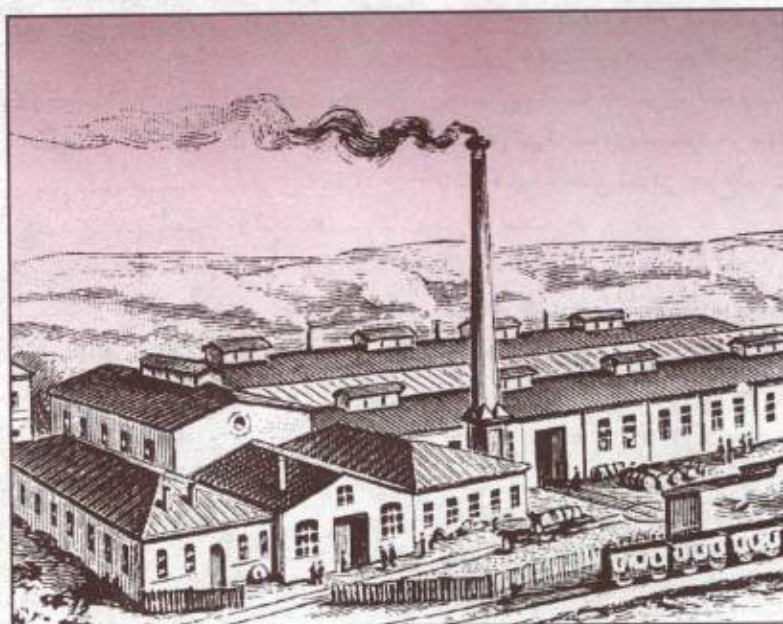


پایان بازی مدیریت سود

(درسی از تجربه تلخ انرون)

احمد دودانگه

اما در طول ۱۵ سال، این شرکت حوزه‌ی کاری خود را از ساخت و ساز لوله‌های نفتی به ساختن فرودگاه، فروش کالاهای مشتق انرژی، و همچنین در صنایع فلزی، کود، پلاستیک، فولاد و ... گسترش داد و از لحاظ حجم درآمد تبدیل به هفتمین شرکت بزرگ آمریکا و شانزدهمین شرکت بزرگ جهان شد. انرون دارای ۲۰۰۰۰ کارمند بود و در ۴۰ کشور جهان از طریق شبکه



گسترده‌ای از شرکت‌های وابسته حضور فعال داشت. این شرکت دارای حدود ۲۸۰۰ شرکت وابسته بود که از این تعداد، حدود ۸۷۰ شرکت خارج از مرکز بودند و بیش از ۷۰۰ شرکت در جزایر کایمن از معروف‌ترین بهشت‌های مالیاتی قرار داشتند. بدین ترتیب انرون توانسته بود در طول ۴ سال پیش از اعلام ورشکستگی خود و با وجود اعلام سود ۲ میلیارد دلاری، هیچ مالیاتی نپردازد. درآمد سالانه انرون در اوج آن ۱۰۰ میلیارد دلار بود. ارزش این شرکت، در بالاترین موقعیت آن ۷۰ میلیارد دلار برآورد شده و ارزش سهام آن در بالاترین وضعیت به ۹۰ دلار ۲۵ رسیده بود. اما این سهام در کمتر از یک سال به ارزشی پایین‌تر از

مقدمه

ورشکستگی شرکت انرون بزرگ‌ترین ورشکستگی در تاریخ اقتصادی آمریکا به شمار می‌رود. این ورشکستگی برای اکثریت قریب به اتفاق ناظران و متخصصان اقتصادی و برای تمام کارکنان آن امری باور نکردنی و هم‌چون کابوسی تلخ و شگفت‌انگیز می‌نمود. نظر به اهمیت موضوع، شاهد مقالات مختلفی

بوده و هستیم که این رسوایی مالی را از دیدگاه‌های مختلف مورد بحث و بررسی قرار داده‌اند. این مقاله به بیان آرای جی. بنت استوارت، از شرکای موسسه استرن استوارت و شرکاء^۱ می‌پردازد که دیدگاه‌های او در مورد ارزش افزوده اقتصادی^۲ از معروفیت بسیاری برخوردار است.

شرکت انرون

۱۷ سال پیش از این، انرون یک شرکت کوچک سازنده خطوط نفتی و گاز در تگزاس بود که در میان تعداد بی‌شماری از چنین شرکت‌هایی در این ایالت، چندان توجهی را برنمی‌انگیخت.

شک بود، پس از آن دچار یک بحران بی‌اعتمادی جدی شده است به نحوی که جو کنونی را می‌توان با دوره پس از بحران مالی سال ۱۹۲۹ مقایسه کرد. انجمن حسابداران رسمی آمریکا براین باور است که میزان اشتباهات در بیش از ۱۵۰۰۰ حسابرسی سالانه شرکت‌های عمومی در آمریکا کمتر از ۱ درصد است، اما لین ترنر عضو سابق کمیسیون بورس و اوراق بهادار معتقد است که از سال ۱۹۹۵ سرمایه‌گذاران آمریکایی حداقل ۱۰۰ میلیارد دلار به دلیل تقلبات حسابداری زیان دیده‌اند.

سود هر سهم

گزیده‌ای از گزارش سال ۲۰۰۰ شرکت انرون به روشنی نشان می‌دهد که مدیران شرکت مزبور عشق وافر خود به سود هر سهم^{۱۰} را مطلقاً مخفی نساخته‌اند. عملکرد شرکت انرون در سال ۲۰۰۰ با هر مقیاسی، کاملاً موفقیت‌آمیز بود. سود خالص شرکت در سال ۲۰۰۰ به رکود تازه‌ای رسید، انرون بر سود هر سهم تمرکز لیزری^{۱۱} دارد و ما قصد داریم که روند سودآوری سرشار خود را ادامه دهیم.

شکست انرون به خودی خود موید این است که باید ستایش کورکورانه بت سود هر سهم کاملاً اشتباه باشد. در حقیقت، بحث بر سر این است که تقریباً تمام تلاش "انرون" را می‌توان در راستای تمرکز لیزری بر سود هر سهم ردیابی کرد. ولی می‌خواهم ثابت کنم که حتی تمرکز چراغ‌قوه‌ای^{۱۲} بر سود هر سهم اشتباه بزرگی است.

