

ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و سازوکارهای کنترل رفتار مدیران: دیدگاه نظریه نمایندگی

دکتر سید مجید شریعت پناهی
عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی

مقدمه

نقش شرکت‌های بزرگ و مدرن در ساختار اقتصاد کشورها بر کسی پوشیده نیست. امروزه این شرکت‌ها به عنوان پایه‌های اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی (نظیر نیروی کار، مواد اولیه، نیروی کار مدیریتی، سرمایه و...) را به مصرف می‌رسانند و در مقابل با توجه به حجم تولید و فروش، نقش بسیار مهمی را در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشورها به عهده دارند. به همین دلیل، بحث درباره شرکت و موارد مربوط به آن، مانند نظریه شرکت، نقش شرکت‌ها در توسعه و پیشرفت اقتصادی و رفاه اجتماعی، هدف شرکتها، عملکرد شرکت‌ها، مسوولیت اجتماعی شرکت‌ها، تفکیک مالکیت و کنترل شرکت‌ها و نظایر آن، مورد توجه نظریه پردازان و محققان علم اقتصاد و

کلیه شاخه‌های علوم کاربردی قرار گرفته و در این راستا و تحقیقات فراوانی به انجام رسیده است. به ویژه در چند دهه اخیر، اغلب نظریه‌های دوران کلاسیک مربوط به شرکت مورد بازبینی قرار گرفته و نظریه‌های نوینی، مانند نظریه نمایندگی، نظریه حقوق مالکیت، نظریه سبب سرمایه‌گذاری،... ارائه شده است. علاوه بر این، تحقیقات وسیعی درباره این موضوعات توسط نظریه‌پردازان و محققان و متخصصان اقتصاد مالی به انجام رسیده است که نتایج و یافته‌های چشمگیری را در پی داشته‌اند.

بسیاری از نظریه‌پردازان و محققان مانند آلشیان و دمستز (Alchain, Demsetz, 1972) فاما (Fama, 1980) و مک‌لینگ و جنسن (Mackling, Jensen, 1976) شرکت را به عنوان مجموعه از قراردادهای پیچیده در نظر می‌گیرند که به صورت مصنوعی به آن شخصیت حقوقی داده می‌شود.^۱ در این تعریف، آنان اعتقاد دارند که شرکت موجود ذیروحي نیست و در نتیجه نمی‌تواند هدف یا اهداف خاصی را دنبال کند، بلکه طرفین قراردادها به دنبال به حداکثر کردن منافع اقتصادی خود هستند. آنها بر این باورند که بسیاری از موارد مربوط به شرکت‌ها را با استفاده از این تعریف می‌توان پاسخ داد.

از بین موضوعات مختلف مربوط به شرکت‌ها، ارزیابی عملکرد مدیران و سازوکارهای کنترل رفتار مدیران، نقش ویژه‌ای دارد. اقتصاددانان مالی بر این باورند که با استفاده از نظریه نمایندگی می‌توان به تشریح این موارد پرداخت. در این مقاله، ابتدا در قسمت اول، نظریه شرکت از دید اقتصاد مالی مورد بحث قرار می‌گیرد و بعد قسمت دوم آن به نظریه‌های نمایندگی، حقوق مالکیت و سبب سرمایه‌گذاری اختصاص یافته است. در قسمت سوم، روش‌های اندازه‌گیری عملکرد شرکتها، با توجه به نظریه‌های فوق مورد بحث قرار می‌گیرد و قسمت چهارم به سازوکارهای کنترل رفتار مدیران اختصاص یافته است.

۱- این دیدگاه، با دیدگاه‌های نظریه‌پردازان مدیریت انطباق ندارد. اغلب نظریه‌پردازان علم مدیریت، شرکت (سازمان) را به مثابه سلول زنده، مغز انسان، زندان روح و نظایر آن در نظر می‌گیرند. (الوانی، ۱۳۷۶، ۴۹)

قسمت اول - تعریف شرکت

در نگاه اول، ارائه تعریف شرکت، ساده به نظر می‌رسد ولی رایه تعریف جامع و مانعی که با استفاده از آن بتوان ماهیت، هدف، حوزه و قلمرو، عملکرد و رفتار مدیران شرکت را تشریح کرد، بسیار دشوار است. به همین دلیل، اقتصاددانان سال‌ها است که به دنبال چنین تعریفی از شرکت‌ها هستند. در ابتدا، اقتصاددانان مانند نظریه پردازان علم مدیریت، شرکت‌ها را به صورت جعبه سیاهی تعریف می‌کردند که در آن فعل و انفعالات ناشناخته‌ای صورت می‌گیرد تا با توجه به داده‌ها و ستانده‌های اقتصادی، حاشیه سودی را ایجاد کند. این نظریه در نهایت منجر به این نتیجه‌گیری می‌شد که هدف شرکت به حداکثر رسانیدن سود و یا به صورت دقیق‌تر به حداکثر رسانیدن ارزش فعلی است.

سالها اقتصاددانان با استفاده از این نظریه به دنبال تشریح نحوه به نقطه تعادل رسیدن اهداف متضاد افرادی بودند که با شرکت سروکار دارند. بسیاری از اقتصاددانان از جمله آدام اسمیت و آلفرد مارشال این نظریه شرکت را مورد انتقاد قرار دادند و محدودیت‌های این تعریف را برشمردند. علاوه بر این، امروزه موضوعاتی نظیر مسوولیت اجتماعی شرکتها و تفکیک مالکیت و کنترل شرکتها، اقتصاددانان را بر آن داشته است که نظریه و تعریف شرکت را مورد تجدید نظرهای اساسی قرار دهند.

در سالهای اخیر، تلاش‌های زیادی صورت گرفته است تا از طریق جایگزینی مدل‌های جدید به جای به حداکثر رسانیدن سود یا ارزش، ساختار جدیدی از نظریه شرکت ارائه شود. کواس (Coase, 1937)، آلشیان و دمستز (Alchian, Demsetz, 1972) آثار بسیار ارزنده‌ای را در این زمینه ارائه کرده‌اند. علاوه بر این، فیوروباتن و پجوویچ (Furubotn, Pejovich, 1972) کار تحقیقی مفیدی را در این زمینه ارائه کردند. اگرچه آنان در کار تحقیقی خود بر روی «حقوق مالکیت» تأکید می‌کنند ولی نسبت به این موضوع پا را بسیار فراتر گذاشته‌اند و در تحقیق خود مشخص کردند که هزینه‌ها و درآمدها چگونه باید بر اساس ویژگی حقوق افراد تسهیم شود. به اعتقاد آنان، ویژگی حقوق مالکیت از طریق تنظیم قرارداد (صریح و ضمنی) جاری و ساری می‌شود و لذا

