

فصلنامه علمی و پژوهشی «تحقیقات مالی»

سال اول، شماره دوم، بهار ۱۳۷۳

ص ص ۳۶ - ۵

# استراتژی تأمین مالی بلند مدت شرکتها<sup>۱</sup>

نویسنده: Alan C. Shapiro

ترجمه: دکتر علی جهانخانی<sup>۲</sup>

تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور در صحنه رشد شرکت، نقش بسیار مهمی ایفا می‌کند. توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه (اعم از داخلی یا خارجی) برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاریها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت به حساب می‌آید.

مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب باید هزینه متعدد تأمین مالی را مشخص و آثاری را که این منابع مالی بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت دارند، تعیین نماید. مقصود ما از کاربرد واژه «مناسب» در جمله بالا اجرای برنامه‌هایی است که بتوان بدان وسیله ثروت سهامداران را به حداکثر رسانید. آنچه مسأله را مشکلتر می‌سازد، وجود انواع و اقسام اوراق بهاداری است که رئیس شرکت می‌تواند از آنها استفاده کند. متأسفانه هنوز برنامه مالی مشخصی وجود ندارد که بتوان با اجرای آن، ارزش شرکت را به بالاترین حد رسانید، ولی

---

1- Guidelines for long-term Corporate Financing Strategy.

می‌توان با درک چگونگی عملکرد بازارهای مالی، پیشنهادهایی را در این راستا ارائه نمود که این پیشنهادها در این مقاله براساس سه هدف عمده قرار دارند:

(۱) به حداقل رسانیدن هزینه تأمین مالی پس از کسر مالیات

(۲) کاهش ریسک جریانات نقدی شرکت

(۳) به حداقل رسانیدن مسائل بالقوه‌ای که به هزینه نظارت نمایندگی معروف هستند. منظور از هزینه نمایندگی هزینه‌هایی است که برای کنترل اعمال مدیریت و به حداقل رساندن صدمات وارد شده به منافع دارندگان اوراق قرضه و سهامداران شرکت صرف می‌شوند. اینک در این مقاله به استراتژیها و ابزارهایی می‌پردازیم که در تأمین این هدفها در اختیار مدیریت شرکت است.

هدف شرکت باید به حداقل رسانیدن هزینه تأمین مالی (پس از کسر مالیات) باشد. این کار از طریق فروش اوراق بهادار به قیمتی بیشتر از ارزش فعلی وجوهی است که شرکت به دارندگان این اوراق خواهد پرداخت. از آنجا که هزینه تهیه سرمایه برای شرکت براساس، «نرخ بازده مورد توقع» سرمایه‌گذاران قرار دارد، لذا مدیریت شرکت در تأمین این هدف باید سرمایه لازم را به نرخی کمتر از نرخ رایج بازار تهیه کند؛ به عبارت دیگر، ارزش فعلی وجوهی که شرکت به تأمین‌کنندگان سرمایه می‌دهد، باید کمتر از مبلغی باشد که شرکت از بابت فروش اوراق بهادار از آنها دریافت می‌کند؛ به عنوان مثال، فرض کنید که رئیس و صاحب یک باشگاه معروف فوتبال، یک وام دهساله به مبلغ ۱۲/۵ میلیون دلار با نرخ بهره ترجیحی ۸ درصد گرفته است. حال این پرسش مطرح است که ارزش فعلی خالص این وام چقدر است. صاحب این باشگاه مبلغ ۱۲/۵ میلیون دلار امروز دریافت می‌کند و برای مدت ده سال، باید سالی یک میلیون دلار به عنوان بهره بپردازد و اصل مبلغ وام را هم در پایان سال دهم باز پرداخت نماید. با در دست داشتن این جریانات نقدی ورودی و خروجی می‌توان ارزش فعلی خالص این روش تأمین مالی را حساب کرد. باید توجه نمود که وضع این مسأله (برعکس مسائل و قضایایی که در متون مالی ارائه می‌شود) به گونه‌ای است که جریانات نقدی ورودی در زمان حال و جریانات نقد خروجی در زمانهای بعد صورت می‌گیرد. ما باید نرخ بازده مورد توقع این طرح و میزان نرخ مالیات صاحب این باشگاه را بدانیم.

نرخ بازده مورد توقع براساس هزینه فرصت وجوه محاسبه می‌شود (یعنی همان نرخي که صاحب باشگاه باید از بابت گرفتن ۱۲/۵ میلیون دلار وام در بازار سرمایه پرداخت نماید). فرض کنید در زمانی که این وام گرفته شده نرخ بهره در بازار، برای این نوع وامها، ۱۵ درصد باشد.

اگر فرض کنیم که نرخ مالیات صاحب این باشگاه ۵۰ درصد باشد، در این صورت، هزینه وام (پس از کسر مالیات) ۷/۵ درصد می‌گردد (۱-۰/۵۰)۰/۱۵ و بهره پرداختی سالانه، پس از کسر مالیات به ۰/۵ میلیون دلار (=۵۰۰۰۰۰۰(۱-۰/۵۰)) می‌رسد. با در دست داشتن این اعداد و ارقام، می‌توان ارزش فعلی خالص وام را به طریق زیر حساب کرد:

$$NPV = 12500000 - \sum_{t=1}^{10} \frac{5000000}{(1+0/075)^t} - \frac{12500000}{(1+0/075)^{10}}$$

$$12500000 - 946965 = 3003035 \text{ دلار}$$

مسلماً اینکه لازم نیست کسی دوره تخصصی رشته مالی را گذرانیده باشد تا بتواند تشخیص دهد که در بازاری که نرخ بهره ۱۵ درصد است، گرفتن وام با بهره ۸ درصد معامله بسیار خوبی است. ارزش فعلی خالص نشان می‌دهد، وامی که با نرخ بهره‌ای کمتر از نرخ رایج بازار گرفته می‌شود، چه ارزشی دارد.