رشد سود هر سهم قطعاً یک هدف فریبنده برای یک شرکت است. از نظر حسابداری، فقط یک چیز یعنی سود هر سهم به عنوان نتیجه نهایی^{۱۳} پذیرفته شده است، ولی قطعاً حسابداران تعیین‌کننده‌ی قیمت‌های سهام نیستند. هم چنین، به نظر می‌رسد که بازار در برابر توانایی مدیریت برای رسیدن به اهداف سه ماهه خود برای سود هر سهم به شدت عکس‌العمل نشان می‌دهد. ولی این فقط یک تصور است. دور شدن از سود هر سهم زمانی سخت‌تر می‌شود که برخورداری هیات مدیره شرکت‌ها از پاداش به هدف کسب سود هر سهم مرتبط شده باشد. اما، راه‌های بهتری هم برای پرداخت پاداش به مدیران و ایجاد انگیزه در آنان نسبت به روش سود هر سهم وجود دارد.

جذابیت ظاهری سود هر سهم آن است که این روش مبتنی بر چیزی است که می‌توان آن را مدل حسابداری ارزش^{۱۴} نامید. در این مدل، که قیمت سهام شرکت مساوی حاصل ضرب سود هر سهم در ضریب قیمت به سود^{۱۵} می‌باشد.

ضریب قیمت به سود \times سود هر سهم = قیمت سهام شرکت طبق این رابطه‌ی ریاضی، شرکتی که سود هر سهم آن ۵ دلار است و ۲۰ بار مبادله می‌شود، دارای قیمتی معادل ۱۰۰ دلار است این فرمول، اشاره به این دارد که اگر سود هر سهم افزایش یابد، قیمت سهام بالا می‌رود، و اگر سود هر سهم کاهش یابد، قیمت

یک دلار سقوط و شرکت اعلام ورشکستگی کرد.

حدود ۶۴ درصد سهام شرکت انرون در دست شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی بود که عمدتاً سرمایه‌های صندوق‌های بازنشستگی و تعاونی را در دست داشتند. به همین دلیل، بنابر برآوردهای انجام شده، زیان مردم عادی از ماجرای ورشکستگی انرون بین ۲۵ تا ۵۰ میلیارد دلار بوده است. کارکنان انرون نه فقط شغل خود بلکه پس‌اندازهای بازنشستگی خویش را نیز از دست دادند که عمدتاً به صورت سهام شرکت انرون سرمایه‌گذاری می‌شد و آن‌ها تا آخرین روز حق فروش آن را نداشتند. البته این روش سرمایه‌گذاری بخشی از سرمایه‌های ذخیره شده برای طرح‌های بازنشستگی (موسوم به طرح‌های ۴۰۱) در سهام شرکت‌های مربوط در آمریکا بسیار رایج است و شرکت‌هایی هم چون هویت^{۱۶} (در حد ۳۰ درصد) و مایکروسافت^{۱۷} (در حد ۴۶ درصد) این سرمایه‌ها را در سهام خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند. این کار اغلب با الزامات محدوده‌کننده‌ای برای فروش سهام تا پیش از رسیدن به دوره‌ی بازنشستگی همراه است. البته پس از ماجرای انرون، پیشنهادهایی برای اصلاح قانونی آن‌ها (از جمله کاهش سقف این سرمایه‌گذاری‌ها به ۲۰ درصد و قابلیت فروش سهام) عنوان شده است.

به هر حال، اگر چه سازوکارهای به کار رفته توسط مسئولان انرون برای پوشاندن ضررهای عظیم این شرکت در طول سال‌های گذشته و نحوه حساب سازی‌های دقیق استفاده شده برای انتقال ضررهای شرکت انرون به شرکت‌های قلابی هنوز روشن نیست. اما از هم اکنون این خطر پیش‌بینی می‌شود که چندین شرکت مشابه انرون، که هم چون آن شرکت در بخش بازرگردانی در حوزه خصوصی شده انرژی و کالاهای مشتق آن فعال بوده‌اند، یعنی شرکت‌هایی نظیر داینژی^{۱۸}، کالپاین^{۱۹}، و میرانت^{۲۰} که سهام آنها نیز دچار سقوط شده است، به سرنوشت مشابهی دچار شوند و بر سر آنها همان بیاید که بر سر شرکت‌های موسوم به دات-کم^{۲۱} در حباب‌های مالی ناشی از آن‌ها در سال‌های گذشته آمد.

موسسه حسابرسی آرتور اندرسن

نکته‌ی جالب توجه در این ماجرا آن است که موسسه حسابرسی آرتور اندرسن^{۲۲} که مسئولیت حسابرسی و اعلام وضعیت انرون را داشته، هرگز شکی درباره‌ی سلامت آن از خود بروز نداد و این نیز نکته‌ای خارق‌العاده است که انرون در آخرین سال فعالیت خود ۲۵ میلیون دلار به این موسسه نظارتی بابت هزینه حسابرسی و ۲۳ میلیون بابت هزینه مشاوره پرداخت کرده است. بسیاری از ناظران این پرسش اساسی را مطرح می‌کنند که چگونه می‌توان در شرايطی که ناظر، خود پیمانکار شرکتی است که آن را کنترل می‌کند، می‌توان انتظار حسابرسی واقعی را داشت؟ جوزف براردینو مدیرعامل آرتور اندرسن، در این مورد اعتراف می‌کند حرفه نظارت حسابرسی که پیش از این ماجرا نیز مورد

هر شرکتی می‌تواند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با بازده کم، سود هر سهم خود را افزایش دهد. مادامی که بازده سرمایه یک پروژه جدید، بیش از هزینه بدهی بلندمدت بعد از مالیات آن باشد (که این روزها در آمریکا می‌تواند ۴ تا ۵ درصد باشد)، باعث افزایش سود هر سهم خواهد شد. اما اگر بازده پروژه به اندازه کافی بالا نباشد که به سهامداران بازده مناسبی روی سرمایه آنان بدهد (که احتمالاً این روزها نرخ آن ۱۰ تا ۱۲ درصد است)، باعث کاهش قیمت سهام و ضریب قیمت به سود خواهد شد.