رفتار اشخاص در شرکت (شامل رفتار مدیران) به ماهیت این قراردادها بستگی دارد. در سال ۱۹۷۶ جنسن و مک‌لینگ (Jensen, Meckling, 1976) نیز تلاش کردند تا از طریق نظریه نمایندگی، شرکت را تعریف کنند. آنها در کار تحقیقی خود عنوان می‌کنند که از دید موارد خاص نظریه رابطه نمایندگی می‌توان بسیاری از مسایل مربوط به عدم دقت نظریه جاری شرکت را حل کرد. آنان تعاریفی را ارائه کردند که با استفاده از آن می‌توان بسیاری از مسایل غیرقابل تشریح کنونی را توضیح داد. در واقع، در نظریه شرکت مک‌لینگ و جنسن، رابطه بین سهامداران و مدیران با استفاده از رابطه نمایندگی تشریح می‌شود و با استفاده از این نظریه، نه تنها می‌توان شرکت را تعریف کرد بلکه می‌توان رفتار مدیران شرکت را نیز بیان نمود. به نظر این دو پژوهشگر، شرکت‌ها و اغلب سازمانها به سادگی نهادهای قانونی - مصنوعی هستند که به عنوان وسیله‌ای برای تنظیم مجموعه‌ای از قراردادها در بین افراد مختلف به خدمت گرفته می‌شوند.

شرکتهای سهامی عام یکی از انواع این نهادهای مصنوعی - قانونی هستند که به عنوان وسیله‌ای برای روابط قراردادی به کار گرفته می‌شوند و مشخصه اصلی آنها این است که برای دارایی‌ها و جریانهای نقدی این سازمانها، ادعاهای باقی مانده (نهایی) قابل تقسیمی وجود دارد که معمولاً بدون نیاز به تنظیم قرارداد مجدد می‌توان آن را در بین اشخاص مختلف به فروش رسانید. اگر چه محتوای ذاتی این تعریف اندک است، ولی تأکید بر جوهره قراردادی ماهیت شرکت، چند سوال اصلی را به ذهن متبادر سازد که عبارتند از: (۱) چرا در انواع مختلف سازمانها، مجموعه خاصی از روابط قراردادی ایجاد می‌شود؟ (۲) این روابط قراردادی دارای چه اثراتی است؟ و (۳) تغییرات عوامل بیرونی چه تأثیری بر روی سازمان می‌گذارد؟ اگر از این زاویه به موضوع نگاه کنیم تلاش به منظور تفکیک عوامل درونی و بیرونی معنای چندانی نخواهد داشت. به صورت طبیعی و واقعی در بین ساختار حقوقی - مصنوعی (شرکت) و صاحبان داده‌ها (نظیر نیروی کار، مواد اولیه، سرمایه و...) و مشتریان ستانده‌ها، فقط انبوهی از روابط پیچیده (قراردادها) وجود دارد.

اگر به شرکت به عنوان وسیله‌ای برای تنظیم قراردادهای روابط بین افراد نگاه کنیم، این موضوع نیز روشن خواهد شد که شخصیت بخشیدن به شرکت از طریق پرسشهایی نظیر تابع هدف شرکت چیست؟ یا آیا شرکت دارای مسوولیت اجتماعی است؟ به طور جدی همراه‌کننده است. شرکت انسان نیست بلکه نهاد حقوقی - مصنوعی است که به عنوان کانونی برای فرایند پیچیده قراردادها به خدمت گرفته می‌شود که در آن هدف‌های متضاد اشخاص (که برخی از آنها ممکن است سایر سازمانها باشند) در چارچوب روابط قراردادی به نقطه تعادل می‌رسد. از این دیدگاه، رفتار شرکت مانند رفتار بازار است و باید در آن فرایند پیچیده نقطه تعادل تحقق یابد. معمولاً برای بازار گندم یا بازار سهام مانند انسانها شخصیت قابل نمی‌شویم، ولی وقتی که به سازمانها به عنوان اشخاصی نگاه می‌کنیم که دارای انگیزه و هدف هستند، دچار چنین اشتباهی می‌شویم.

اقتصاددانان تلاش کرده‌اند که با استفاده از این تعریف شرکت، محدوده و قلمرو شرکت را مشخص کنند. برای مثال، در سال ۱۹۷۳ کواس (Coase) در مقاله خود تحت عنوان ماهیت شرکت محدوده و قلمرو شرکت را به صورت دامنه‌ای از مبادلات در نظر می‌گیرد که در آن، سیستم بازار متوقف می‌شود و به جای آن، تسهیم منابع از طریق اقتدار (دستور) و هدایت انجام می‌گیرد. او بر روی هزینه استفاده از بازارها به منظور جاری کردن قراردادها و مبادلات تأکید کرده و بیان می‌کند که هرگاه هزینه‌های استفاده از بازار از هزینه‌های استفاده از اقتدار بیشتر باشد، فعالیت‌ها به داخل شرکت منتقل می‌شود. در سال ۱۹۷۲ آلشیان و دمستز (Alchian, Demsetz) عنوان کردند که فعالیت‌های داخل شرکت از طریق اقتدار و اجبار و به صورت دستوری اداره نمی‌شود بلکه قراردادها محرکی برای مبادلات داوطلبانه است. آنها به شرط وجود محصول مشترک یا گروهی بر روی نظارت کردن تأکید می‌کنند. به اعتقاد آنان، روابط قراردادی، جوهره شرکت است و این امر فقط به قرارداد با کارکنان محدود نمی‌شود بلکه تدارک‌کنندگان، مشتریان، بستانکاران (به طور عام) و دیگران را نیز دربرمی‌گیرد.

از این رو، به طور خلاصه می‌توان گفت که اصولاً اقتصاددانان، شرکت را قسمتی از

بازار در نظر می‌گیرند که در شرایط رقابت کامل، در این بازار نیز مانند سایر بازارها، عوامل اقتصادی به صورت بهینه‌ای تخصیص می‌یابد و به نقطه تعادل خود می‌رسد. آنان بر این باورند که با استفاده از این تعریف می‌توان موضوعات مربوط به شرکت را تشریح کرد. یعنی اقتصاددانان مالی با استفاده از این تعریف که شرکت وسیله‌ای برای تنظیم قرارداد بین کلیه اشخاصی است که ثروت خود را به صورتهای مختلف وارد شرکت می‌کنند و انتظار دارند که به ازای این ثروت، بازده مناسبی به دست آورند، به تشریح موضوعات مربوط به شرکت می‌پردازند. نکته قابل تأکید این است که اگر چه اقتصاددانان با این تعریف شرکت، برای شرکت روح قائل نمی‌شوند و آن را به مثابه موجود زنده دارای هدف در نظر نمی‌گیرند، ولی عنوان می‌کنند که طرفین این قراردادها به دنبال به حداکثر رسانیدن ثروت خود می‌باشند.