با وجود اینکه بسیاری از شرکتها توانایی این را دارند که پروژه‌هایی به اجرا در آورند که ارزش فعلی خالص آن مثبت باشد ولی امکان اینکه بتوان اوراق بهاداری را طراحی کرد و انتشار داد که دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشد، بسیار ضعیف است. با اجرای پروژه‌های سرمایه‌ای، اغلب شرکتها به خاطر داشتن مزیت رقابتی در زمینه‌های مختلف می‌توانند پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت را به مورد اجرا در آورند؛ این مزیت رقابتی می‌تواند ناشی از داشتن دانش فنی خاص، علامت تجاری معروف، تواناییهای بازاریابی و یا تولید محصول با کیفیت خوب باشد. بعضی از شرکتها نیز به خاطر داشتن موقعیت انحصاری در بازار می‌توانند پروژه‌هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت دارند، اجراء کنند. بر عکس، شرکتی که قصد فروش اوراق بهادار را دارد، باید در سطح جهانی به رقابت بپردازد. پس برای

تهیه سرمایه نه تنها باید با شرکتهای همان صنعت رقابت کند، بلکه باید با تمام شرکتهای داخلی و خارجی و سازمانهای دولتی برای تهیه سرمایه از طریق فروش اوراق بهادار به رقابت بپردازد. در چنین بازار رقابتی، به سختی می‌توان اوراق قرضه‌ای را به نرخ بهره‌ای کمتر از نرخ رایج در بازار به فروش رساند؛ اگر چه در چنین وضعی، تهیه سرمایه به نرخ کم، کار بسیار سختی است ولی باید اذعان کرد که غیر ممکن نیست. گاهی تخصصها و مهارتهای بازاریابی، مزایای مالیاتی و اختلالات ناشی از مقررات دولتی برای شرکتهای این امکان را به وجود می‌آورد که با نرخهایی کمتر از نرخ رایج بازار، سرمایه تهیه نمایند.

### بازاریابی اوراق بهادار

شرکتی که اوراق بهادار منتشر و به بازار عرضه می‌کند به خریداران حق می‌دهد تا نسبت به داراییها و سود شرکت ادعا داشته باشند. علی‌رغم اینکه اوراق بهادار در انواع مختلف منتشر می‌گردد، ولی عموماً بر سه دسته تقسیم می‌شوند: اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی. این اوراق در برابر پول نقدی که بلافاصله دریافت می‌شود به فروش می‌رسند. خریدار در برابر این نوع سرمایه‌گذاری، وجوهی از بابت سود سهم، بهره و در نهایت، اصل مبلغ سرمایه‌گذاری شده دریافت می‌کند. شرکت گاهی داراییهای ثابت خود را به صورت عقد قراردادهای بلند مدت اجاره (از نوع اجاره به شرط تملیک) تحصیل، و در برابر استفاده از دارایی اجاره بها پرداخت می‌کند. در این مقاله به صورتی بسیار خلاصه تفاوت بین اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی بیان می‌شود که این کار با اوراق قرضه شروع می‌شود، زیرا این اوراق دارای کمترین ریسک هستند. اوراق قرضه‌هایی که شرکتهای منتشر می‌کنند، مستلزم بستن نوعی قرارداد است که شرکت به موجب آن باید اصل و فرع اوراق قرضه را باز پرداخت کند. اگر شرکت نتواند از عهده تعهدات خود برآید، دارنده اوراق قرضه می‌تواند اقامه دعوا کند و حق خود را با مراجعه به مراجع قضایی، از شرکت بگیرد. بدترین وضعی که ممکن است در این خصوص برای شرکت پیش آید، این است که بستانکاران، شرکت را مجبور کنند تا برای پرداخت بدهیهای خود داراییهایش را به فروش رساند؛ از سوی دیگر، ادعای صاحبان سهام عادی و ممتاز به باقیمانده داراییها و سود شرکت وابسته می‌شود؛ یعنی پس از تأمین ادعای

سایر بستانکاران شرکت.

از نظر پرداخت مالیات هم بین این دو نوع ادعا تفاوت وجود دارد. هزینه‌هایی که شرکت از بابت بهره اوراق قرضه، وام یا اجاره بها متحمل می‌شود، هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی می‌شوند که باعث کاهش مالیات شرکت می‌شوند. برعکس، سودی که از بابت سهام عادی و سهام ممتاز پرداخت می‌گردد هزینه قابل قبول نیست؛ یعنی شرکت اول باید مالیات خود را پرداخت کند، سپس سود سهام را از محل باقیمانده سود شرکت پرداخت نماید. اگر شرکت نتواند از عهده تعهدات خود (مندرج در قرارداد وام) برآید و ورشکست گردد، داراییها و سودهای شرکت بین تمام بستانکاران تقسیم خواهد شد. اولویتها به وسیله اسناد اوراق قرضه و قراردادهایی که شرکت برای گرفتن انواع وامها بسته و نیز از طریق حق تقدم و تأخر سایر اوراق بهادار تعیین می‌گردد. دارندگان اوراق قرضه، نسبت به تصاحب داراییها و سود شرکت حق تقدم دارند. پس از آنها دارندگان سهام ممتاز و بالاخره صاحبان سهام عادی در آخرین ردیف این فهرست قرار می‌گیرند.

اوراق بهادار از نظر تاریخ سررسید یعنی زمانی که شرکت باید اصل مبلغ وام را باز پرداخت نماید، با هم تفاوت دارند، بویژه باید یادآور شد که تاریخ سررسید اوراق قرضه کاملاً مشخص است ولی سهام ممتاز و سهام عادی دارای سررسید نیستند.

فقط دارندگان سهام عادی، به عنوان صاحبان نهایی شرکت، حق رای در مجامع عمومی شرکت را دارند، البته مشروط بر اینکه شرکت از عهده تمام تعهدات مالی خود برآمده باشد ولی اگر شرکت نتواند بهره وامها، سود سهام ممتاز و اصل وامها را در زمان مقرر پردازد آنگاه دارندگان اوراق قرضه و صاحبان سهام ممتاز می‌توانند در امور شرکت دخالت نموده و به گونه‌ای اعمال کنترل نمایند. (مدیریت شرکت را در دست بگیرند).