"انرون" یک مثال کلاسیک از سندرم (عوارض) سرمایه‌گذاری بیش از حد است. مدیریت "انرون" با اشتیاق به حداکثر کردن رشد سود هر سهم، میلیون‌ها دلار سرمایه خود را صرف سرمایه‌گذاری‌های کم بازده نظیر صنایع دریایی، ساخت و ساز لوله‌های نفتی، سازه‌های نیروگاهی و قراردادهای پرمخاطره انرژی که ارزش‌گذاری آنها دشوار بود. جیمز چانوس^{۱۹}، سرمایه‌گذار مطرح شرکت، که یک سال قبل از ورشکستگی، شرکت، سقوط آن را پیش‌بینی و سهام "انرون" را واگذار کرده بود، تصمیم خود را بر مبنای این معیار گرفت که بازده ۷ درصدی سرمایه انرون بسیار کمتر از آن چیزی بود که به نظر وی سرمایه‌گذاران از شرکت پرخطری مانند "انرون" مطالبه می‌کردند. راهبر دیگر "انرون" برای افزایش رشد سود هر سهم این بود که در ترازنامه شرکت از اهرم مالی (بدهی) بیشتری استفاده کند. به خاطر ترس از رقیق شدن^{۲۰} سود هر سهم، مدیریت شرکت از انتشار اوراق سهام جدید برای تامین مالی رشد خود، اجتناب کرد. در نتیجه آنها سیاست تامین مالی از طریق بدهی را به کار گرفتند به طوری که خود را تا خرخره بدهکار کردند. آنان تا جایی که می‌توانستند از اهرم بدهی بیشتری در ترازنامه استفاده کردند تا جایی که به هنگام شروع فروپاشی شرکت، حقوق صاحبان سهام آن قدر کم بود که نتوانستند بدان وسیله جلوی بحران را بگیرند. قرض‌دهندگان و سرمایه‌گذاران اعتماد خود را از دست داده و دیگر حاضر نبودند "انرون" را یک شبه تامین مالی کنند. بدین ترتیب، "انرون" ناچار شد در روابط تجاری خود با آنها سیاست بازی پیشه کند. جفری اسکیلینگ^{۲۱}، مدیرعامل سابق "انرون"، اقرار کرد که آنها در دام پدیده هجوم به بانک^{۲۲} گرفتار شدند. اما، شرکت‌هایی که مدیریت خوبی دارند با در نظر گرفتن ریسک تجاری، در ساختار سرمایه خود نسبتی منطقی میان بدهی و حقوق صاحبان سهام برقرار می‌کنند. مساله این است که شرکت‌های متعصب به سود هر سهم، همواره ناچارند در لبه‌ی پرتگاه حرکت کنند زیرا باید برای حفظ رشد بالای سود هر سهم خود، بیشتر دست به استقراض بزنند و کمتر سهام بفروشند.

"انرون" اجباراً نباید ورشکست شود تا دریابد که استفاده بیش از حد از اهرم بدهی در ترازنامه، ایده‌ای نادرست است. اگر چه افزایش بدهی به جای افزایش سرمایه از محل حقوق صاحبان سهام به شرکت کمک می‌کند تا بدون انتشار سهام جدید، سود هر

سهام تنزل پیدا می‌کند. طبق این فرمول، می‌توان پیش‌بینی کرد که به عنوان مثال، اگر سود هر سهم تا ۶ دلار بالا رود، قیمت سهام آن به ۱۲۰ دلار به ازای هر سهم برسد، و اگر سود هر سهم آن به ۴ دلار کاهش یابد، قیمت سهام به ۸۰ دلار تنزل پیدا کند.

جدایی مدل حسابداری ارزش، در سادگی بیش از حد آن، و ضعف آن در ناتوانی‌اش برای توضیح واقعیت است. پیش فرض مدل حسابداری آن است که ضریب قیمت به سود، بدون توجه به این که چه عاملی باعث بالا و پایین رفتن سود هر سهم می‌شود، یکسان باقی خواهد ماند. اما این صرفاً یک نظریه است و در عمل درست از آب در نمی‌آید. ضریب قیمت به سود همواره تغییر می‌کند. این ضریب‌ها به دنبال راهبردها و سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت، و در واکنش به بازده سرمایه و نرخ‌های رشد، و در پاسخ به ساختارهای جدید مالی و نحوه گزارشگری مالی، تغییر می‌یابند. نسبت‌های قیمت به سود، همواره در حرکت‌اند تا هر تغییری را در کیفیت سود شرکت نشان دهند، و این امر به تنهایی سبب می‌شود که کمیت سود هر سهم به معیاری شدیداً غیرقابل اتکا برای عملکرد شرکت و ارزش بازار سهام مبدل گردد.

یک شرکت فرضی با فناوری بالا را در نظر بگیرید که متحمل هزینه‌هایی می‌شود که نتیجه آن موفقیت‌آمیز است. قواعد حسابداری چنین حکم می‌کند که هزینه‌های تحقیقاتی باید فوراً از درآمد دوره کسر شود. این امر باعث می‌شود سود هر سهم نسبت به روش دیگر، پایین‌تر بیاید. طبق این شیوه حسابداری، انجام تحقیقات هر چقدر هم که موفقیت‌آمیز باشند، هرگز معنی نخواهند داشت. ولی سرمایه‌گذاران زیرک در قضاوت درباره‌ی ارزش، بسیار فراتر از سودهای کوتاه‌مدت را می‌بینند. اگر بازار فقط به سود سال آینده اهمیت می‌داد، احتمالاً همه شرکت‌ها فروش‌های خود را برای رسیدن به همان ضریب قیمت به سود انجام می‌دادند، نکته اینجاست که سرمایه‌گذاران مخارج آتی را با ارزش‌های جاری تنزیل می‌کنند. تلفی آنان از مخارج تحقیقاتی موفقیت‌آمیز، معمولاً آنان را متقاعد می‌کند که قیمت سهام شرکت را بالاتر برآورد کنند. زمانی که در شرکت فرضی ما، آب‌ها از آسیاب افتاد سود هر سهم جاری آن پایین‌تر اما قیمت سهام آن و نیز نسبت قیمت به سود شرکت بالاتر خواهد رفت. بالا بردن کیفیت سود، کمیت کمتر سود را جبران می‌کند. به هر حال، بسیاری از شرکت‌ها و مدیران آنها، تمایلی به افزایش هزینه‌های تحقیقاتی نویدبخش و خوش آتیه ندارند، چرا که آنان به غلط تصور می‌کنند که سود هر سهم برایشان مهم‌تر است و یا این که پاداش‌های آنان در گروی سود هر سهم است.

