ۵ سال سالانه ۲ میلیون ریال از مبالغی که مدیر می‌توانست از آن حساب برداشت نماید، به عنوان اقساط وام کسر می‌شود و پس از ۵ سال حداقل مانده حساب مزبور یعنی ۱۰ میلیون ریال ثروت شخصی مدیر تلقی می‌شود. این روش معمولاً به این دلیل انجام می‌گیرد که مدیران ممکن است در شروع کار حداقل مانده مزبور را نداشته باشند. حال می‌توان نمودار پاداش را به صورت زیر ترسیم نمود.

همانطور که در نمودار شماره (۲) ملاحظه می‌کنید، محدودیت پاداش که در نمودار شماره (۱) نشان داده شد و در این نمودار با نقطه چین قابل مشاهده است، برداشته شده است. بدین ترتیب مدیری که ریسک اضافی را تحمل می‌کند پرداخت پاداش بیشتر به وی نیز منصفانه به نظر می‌رسد. در ادامه مثال با اضافه شدن ۵ میلیون ریال پاداش کسب شده به ۱۰ میلیون ریال مانده اولیه حساب مخصوص، اکنون ۱۵ میلیون ریال در این حساب وجود دارد. فرض کنید طبق طرح پیشنهادی  $\frac{1}{3}$  مانده این حساب قابل پرداخت به مدیر بوده و  $\frac{2}{3}$  آن ذخیره می‌شود. البته این طرح قابل انعطاف است و بسته به نوع فعالیت تجاری می‌توان آن را تنظیم نمود.



نمودار شماره ۲ - پاداش نامحدود به هر دو صورت (پاداش و جریمه)

ارقام به هزار ریال	شرح
۲۰۰۰۰	EVA کسب شده
٪۲۵	پاداش کسب شده به درصد
۵۰۰۰	پاداش کسب شده به ریال
۱۰۰۰۰	مانده حساب در شروع کار
۱۵۰۰۰	موجودی برای پرداخت
$\frac{1}{3}$	نسبت پرداخت
۵۰۰۰	پاداش پرداخت شده
۱۰۰۰۰	مانده حساب

همانطور که مشاهده می‌کنید با طراحی این برنامه ضمن اینکه پاداش واقعی مدیر پرداخت می‌شود، آن قسمت از پاداش استثنایی مدیر که ممکن است در آن سال بطور اتفاقی و از روی شانس EVA بالایی را کسب نموده باشد در حساب بانکی ذخیره شده است. با ۵۰۰۰ هزار ریال پاداش پرداخت شده، ۱۰۰۰۰ هزار ریال دیگر مانده حساب به سالهای

بعد انتقال داده می‌شود و این فرایند به همین صورت تکرار می‌شود. فرض کنید که مدیر در سال آینده بطور چشمگیری EVA را به سطح مورد دلخواه (هدف) افزایش دهد. در این صورت دو احتمال وجود دارد:

نخست آنکه این افزایش چشمگیر در EVA واقعاً نتیجه عملکرد مثبت وی بوده است و دوم آنکه، این افزایش بدست آمده ناشی از شانس خوب مدیر و در نتیجه اتفاقاتی بوده است که در اقتصاد رخ داده است در اینجا برای پرداخت پاداش کدام احتمال را باید بپذیریم؟

روش پیشنهادی در حقیقت نه احتمال اول را بطور کامل پذیرفته و نه احتمال دوم را. بلکه با ذخیره نمودن پاداش استثنایی کسب شده در حساب مخصوص در حقیقت منتظر عملکرد مدیر در سال بعد هستیم. به عبارت دیگر در این روش بخشی از پاداش مدیر که براساس درصدی از EVA کسب شده به وی اعطاء می‌شود، به عنوان پاداش همان سال و مابقی آن در حساب مخصوص ذخیره شده و به سال بعد منتقل می‌شود. در سال بعد عملکرد مدیر از دو حال خارج نیست، یا اینکه مجدداً عملکرد وی در کسب EVA موفقیت آمیز است که در این صورت براساس درصد تعیین شده پاداش خود را دریافت می‌نماید و یا اینکه عملکرد وی موفقیت آمیز نبوده، و نتوانسته است ارزش افزوده اقتصادی (EVA) کسب نماید، در این صورت وجود مانده حساب که از سال قبل ذخیره شده و به این سال منتقل شده است کمک کننده می‌باشد. بدین مفهوم که در سال جاری علیرغم آنکه مدیر نتوانسته است موفقیتی کسب نماید ولی وی می‌تواند  $\frac{1}{3}$  مانده حساب یعنی ۳۳۳۳ هزار ریال ( $\frac{1}{3} \times 10000$ ) را برداشت نماید. بنا بر این طبیعی است که با چنین روش پرداختی انگیزه مدیر همیشه زنده و پویا باقی می‌ماند.