از آنجا که اوراق قرضه (در مقایسه با سایر اوراق بهادار) از دیدگاه دارنده آن دارای کمترین ریسک است، لذا هزینه آن هم کمتر از سایر اوراق بهادار است، با توجه به اینکه ریسک سهام ممتاز بیشتر از ریسک اوراق قرضه است نرخ سود آن نیز بیشتر از نرخ بهره اوراق قرضه است.

بدیهی است میزان ریسک و هزینه سهام عادی به مراتب بیشتر از سهام ممتاز است، لذا

نرخ بازده مورد توقع سهامداران عادی بیشتر از نرخ بازده مورد توقع سهامداران ممتاز و دارندگان اوراق قرضه است. البته در بین اوراق قرضه شرکتها نیز تفاوتها و گونه‌های مختلفی دیده می‌شود. اوراق قرضه‌ای که توسط شرکتها منتشر می‌شوند می‌توانند از جهات زیر متفاوت باشند:

- ۱- تاریخ سررسید
- ۲- معافیت مالیاتی
- ۳- ثابت بودن و یا متغیر بودن نرخ بهره
- ۴- پرداخت بهره به پول ملی و یا ارز خارجی
- ۵- توانایی بازخرید اوراق قرضه توسط شرکت منتشرکننده
- ۶- حق تقدم دریافت بهره و اصل
- ۷- داشتن وثیقه

تفاوت بین انواع این اوراق بهادار مثل تفاوتهایی است که بین انواع خودرو، از قبیل بنز، فورد، تویوتا و ... وجود دارد. سرمایه‌گذاران هم دارای سلیقه‌ها، نظرهای شخصی و دارای قدرتهای مالی متفاوت هستند. هر قدر طرح یک کالا بهتر باشد، به ذائقه و سلیقه مشتریان بالقوه خوشتر آید، فروشنده قادر خواهد بود آن را به قیمت بیشتر و به مقدار بیشتری به فروش رساند. به علاوه، با تغییر جو یا شرایط حاکم، اعم از اینکه این تغییر به صورت بالا رفتن قیمت نفت یا به صورت نوسان بیشتر در نرخ تورم متجلی گردد، فرصتهایی به وجود می‌آید که مدیران نوآور و خلاق می‌توانند با طراحی مدل‌های جدیدی از اتمبیل و یا اوراق بهادار، که مناسب با شرایط جدید باشد، از این فرصتها استفاده نمایند.

اگر از این دیدگاه به قضیه نگاه کنیم، موضوع تأمین مالی شرکتها به صورت یکی از مسائل بازاریابی در خواهد آمد. شرکت برای اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود به سرمایه نیاز دارد و به جای اینکه برای تهیه سرمایه برخی از داراییهای خود را بفروشد، به انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند و بدین وسیله به خریداران اجازه می‌دهد تا نسبت به جریان نقدی آینده حاصل از پروژه‌های حال و آینده شرکت دارای حق گردند. همچنین شرکت می‌تواند چنین «حقوقی» را کلاً بفروشد و کل سرمایه لازم را از محل فروش سهام عادی تأمین کند و یا اینکه

می‌تواند جریان نقدی حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به دو قسمت تقسیم نموده، قسمت اول را به خریداران اوراق قرضه تخصیص دهد و بقیه را به خریداران سهام عادی تخصیص دهد. در این صورت شرکت ممکن است بتواند اوراق قرضه و سهام عادی را به بهای بیشتری بفروشد و سرمایه خود را با هزینه کمتری به دست آورد.

فراتر اینکه، اگر چه بستنی پاستوریزه وانیلی بازار فروش بسیار خوبی دارد و از نظر طعم به سلیقه همگان خوش می‌آید ولی این بدان مفهوم نیست که اگر نوع جدیدی از بستنی، مثلاً بستنی میوه‌ای، به بازار عرضه شود به فروش نرود. بیان این مطلب به این مفهوم است که اگر شرکتها بتوانند طرحهای جدیدی در زمینه اوراق بهادار ارائه نمایند که مطابق با سلیقه گروه‌های خاص باشد، چه بسا ممکن است بتوانند وجوهی را به دست آورند که هزینه آنها از نرخ بازده مورد توقع بازار (با توجه به ریسک مربوط) کمتر باشد. ولی مدت زمانی که یک مبتکر می‌تواند از نوآوری خود استفاده نماید ممکن است چندان طولانی نباشد زیرا رقیبان شرکت نیز ممکن است از وی تقلید، و به عرضه و فروش آن نوع اوراق بهادار اقدام نمایند، در چنین حالتی به دنبال افزایش عرضه این نوع اوراق بهادار قیمت آنها کاهش و هزینه آنها افزایش می‌یابد.

دو نمونه از اوراق قرضه‌های ابتکاری که توانست بخش بزرگی از سرمایه دنیا را به خود تخصیص دهد، اوراق قرضه بدون بهره و اوراق قرضه با نرخ بهره شناور بود که ذیلاً به شرح آنها می‌پردازیم:

### اوراق قرضه بدون بهره

در سال ۱۹۸۲ شرکت پیسی‌کولا یک نوع اوراق قرضه جدید با نرخ بهره صفر منتشر نمود. اگر چه این نوع اوراق قرضه در حال حاضر به صورت یکی از منابع شناخته شده تأمین مالی در آمده‌اند، ولی در آغاز کار به عنوان نوعی ابتکار یا نوآوری به حساب می‌آمدند. شرکتی که این نوع اوراق قرضه را منتشر می‌کند نباید از بابت بهره هیچ پولی بپردازد ولی آن را به قیمتی بسیار کمتر از ارزش اسمی می‌فروشد؛ به عنوان نمونه، شرکت پیسی‌کولا هر برگ از اوراق ۳۰ ساله، که ارزش اسمی آن ۱۰۰۰ دلار بود، را در سال ۱۹۸۲ به قیمتی معادل ۶۰