ترغیب مدیریت به سرمایه‌گذاری کمتر در تحقیقات، فقط یکی از مسائلی است که از تمرکز کوتاه‌بینانه بر روی سود هر سهم ناشی می‌شود. دیگر پیامدهایی که "انرون" گرفتار همه آنها شد سرمایه‌گذاری بیش از حد^{۱۶}، استفاده بیش از حد از اهرم مالی (بدهی)^{۱۷}، و حسابداری افراطی^{۱۸} بود.

پایان بازی مدیریت سود

سهم خود را افزایش دهد، ولی در عوض، تکیه بر استقراض اثرات جانبی نامطلوبی به همراه دارد. این کار، ریسک سود هر سهم را بالا برده و ضریب قیمت به سود را که سرمایه‌گذاران مایل به پرداخت آن هستند، کاهش می‌دهد. وقتی شرکتی دست به استقراض وجوه می‌زند، متعهد به پرداخت بهره نسبتاً ثابت، خارج از سود عملیاتی نامطمئن خود است. بدین ترتیب، مابقی سود قابل تخصیص به سهامداران پرنوسان‌تر و غیرقابل پیش‌بینی‌تر می‌شود. هر چقدر در ساختار سرمایه شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بیشتر باشد، سود نهایی در صورت سود و زیان، گردش بی‌حساب و کتاب‌تری را در چرخه تجاری به دنبال خواهد داشت. سوار شدن بر یک اسب وحشی چموش، ممکن است برای گاوچرانان و بچه‌ها لذت بخش باشد، ولی سرمایه‌گذاران، زیاد آن را نمی‌پسندند. در حقیقت، سرمایه‌گذاران برای جبران سواری در محیط ناهموار و پردست‌انداز، بازدهی بالاتری را مطالبه می‌کنند.

سرمایه‌گذاران برای تنزیل سود هر سهم ریسکی‌تر، با استفاده از نرخ هزینه سرمایه بالاتر، واکنش نشان می‌دهند. به عبارت دیگر، آنها ضریب پایین‌تری برای جریان نامطمئنی از سود پرداخت می‌کنند. با پایین آمدن ضریب قیمت به سود، سود شرکت روی قیمتی که سرمایه‌گذاران برای سهام می‌پردازند بازده بالاتری خواهد داشت.

افزایش اهرم بدهی یک نمونه کلاسیک دیگر از این است که سود ظاهری مستتر در سود هر سهم ممکن است اصلاً سود نباشد. بنابراین تصمیم "انرون" در بالا بردن اهرم بدهی در ترازنامه، حرکتی کاملاً نابخردانه بود و وقتی که "انرون" در نیمه تاریک بدهی به دام افتاد، بانکداران وال استریت با استفاده از حربه قدرت، تمام اموال آن را مصادره کردند.

به هر حال، ناگوارترین پیامد اشتیاق مفرط مدیریت "انرون" به سود هر سهم موجب رسوایی آن شد. مدیران رده بالای شرکت آن چنان در چرخه‌ی شیطانی مدیریت سود هر سهم گرفتار شده بودند که برای پنهان کردن میزان بدهی خود (که برای تامین مالی رشد سود هر سهم از آن استفاده می‌کردند) متوسل به نیرنگ در حسابداری شدند. آنها دارایی‌های خود را با قیمت‌هایی بیش از ارزش واقعی‌شان به شرکت‌های وابسته‌ای فروختند که نام آنها انعکاسی در ترازنامه انرون نداشت و بدهی‌شان به طور پنهانی توسط سهام انرون حمایت می‌شد. به علاوه، آنها با حساب‌رسان شرکت تبانی کردند تا ماهیت واقعی معاملات شرکت را برای سرمایه‌گذاران افشا نکنند. این راهبرد مالی، یکی از اساسی‌ترین اصول در سیاست مالی یک شرکت محکم و با ثبات را نقض کرد، یعنی این اصل را که رشد مخاطره‌آمیز باید توسط حقوق صاحبان سهام تامین شود نه از طریق بدهی.

۶۶ اندرو فاستو^{۲۳}، مدیر ارشد مالی انرون، باید به خاطر

به‌کارگیری سرمایه اندک سهامداران، و به خطر انداختن سرمایه‌ی این همه افراد، به شدت توبیخ می‌شد، و باید پوست او را به خاطر استفاده افراطی از حسابداری در پنهان کردن بدهی‌ها و زیان‌ها از چشمان تیزبین سرمایه‌گذاران، می‌کندند. بهر حال، باید خدا را شکر کرد که او و دیگر مدیران خطاکار انرون، به دلیل مجازات گناهانشان مدت زمانی را پشت میله‌های زندان بگذرانند. انرون، در دستکاری قواعد حسابداری برای حفظ رشد سود خود به شدت تنه‌است. تقریباً، تمام شرکت‌ها برای بالا بردن و نیز ثبات بخشیدن به سود گزارش شده خود، اصول حسابداری را تفسیر به رای می‌کند، اگر چه نه به اندازه تقلبات انرون. مدیران در چارچوب اصول تدوین شده حسابداری، آزادی عمل وسیعی در تغییر سود هر سهم دارند، از جمله‌ی این اعمال، می‌توان به ثبت پیش از موقع فروش‌ها، سرمایه‌ای کردن هزینه‌ها، دستکاری مفروضات حسابداری صندوق بازنشستگی، و زمان‌بندی استهلاکات، و یا حتی تعیین ذخایر بیش از حد برای تجدید ساختار سازمان، اشاره کرد.