فرض کنید که عملکرد استثنایی مدیر در یک سال سبب شود که پاداشی معادل چهار برابر پاداش سال قبل به وی داده شود. همینطور فرض کنید که EVA کسب شده توسط مدیر در سال بعد از آن کمتر از سطح مورد دلخواه (هدف) باشد. مثلاً فرض کنید که EVA کسب شده ۵۰٪ منفی باشد. در این صورت با کنار گذاشتن مانده حساب مخصوص در ابتدای دوره به میزان پنجاه درصد، در حقیقت ۱۰۰۰۰ هزار ریال باقی مانده که  $\frac{1}{3}$  آن یعنی  $\frac{1}{667}$  هزار ریال به مدیر پرداخت و ۳۳۳۳ هزار ریال در حساب بانکی ذخیره شده و به سالهای بعد منتقل

می‌شود. بدین ترتیب همانگونه که ملاحظه می‌کنید در سالی که مدیر عملکرد مثبت و استثنایی را داشته است همانند سهامداران پاداش خود را دریافت کرده است. بدین مفهوم که هم پاداش نقدی وی افزایش یافته و هم اینکه از اضافه ارزشی که در سرمایه‌اش ایجاد شده لذت برده است. پاداش نقدی وی در همان سال به وی پرداخت شده و اضافه ارزش کسب شده که در حساب بانکی ذخیره شده به سال بعد منتقل شده است.

همچنین در سالهایی که عملکرد مدیر خوب نبوده است وی همانند یک سهامدار متوجه ضرر و زیان می‌شود، بدین مفهوم که هم پاداش نقدی و هم مانده حساب بانکی وی در آن سال کاهش می‌یابد و بدین ترتیب وی مزه تلخ شکست را می‌چشد و در حقیقت جریمه می‌شود.

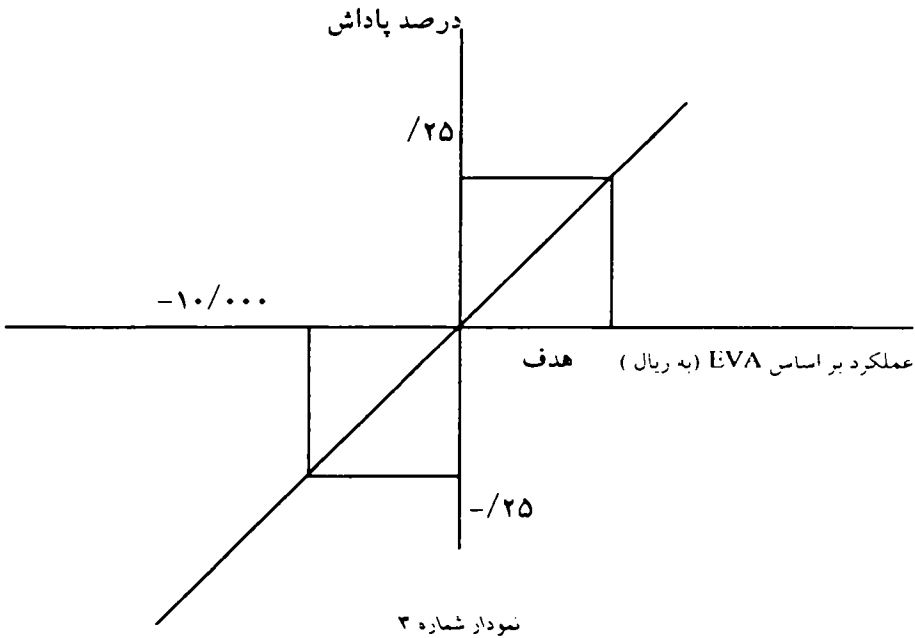
شرح	سال هدف (مورد نظر)	سال خوب	سال بد
EVA کسب شده	۲۰۰۰۰ هزار ریال	۸۰۰۰۰ هزار ریال	۴۰۰۰۰ (هزار ریال)
درصد پاداش کسب شده	۲۵٪	۲۵٪	۲۵٪
مبلغ پاداش کسب شده	۵۰۰۰	۲۰۰۰۰	(۱۰۰۰۰)
موجودی حساب بانکی در ابتدای دوره	۱۰۰۰۰	۱۰۰۰۰	۲۰۰۰۰
موجودی حساب بانکی قابل پرداخت	۱۵۰۰۰	۳۰۰۰۰	۱۰۰۰۰
نسبت پرداخت	$\frac{1}{3}$	$\frac{1}{3}$	$\frac{1}{3}$
پاداش پرداختی	۵۰۰۰	۱۰۰۰۰	$\frac{1}{3}$ ۳۳۳۳
مانده حساب بانکی قابل انتقال	۱۰۰۰۰	۲۰۰۰۰	$\frac{2}{3}$ ۶۶۶۶