دلار به فروش رسانید. سودی که عاید خریدار می‌گردد به صورت تخفیفی است که در قیمت می‌گیرد و تفاوت بین ارزش اسمی و قیمت بازار این قرضه برابر است با:

$$(1000 - 60 = 940)$$

این نوع اوراق قرضه مورد تقاضای سرمایه‌گذارهایی قرار می‌گیرد که در پی بازده قطعی در زمان آینده هستند. بازده مشخص و قطعی در یک زمان دور دست در آینده بدان مفهوم است که آنان از قبل می‌دانند در یک زمان معین چه مبلغی را دریافت خواهند کرد و این مبلغ می‌تواند نقش مهمی در زندگی افراد در زمان بازنشستگی ایفا نماید. همچنین اشخاصی متقاضی و خریدار این اوراق بهادار خواهند بود که تعهدات معینی در آینده دارند، لذا می‌خواهند از قبل در صدد تهیه سرمایه لازم برآیند. در مورد بازدهی اوراق قرضه‌های معمولی نمی‌توان بدان حد اطمینان خاطر داشت، زیرا سرمایه‌گذارها در زمان خرید نمی‌توانند نسبت به میزان بازدهی که می‌توانند از سرمایه‌گذاری مجدد بهره‌ها به دست آورند مطمئن باشند.

باید اذعان داشت که تا قبل از سال ۱۹۸۲ اوراق قرضه بدون بهره وجود خارجی نداشت و وجود آنها نتیجه نوعی ابتکار یا نوآوری شرکت پیسی‌کولا در این زمینه بود. استقبال خریداران از این نوع اوراق قرضه به شرکت پیسی‌کولا این فرصت را داد که منابع مالی خود را به نرخ کمتر از ۱۰ درصد به دست آورد، در حالی که در آن زمان نرخ بهره اوراق خزانه دولت آمریکا ۱۴ درصد بود، لذا مشاهده می‌گردد که این نوآوری و خلاقیت باعث میلیونها دلار صرفه‌جویی در هزینه بهره برای شرکت پیسی‌کولا گردید.

هزینه کم اوراق قرضه بدون بهره دوام زیادی نیافت. به محض اینکه شرکتها متوجه ویژگی خاص این نوع اوراق قرضه شدند به مقدار زیادی آن را منتشر کردند. افزایش عرضه در مقایسه با تقاضای این اوراق قرضه باعث شد که سرمایه‌گذارها نرخ بهره مورد توقع خود را بالا ببرند و همین امر باعث شد که مزیت این نوع تأمین مالی از بین برود.

این نوع اوراق قرضه دارای مزایای مالیاتی ویژه‌ای بودند. شرکت منتشرکننده این نوع اوراق قرضه می‌توانست مبلغ تخفیف قیمت اوراق قرضه را در طول عمر این قرضه مستهلک، و آن را به عنوان هزینه بهره سالانه قلمداد نماید. بنابر این شرکتها می‌توانستند از صرفه‌جویی مالیاتی هزینه‌ای که در آینده دور پرداخت می‌گردد، امروز بهره‌مند شوند. لازم به یادآوری



است که اگر شرکتی اوراق قرضه با بهره منتشر کند پرداخت بهره و صرفه جویی مالیاتی به طور همزمان اتفاق می افتد. صرفه جویی مالیاتی حاصل از تخفیفهایی که شرکت منتشرکننده در قیمت فروش اوراق قرضه بدون بهره به خریدار می دهد، باعث می شود که هزینه سرمایه (متعلق به وام) شرکت کاهش یابد.

شرکت جنرال موتورز در سال ۱۹۹۱ اوراق قرضه دهساله بدون بهره منتشر کرد. این اوراق قرضه به قیمت ۲۵۲/۵ دلار فروش رفت و شرکت در برابر هر دلار از ارزش اسمی این اوراق قرضه ۰/۷۴۷۵ دلار تخفیف قائل شد. این تخفیف را در مدت ده سال و به روش خط مستقیم مستهلک نمود. در ازاء هر دلار ارزش اسمی این نوع اوراق قرضه هزینه قابل قبولی به میزان ۷/۵ سنت ایجاد خواهد کرد. با توجه به اینکه ارزش اسمی این نوع اوراق قرضه ۴ برابر قیمت فروش آن است، لذا شرکت در برابر هر دلار اوراق قرضه فروخته شده ۰/۳۰ دلار هزینه قابل قبول مالیاتی خواهد داشت. با توجه به نرخ مالیات شرکت جنرال موتورز که ۴۶ درصد است، شرکت در برابر هر دلار پولی که از بابت فروش اوراق قرضه بدون بهره به دست آورد، از صرفه جویی مالیاتی به میزان ۰/۱۴ دلار (یعنی  $۰/۴۶ \times ۳۰$ ) برخوردار شده است. شرکت جنرال موتورز ۷۵۰ میلیون اوراق قرضه بدون بهره به بازار عرضه کرد که از این بابت مبلغی معادل ۱۹۰ میلیون دلار به دست آورد. معافیت مالیاتی سالانه شرکت به حدود ۲۶ میلیون دلار رسید. ولی کل داستان در موضوع معافیت مالیاتی خلاصه نمی شود. کسانی که این اوراق قرضه را می خرند باید مالیات مربوط به تخفیفهایی را که گرفته اند سالانه پرداخت نمایند، اگر چه تا زمان سررسید نهایی این اوراق، بهره ای دریافت نمی کنند. بنابراین، مزایای مالیاتی که به خاطر تخفیف در فروش، نصیب شرکت منتشرکننده این نوع اوراق قرضه می گردد، به وسیله مالیاتهایی که خریداران و صاحبان این اوراق باید پرداخت نمایند خنثی خواهد شد. زیرا این خریداران و سرمایه گذاران به همان میزان قیمت خرید آنها را کم خواهند کرد و میزان بازدهی قبل از مالیات این اوراق آنقدر بیشتر خواهد شد که نرخ بازده بعد از مالیات آنها مشابه اوراق قرضه با بهره گردد. در نتیجه، میزان موفقیت شرکتها به این بستگی دارد که نرخ نهایی مالیات شرکت تا چه حد بیشتر از نرخ مالیات خریداران این نوع قرضه است. اگر در یک حالت بسیار استثنایی نرخ مالیاتی این دو گروه مثل هم باشد، میزان معافیت

مالیاتی شرکت انتشار دهنده اوراق، درست به اندازه اضافه مالیتهایی است که خریدار باید از این بابت پرداخت کند.