قسمت دوم - نظریه‌های حقوق مالکیت، نمایندگی و سبد سرمایه‌گذاری

یکی از موضوعاتی که سال‌ها، در ذهن اقتصاددانان و دانشمندان علم مدیریت را به خود مشغول کرده و تحقیقات و بررسی‌های فراوانی در این مورد انجام شده، رفتار مدیران شرکتها است. این موضوع به ویژه، زمانی اهمیت زیادی پیدا می‌کند که در شرکتهای سهامی عام بزرگ و مدرن امروزی، تصمیم‌گیری در حوزه اختیارات مدیرانی قرار می‌گیرد که سهامدار عمده شرکت نیستند. عموماً سهامداران این شرکتها بسیار متعدد و پراکنده‌اند. محققان همواره در پی آن بوده‌اند که با استفاده از چه راه‌کارهایی می‌توان در مدیران این شرکتها انگیزه ایجاد کرد تا آنها منافع سهامداران را به حداکثر برسانند. یافته‌های این تحقیقات و بررسی‌ها منجر به ارایه نظریه‌های نوین رفتاری و مدیریتی شرکت شده است. در مدل کلاسیک مالک - مدیر، مدیران عملیات شرکت را نحوی اداره می‌کنند که سود و یا ارزش شرکت به حداکثر برسد، در حالی که در نظریه‌های نوین، این مدل به طور کامل رد می‌شود. در نظریه‌های نوین، بحث درباره انگیزه مدیرانی است که کنترل شرکت را در اختیار دارند ولی مالک آن نیستند. نظریه

حقوق مالکیت^۱، نظریه نمایندگی^۲ و نظریه سبد سرمایه‌گذاری^۳ از مهم‌ترین نظریه‌هایی است که در این باره وجود دارد.

نظریه حقوق مالکیت

افراد مختلف ثروت خود را به شکل‌های گوناگونی نظیر نیروی کار، سرمایه، مواد اولیه و نیروی کار مدیریتی و نظایر آن، بر اساس قراردادی در اختیار شرکت قرار می‌دهند و انتظار دارند که بر اساس میزان این ثروت و ریسکی که متحمل می‌شوند بازده مناسبی به دست آورند یعنی مدیران شرکت‌ها، این منابع اقتصادی را در فرایند تولید به کار می‌گیرند و کالاهای خود را تولید می‌کنند و با فروش این کالاها درآمد کسب می‌کنند. سوال این است که این درآمد متعلق به چه کسانی است؟ و سهم هر یک از آنان از این درآمد چه مبلغی است؟ مسلماً این درآمد متعلق به کلیه کسانی است که ثروت خود را در اختیار شرکت قرار داده‌اند. بر اساس نظریه حقوق مالکیت درآمد شرکتها باتوجه به این ویژگی‌های حقوق مالکیت تسهیم می‌شود. سهامداران آخرین گروهی هستند که از این درآمد سهم می‌برند و نسبت به دارایی‌ها و جریانهای نقدی شرکت ادعای مالکیت دارند. مسلماً در بازار رقابت کامل، بازده کلیه کسانی به نقطه تعادل خود می‌رسد که ثروت خود را به صورتهای مختلف در اختیار شرکت قرار می‌دهند.

ب - نظریه نمایندگی

مکلینگ و جنسن بر این باورند که بسیاری از مسایل شرکت مربوط به دقیق نبودن نظریه جاری شرکت است و با استفاده از نظریه نمایندگی می‌توان به این مسایل پاسخ داد. ادبیات مربوط به این نظریه مستقل از ادبیات حقوق مالکیت ارائه می‌شود، اگر چه بسیاری از مسایل مورد توجه در این دو نظریه یکسان می‌باشد و این دو نظریه، یکدیگر را تکمیل می‌کنند.

رابطه نمایندگی^۱، قراردادی است که بر اساس آن فرد یا افرادی (موکلان) فرد دیگری (نماینده) را استخدام می‌کنند تا با توجه به خواسته آنها، که تفویض اختیار به نماینده برای تصمیم‌گیری را در بر دارد، خدمتی را انجام دهد. از آنجا که هر دو طرف قرارداد به دنبال به حد اکثر رسانیدن مطلوبیت خود هستند به طور بالقوه این امکان وجود دارد که تمام فعالیت‌های نماینده در جهت منافع موکلان نباشد. بنابراین، موکلان می‌توانند از طریق عوامل انگیزشی مناسب و از طریق متحمل شدن هزینه‌های نظارتی که برای محدود کردن فعالیت‌های مغایر با منافع آنها طراحی می‌شود، این فعالیت‌های نماینده را محدود کنند. علاوه بر این، در برخی از موارد برای نماینده، صرفه اقتصادی در این است که با به مصرف کردن منابع (هزینه‌های محدود سازی)، این اطمینان را برای موکلان خود ایجاد کنند که فعالیت‌های خاصی را انجام نخواهد داد که به موکلان صدمه می‌زند، یا آنان را مطمئن کند که در صورت انجام چنین فعالیت‌های آن را جبران خواهد کرد. به هر حال، معمولاً ایجاد اطمینان از این که نماینده از دید موکلان، تصمیمات بهینه‌ای را اتخاذ خواهد کرد، برای نماینده یا موکلان هزینه در بر دارد. در بسیاری از موارد، رابطه نمایندگی بین موکل و نماینده، هزینه‌های نظارت و محدودسازی (مستقیم و جنبی) را در بر دارد. علاوه بر این، همواره بین تصمیمات نماینده و تصمیماتی که رفاه موکل را به حداکثر می‌رساند مغایرت وجود دارد. ما به التفاوت رفاه موکل که به علت این مغایرت ایجاد می‌شود نیز هزینه رابطه نمایندگی است که اصطلاحاً به آن زیان باقی مانده^۲ اطلاق می‌شود. هزینه‌های نمایندگی از سه جزء تشکیل می‌شود که عبارتند از:

- (۱) مخارج نظارت که موکل آن را تحمل می‌کند.
- (۲) مخارج محدود سازی که نماینده آن را تحمل می‌کند.
- (۳) زیان باقی مانده.

با توجه به این که تعریف رابطه نمایندگی در مورد رابطه بین سهامداران و مدیران شرکتهای سهامی عام نیز صادق است، لذا مطالب مربوط به "تفکیک مالکیت و کنترل" در

شرکت‌های سهامی عام جدیدی که سهامداران آنها بسیار پراکنده‌اند، به صورت کلی با مسأله نمایندگی رابطه تنگاتنگی پیدا می‌کند.

نظریه سبد سرمایه‌گذاری

سومین نظریه‌ای که در امور مالی به ویژه در مدیریت سرمایه‌گذاری کاربرد وسیعی دارد، نظریه سبد سرمایه‌گذاری است. با استفاده از این نظریه نیز می‌توان رفتار سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت را تشریح کرد. مبنای این نظریه، ضرب‌المثل مشهور انگلیسی با این مضمون است که "تمام تخم‌مرغها را در یک سبد قرار ندهید".