مثال ارائه شده را از طریق نمودار شماره ۳ نیز می‌توان ارائه نمود:

ممکن است تعجب برانگیز باشد در سالی که مدیر آشکارا بد عمل کرده است وی پاداش دریافت کرده است ولی باید توجه داشت که این پاداش در حقیقت در عوض عملکرد خوب سال قبل وی بوده است که بطور استثنایی خوب عمل کرده است.

با وجود همه این مزایا این روش دارای ایراداتی نیز می‌باشد. اولین ایرادی که به این سیستم وارد است، این است که این روش در جایی عملی و قابل پیاده کردن است که مدیریت ثبات داشته باشد و در جایی که تغییر و تحول مدیریت بطور سریع صورت می‌گیرد کاربرد

ندارد. ایراد دیگری که به این سیستم وارد می‌شود این است که برخی از شرکتها بدلیل مزیتها و سرقفلی‌ای که دارند حتی با اعمال مدیریت ضعیف نیز اصولاً دارای ارزش افزوده اقتصادی (EVA) مثبت هستند. در نتیجه پاداشی که حقشان نیست دریافت می‌نمایند.



### پرداخت پاداش براساس تغییرات EVA

برای رفع مشکل پرداخت پاداش در شرکتهایی که دارای مزیت‌های خاصی هستند یک راه حل این است که پاداش را بر اساس تغییرات EVA پرداخت گردد. یعنی

$$\text{پاداش} = \%K_1 \Delta EVA$$

اما اشکال این مدل این است که تغییرات EVA بتدریج سخت‌تر می‌شود و نهایتاً در جایی متوقف می‌شود و برای رفع این اشکال می‌توان مدل را به صورت زیر در آورد:

$$\text{پاداش} = \%K_1 \times EVA + \%K_2 \times \Delta EVA$$

$K_1$ : درصدی از EVA، اگر EVA مثبت باشد و اگر EVA منفی باشد، صفر درصد در نظر گرفته می‌شود.



$K_p$ : درصدی از تغییر EVA بدون توجه به اینکه EVA مثبت است یا منفی.  
 $K_p$  برای ایجاد انگیزه قوی برای بهبود عملکرد بزرگتر از  $K_1$  است (و یک جریمه قوی اگر عملکرد کاهش یابد) برای مثال ممکن است  $K_p$  برابر ۱۰٪ و  $K_1$  برابر با ۵٪ فرض شود: در این صورت:

$$\text{پاداش} = \text{EVA} \times 5\% + \Delta \text{EVA} \times 10\%$$

در عمل  $K_1$  و  $K_p$  برطبق ویژگی‌های واحد تجاری تنظیم می‌شوند و مشارکت مدیران در این خصوص ضروری است. در مورد این سیستم نیز می‌توان همانند روش قبلی سیستم حساب ذخیره مخصوص را پیاده کرد. تنها ایرادی که به این روش (پاداش تابعی از EVA) وارد است این است که پاداش را متوجه عملکرد کوتاه مدت می‌کند، بنابراین در این حالت مدیران بیشتر به فکر فعالیتهای کوتاه مدت و زود بازده می‌افتند و این موضوع در دراز مدت می‌تواند برای شرکت مشکل ساز باشد.

