

سهام مدیریتی چیست و چقدر ارزش دارد؟

سهامی که قدرت تعیین يك عضو هیات مدیره را دارد یا کرسی‌های مدیریتی يك گروه را افزایش می‌دهد، چقدر می‌ارزد؟

رقابت بازیگران عمده بر سر بلوک‌های بزرگ سهام شرکت‌ها در **بورس تهران** از مواردی است که سهامداران جزء، اتفاقات پیرامون آن را با حساسیت ویژه‌ای دنبال می‌کنند؛ دلیل این موضوع را علاوه بر تاثیرگذاری در آینده شرکت می‌توان در تعیین حرکت قیمتی سهم در کوتاه‌مدت نیز



کرد

جست‌وجو

سهام مدیریتی چیست؟

سهام مدیریتی در يك تعریف ساده به بخشی از سهام يك شرکت گفته می‌شود که حق رای آن توانایی قرار دادن يك یا چند عضو هیات مدیره شرکت را داشته باشد. در گفت و شنود پیش‌رو با علیرضا کدیور، کارشناس و تحلیلگر ارشد بازار سرمایه ابعاد گوناگون ارزش‌گذاری سهام کنترلی مورد بررسی قرار گرفته است.

سهام کنترلی یا مدیریتی به چه معناست؟
در يك تعریف ساده سهام کنترلی به سهمی گفته می‌شود که دارنده آن می‌تواند از طریق آن به اعمال مدیریت در يك شرکت شرکت بپردازد. دارنده سهام کنترلی از دو طریق می‌تواند در شرکت اعمال نفوذ کند؛ اول اینکه يك یا چند عضو هیات مدیره را تعیین کند و دیگر اینکه با در اختیار گرفتن اکثریت اعضای هیات مدیره بتواند مدیرعامل شرکت را نیز منصوب کند.

میزان سهام لازم برای اطلاق «سهام کنترلی» به آن چقدر است؟

میزان سهام لازم برای اینکه در يك شرکت بتوان کنترل يك یا چند عضو هیات مدیره را به دست گرفت، بستگی به ترکیب سهامداران آن شرکت و تعداد اعضای هیات مدیره شرکت دارد. در حال حاضر تعداد اعضای هیات مدیره در اکثریت شرکت‌ها ۵ عضو است.

اگر فرض کنیم ترکیب سهامداران به نحوی باشد که سهم خردی وجود نداشته باشد، در آن صورت میزان سهام لازم برای کسب يك عضو هیات مدیره ۱۶/۷ درصد است؛ اما اگر تعداد اعضای هیات مدیره به ۷ عضو افزایش یابد، در آن صورت با میزان کمتری (۱۲/۶ درصد) هم می‌توان يك

عضو هیات مدیره داشت. از سوی دیگر معمولاً در هیات مدیره ها می توان با مذاکره رای سایر اعضا را به نفع خود گرفت. در هر صورت با بیش از ۵۰ درصد مالکیت می توان بلوک مدیریتی را در یک شرکت تصاحب کرد و مدیریت شرکت نیز به دارنده این بلوک خواهد رسید.

چرا ارزش سهام کنترلی از قیمت سهام خرد بالاتر است؟

دارندگان سهام کنترلی در خصوص دارایی ها و تصمیم گیری های شرکت دخالت مستقیم دارند. شخص حقیقی یا حقوقی که سهام کنترلی دارد می تواند در هیات مدیره تصمیم گیری کند و به عبارتی در راهبری شرکت دخالت می کند. سهام کنترلی به دارنده بلوک این امکان را می دهد که از آخرین اخبار شرکت سریع تر و دقیق تر اطلاع کسب کند. این اطلاعات به طور قطع در تصمیم گیری در بازار سهام اثرگذار است که البته در چارچوب دستورالعمل دارندگان اطلاعات نهانی کنترل می شود.

آیا لزوماً هر بلوک عمده از سهام یک شرکت بیش از قیمت خرد آن می ارزد؟

یک بلوک در شرایطی می تواند ارزشمند باشد که بتواند کرسی هیات مدیره را به خریدار بدهد؛ اما در حالتی که بلوک کمتر از حدی باشد که یک کرسی را بدهد قیمت آن می تواند معادل قیمت سهام عادی باشد. از سوی دیگر، در بعضی موارد برخی سهام برای افرادی که درصدی از سهام شرکت را دارند ولی در مجمع انتخاب هیات مدیره نیاز به رای بیشتری دارند، ارزش فوق العاده ای پیدا می کند که به آن بلوک کوچک، سهام طلایی اطلاق می شود.