بر اساس این نظریه، سرمایه‌گذاران باید سرمایه خود را در دارایی‌ها متفاوتی با ریسک و نرخ بازده موردانتظار مختلف، سرمایه‌گذاری کنند. یعنی سرمایه‌گذاران می‌توانند با ایجاد تنوع در سبد سرمایه‌گذاری (با توجه به میزان همبستگی بین بازده‌های موردانتظار دارایی‌های مختلف سبد سرمایه‌گذاری) ریسک خود را کاهش دهند و اگر بازده یکی از این دارایی‌ها نسبت به بازده پیش‌بینی شده آن کاهش یابد بازده دارایی‌های دیگر می‌تواند آن را جبران کند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران با در اختیار گذاشتن سبد سرمایه‌گذاری‌ای که به طور مناسبی متنوع شده است می‌توانند از تحمل ریسک غیرضروری که اصطلاحاً به آن "ریسک غیرسیستماتیک"^۱ و یا "ریسک قابل حذف" گفته می‌شود، اجتناب کنند و فقط آن بخشی از ریسک دارایی را متحمل شوند که غیرقابل حذف است و به آن ریسک سیستماتیک بازار^۲ اطلاق می‌شود.

به منظور تشریح رفتار مدیران در شرکت‌های سهامی عام بزرگ و مدرن نیز از این نظریه به طور وسیعی استفاده می‌شود.

قسمت سوم - روش‌های اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها

همان‌گونه که قبلاً بیان گردید، اگر از دیدگاه نظریه‌های سنتی به شرکت نگاه کنیم باید

برای شرکت هدف قایل شد و این هدف می‌تواند به حداکثر رسانیدن سود یا ارزش شرکت باشد. ولی اگر به شرکت به عنوان مجموعه‌ای از قراردادهای نگاه کنیم در این صورت، هدف قائل شدن برای شرکت معنایی پیدا نمی‌کند، بلکه باید به هدف افرادی توجه کنیم که طرفین این قراردادها هستند، (هدف آنها می‌تواند به حداکثر رسانیدن ثروت باشد). با توجه به این که رقابت، جوهره اقتصاد بازار آزاد و یا سرمایه‌داری است، حداقل به صورت نظری عنوان می‌شود که در بازارهای رقابت کامل، عوامل اقتصادی در نقطه تعادل قرار می‌گیرند و لذا هدف طرفین این قراردادها نیز می‌تواند دست‌یابی به این نقاط تعادل باشد.

اصولاً عملکرد با هدف رابطه مستقیم دارد. از دیدگاه نظریه‌های سنتی، اگر مدیران شرکتها بتوانند سود و یا ارزش شرکت خود را به حداکثر برسانند، در این صورت با دست یافتن به هدف شرکت، دارای عملکرد مطلوب و مناسبی هستند. اولین مشکل در این راه، تعیین مقدار این حداکثرها می‌باشد؟ برای حل این مشکل باید این ارقام را با ارقام درسال‌های گذشته شرکت و یا شرکت‌های مشابه مقایسه کرد. با این مقایسه می‌توان دریافت که آیا سود یا ارزش شرکتی نسبت به سال یا سالهای گذشته خود شرکت و یا شرکت‌های نظیر بیشتر و یا کمتر بوده است و عملکرد مدیران شرکت نسبت به سالهای گذشته و یا نسبت به عملکرد شرکت‌های نظیر مورد ارزیابی قرارداد. به همین دلیل، ارقامی نظیر مبلغ فروش، مبلغ سود، مبلغ سود هر سهم، بازده دارایی‌های شرکت و بازده حقوق صاحبان آن که از اطلاعات گزارش شده حسابداری محاسبه می‌شوند به عنوان معیارهای اندازه‌گیری عملکرد مدیران مورد استفاده قرار گرفته است و هنوز هم گاهی مورد استفاده قرار می‌گیرد. مسأله دومی که در این رابطه وجود دارد مربوط به ماهیت محاسبه سود است. اصولاً محاسبه مبلغ سود در حوزه و قلمروی دانش حسابداری قرار دارد و حسابداران بر اساس اصول و موازین و رویه‌های حسابداری مبلغ سود را محاسبه می‌کنند. تحقیقات و بررسی‌های فراوانی نشان می‌دهد که به ویژه در زمانی که نرخ تورم در جامعه‌ای بالا است از دقت اندازه‌گیری این متغیر کاسته می‌شود و

نمی‌توان به آن‌چندان اتکا کرد. علاوه بر این، وقتی که عملکرد مدیران با سود مورد سنجش قرار می‌گیرد، آنها می‌توانند به راحتی و به دلخواه خود مبلغ سود گزارش شده را کمتر یا بیشتر از مبلغ واقعی آن نشان دهند. حساب آرای و ثبات بخشیدن به مبلغ سود از مهمترین موضوعاتی است که ذهن بسیاری از محققان و کارشناسان و مدیران را سال‌ها به خود مشغول کرده است و بررسی‌های فراوانی را در این مورد، انجام داده‌اند. دلایل بیان شده معمولاً باعث می‌شوند که ارقام گزارش شده، در صورتهای مالی با ارزش‌های بازار فاصله زیادی داشته باشند.

گاهی برای حل مشکلات مورد بحث و دستیابی به ارقام واقعی به منظور اندازه‌گیری عملکرد شرکتها و مدیران آنها، از معیارهایی استفاده می‌شود که تلفیق یا ترکیبی از ارقام گزارش شده در صورتهای مالی و ارزش‌های بازار هستند. ضریب یا نسبت ارزش بازار یا قیمت سهم به سود (عایدی) هر سهم (ضریب P/E)، نسبت ارزش بازاردارایی‌ها به ارزش دفتری آنها (ضریب یا نسبت توین (Tobin) که به آن Q توین گفته می‌شود) و نسبت ارزش بازار هر سهم، از مهمترین معیارهایی است که مورد استفاده قرار می‌گیرد. نظریه پردازان، کارشناسان و محققان حسابداری تلاش فراوانی کرده‌اند تا با انجام تحقیقات عملی قیمت یا بازده سهام شرکتها را با سود حسابداری ارتباط دهند. اما در این راه توفیق چندانی کسب نکرده‌اند. اگرچه ممکن است همبستگی بسیار کمی بین این دو متغیر وجود داشته باشد ولی اقتصاددانان زیادی به مشکل استفاده از سود حسابداری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت و همچنین استفاده از آن در تصمیم‌گیری مالی شرکت‌ها اشاره و شدیداً آن را مورد انتقاد قرار داده‌اند.