در دنیای بعد از "انرون"، این اعمال مورد بررسی دقیق و موشکافانه قرار خواهد گرفت. بانکداران و موسسات رتبه‌بندی شرکت‌ها، نگاهی جدی و سخت‌گیرانه به تامین مالی‌هایی که در متن ترازنامه انعکاسی ندارند (و جزء اقلام زیر ترازنامه هستند)، خواهند داشت؛ و برای شرکت‌هایی نظیر کریسپی کریم^{۲۴}، که دیون خود را به طور کامل افشا نکرده‌اند، در رتبه‌بندی اعتبار کمتری قائل می‌شوند. همچنین، تحلیل‌گران اوراق بهادار، برای ارزیابی شرکت‌ها، در ارقام ظاهری گزارش شده در صورت‌های مالی آنها تجدیدنظر خواهند کرد. آنها دیگر به ارقام اظهار شده توسط مدیران شرکت‌ها، اعتماد ندارند، به‌ویژه در مورد شرکت‌هایی مانند تایکو^{۲۵} و جنرال الکتریک^{۲۶} که در حال حاضر در اعتبارشان (از لحاظ حرف و عمل) خلل وارد شده است. اکنون، تحلیل‌گران وال استریت بیشتر بدین تمایل دارند که شرکت‌ها را با اندازه‌گیری مقدار بازده مرتبط با جریان نقدی آنها مورد مقایسه قرار دهند تا با رشد نرخ سودشان. مدیران شرکت‌ها دریافته‌اند که باید برای این که مجدداً اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند، اطلاعاتی بیش از آنچه که قبلاً ارائه می‌شد، گزارش کنند. ولی، همه آنها در مورد کفایت این کار تردید دارند، و به دنبال آن هستند که چه کار دیگری انجام دهند تا اعتماد دوباره به وجود آورند.

مدیران شرکت‌ها باید کارهای بسیار بیشتری انجام دهند. تاکنون، پاسخ‌های آنان در مواقع ضروری فقط واکنش‌های نمادین بوده است. آنها به جای حمله به خود بیماری، به علائم آن حمله می‌کنند. آنچه که مورد نیاز است دست کمی از رد مدل حسابداری یا تحریم کامل بازی مدیریت سود^{۲۷} ندارد. سود هر سهم دیگر نباید به عنوان هدفی برای شرکت، معیاری برای ارزیابی عملکرد

سیستم

کنترل داراییهای ثابت

• امکان طبقه بندی اموال
در سطوح مختلف

• امکان تهیه شناسنامه دارایی ها

• امکان تهیه کلیه گزارشات
گردش اموال

• درج اطلاعات انواع بیمه های اموال

• امکان تعریف وابستگی بین اموال

• امکان تعویض پلاک

طراحی مبتنی بر تحلیل صحیح چهارمز موفقیت سیستمها



نرم افزاری سی . اس . دی
موسسه کنترل و طرح سیستمها

دفتر فروش: (۱۰ خط) ۸۸۲۴۸۱۲

دفتر مدیریت: تلفکس ۸۸۳۶۹۹۸

۸۸۴۶۵۹۳

Email: CSD_Company@yahoo.com

یا مبنایی برای ایجاد انگیزه در مدیران، مورد استفاده قرار گیرد. آنچه که در جای خود مورد نیاز است مدل مدیریت اقتصادی^{۲۸} است، یعنی، مدلی که اساساً ریشه در ایجاد ارزش داشته باشد و بتواند توسط مدیران و سرمایه گذاران به طور یکسان مورد استفاده قرار گیرد. به همین منظور، بهترین معیار، شناسایی شده و در نزدیک به ۴۰۰ شرکت جهانی از جمله شرکت های معروفی هم چون کوکا کولا^{۲۹}، استیمنز^{۳۰} و سولی^{۳۱} به کار گرفته شده ارزش افزوده اقتصادی شناخته شده است.

ارزش افزوده اقتصادی، راهی مخصوص برای اندازه گیری سود است؛ سود اقتصادی، تعیین سود به طریقی است که اقتصاددانان اندازه می گیرند. به ساده ترین بیان، ارزش افزوده اقتصادی سود خالص عملیاتی یک شرکت بعد از کسر مالیات^{۳۲} و پس از کسر کل هزینه سرمایه به کار گرفته شده (شامل هم بدهی و هم حقوق صاحبان سهام) است. برخلاف سود سنتی حسابداری که در آن فقط هزینه ی وجوه استقراض بعد از مالیات کسر می شود، روش ارزش افزوده اقتصادی فقط پس از این که سهامداران نیز بازده متعارفی از سرمایه گذاری خود تحصیل می کنند. سود را شناسایی و ثبت می کند. هزینه سرمایه در فرمول ارزش افزوده اقتصادی، از طریق ضرب کردن مبلغ "سرمایه" به کار گرفته شده توسط شرکت، در عامل نرخ بهره به دست می آید که زاین نرخ به نام هزینه سرمایه^{۳۳} معروف است. سرمایه، کل وجوهی است که توسط قرض دهندگان به شرکت و سهامداران فراهم شده است. همچنین، می توان آن را از طریق کسر کردن بدهی های جاری بدون بهره (ناشی از خرید نسیه کالا و هزینه های معوق دستمزد) از جمع دارایی های شرکت، به دست آورد.

هزینه سرمایه، نرخ بهره ای است که شرکت باید با تامین مالی سرمایه خود بپردازد. در علم اقتصاد، این هزینه بهره، هزینه ای نقدی نیست؛ بلکه هزینه فرصت است و آن هم برابر نرخ بازدهی است که سرمایه گذاران در شرکت انتظار دارند از سرمایه گذاری در سبد سهام و اوراق قرضه با ریسکی برابر، دریافت کنند. این نرخ می تواند در همه جا از دوتا تا ده درصد بیشتر از نرخ رایج بهره اوراق قرضه نسبتاً بدون ریسک دولتی، بسته به شرکت، نوع فعالیت آن و ساختار مالی آن باشد. با توجه به نرخ حدوداً ۵ درصدی بازده اوراق قرضه دولتی آمریکا به هنگام پذیره نویسی، اکنون کل هزینه سرمایه برای اغلب شرکت ها از ۷ درصد تا ۱۵ درصد (در مقایسه با نرخ ۴ تا ۶ درصدی بدهی بعد از مالیات اکثر شرکت ها) متغیر است. طبق مدل ارزش افزوده اقتصادی مادامی که یک شرکت به سرمایه گذاران خود حداقل ۷ تا ۱۵ درصد بازده می دهد، سرمایه گذاران این انتظار را داشته باشند که واقعاً در حال از دست دادن ارزش پول خود هستند. در این حالت، شرکت منابع محدود خود را به طور نادرست تخصیص داده و در حال کاهش ارزش سرمایه گذاری سهامداران تا زیر مقدار سرمایه ای است که آنها در شرکت گذاشته اند.