#### پرداخت پاداش براساس ارزش افزوده بازار (MVA)

ارزش افزوده بازار (MVA) <sup>۱</sup> نشان دهنده این است که شرکت چقدر توانسته است ایجاد ارزش کند. شرکتهایی MVA مثبت دارند که به ازاء مقدار معینی سرمایه که در شرکت ریخته شده است، ارزش بازار بیشتری بوجود بیاورند به عبارت دیگر:

$$\text{MVA} = \text{MV} - \text{CAPITAL}$$

$$\text{MVA} = \text{PV} (\text{EVA})$$

$$\text{MVA} = \text{ارزش فعلی EVA های آتی}$$

$$\text{MVA} = (\text{ارزش ویژه کل سهام} - \text{قیمت بازار سهام}) \times \text{تعداد سهام}$$

در این فرمول MV مخفف ارزش بازار سهام است. حال می‌توان فرمول پرداخت پاداش براساس MVA را به صورت زیر ارائه نمود.

$$\text{پاداش} = \text{EVA} \times K_1\% + \Delta \text{EVA} \times K_p\% + \Delta \text{MVA} \times K_p\%$$

در این فرمول در حقیقت هدف این است که تصمیمات مدیران را در جهت منافع سهامداران هدایت کند، بگونه‌ای که مدیران آثار دراز مدت تصمیمات خود را با آثار کوتاه مدت هماهنگ نمایند. در این فرمول پاداش تابعی است از EVA، تغییرات EVA و تغییرات MVA. معیار EVA به تنهایی ممکن است که مدیر را جسور بسازد، بنابراین با بکارگیری معیار MVA مدیر آثار دراز مدت تصمیمات خود را نیز مد نظر قرار می‌دهد.<sup>۱</sup>

### مطالعات تجربی

علیرغم آنکه اغلب متخصصین مالی و اقتصادی بر این باورند که طرحهای پاداش بلندمدت و سهم کردن مدیران در مالکیت شرکت دارای منافع اقتصادی است، اما برخی از آنها نسبت به چنین طرحهایی نظر موافقی ندارند. مخالفان استدلال می‌کنند که چنین طرحهایی باعث می‌شود که مدیران با هزینه سهامداران منتفع شوند. تأثیر انواع مختلف طرحهای پاداشی مدیران بر ثروت سهامداران یک مسئله تجربی است که می‌توان آن را در هرجامعه و کشوری مد نظر قرار داده و آزمایش نمود. آنچه که در این بخش به آن اشاره می‌شود، نتایج تعدادی از تحقیقات تجربی است که در مورد موضوع مقاله انجام شده است. در تحقیقاتی که توسط لارکر<sup>۲</sup> و بهاجات<sup>۳</sup> و برکلی<sup>۴</sup> انجام شده، شواهد تجربی محدودی

۱- برای کسب اطلاعات بیشتر به مقاله ربر مراجعه کنید:

دکتر علی جهانحانی و اصغر سحادی، «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی»، تحقیقات مالی، شماره ۶ و ۵، ۱۳۷۴ - ۱۳۷۳.

2- Larcker, D. F., 1983, The Association Between Performance Plan Adopted and Corporated Capital Investment, *Journal of Accounting and Economics*, No. 5, PP. 3-30.

3- Bhagat, S., 1983, The Effect of Pre - emptive Right amendments on Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, No. 12, PP. 289 - 310.

4- Brickley J. A, and R. C. Lease., 1985, Incentive Effects of Employee Stock Purchase Plans, *Journal of Financial Economics*, forth Coming.