دانش مدیریت مالی نیز مدعی است که با استفاده از نظریه‌ها و تکنیک‌های ارائه شده در آن، می‌توان عملکرد شرکت‌ها را اندازه‌گیری کرد. اصولاً در امور مالی سه روش یا نظریه قیمت‌گذاری: (۱) مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)^۱ و (۲) نظریه

قیمت‌گذاری آربیتراژ (APT)^۱ و (۳) نظریه قیمت‌گذاری اختیار (OPT)^۲ ارائه شده است. با استفاده از این مدل‌ها، نه تنها می‌توان انواع دارایی‌ها (دارایی‌های مالی مانند اوراق بهادار و دارایی‌های واقعی مانند ماشین‌آلات، اثاثه، زمین و ساختمان و به طور کلی پروژه‌های سرمایه‌گذاری) را ارزش‌گذاری کرد بلکه می‌توان بازده این سرمایه‌گذاریها را نیز به دست آورد. علاوه بر این، با استفاده از این مدل‌ها می‌توان نقاط تعادل بازار سرمایه را نیز مشخص کرد. از این‌رو، اگر شرکت را به عنوان مجموعه‌ای از قراردادها تعریف کنیم و بر این باور باشیم که در شرایط رقابت کامل، عوامل اقتصادی به نقطه تعادل خود می‌رسند، با استفاده از این مدل‌ها و نظریه‌ها می‌توان این نقاط تعادل را اندازه‌گیری کرد. معادله خط بازار اوراق بهادار^۳ (SML) در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و همچنین معادله خط بازار سرمایه (CML)^۴ رابطه بین ریسک و بازده مورد درخواست و یا مورد توقع و نظر سرمایه‌گذاران را به دست می‌دهند. مسلماً این نظریه‌ها مانند نظریه‌های دیگر دارای مفروضاتی هستند که در صورت برقراری آنها دارای کاربرد عملی می‌شوند.

در نتیجه، با مقایسه نرخ بازده تحقق یافته سهام شرکت‌ها با نرخ بازده مورد توقع یا مورد درخواست، می‌توان عملکرد گذشته مدیران شرکت‌ها را اندازه‌گیری کرد و همچنین با مقایسه نرخ بازده مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع یا مورد درخواست، سرمایه‌گذاران و تدارک‌کنندگان سرمایه شرکتها می‌توان عملکرد آینده مدیران آنها را مورد اندازه‌گیری قرار داد. مسلماً اگر این دو نرخ بازده با یکدیگر مساوی باشند بازار در نقطه تعادل خود قرار دارد. برخی از کارشناسان مدعی اند که اگر نرخ بازده تحقق یافته یا نرخ بازده مورد انتظار بیشتر از نرخ بازده مورد توقع یا مورد درخواست باشد، در این صورت عملکرد مدیران مطلوب و چنانچه این دو نرخ بازده مورد توقع یا مورد درخواست کمتر باشد عملکرد مدیران نیز نامطلوب است. البته بر اساس فرضیه بازار

1- Arbitrage pricing Theory (APT)

2- Option pricing Theory (OPT)

3- Security Market Line (SML)

4- Capital Market Line (CML)

کارا، به دست آوردن بازده غیرنرمال و یا بیشتر از نقطه تعادل، امکان‌پذیر نیست. اگر چه در سال‌های اخیر، برخی از اقتصاددانان انتقادات متعددی در مورد این روشها مطرح کرده‌اند و آنها را مورد نقد و بررسی قرار داده‌اند، ولی تقریباً همه آنها بر این گفته توافق دارند که مدل‌های یاد شده برای ارزشگذاری دارایی‌ها (مالی و واقعی) مناسب می‌باشند و بسیاری از آنان بر این باورند که با استفاده از این مدل‌ها می‌توان عملکرد مدیران شرکت‌ها را به درستی اندازه‌گیری کرد.

برای مثال، استوارت (Stewart, 1991) مدل‌های فوق را برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها مناسب نمی‌داند، وی در کتاب خود عنوان می‌کند که از روش‌های یاد شده می‌توان برای ارزشگذاری دارایی‌ها (مالی و واقعی) و تصمیم‌گیری درباره آنها استفاده کرد ولی برای اندازه‌گیری عملکرد مدیران شرکت‌ها باید از روش ارزش افزوده اقتصادی (EVA) استفاده نمود که به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$EVA = NOPAT - Ka(NA)$$

که در آن، NOPAT سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات، ka نرخ هزینه سرمایه (میانگین موزون نرخ هزینه منابع مالی شرکت) و NA خالص ارزش دارایی‌ها شرکت می‌باشد. مقدار NOPAT بیان شده در این فرمول را نباید مساوی با سود عملیاتی گزارش شده حسابداری در نظر گرفت بلکه برای به دست آوردن آن باید تعدیلات اساسی در سود عملیاتی گزارش شده انجام گیرد. استوارت در تحقیقات خود برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی بر روی سود عملیاتی گزارش شده برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک، یک صد تعدیل انجام داد.

برخی دیگر از اقتصاددانان، ارزش افزوده اقتصادی ارائه شده از طرف استوارت را مورد جرح و تعدیل قرار دادند و عنوان کردند که بهتر است برای اندازه‌گیری عملکرد مدیران شرکت‌ها از ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) استفاده شود. به اعتقاد این اقتصاددانان، برای این منظور باید به جای ارزش دفتری تعدیل شده دارایی‌ها از

ارزش بازار آنها استفاده کرد و چون بر اساس معادله اصلی حسابداری دارایی با بدهی و حقوق صاحبان سهام برابر است، لذا می توان به جای NA از مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام \times قیمت بازار هر سهم) به علاوه ارزش بازار بازده های آن استفاده کرد، که در اینصورت:

$$REVA = NOPAT - K_a \text{ (ارزش بازار بدهی ها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)}$$

در جدول روش های اندازه گیری عملکرد شرکت ها به طور خلاصه مشخص شده است:

روش های اندازه گیری عملکرد شرکت ها			
با استفاده از اطلاعات اقتصادی	با استفاده از اطلاعات مدیریت مالی	با استفاده از ترکیب اطلاعات حسابداری و ارزش بازار	با استفاده از اطلاعات حسابداری
<ul style="list-style-type: none"> ● ارزش افزوده اقتصادی (EVA) ● ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) 	<ul style="list-style-type: none"> ● سود تقسیمی هر سهم (DPS) ● بازده واقعی سهم، بازده مورد توقع و یا بازده مورد نظر هر سهم ● مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM, SML, CML) 	<ul style="list-style-type: none"> ● نسبت یا ضریب ارزش بازار به سود هر سهم $(\frac{P}{E})$ ● استفاده از Q توبین ارزش بازار شرکت ● ارزش دفتری دارایی ● $\frac{\text{ارزش بازار هر سهم}}{\text{ارزش دفتری هر سهم}}$ 	<ul style="list-style-type: none"> ● مبلغ فروش ● مبلغ سود ● سود (عایدی) هر سهم (EPS) ● بازده حقوق صاحبان سهام ● بازده دارایی ها