پس هیچ جای تعجب نیست که اولین خریدار اوراق قرضه بدون بهره سازمانها یا شرکتهایی باشند که اصولاً از مالیات معاف هستند (مثل صندوق بازنشستگی)، یعنی آنها که در پی اندوختن سودهای آینده برمی آمدند. گروه دیگر، سرمایه گذاران ژاپنی بودند که می توانند میزان تخفیف از خرید را به عنوان سود سرمایه (معاف از مالیات) منظور کنند، البته مشروط بر اینکه قبل از سررسید نهایی این اوراق قرضه را به فروش برسانند. اگر شرکتی می توانست این نوع اوراق قرضه را به موسساتی بفروشد که از پرداخت مالیات معاف بودند می توانست از بیشترین میزان صرفه جویی مالیاتی بهره مند شود زیرا فاصله نرخ مالیاتی شرکت منتشرکننده اوراق قرضه و خریدار قرضه به بالاترین حد ممکن می رسید. ولی اصولاً تعداد خریدارانی که از مالیات معاف هستند محدود است. فراتر اینکه دولت ژاپن اعلام نموده که نسبت به سود حاصل از اوراق قرضه های بدون بهره مالیات خواهد گرفت و سرمایه گذاران ژاپنی خواستار بازدهیهای بیشتری در این خصوص شده اند تا بتوانند بدهی احتمالی مالیاتی خود را جبران نمایند.

با افزایش عرضه این نوع اوراق قرضه باید تعداد بیشتری از سرمایه گذارانی که مالیاتهای سنگین تری می پردازند، وارد بازار شوند، چون نرخ بازده مورد توقع این خریداران بیشتر از نرخ بازده مورد توقع خریداران معاف از مالیات است. بنابر این شرکتهای منتشرکننده مجبور شدند که تخفیف بیشتری قائل شوند و هزینه این نوع قرضه به تدریج افزایش یافت. بنابر این شرکتهایی که در وهله اول اقدام به انتشار این اوراق نمودند از بیشترین مزایای مالیاتی بهره مند گردیدند، ولی اگر چه بعد از آن شرکتهای دیگری هم این نوع اوراق قرضه را منتشر کردند ولی از مزایای مالیاتی کمتری بهره مند گردیدند و این مزایا تا زمانی ادامه می یابد که نرخ نهایی مالیات شرکت سرمایه گذار از نرخ نهایی مالیات شرکت انتشار دهنده اوراق، کمتر باشد.

### انتشار اوراق قرضه با نرخ شناور

در سالهای میانی دهه ۱۹۷۰ مسأله افزایش نرخ تورم و نرخ بهره باعث وحشت بسیاری از

سرمایه‌گذاران گردید. البته همین موضوع ارزش اوراق بهاداری را که دارای بهره ثابتی بودند به شدت تحت تأثیر قرار داده بود. از این رو توجه معامله‌گران بازار بورس و شرکت‌هایی که اوراق قرضه منتشر می‌کردند به نوعی از اوراق قرضه معطوف گردید که با سلیقه و خواسته‌های سرمایه‌گذاران سازگار باشد. لذا آنان نوعی اوراق قرضه با نرخ بهره شناور منتشر کردند. آنجا که نرخ بهره سالانه این نوع قرضه به نرخ بهره اوراق خزانه در هر یک از سالهای آینده بستگی دارد لذا میزان درآمد دارندگان این نوع قرضه همراه با افزایش تورم و افزایش نرخ بهره در بازار افزایش می‌یابد. در نتیجه بازدهی این نوع اوراق به صورت غیرمستقیم در مقابل ریسک تورم مصون می‌ماند.

مصون ماندن از گزند تورم را «تأثیر فیشر» (Fisher Effect) می‌نامند. طبق این نظریه اگر سطح عمومی قیمت‌ها شروع به افزایش نماید (یا اگر انتظار افزایش قیمت‌ها وجود داشته باشد) نرخ اسمی بهره پا به پای آنها افزایش خواهد یافت تا نرخ واقعی بازده ثابت بماند. بنابراین، در مورد خریداران اوراق قرضه با نرخ شناور، درآمد حاصل از بهره بیشتر باعث می‌شود که آثار زیانبار تورم (که باعث کاهش قدرت خرید پول‌هایی خواهد شد که آنها دریافت خواهند کرد) خنثی گردد. ضمناً به خاطر متغیر بودن نرخ بهره و برابری آن با نرخ جاری بهره در بازار، قیمت بازار این نوع قرضه همیشه با ارزش اسمی آن برابر خواهد بود و سرمایه‌گذار متحمل زیانی از بابت کاهش قیمت قرضه نخواهد شد.

اولین اوراق قرضه با نرخ شناور در سال ۱۹۷۴ به بازار عرضه گردید و بی‌درنگ مورد توجه مشتریان قرار گرفت. اولین سری از این نوع اوراق قرضه به مبلغ ۳۵۰ میلیون دلار به وسیله شرکت Citicorp منتشر گردید که دارای سررسید پنج‌ساله بود. ولی تقاضای روزافزون مشتریان باعث شد که آن شرکت ۳۰۰ میلیون دلار دیگر از این نوع اوراق منتشر کند تا پاسخگوی تقاضای مشتریان باشد. پس از این استقبال گرم، تعدادی از بانک‌های مشهور آمریکا اقدام به انتشار این نوع اوراق قرضه کردند. این افزایش سریع عرضه باعث شد که بازار تقاضا رنگ ببازد و به تدریج تقاضا برای این اوراق کاهش یافت.