را فراهم می‌نماید که این فرضیه را که طرح‌های پاداشی بلند مدت مدیران، سبب افزایش ثروت سهامداران می‌شود تأیید می‌نماید. البته لازم به توضیح است که تحقیقات فوق دارای دو محدودیت بودند. یکی از این محدودیتها تعداد اندک نمونه‌ها بود و دیگر آنکه در هر بررسی فقط یک نوع طرح پاداشی مورد بررسی قرار گرفته بود. به عنوان مثال تحقیق «لارکر» و در مورد طرح‌های پاداش مبتنی بر عملکرد بود. (Performance Plan) تحقیق «بهاجات» در مورد طرح سهام کردن مدیران در مالکیت شرکت بنام طرح Esop

تحقیق دیگری که نسبت به تحقیقات قبلی نسبتاً جامع است بطور مشترک توسط سه نفر به اسامی «برکلی»، «بهاجات» و «لیز» تحت عنوان «اثر انواع طرح‌های پاداشی بلند مدت مدیران بر ثروت سهامداران» انجام گردید.<sup>۱</sup> نتیجه انجام این تحقیق بطور خلاصه در زیر بیان می‌گردد.

برای اینکه در مورد موضوع مورد تحقیق نتیجه‌گیری لازم شود، باید مشخص می‌شد که آیا سهامداران در تاریخهای اعلان طرح‌های پاداشی و یا در طی این تاریخها توانسته‌اند بازده غیر عادی بدست آورند، به همین دلیل داده‌ها به دو صورت مورد بررسی قرار گرفته‌اند. اول: برای آنکه مشخص شود که آیا سهامداران در تاریخهای اعلان طرح‌های پاداش بازده غیر عادی بدست آورده‌اند یا خیر فرضیه صفر به صورت زیر مطرح و تست شده است: «اعلام طرح‌های پاداشی بلند مدت مدیران در یک تاریخ مشخص تاثیری بر ثروت سهامداران ندارد.»

برای آزمون این فرضیه از مدل بازار و تکنیک Study - event - Standard استفاده شده است.

نتایج بدست آمده از تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که یا طرح‌های پاداشی بلند مدت مدیران هیچ تاثیری بر ثروت سهامداران ندارند و یا اینکه تاریخهایی که به عنوان تاریخهای

1- Brickley, J. A, and S. Bhagat and R. C. Lease., 1985, The Impact of Long - Range Manegerialon Compensation Plans on Shareholder Wealth, *Journal of Accounting and Economics*, No. 7, PP. 466 - 489.

اعلام طرحهای پاداشی و مطلع شدن بازار سهام از موضوع انتخاب شده‌اند صحیح نبوده است.

دوم: برای آنکه مشخص شود آیا سهامداران در طی تاریخهای اعلام طرحهای پاداشی توانسته‌اند بازدهی غیرعادی بدست آورند یا خیر، بازده تجمعی بین دو تاریخ<sup>۱</sup> محاسبه شده است.

نتیجه تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که طرحهای پاداشی بلند مدت مدیران در دومین نمونه انتخابی ثروت سهامداران را افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر در بررسی اول چون وضعیت قیمت بازار سهام در یک تاریخ مشخص به عنوان تاریخی که بازار سهام از اعلام طرحهای پاداشی مطلع می‌شود در نظر گرفته شده بود و ممکن است که این تاریخ صحیح نبوده باشد، در نتیجه سهامداران در آن تاریخ بازده غیرعادی بدست نیاورده بودند ولی در بررسی دوم که وضعیت قیمت بازار سهام از اولین جلسه هیات مدیره برای پیشنهاد طرحهای پاداشی تا آخرین جلسه‌ای که طرحهای پاداشی تصویب می‌شود (جلسه مجمع عمومی صاحبان سهام) مورد بررسی قرار گرفت در نتیجه سهامداران توانسته بودند بازده غیرعادی بدست بیاورند که موید این مطلب است که طرحهای پاداشی بلند مدت موجب افزایش ثروت سهامداران می‌گردد.