در همین حال باید توجه داشت چون بلوک های مدیریتی سهام معمولاً ارزش ریالی بالایی دارند برای اینکه خریداران بتوانند از عهده خرید بلوک بریابند، سیاست های تشویقی از طریق **روش پرداخت نقد و اقساط** پیش بینی می شود. بر این اساس وقتی بلوک به صورت اقساط فروخته می شود بحث ارزش زمانی پول مطرح شده و قیمت را بالاتر می برد. در هر صورت ارزش یک بلوک سهام کنترلی بسته به اینکه برای چه گروهی می تواند جذاب باشد و نیز با توجه به دارایی ها و وضعیت شرکت می تواند متفاوت باشد.

انجام **معاملات بلوکی** و عمده در بازار بسیاری اوقات موجب حرکت قیمت سهم خرد روی تابلو می شود. به نظر شما این رویکرد تا چه حدی منطقی است؟
اثرگذاری یک رقابت بلوکی بر قیمت سهم خرد در بازار در دو حالت می تواند منطقی باشد؛ اول اینکه به دنبال معامله بلوکی، تغییر مدیریتی در آن شرکت رخ دهد. یعنی اینکه یا اندازه بلوک بالاتر از ۵۰ درصد باشد یا اینکه خریدار بتواند با در اختیار گرفتن آن سهم، مدیریت شرکت را تصاحب کند. بر این اساس با توجه به سیاست های سهامدار جدید که در روند فعالیت آتی شرکت تاثیرگذار است، می تواند **قیمت سهم خرد** در بازار افزایش یابد. در حالت دوم، خریداری به دنبال بلوک است که برای در اختیار گرفتن یک عضو هیات مدیره با کسری سهم مواجه است و به هر قیمتی می خواهد سهم را از بازار جمع کند که این اقدام هم به نوبه خود افزایش قیمت سهم را به دنبال خواهد داشت.

در محاسبه خالص ارزش دارایی شرکت های سرمایه گذاری، ارزش سهام کنترلی باید چگونه در نظر گرفته شود؟

محاسبه ارزش سهام کنترلی در شرکت های سرمایه گذاری کار بسیار پیچیده ای است که برآورد دقیق خالص ارزش دارایی ها را بسیار دشوار می سازد. به طور کلی دو دسته شرکت سرمایه گذاری در بورس تهران فعالیت دارند؛ یک گروه فقط شرکت های سرمایه گذاری هستند که

اهداف کوتاه مدت خرید و فروش را دنبال می‌کنند؛ بنابراین سهامی که در اختیار دارند سهام کنترلی و مدیریتی نیست .

اما هلدینگ‌ها که با دید مدیریتی وارد شرکت‌ها می‌شوند، بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر را در اختیار دارند و قطعا بلوک سهام خود را به قیمت روز نمی‌فروشند. البته در برخی موارد هم هلدینگ‌ها اهداف بلندمدت دارند بنابراین سهام زیرمجموعه‌های خود را جابه‌جا نمی‌کنند و چون افق سرمایه‌گذاری هلدینگ‌ها در شرکت‌های زیرمجموعه طولانی‌مدت است، بلوک‌ها فروخته نخواهند شد. بنابراین از نظر من در محاسبه NAV شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها باید ارزش سهام عادی شرکت‌های سرمایه‌پذیر را در نظر گرفت؛ هرچند این بلوک‌ها می‌توانند ارزش بیشتری داشته باشند.

آیا سهامداران خرد می‌توانند از ترکیب سهامداری شرکت‌ها و اخبار مربوط به معاملات بلوکی در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری استفاده کنند؟

اینکه این موضوع بتواند به عنوان تنها عامل برای خرید و فروش سهامداران مدنظر قرار بگیرد را توصیه نمی‌کنم؛ زیرا معمولا توافق‌هایی تا دقیقه ۹۰ صورت می‌گیرد که تصورات قبل از معامله بلوکی را محقق نمی‌کند. بنابراین، توجه به معاملات بلوکی به عنوان عاملی که صرفا سهامداران بخواهند بر مبنای آن تصمیم بگیرند، توصیه نمی‌شود؛ هرچند به عنوان یک عامل کمک‌کننده در کنار سایر عوامل تصمیم‌گیری (مانند ارزندگی سهام شرکت) می‌تواند مهم تلقی شود.