پس از چندی، در اوایل دهه ۱۹۸۰ تورم تا حدی مهار شد و یک بار دیگر بازار اوراق قرضه‌های قدیمی که دارای نرخ ثابت بودند رونق گرفت. باز هم شرکت‌های منتشرکننده اوراق

بهادار به تقاضای بازار پاسخ مثبت دادند و اوراق قرضه‌ای که به مذاق مشتریان خوش می‌آمد منتشر کردند. در ششمین ماه از سال ۱۹۸۲، حدود ۴۰ درصد از اوراق قرضه عرضه شده در بازار از نوع سنتی و دارای نرخ بهره ثابت بودند ولی پنج ماه بعد ۸۱ درصد از اوراق قرضه‌ای که به تازگی انتشار یافته بود از نوع سنتی بود. مثل همیشه، شرکت‌هایی که توانستند به سرعت جهت حرکت باد را تشخیص دهند و به همراه آن حرکت کنند، گوی سبقت را از همگان ربودند و طبق تقاضای بازار، اوراق قرضه سنتی (با نرخ بهره ثابت) منتشر کردند که به شدت مورد استقبال مشتریان قرار گرفت.

### عوامل مالیاتی در فرایند تأمین مالی

در بیشتر کشورها بهره‌ای که شرکتها بابت استفاده از سرمایه وام دهندگان می‌پردازند، هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی می‌شود ولی سودی که شرکتها بابت استفاده از سرمایه به سهامداران می‌پردازند، هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی نمی‌شود. تلقی نمودن بهره به عنوان یک هزینه باعث می‌شود که هزینه بعد از مالیات بهره وام کمتر از هزینه قبل از مالیات بهره وام گردد. لذا می‌توان باگزینشی معقول از انواع خاصی از اوراق بهادار، هزینه تأمین مالی پس از کسر مالیات را کاهش داد. ولی باید یادآور گردید، شواهد چیز دیگری را نشان می‌دهد؛ برای نمونه، بسیاری از شرکتها چنین می‌پندارند که اگر از طریق انتشار اوراق قرضه، تأمین مالی کنند (در مقایسه با تأمین مالی از طریق انتشار سهام) ارزاتر تمام می‌شود، زیرا می‌توان هزینه بهره را از درآمد مشمول مالیات کسر کرد اما این نوع نتیجه‌گیری درست نیست، زیرا همانطور که در مورد قرضه‌های بدون بهره اشاره شد، انتشار گسترده اوراق قرضه توسط شرکتها باعث می‌گردد که نرخ بهره اوراق قرضه در بازار افزایش یابد تا سرمایه‌گذارانی که در طبقه مالیاتی بالاتری هستند جذب شوند، بنابراین این شرکتها تا آنجا به انتشار اوراق قرضه ادامه می‌دهند که نرخ نهایی مالیات خریدار قرضه با نرخ نهایی مالیات شرکت منتشرکننده اوراق قرضه برابر شود (بدیهی است که با افزایش عرضه اوراق قرضه نرخ بهره هم باید افزایش یابد). پس از رسیدن به آن نقطه هیچگونه انگیزه مالیاتی برای شرکت انتشار دهنده باقی نمی‌ماند تا مقدار بیشتری از این اوراق منتشر کند.

فقط تا زمانی انتشار این نوع اوراق قرضه به صرفه است که یا خریداران از مالیات معاف باشند یا اینکه به خریدارانی عرضه شود که نرخ نهایی مالیات آنها کمتر از نرخ مالیات شرکت باشد. نمونه‌ای از این گونه اوراق قرضه «اوراق قرضه توسعه صنعت» و «اوراق قرضه بی‌نام» هستند.

### اوراق قرضه توسعه صنعت

در بسیاری از کشورها این نوع اوراق قرضه به وسیله سازمانهای ایالتی و شهرداریها منتشر می‌شود ولی وجوه حاصل از فروش این نوع اوراق در اختیار شرکتهای خصوصی قرار می‌گیرد؛ یعنی همان شرکتهایی که باید اصل و فرع این اوراق قرضه را پرداخت کنند. از آنجا که بهره این اوراق از مالیات معاف است، لذا نرخ بهره آنها کمتر از نرخ بهره اوراق قرضه معمولی است و بنا براین شرکت منتشرکننده این اوراق قرضه متحمل هزینه بهره بسیار کمی خواهد شد (البته در مقایسه با اوراق قرضه‌ای که کاملاً مشمول مالیات می‌باشند). شاید برای اثبات قدرت جاذبه نرخ بهره نسبتاً کم این نوع اوراق قرضه، یادآوری این مطلب کافی باشد که شرکتهای خصوصی توانستند در آمریکا ۶۲ میلیارد دلار اوراق قرضه معاف از مالیات در سال ۱۹۸۳ به فروش برسانند. در واقع در قانون مالیاتها در سال ۱۹۸۴ ماده‌ای به تصویب رسید که به موجب آن موارد استفاده از «اوراق قرضه توسعه صنعت» را محدود کرد.

### اوراق قرضه بی‌نام

نمونه دیگری از اوراق قرضه که مزایای مالیاتی برای خریداران دربردارد، اوراق قرضه بی‌نام است. اوراق قرضه‌های معمولی به نام خریدار صادر می‌شود، ولی برعکس آنها این نوع اوراق قرضه به نام خریدار صادر نمی‌گردد و به اصطلاح، حامل است. دارنده این نوع اوراق قرضه بهره خود را به صورت کاملاً بی‌نام وصول می‌کند و مجبور به پرداخت مالیات برای درآمد بهره نیست. اگر چه در بسیاری از کشورها، طبق قانون، فروش این نوع اوراق قرضه به شهروندان و ساکنان آن کشورها ممنوع است، ولی انتشار و فروش این اوراق در بعضی از کشورها رایج است و منع قانونی ندارد؛ معمولاً نرخ بهره و بازدهی این نوع اوراق قرضه (در