از آن جا که ارزش افزوده اقتصادی حداقل نرخ رقابتی بازار را خیلی بالاتر از هزینه استقراض در نظر می‌گیرد، لذا شرکت‌هایی که ارزش افزوده اقتصادی خود را افزایش می‌دهند، ضرورتاً سود هر سهمشان نیز افزایش می‌یابد. به بیانی ساده، هیچ تضادی میان ایجاد ارزش افزوده اقتصادی بیشتر و دست یافتن به سود هر سهم بیشتر وجود ندارد؛ اما، خلاف این قضیه صحت ندارد. یک شرکت به سادگی می‌تواند سرمایه خود را به طور نادرست و یا بیش از حد تخصیص داده، فروش خود را بالا برده، سهم بازار را به دست آورده و بر سود خود و سود هر سهم خود بیفزاید، ولی با این حال، ارزش افزوده اقتصادی و نیز قیمت سهام کاهش یابد. برای درک این مساله، به نتایج عملکرد شرکت انرون از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰ که در شکل شماره یک به نمایش درآمد توجه فرمایید. سود هر سهم صرفاً استاندارد بسیار پایینی ارائه می‌دهد که بتوان از آن به عنوان مقیاس معناداری از عملکرد در بازارهای سرمایه سخت امروز استفاده کرد.

در مقایسه با سود هر سهم ارزش افزوده اقتصادی به وضوح نشان می‌دهد که استفاده از سرمایه، گران است؛ و این هم موضوعی است که تمام شرکت‌ها واقعاً با آن روبه‌رو هستند. هم چنین، ارزش افزوده اقتصادی به طور خودکار بر هر سه موردی که با "OVER" در سود هر سهم مطرح می‌شود، غلبه می‌کند^{۳۴}؛ به ویژه، هنگامی که شرکت‌ها ارزش افزوده اقتصادی به عنوان مبنای تعیین پاداش مدیران خود استفاده می‌کنند.

نخست این که، پاداش مدیران باید به صورت مجموعه درصدهایی از رشد ارزش افزوده اقتصادی باشد که در طول زمان به آن دست می‌یابند، نه این که موقوف به دستیابی به هدف بودجه‌ای خاصی شده باشد.

دوم این که، نباید هیچ‌گونه محدودیتی برای میزان پاداش مدیران که به خاطر افزایش ارزش افزوده اقتصادی دریافت می‌کنند، وجود داشته باشد. آنها باید تشویق شوند تا مانند مالکان شرکت، فکر و عمل کرده و عزمشان را برای عملیاتی موفقیت‌آمیز جزم کنند. با این حال، برای تشویق مدیران در طرح‌های بلندمدت و نیز مسوولیت پاسخگویی‌شان، باید قسمت عمده‌ای از پاداش‌های کلان سالانه، در طول زمان به آنها پرداخت شود؛ مشروط به این که اگر ارزش افزوده اقتصادی به دست آمده قبلی حاصل نشود و یا مدیر کار خود را ترک کند، آن پاداش‌ها لغو شود.

هرگاه به صورت فوق عمل شود، طبیعتاً ارزش افزوده اقتصادی عرصه را بر مدیران تنگ می‌کند تا از سرمایه‌گذاری بیش از حد خودداری کنند. لذا، مدیران فقط پروژه‌هایی را خواهند پذیرفت که اعتقاد دارند هزینه کامل سرمایه را پوشش داده و باعث افزایش ارزش شرکت شوند، و در صورت عدم تحقق این موضوع، پاداش آنها دچار لطمه خواهد شد.

همچنین، ارزش افزوده اقتصادی به سه طریق مانع استفاده بیش از حد از اهرم بدهی در ترازنامه می‌شود. اول این که، ترکیب

سرمایه استقراضی (بدهی بلندمدت) و سرمایه صاحبان سهام که در تعیین هزینه سرمایه به کار می‌رود، ترکیبی واقعی نیست که توسط شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. هزینه سرمایه باید براساس یک ساختار سرمایه هدف^{۳۵} باشد تا توازن میان کاهش هزینه کل سرمایه و ضرورت حفظ انعطاف‌پذیری مالی محتاطانه، برقرار سازد.

عامل دوم که از اهمیت بیشتری برخوردار است این است که مقدار سرمایه‌ای که شرکت در نظر دارد به منظور اندازه‌گیری ارزش افزوده اقتصادی از آن استفاده کند، شامل دارایی‌های مهم خارج از متن ترازنامه نیز می‌شود و این طرز عمل، انگیزه‌ی قوی برای استفاده بیش از حد و بیشتر از میزان ترازنامه از اهرم بدهی را زائل می‌کند. زیرا، مدیران می‌دانند که باید در مورد بازده مطلوب از کل دارایی مورد استفاده جوابگو باشند، بدون توجه به این که آن دارایی‌ها چگونه تامین مالی شده‌اند.

طرح‌های پرداخت پاداش براساس ارزش افزوده اقتصادی، عامل بازدارنده‌ی سوم برای تامین مالی فرصت طلبانه است، مدیران، تمایلی به ریسک بر روی ترازنامه‌ای ندارند که بیش از حد از اهرم بدهی استفاده کرده‌اند، به ویژه این که، پرداخت پاداش‌های ذخیره شده آنها، منوط به حفظ میزان سابق ارزش افزوده اقتصادی باشد.