سازوکارهای کنترل رفتار مدیران شرکت ها

به اعتقاد بسیاری از اقتصاددانان، شرکت های سهامی عام بزرگ و مدرن امروزی، کارآمدترین شکل سازمانهای اقتصادی هستند که نقش بسیار مهم و حساسی را در اقتصاد کشورها ایفا می کنند. مدیران این شرکت ها، که گاهی به آنها سلاطین شرکت ها، اطلاق می شود، نیز مانند دیگران ثروت خود را در چارچوب قرارداد و به صورت نیروی نیروی کار مدیریتی در اختیار شرکتها قرارداده و انتظار دارند که از این سرمایه گذاری

خود، بازده مناسبی به دست آورند. مدیران این شرکت‌ها عموماً نماینده سهامداران می‌باشند و از، طرف سهامداران برای اداره شرکت‌ها انتخاب می‌شوند و بر اساس نظریه نمایندگی همواره امکان تضاد منافع بالقوه بین آنها و سهامداران وجود دارد. یعنی امکان دارد که آنها در جهت افزایش منافع خود از قرارداد خود عدول کنند و با انجام فعالیت‌هایی در جهت عکس منافع سهامداران و به هزینه آنها منافع خود را افزایش دهند. مسلماً سهامداران نیز با استفاده از راه کارهای مختلف تلاش می‌کنند که این رفتار مدیران را کنترل کنند و آنان را مجبور نمایند تا در چارچوب قرارداد خود فعالیت کنند. برای این منظور از روش‌های تشویقی و تنبیهی متعددی استفاده می‌شود تا بازده نیروی کار مدیریتی (حقوق و دستمزد و پاداش مدیران) با عملکرد مدیران هماهنگ شود.

وظیفه اصلی مدیران شرکت‌های مدرن، رسیدگی و نظارت بر قراردادهای عوامل مختلف و ایجاد اطمینان از ادامه حیات شرکت می‌باشد. برای انجام این وظایف، آنها دو نقش کلیدی زیر را به عهده دارند (۱) هماهنگ کردن فعالیت‌های افرادی که ثروت خود را به صورت‌های گوناگونی در چارچوب قراردادی در اختیار شرکت می‌دهند و اجرای این قراردادها، که اصطلاحاً به آن نقش تصمیم‌گیری اطلاق می‌شود (۲) تحمل ریسک.

با توجه به نظریه سبد سرمایه‌گذاری، در بازارهای سرمایه کارا، سهامداران می‌توانند با در اختیار داشتن سبد سرمایه‌گذاری متنوع و بهینه و حذف ریسک غیرسیستماتیک، فقط ریسک سیستماتیک و یا ریسک بازار را تحمل کنند و ریسک یک شرکت خاص، تأثیر چندانی بر روی ریسک کلی سرمایه‌گذاری‌های آنها نمی‌گذارد و به همین دلیل، به نظارت و کنترل دقیق مدیران شرکت‌ها علاقه و توجه چندانی ندارند. در مقابل، مدیران شرکت‌ها به خصوص اگر نیروی کارشان، کل یا قسمت اعظم ثروت آنها را تشکیل دهد، از این امر آگاهند که موفقیت یا شکست شرکت به شدت بر روی بازده سرمایه‌گذاری آنان (که نیروی کار مدیریت آنها است) تأثیر می‌گذارد. در نتیجه، با توجه به این که سبد سرمایه‌گذاری متنوعی را در اختیار ندارند باید ریسک اصلی شرکت خود را تحمل کنند.

در واقع، مدیران شرکتها مبلغ قابل توجهی از ثروت خود را به صورت نیروی انسانی به شرکتها اجازه می دهند و در بازارها نیروی کار مدیریتی با توجه به موفقیت یا شکست شرکت، اجاره بهای این ثروت انسانی تعیین می شود. یعنی در این بازارها، شکست یا موفقیت سالهای گذشته مدیران، اطلاعات مربوط به استعداد آنها را تشکیل می دهد. مدیر شرکت، مانند مربی یک تیم، ممکن است به حقوق و پاداش خود به صورت سود و زیان آتی ناشی از عملکرد جاری تیم خود نگاه نکند، بلکه موفقیت و یا شکست این تیم بر روی دستمزدهای آتی وی تأثیر می گذارد و همین امر باعث می شود که مدیر برای موفقیت تیم خود تلاش کند.

سهامداران و دارندگان اوراق قرضه شرکتها، اطلاعات مهم ولی غیرمستقیمی را به منظور ارزیابی مدیریت شرکتها برای بازارهای نیروی کار مدیریتی فراهم می آورند. دارندگان اوراق بهادار می خواهند با آسودگی خاطر، اوراق بهاداری را خریداری کنند که قیمت پرداختی بابت آنها منعکس کننده میزان ریسکی باشد که متحمل می شوند و در آینده، این اوراق بهادار به نحوی قیمت گذاری می شود که با توجه به میزان این ریسک بازده مناسبی به دست خواهند آورد.

بنابراین، اگرچه ممکن است هر یک از دارندگان اوراق بهادار علاقه شدیدی به کنترل مدیریت شرکت خاصی نداشته باشند. ولی به وجود بازار سرمایه ای که در آن اوراق بهادار به طور کارآمدی قیمت گذاری می شوند، به شدت علاقمندند زیرا علامتهایی که از طریق بازارهای سرمایه کارآ دربارۀ ارزش اوراق بهادار شرکتها به بازارهای نیروی کار مدیریتی ارسال می شود برای تجدید ارزیابی مدیریت شرکتها دارای اهمیت خاصی است.

به غیر از اطلاعات مربوط به شکست یا موفقیت سالهای گذشته شرکت که از طریق بازارهای نیروی کار مدیریتی فراهم می شود و اطلاعاتی که دارندگان اوراق بهادار از طریق بازار سرمایه ارائه می کنند، سومین عاملی که باعث مرتب شدن کار مدیران در شرکتها می شود سازوکارهای کنترلی تعبیه شده از طرف بازار است. این سازوکارها عبارتند از:

- نگهداری سهام از طرف سهامداران داخل شرکت (مدیران شرکت).
- نگهداری سهام از طرف موسسات و شرکتهای سرمایه‌گذاری.
- نگهداری سهام از طرف سهامداران عمده خارج از شرکت.
- سیاست تامین مالی از محل بدهی.
- بازار نیروی کار مدیریتی.
- بازار قبضه مالکیت و تسلط بر شرکت‌ها یا کنترل شرکتهای.
- استفاده از اعضای غیرموظف در هیأت مدیره.