### وضعیت فعلی اعطای پاداش به مدیران شرکتها در ایران

برای شناسایی وضعیت موجود اعطای پاداش به مدیران شرکتها در ایران، نسبت به ارسال پرسشنامه برای ۱۲۰ شرکت (۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ۵۰ شرکت دیگر) اقدام گردید که تا این تاریخ تعداد ۷۸ پرسشنامه تکمیل شده دریافت گردیده است، اطلاعات تلخیص شده از پرسشنامه‌های تکمیلی به شرح زیر ارائه می‌شود:

درصد	تعداد	شرح
		۱- شیوه اعطای پاداش به مدیران :
۱۵٪	۱۲	الف) درصدی از حقوق ثابت
۲۵٪	۲۰	ب) درصدی از سود خالص
۸٪	۶	ج) درصدی از مازاد عملکرد نسبت به بودجه
—	—	د) درصدی از ارزش افزوده اقتصادی
—	—	ه) درصدی از ارزش افزوده بازار
۳٪	۲	و) اعطاء امتیاز خرید سهام
۸٪	۶	ز) تعداد تولید
۴۱٪	۳۲	ح) سایر شیوه‌ها (به تفکیک بند ۲)
۱۰۰٪	۷۸	
		۲- سایر شیوه‌های اعطای پاداش:
۹٪	۳	- براساس درصدی از سود تقسیم شده بین سهامداران
۲۵٪	۸	- براساس نظر سهامداران عمده فاقد مبنای مشخص
۶۶٪	۲۱	- براساس فرمول ترکیبی
۱۰۰٪	۳۲	

۱- برخی از شرکتها و یا سازمانهایی که به عنوان شرکت مادر و سرمایه‌گذار اصلی دارای تعدادی شرکت تابعه (وابسته) می‌باشند، پاداش مدیران خود را به صورت فرمول ترکیبی یکسانی پرداخت می‌نمایند. براساس پاسخهای ارسالی از ۲۱ شرکتی که چنین روشی را بکار می‌گیرند، شیوه پرداخت بطور خلاصه به شرح زیر می‌باشد.

- براساس درصدی از سود خالص + درصدی از مازاد تولید نسبت به رقم بودجه (پیش‌بینی شده) براساس درصدی از عوامل مختلف نظیر :

- تحقق سود خالص مورد انتظار (کسب حداقل نسبت سود خالص به فروش)

- اصلاح ساختار مالی و پرسنلی (کسب نسبتهای مالی در حد مورد انتظار و کاهش پرسنل غیرمتخصص و افزایش پرسنل متخصص - استقرار و کاربرد سیستم‌های مورد نیاز (نظیر سیستم حسابداری صنعتی، کنترل داخلی، سیستم خدمات پس از فروش، تعمیر و نگهداری و سیستم بازاریابی و کنترل کیفیت - عوامل ناشی از عملکرد عمومی مدیریت (نظیر رعایت بخشنامه‌ها و دستورالعملها، گزارش‌دهی منظم، شرکت منظم در جلسات و ارسال صورتجلسات مجامع و هیات مدیره - درصدی از سود خالص + درصدی از مازاد فروش صادراتی نسبت به صادرات بودجه شده (پیش‌بینی شده)