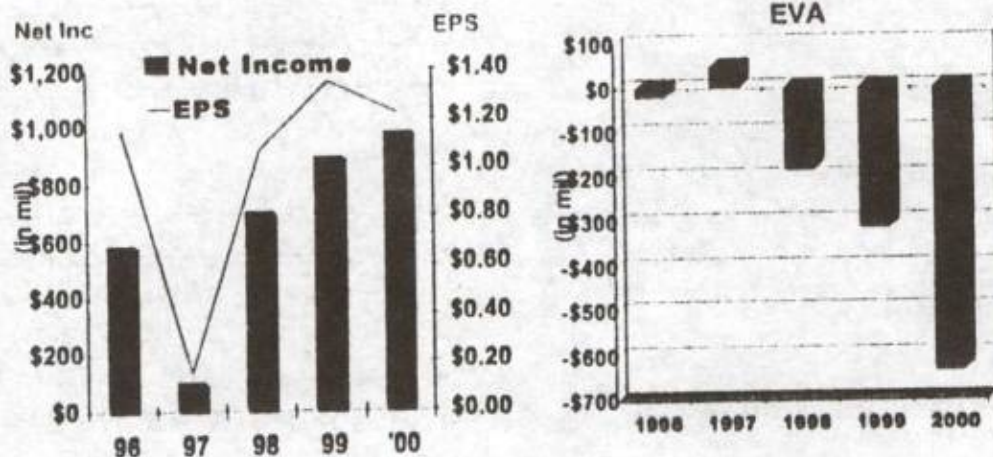
ارزش افزوده اقتصادی، همچنین مدیران را از به کارگیری حسابداری افراطی و نیز حساسیت بیش از حد نشان دادن به شاخص‌های سنتی حسابداری برحذر می‌دارد. این کار با توسل جستن به مجموعه‌ای از قواعد حسابداری انجام می‌شود که مدیران را در اندازه‌گیری دقیق‌تر سود ارزش افزوده اقتصادی و تصمیم‌گیری بهتر آنها رهنمون می‌کند. این قواعد حسابداری، به وسیله هیات مدیره شرکت تصویب شده، و سپس به طور یکساخت برای اهداف گزارشگری مدیریت داخلی شرکت به کار گرفته می‌شود، و تا آن جا که امکان دارد به عنوان اطلاعات تکمیلی پیوست صورت‌های مالی سال جاری واحد اقتصادی، افشا می‌شود.

یک قاعده این است که به جای منظور کردن مخارج تحقیق و نیز مخارج ثبت نام تجاری به حساب هزینه‌های دوره و کسر کردن آنها از درآمد دوره، به دارایی‌های نامشهود ترازنامه اضافه شوند. دارایی‌های نامشهود در طی دوره‌های زمانی آتی که انتظار می‌رود منافع حاصل از آنها باعث افزایش سود شود به حساب درآمدهای هر دوره منظور و مستهلک می‌شود. این دو عمل وابسته به هم، آزادی بیشتری به مدیران می‌دهد تا بدون ترس از این که پاداش‌های آنان در کوتاه‌مدت دچار مشکل شود، مخارج نامشهود را افزایش دهند یا حفظ کنند، و در عین حال، آنها را پاسخگو نگه خواهد داشت تا پس از آن و در بلندمدت، سود کافی برای پوشش دادن هزینه کل سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های نامشهود را تحصیل کنند.

دیگر نمونه قابل ذکر، شرکت ای.دی.تی.^{۳۶} از بزرگ‌ترین شرکت‌های خدمات حفاظتی - امنیتی آمریکاست. هنگامی که این

پایان بازی مدیریت سود

شکل ۱- عملکرد شرکت انرون از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰



برای اهداف اندازه گیری داخلی، اندازه گیری عملکرد مدیریت و طرح های انگیزشی کارکنان انجام می شود.

با پیگیری این قواعد که اطلاعات حسابداری را به واقعیات اقتصادی تبدیل می کند، مدیران، اطلاعات سودمندی در اختیار خواهند داشت که براساس آنها تصمیم گیری و در مورد تصمیمات خود قضاوت، و به علاوه، انگیزه های صحیح تری پیدا کنند. نزدیک به ۱۰۰ قاعده از این گونه قواعد برای حذف تحریفات حسابداری شناسایی شده اند. در عمل، شرکت ها وقتی که ارزش افزوده اقتصادی را برای گزارشگری داخلی مدیریت خود اندازه می گیرند، فقط تعداد ۵ تا ۱۵ تعدیل با اهمیت را اعمال می کنند. بدین منظور، آنها به طور معقول، توازن بین سادگی و صحت قائل می شوند.

سود هر سهم، افیون مجموعه مدیریت اجرایی و دون ژوان ارزش گذاری شرکت هاست. همان گونه که شرکت انرون دریافت، ستودن تغییرات سود هر سهم می تواند در کوتاه مدت گروه مدیریت ارشد شرکت را تا حد افرادی برجسته ارتقا دهد، اما در بلندمدت آنها را به ورطه آتشی هولناک می کشاند. موقعی که مدیریت به انجام کار مشکل و شاق سود هر سهم می پردازد، درخواست یافت که دیگر فرار از آن با مصونیت آنها همراه نخواهد بود. آنها به شدت ترغیب می شوند تا برای تشدید رشد، از طریق مخارج بسیار زیاد سرمایه و استفاده بسیار زیاد از بدهی، از ترازنامه شان سوء استفاده کنند. شاید آنها تصمیمات راهبردی بی سروصدایی مانند به تعویق انداختن تحقیقات خوش آتیه، یا به تاخیر انداختن تجدید ساختار را برای حفظ ظواهر کار اتخاذ کنند، و بدتر از همه این است که ممکن است آنها وارد بازی مدیریت سود بشوند. هر چه آنها زمان بیشتری را صرف مدیریت سود کنند، احتمالاً کمتر به

شرکت با شرکت های داخلی (وابسته) خود قرارداد منعقد می کند، هزینه های بازاریابی را به حساب هزینه دوره منظور می کند، اما زمانی که یک قرارداد حفاظتی - امنیتی با واحدهای برون سازمانی (خریداران خارج از شرکت) منعقد می کند، قیمت قرارداد را به دارایی های ترازنامه اش اضافه می کند. نتیجه این که، هزینه های قرارداد منعقد یا منابع برون سازمانی، خیلی سریع تر و در طی مدت پیش بینی شده برای قرارداد، به هزینه های دوره منظور و از درآمدهای هر دوره کسر می شود.