هرگاه مدیران شرکت این انگیزه را به دست آورند که به هزینه سهامداران، منافع خود را افزایش دهند مسایل مربوط به نمایندگی ایجاد می‌شود. سازوکارهای یاد شده به منظور کاهش این مسایل نمایندگی تعبیه می‌شود. مسلماً، نگهداری سهام از طرف مدیران شرکت یکی از این سازوکارها می‌باشد. علاوه بر این، نگهداری سهام توسط سهامداران عمده و موسسات و شرکتهای سرمایه‌گذاری و همچنین حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره با افزایش نظارت و کنترل کار مدیران باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود. چنانچه شرکت برای تامین مالی از بدهی استفاده کند قرض‌دهندگان با اعمال نظارت بر کار مدیران عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند، لذا استفاده از بدهی، سازوکار دیگری برای عملکرد مطلوب‌تر شرکت می‌باشد. بازار نیروی کار مدیریتی، این انگیزه را در مدیران ایجاد می‌کند که با سایر مدیران وارد عرصه رقابت شوند و در نتیجه عملکرد بهتری داشته باشند. در بازار قبضه مالکیت و کنترل شرکت‌ها، برخورد جابه‌جایی مدیران از طریق تسلط بر شرکت‌ها، مدیران دارای عملکرد ضعیف را به نظم درمی‌آورد.

در مورد این که سازوکارهای کنترل مسایل نمایندگی مدیران - سهامداران چه تأثیری بر روی عملکرد شرکت‌ها دارد، تحقیقات و بررسی‌های عملی زیادی انجام شده است. موضوع برخی از این تحقیقات مربوط، جایگزین کردن سازوکار جدیدی به جای سازوکار موجود مانند اضافه کردن اعضای غیرموظف به هیأت مدیره شرکت است. رزن اشتاین و یات

(Rosenstein, Wyatt, 1990) بدیهی است اگر این امر باعث افزایش غیرمنتظره شود قیمت سهام شود، این سازوکار در بهبود عملکرد شرکت موثر می‌باشد. در این راستا، تحقیقات مهم دیگری مانند پذیرش اصلاحات ضد تسلط دی‌آنجلو و رایس (De Angelo, Rice, 1992)، لین و مک کانل (Linn, Mcconnel, 1983) جارل و پولسون (Jarrel, Poulson, 1987)، قرض زهرآگین توسط مالاستا و آکلینگ (Malatesta, Walking, 1988) و رینگیرت (Ryngaert, 1988)، ساختار رأی دوگانه برای سهام عادی توسط پارتچ (Partch, 1987)، جارل و پولسون (Jarrel, Poulson, 1988)، قوانین دولتی ضد تسلط توسط کاریوف و مالاستا (Karpoff, Malatesta, 1989)، سهام مدیران اجرایی و طرح‌های اختیار خرید توسط بهاگت، برایکلی و لیس (Bhagat, Brickley, lease, 1985)، و دی‌فیسکو و جانسون و زورن (Defscio, Johnson, Zorn, 1990) و قراردادهای چتر نجات طلایی توسط لامبرت و لارکر (Lambert, Larcker, 1985) صورت گرفته است.

زمینه دیگر برای این تحقیقات عملی، جستجو در میان شرکت‌ها برای یافتن روابط بین عملکرد و استفاده بیشتر از یکی از این سازوکارهای کنترلی است. چندین تحقیق در رابطه با بررسی تأثیر تمرکز نگهداری سهام بیشتر بر روی عملکرد شرکت‌ها به انجام رسیده است. برای مثال، دمستز و لهن (Demsetz, Lehn, 1985) به این نتیجه دست یافتند که بین نرخهای بازده حسابداری و تمرکز نگهداری سهام رابطه‌ای وجود ندارد. در مقابل، مورک، شلیفر و ویشنی (Morck, Shleifer, Vishny, 1985) دریافتند که بین درصد سهامی که اعضای هیأت مدیره نگهداری می‌کنند و عملکرد شرکتها (که از طریق Q تویین اندازه‌گیری می‌شود) رابطه غیرخطی وجود دارد و وقتی که عملکرد شرکتها از طریق نرخ بازده حسابداری نگهداری شده از طریق اعضای هیأت مدیره کم باشد، با افزایش این درصد عملکرد شرکت نیز بهتر می‌شود. مک‌کانل و سریز (Mcconnell, Servaes, 1990) نیز به رابطه غیرخطی مشابه‌ای دست یافتند. هرمالین و ویزیچ (Hermalin, Weisbach, 1991) نیز بر اساس دوره بررسی عملکرد هیأت‌های مدیره شرکت‌ها متوجه تاثیر غیرخطی میزان سهام سهامداران داخلی (مدیران) و عملکرد شدند.

در این تحقیقات عملی دو نکته قابل بحث وجود دارد. اولاً، با توجه به این که سازوکارهای کنترلی دیگری نیز وجود دارند، در نتیجه لزوماً استفاده بیشتر از یک سازوکار به طور مثبتی با عملکرد شرکتها رابطه ندارد. در جایی که یکی از این سازوکارها کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد، ممکن است از سایر سازوکارهای دارای عملکردی مشابه بیشتر استفاده شود، وجود این سازوکارهای مختلف و امکان همپوش بودن آنها، تفسیر رابطه گرسیونی استفاده از هر یک از این سازوکارها را در رابطه با عملکرد شرکتها را نیز دشوار می‌سازد. چون در این نوع رگرسیون‌ها، رابطه درونی سازوکارهای کنترلی در نظر گرفته نمی‌شود لذا هر یافته‌ای می‌تواند تعجب برانگیز باشد.

ثانیاً، تصمیم‌گیری در مورد میزان استفاده از چند سازوکار کنترلی جنبه داخلی دارد. مثلاً نگهداری سهام توسط مدیران و درصد سهامی که اعضای غیرموظف هیأت مدیره نگهداری می‌کنند، از آن جمله‌اند. ظاهراً انتظار می‌رود که این انتخاب‌ها باعث به حداکثر رسیدن ارزش شرکت شود. استفاده از هر یک از این سازوکارها تا جایی ادامه می‌یابد که هزینه‌های نهایی و منافع نهایی آن برای شرکت مساوی شود. سایر سازوکارها، نظیر فعالیت در بازار برای تحت کنترل درآوردن شرکت، از طریق گروههای خارج از شرکت تعیین می‌شود. در جایی که تأثیر این عوامل خارج از شرکت وجود دارد، لزوماً نباید سازوکارهایی انتخاب شود که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رسانند. نتیجتاً، در تحقیقات مقطعی برای تعیین اثرات کلیه سازوکارهای کنترلی بر روی عملکرد شرکتها که در آنها روابط درونی به طور مناسبی در نظر گرفته می‌شود، سازوکارهایی که در داخل شرکتها انتخاب می‌شوند نباید تأثیری بر عملکرد آنها وجود داشته باشند ولی ممکن است سازوکارهایی که از خارج از شرکت انتخاب می‌شوند بر روی عملکرد شرکتها تأثیر بگذارند.