مقایسه با اوراق قرضه با نام) کمتر است و خریدار هم بر این امر آگاهی کامل دارد. چون در آمریکا فروش اوراق قرضه بی نام به شهروندان آن کشور ممنوع است، لذا بسیاری از شرکتهای آمریکایی این نوع اوراق قرضه را منتشر و در کشورهای دیگری به فروش می‌رسانند تا بدین وسیله هزینه تأمین سرمایه را کاهش دهند. ولی تا سال ۱۹۸۴ دولت از شرکتها خواسته بود که از بهره قرضه‌های بی نام ۳۰ درصد مالیات کسر نمایند و این امر باعث شد که از منافع حاصل از انتشار و عرضه اوراق قرضه بی نام تا حد زیادی کاسته شود. شرکتهای آمریکایی در واکنشی که در این خصوص از خود نشان دادند و به منظور جلب رضایت خاطر سرمایه‌گذاران خارجی از طریق شرکتهای تابعه مالی خود واقع در کشورهای خارجی، اوراق قرضه بی نام منتشر کردند و توانستند از این طریق از پرداخت مالیات مربوط به بهره‌ای که شعبه‌های مالی آنها در خارج از کشور پرداخت می‌کردند معاف گردند. این نوع اوراق قرضه که توسط شرکتهای آمریکایی منتشر می‌گردید ولی به خارجیان فروخته می‌شد به اوراق قرضه اروپایی معروف گردید. نرخ بهره این نوع اوراق قرضه به مراتب کمتر از نرخ اوراق قرضه‌های مشابه و رایج در آمریکا بود. شرکتهای آمریکایی در بسیاری از موارد می‌توانستند از خارج وامی بگیرند که هزینه آن کمتر از نرخ بهره اوراق قرضه دولت آمریکا بود.

به هیچ وجه نباید تعجب کرد که شعبه‌های خارجی شرکتهایی آمریکایی به میزان بسیار زیادی اوراق قرضه منتشر کردند و آنها را به فروش رسانیدند. در سالهای ۱۹۸۲ و ۱۹۸۳ مبلغی معادل ۲۰ میلیارد دلار از «اوراق قرضه اروپایی» به وسیله شرکتهای آمریکایی در خارج از کشور به فروش رسید و آنها توانستند بدین وسیله سرمایه لازم را برای پروژه‌های سرمایه‌ای خود، که در داخل کشور به اجرا در می‌آمد، تأمین کنند. از سال ۱۹۸۴ به بعد بر سرعت این نوع اقدامات افزوده شد و در این میان قوه قانونگذاری آمریکا هم به کمک شرکتهایی شتافت که در این زمینه فعالیت می‌کردند. در سال ۱۹۸۴ یک ماده قانون مالیاتی به تصویب رسید که مسأله کسر مالیات توسط شرکت را منتفی ساخت و شرکتهای آمریکایی توانستند اوراق قرضه بی نام را در کشورهای خارجی عرضه نمایند (بدون اینکه مجبور شوند به شعبه‌های خارجی تمسک جویند).

## اختلالات بازار سرمایه

شرکتهای تیزبین چون عقاب در بازار سرمایه در پی شکار هستند، یعنی همیشه می‌کوشند تا سرمایه مورد نیاز را به نرخهایی زیر نرخ رایج بازار تأمین نمایند. شاید علت اصلی آن وضع نابسامان یا اختلالات بازار سرمایه باشد، این نابسامانی به خاطر کنترل‌هایی است که دولت بر میزان اعتبارات و سرمایه اعمال می‌کند یا به خاطر دادن کمکه‌های بلاعوض دولت (سوبسید) است که هدف از آنها چیزی غیر از کارآیی سیستم اقتصادی است؛ برای مثال، دولت فرانسه، بر حسب عرف و سنت خود، مسأله استقراض شرکتها را محدود کرده است تا بدان وسیله نرخ بهره را پایین نگه دارد و از این طریق ابزاری در اختیار وزیر دارایی گذاشته است تا کسر بودجه خود را از منابع مالی ارزاتر تأمین نماید؛ مثلاً در آمریکا، بین سالهای ۱۹۶۸-۷۴ محدودیتهای خروج سرمایه به خارج از کشور اعمال می‌شد و دولت سعی داشت بدین وسیله از خروج ارز جلوگیری نماید. اگر دولتها بتوانند گرفتن وام و اعتبار را محدود نمایند نتیجه این خواهد شد که نرخ بهره از سطح تعادلی کمتر گردد.

بیشتر دولتها نوعی انگیزه سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند تا بر میزان تولید و صادرات کشور بیفزایند؛ برای مثال، اگر شرکتی در ایتالیا در ناحیه Mezzogiorno پروژه‌های خاصی را به اجرا درآورد، می‌تواند تا ۴۰ درصد مبلغ سرمایه‌گذاری را به صورت بلاعوض دریافت نماید و در عین حال از وامهایی با هزینه کم هم استفاده نماید.

در آمریکا سازمانهای مختلف دولتی وامهایی با هزینه اندک در اختیار شرکتها یا مؤسساتی قرار می‌دهند تا پروژه‌های خاصی را که مورد نظر آنهاست، به اجرا درآورند.

همچنین دولتها ممکن است برای توسعه بخشهای مختلف اقتصادی وامهای با بهره کم را به شرکتهای فعال در آن بخش اعطا نمایند، مثل وامهای اعطایی برای توسعه بخش کشاورزی، توسعه خانه سازی انبوه، توسعه صنایع کوچک و ....

بدیهی است در چنین بخشهای اقتصادی میزان تقاضای وام بیشتر از عرضه آن خواهد بود و دولت نمی‌تواند به تمام تقاضاها پاسخ مثبت بدهد و معمولاً وامهای ارزان قیمت تحت برنامه خاصی به متقاضیان تخصیص داده می‌شود.

## برنامه‌های تأمین مالی صادرات

در مسابقه بزرگی که بین شرکتها برای گرفتن سفارشهای خارجی وجود دارد (بویژه در زمینه فروش ماشین آلات و قطعات سنگین) شرکتهای فروشنده مجبور هستند کالاهای خود را به اقساط بلند مدت بفروشند، لذا دولت کشورهای پیشرفته دست به اقداماتی زده‌اند تا از طریق پرداخت وامهای ارزان قیمت برای صادرات و بیمه نمودن صادر کنندگان در مقابل زیانهای ناشی از خطرات سیاسی یا اقتصادی، شرکتهای صادرکننده را تشویق به صدور هر چه بیشتر کالا نمایند؛ برای مثال، دولت ایالات متحده آمریکا از طریق بانک صادرات و واردات، اعتبارات کم هزینه در اختیار شرکتهای صادرکننده قرار می‌دهد.