اگر چه سرمایه گذاران به راحتی این تفاوت های حسابداری را مشاهده می کنند اما مدیران ممکن است واقعاً ترجیح دهند با متقاضیان اصلی سیستم های امنیتی قرارداد ببندند. چرا که تاثیر مطلوب تری روی سود دوره جاری، سود هر سهم، و نیز پاداش آنان دارد. به عبارت دیگر، تسری دادن معیارهای ناسازگار به دوره کار مزبور شاید منجر به اتخاذ تصمیمات نادرستی شود که بر ارزش شرکت اثر گذارند.

دوباره می گوئیم، حقیقت این است که راه حل قضیه، پذیرش حسابداری قانونی نیست. همان گونه که هاروی پیت^{۳۷}، عضو کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا متذکر شده است: "هیچ رقم درستی در حسابداری وجود ندارد، و اگر هم وجود داشته باشد حسابرسان آخرین افرادی هستند که از آن اطلاع پیدا می کنند." در حالت مورد بحث (یعنی شرکت ای.دی.تی)، نحوه ی برخورد همان است که با قراردادهای حفاظتی - امنیتی منعقد با خریداران خارج از شرکت می شود. این شرکت باید هزینه بازاریابی داخلی خود و نیز هزینه های اولیه انعقاد قرارداد خدمات خود با خریداران (مشتریان) را به عنوان یک دارایی سرمایه ای تلقی کرده و در طول عمر قرارداد، مستهلک کند. این کار صرفاً

- 15- Price to Earning (P/E)
- 16- Over-Investment
- 17- Over-Leverage
- 18- Over-The-Top Accounting
- 19- James Chonos
- 20- Diluting
- 21- Jeffrey Skilling

۲۲- اصطلاح "هجوم به بانک" یا "فشار مشتریان به بانک" معادل فارسی Bank Run است و معمولاً مواقعی به کار می‌رود که سپرده‌گذاران در نتیجه ترس از عدم توانایی پرداخت بانک، به بانک هجوم برده و سپرده‌های خود را از آن مطالبه می‌کنند.

- 23- Andrew Fastow
- 24- Krispy Kreme
- 25- Tyco
- 26- General Electric (GE)
- 27- Income or Earning management
- 28- Economic management model (EMM)
- 29- coca cola
- 30- Stemens
- 31- Sony
- 32- Net Operating Profit After Tax(NOPAT)
- 33- Cost of Capital
- ۳۴- منظور از سه مورد over-investment، استفاده بیش از حد از اهرم بدهی over-leverage و به کارگیری حسابداری افراطی over-the-top accounting است.
- 35- Target Capital Structure
- 36- Abstract Data Type (ADT)
- 37- Harvey Pitt

منابع و مآخذ

- 1- Stewart G.Bennett, Enron Signals the End of the Earning Management Game, Stern Stewart Research, www.strenstewart.com
- ۲- فکوهی، ناصر، پرونده یک ورشکستگی، سازمان بورس و اوراق بهادار ماهنامه بورس، شماره ۳۱، تیرماه ۱۳۸۱، صص ۱۰-۱۵.

مدیریت اقتصادی فعالیتشان خواهند پرداخت.

در مقایسه با سود هر سهم، ارزش افزوده اقتصادی راهی به مراتب بهتر برای حفظ امتیاز، هدفی پرمعنی‌تر و چالش‌انگیزتر، راهنمایی سودمندتر برای تصمیم‌گیری، و یک معیار واقعاً عالی برای تعیین پاداش‌های تشویقی می‌باشد. پس حالا، پاسخ به مشکلات واقعی "انرون" که موجب فروپاشی آن شده کاملاً ساده است.

خلاصه و نتیجه‌گیری

شرکت انرون به دلایل متعددی شکست خورد، اما یک دلیل حائز اهمیت "تمرکز لیزری مدیریت بر روی سود هر سهم" بود. اشتیاق مفرط آنها به سود هر سهم، مدیریت شرکت را به این سمت سوق داد تا (۱) سرمایه‌گذاری بیش از حد اما با بازده ناکافی در حرفه و کار خود مصرف کند، (۲) از نسبت بدهی بیش از حد در ترازنامه استفاده کند، و (۳) از حسابداری به نحو افراطی آن استفاده کند، بنابراین، حداقل چیزی که لازم است طرد و تحریم کردن کامل بازی مدیریت سود است.

گزارش ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با سود هر سهم، معیار برتری است. این معیار، بیش از سود هر سهم، چالش برانگیز است، هدفی پرمعناتر را دنبال می‌کند و راهی سودمندتر برای تصمیم‌گیری، و نیز یک معیار اندازه‌گیری واقعاً برتر برای تعیین طرح‌های تشویقی (انگیزشی) می‌باشد. معیار ارزش افزوده اقتصادی، پاسخی به مشکلات واقعی شرکت انرون است که به طور برجسته موجب شکست و رسوایی آن شد.

چنانچه شکست انرون بخواهد چیزی را ثابت کند این موضوع است که شرکت‌هایی که مدیریت آنها به دنبال سود هر سهم هستند، در واقع در پی دردسر می‌گردند. این امر همواره، صادق بوده است، اما انرون آن چنان در دام سود هر سهم گرفتار شد که به عنوان یک درس عبرت باید امروزه مدیران عامل شرکت‌ها و اعضای هیات مدیره آنها به آن توجه کنند.

پی‌نوشت‌ها

- 1- Stern Stewart & Co
- 2- Economic Value Added (EVA)
- 3- Hewit
- 4- Microsoft
- 5- Dynegy
- 6- Calpine
- 7- Mirant
- 8- .com
- 9- Aurtur Andersen
- 10- Earning per share (EPS)
- 11- Laser-Focus
- 12- penlight-Focus
- 13- Bottom Line
- 14- Accounting Model of Value

تسلیم

آقای ابوالقاسم فخاریان

رئیس شورای عالی انجمن حسابداران خبره ایران

بدین وسیله مصیبت وارده را به شما تسلیم گفته و از خداوند متعال برای آن مرحومه طلب رحمت و برای جناب عالی و بازماندگانش صبر جزیل مسئلت می‌نمائیم.

انجمن حسابداران خبره ایران