درصد	تعداد	شرح
		۳- وضعیت مشارکت مدیران در مالکیت شرکت :
۳۷٪	۲۹	الف ( مدیرانی که در مالکیت شرکت سهام هستند(سهامدارمدیر)
۶۳٪	۴۹	ب ( مدیرانی که در مالکیت شرکت سهام نیستند(مدیر غیرسهامدار)
۱۰۰٪	۷۸	
		۴- نحوه سهام کردن مدیران در مالکیت :
۷۲٪	۲۱	الف ( واگذاری سهام
۲۸٪	۸	ب ( واگذاری حق امتیاز خرید سهام
۱۰۰٪	۲۹	
		۵- قیمت سهام واگذار شده:
۴۸٪	۱۴	الف) قیمت روز
۲۱٪	۶	ب ( پائین تر از قیمت روز
۲۸٪	۸	ج) قیمت اسمی
۳٪	۱	د ( قیمت توافقی در تاریخ معین
۱۰۰٪	۲۹	
درصد	تعداد	شرح
		۶- نحوه پرداخت بهای سهام:
۲۴٪	۷	الف ( نقد
۵۲٪	۱۵	ب ( اقساط
۲۴٪	۷	ج ( نقد و اقساط
۱۰۰٪	۲۹	
		۷- مطلوبیت میزان مالکیتی که مدیران در شرکت دارند:
۲۷٪	۸	الف ( برای آنها رضایت بخش هست
۷۳٪	۲۱	ب ( برای آنها رضایت بخش نیست
۱۰۰٪	۲۹	
		۸- شرکت برای فروش سهام مدیران:
۱۰٪	۳	الف) محدودیت قائل شده است
۹۰٪	۲۶	ب ( محدودیتی قائل نشده است
۱۰۰٪	۲۹	
		۹- نظر مدیران راجع به شیوه اعطای پاداش به آنها:
۲۳٪	۱۸	الف ( رضایت دارند
۷۷٪	۶۰	ب ( رضایت ندارند
۱۰۰٪	۷۸	

اگر چه تعداد نمونه‌های مورد بررسی برای روشن نمودن وضعیت موجود شیوه‌های اعطای پاداش به مدیران شرکتها در ایران نسبتاً محدود است، اما تحلیل اطلاعات حاصله از همین اطلاعات محدود بسیاری از واقعیت‌های تلخ را نشان می‌دهد. بسیاری از شیوه‌های سنتی اعطای پاداش به مدیران که عدم کارایی آنها برای بوجود آوردن انگیزه کافی در مدیران در جهت تلاش و عملکرد مثبت ثابت شده است، هنوز در بسیاری از شرکت‌های ایران مورد استفاده قرار می‌گیرد. ۶۳٪ از مدیران شرکت‌های مورد بررسی در مالکیت شرکت سهامی نیستند و یا حتی از ۳۷٪ مدیرانی که در مالکیت شرکت سهامی هستند، ۷۳٪ آنها با توجه به اینکه درصد مالکیت آنها به اندازه‌ای نیست که با افزایش ارزش شرکت احساس رضایت و خوشحالی نمایند و یا با کاهش ارزش شرکت احساس ضرر و زیان و ناراحتی کنند، این میزان (درصد) مالکیت برای آنها مطلوبیت نداشته و در نتیجه محرک مثبتی جهت تلاش بیشتر نمی‌باشد. همچنین حدود ۷۷٪ مدیران از شیوه فعلی اعطای پاداش خود رضایت ندارند. مطلبی که در این بخش لازم است به آن اشاره شود، این است که دست اندرکاران امر، زمینه لازم را برای انجام تحقیقات بیشتر در خصوص شیوه‌های مناسب اعطای پاداش به مدیران شرکتها در ایران فراهم نموده تا انشاء... این امر باعث استفاده بهینه از ظرفیتهای مدیریتی کشور در راستای استقلال کشور اسلامیان شود.

### منابع و مآخذ:

- 1- Brickely, J. A. and S. Bhagat and R. C. Lease., 1985, "The Impact of Long - Range Manegerial Compensation Plans on Shareholder Wealth", **Journal of Accounting and Economics**, PP. 466 - 480.
- 2- Dechow, P. M. and R. G. Sloan., 1991, Executive Incentives and the Horizon Problem", **Journal of Accounting and Economics**, No. 14, PP. 51 - 89.
- 3- Sloan, R. G., 1993, "Accounting Earnings and Top Executive Compensation", **Journal of Accounting and Economics**, No. 16, PP. 55 - 100.
- 4- Healey P. M., 1985, "The EEffect of Bonus Schemes on Accounting Decisions",

---

**Journal of Accounting and Economics**, No. 7, PP. 366 - 388.

5- Healy, P. M and Sok - Hyonkang., 1987, "The Effect of Accounting Procedure Changes on CEO's'Cash Salary and Bonus Compensation", **Journal of Accounting and Economics**, No. 9.

6- Stewart, G. B., "The Quest for Value", Harper Collins Publishers Inc, 1991, Chapter 6.