نتیجه‌گیری

امروزه، نقش بسیار حساس و کلیدی شرکت‌های سهامی عام بزرگ در اقتصاد کشورها بر کسی پوشیده نیست. مدل‌های سنتی نظریه شرکت در اقتصادهای پیشرفته، سال‌ها است که جای خود را به مدل‌های جدیدی داده است. به ویژه از دید نظریه نمایندگی، شرکت مجموعه‌ای از قراردادهای پیچیده تعریف می‌شود که افراد مختلف ثروت خود را به صورتهای گوناگون و بر اساس قرارداد در اختیار شرکت قرار می‌دهند و هر یک از آنها انتظار دارند که بازده مناسبی از این ثروت خود به دست آورند. از طرف دیگر، رقابت، جوهره و اساس اقتصاد بازار یا آزاد است و در شرایط رقابت کامل، عوامل اقتصادی به نقطه تعادل می‌رسند. لذا برای طرفین این قراردادها نیز دو سمت عرضه و تقاضا وجود دارد و در این شرایط رقابتی، بازده طرفین قراردادها نیز به نقطه تعادل خود می‌رسد. شرکتهای سهامی عام بزرگ به ویژه آنهایی که سهامشان در بورس‌های اوراق بهادار مورد دادوستد قرار می‌گیرند دارای سهامداران متعدد و پراکنده هستند. مدیران چنین شرکتهایی نماینده سهامداران می‌باشند که ثروت خود را به صورت نیروی کار مدیریتی در اختیار شرکت قرار می‌دهند. همواره این امکان بالقوه وجود دارد که فعالیت‌هایی که این مدیران به انجام می‌رسانند در خلاف جهت منافع سهامداران و در جهت افزایش منافع خود آنها باشد. به منظور کنترل رفتار مدیران، سازوکارهای مختلفی از طرف بازار ایجاد می‌شود. به هر حال، حقوق و پاداش مدیران این شرکت‌ها باید متناسب با عملکرد آنها باشد، عملکرد شرکتها نیز در رابطه تنگاتنگی با هدف آنها قرار دارد. در حالی که در نظریه‌های سنتی، هدف شرکت به حداکثر رسانیدن سود یا ارزش می‌باشد، در نظریه‌های نوین اصولاً برای شرکت هدفی تعیین نمی‌شود بلکه هدف طرفین قراردادها این است که منافع خود را به حداکثر برسانند. لذا براساس نظریه‌های سنتی برای اندازه‌گیری عملکرد مدیران از سود و ارزش یا روش‌هایی استفاده کرد که نقاط تعادل را نشان می‌دهند. مبلغ فروش، مبلغ سود، هر سهم، بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام همگی معیارهای سنتی اندازه‌گیری

عملکرد شرکتها است که از اطلاعات حسابداری به دست می‌آیند. با توجه به مشکلات نظری و عملی محاسبه ارقام حسابداری به ویژه در شرایط تورمی تلاش شده است که برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها، از ترکیب ارقام حسابداری و بازار مانند Q توبین، ارزش بازار به سود هر سهم و یا ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری هر سهم برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها استفاده شود. به هر حال، براساس معادله خط بازار اوراق بهادار (SML) و معادله خط بازار سرمایه (CML)، نقاط تعادل بازده محاسبه می‌شود و برای اندازه‌گیری عملکرد در نظریه‌های نوین بازده تحقق یافته سهام با بازده مورد توقع یا مورد درخواست سرمایه‌گذاران مقایسه می‌شود. در نظریه‌های جدید، حتی اقتصاددانان این ابزار را نیز برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها مناسب نمی‌دانند و برای این منظور روشهای ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) را ارائه می‌کنند.

اگر به مطلب از زاویه دست‌یابی به نقاط تعادل نگاه کنیم در این صورت، بازارهای مختلفی نظیر نیروی کار مدیریتی و بازار سرمایه نقش کلیدی‌تری را در اقتصاد جوامع بازی می‌کنند. در این بازارها نیز مانند بازارهای دیگر، هر مقدار رقابت شدیدتر و اطلاعات دقیق‌تر و شفاف‌تر باشد به طور دقیق‌تری میتوان بازده مدیران را با عملکردشان متناسب ساخت و مدیران را ترغیب کرد که برای دست‌یابی به بازده متناسب با عملکردشان با تصحیح رفتار خود در چارچوب قرار داد فعالیت کنند.

منابع و مأخذ

- ۱- الوانی، سیدمهدی، مدیریت عمومی، تهران، نشرنی، ۱۳۷۶، ص ۴۹.
- 1- Alchian Armen A., and Demsetz, Harold, (1972): "Production, Information Costs, and Economic Organization" *A.E.R.* 62: 777-95.
 - 2- Coase, Onald H. (1937): "*The Nature of the Firm*". *Economica*, b,s,4 (Nove cho, G.C.),: "Tow-Stage Least Squared (2SLS), MacGraw-Hill intermational Editions Economics Scies.
 - 3- De Angelo, A. J., and Rice, K."Antitrust Adjustment", (1992). *Journal of Financial Economics*, 36, pp. 73-124.
 - 4- Demstez, H. & Klehn, (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes & Conseuences", *Journal of Political Economy*, 93, PP.1155-1177.
 - 5- Fama, E. F., (1980): "Agency Problems & The Theory Of The Firm", *Journal Of Political Economy*, 88, PP. 288-307.
 - 6- Furubotn, A. & Prjovich, M, (1972): "The role of majority sharehold in Publicly held corporations", *Journal of Financial Economics*, 20, PP. 317-346.
 - 7- Hermalin, Benjamin E., and Micheal S.Weisbach (1988): "The determinants of board composition. "*RAND Journal of Economics*, 19:589-606.

- 8- Jarrel, and Poulsen (1987): "Empirical studies on Ownership structure and performance:" *Journal of Financial Economics*, P. 34.
- 9- Jensen, M. and Meckling, W. (1976): "Theory of the firm", Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, PP. 305-360.
- 10- Jensen M.C & Meckling W. H.(1986), "Agency costs and the Theory of the firm". In: Jensen & Smith, *The Modern Theory of Corporate Finance*, NewYork, McGraw-Hill, Inc. PP. 81-119.
- 11- Malatesta, W. M. and Walking, P. L. (1988): "Poisen Peal", *Journal of Political Economy*: P.P. 70-98.
- 12- McConnell, John, J., and servaes Henri (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27:595-612.
- 13- Morch, Randall, Shleifer Andrei, and Robert W. Vishny (1988): "Management ownership and market valuation: on empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20:293-315.
- 14- Rosenstein, S., and Wyatt J. G. (1990), "Outside directors, Board independence & shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 26, PP. 175.
- 15- Stewart, G. B., (1991): *The quest for value*, Harpper collins Publisher inc".
- 16- Tobin, James, (1969): "A general equilibrium approach to monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking* 1. 15-29.