غالباً برنامه‌های توسعه صادرات به گونه‌ای است که شرکتهای چند ملیتی می‌توانند از آنها استفاده کنند. نوع استفاده از این برنامه‌ها به این موضوع بستگی دارد که آیا آن شرکت قصد صدور کالاها و خدمات دارد یا می‌خواهد آنها را وارد کند، ولی در هر حال استراتژی اصولی تغییر نخواهد کرد، زیرا آنها به دنبال این خواهند بود که ارزانترین نوع اعتبار را به دست آورند؛ برای مثال، در سال ۱۹۸۲ شرکت Cross آمریکا سفارشی به مبلغ ۴۰ میلیون دلار (برای خرید قطعات یدکی) از کارخانه فورد واقع در مکزیک دریافت کرد. آن شرکت خواست از مجرای واحد شیکاگو این جنس را عرضه نماید. ولی دولت بریتانیا بر آن شد تا اعتباری ارزاتر (با مقایسه با اعتباری که دولت آمریکا در اختیار بانک صادرات و واردات می‌گذاشت) به شرکتهای صادر کننده بدهد، از این رو شعبه کارخانه «کراس» واقع در بریتانیا مناقصه را برد و این کالاها را تولید و صادر کرد.

برخی از شرکتها در اجرای پروژه‌های بزرگ مجبورند کالاها و خدمات زیادی وارد کنند. اینها باید دارای قدرت مالی زیادی باشند تا بتوانند تحت شرایط مناسب از شرکتهای بزرگ صادراتی خرید کنند. برای این کار، شرکت وارد کننده باید فهرستی از تمام کالاها و خدمات لازم (برای اجرای پروژه) تهیه کند و از طریق مقامات کشوری آن را به اطلاع عرضه کنندگان ذی ربط برساند. در مواردی که چندین شرکت صادر کننده کالایی با مشخصات مورد نظر عرضه کنند، شرکت خریدار می‌تواند با شرایط بسیار ساده‌تری (از نظر نوع اعتبار) خریداری نماید. شاید بهترین نمونه‌ای را که می‌توان در سالهای اخیر در این مورد یادآوری نمود،



استراتژی شرکت لوله‌گذاری گاز اتحاد جماهیر شوروی باشد. شرکت خریدار با تماسهایی که با شرکتهای صادر کننده اروپایی و ژاپنی برقرار کرد، توانست از موقعیت بسیار مناسب اعتباری استفاده نماید.

### کم کردن ریسکهای مالی و عملیاتی

مدیریت شرکت پس از اینکه توانست از فرصتهای موجود، در زمینه «هزینه‌های کمتر» استفاده نماید، باید در تأمین بقیه وجه مورد نیاز به گونه‌ای عمل کند که بتواند ریسکهای شرکت را در سطحی قابل کنترل نگه دارد. سودآوری، و در نتیجه ارزش بازار هر شرکتی، تا حد زیادی، در گرو قدرت و توانایی آن شرکت در باقی ماندن در میدان رقابت است.

هر شرکتی دو نوع سرمایه نامشهود دارد. اول وجود مهارتهای مدیریتی و تخصص بازاریابی است که برای آگاه ساختن و هماهنگ نمودن گروه‌های مختلفی که در طراحی، ساخت و فروش کالا دخالت دارند، اهمیت زیادی دارد. دوم توانایی مدیریت شرکت در القا و تقویت حس اعتماد در سازمان است به گونه‌ای که مشتریان، کارکنان و سایر گروه‌ها، به شرکت و بقای آن اطمینان داشته باشند. زیرا این اعتماد باعث تقویت روابط آنها با شرکت می‌شود. از شرایط اصلی برای ایجاد این حس اعتماد این است که شرکت، از لحاظ مالی وضعی مستحکم داشته باشد.

می‌توان از این بحث دو نکته مهم برداشت کرد: اول، جریانات نقد عملیاتی تحت تاثیر استنباطی قرار می‌گیرد که مشتریان و سایر گروه‌های ذی ربط از وضع مالی شرکت دارند. دوم ایجاد و افزایش ثروت سهامداران تا حد زیادی بستگی به چگونگی استفاده شرکت از تواناییها و مهارتهای سازمانی آن دارد، و از سوی دیگر حسن شهرت شرکت، تنوع محصول و عوامل بازار در این صحنه نقش حیاتی ایفا می‌کنند.

در ادامه مطلب باید تأکید کرد که توانایی شرکت در بهره‌برداری از فرصتهای سودآور در گرو شیوه‌ای است که آن شرکت می‌تواند از تخصصها و مهارتها و آگاهیهای نیروهای متخصص خود بهره جوید. (بدیهی است که این نوع داراییها به مرور زمان به دست خواهد آمد).

قبول یا پذیرش ریسکهای سنگین (که باعث کاهش دوام امتیازات شرکت خواهد شد) می تواند بر روابط گروه های ذی نفع در شرکت آثار معکوس داشته باشد و در نتیجه داراییهایی که حاصل سالها فعالیت شرکت بوده است به مخاطره افتد. لذا به دنبال افزایش ریسک کل شرکت جریانانات نقدی عملیاتی به خاطر کاهش فروش و یا افزایش هزینه های عملیاتی کاهش خواهد یافت.

بنا بر این اگر وضع به گونه ای باشد که یکی از اجزای تشکیل دهنده ریسک افزایش یابد، مدیریت سعی خواهد کرد که تا زمانی که هزینه رهایی از ریسک بیش از حد نیست، آن را از بین برده، یا آن را به شخص دیگری منتقل نماید (مثلاً به شرکت بیمه) مطالبی را که اینک به بحث در باره آنها می پردازیم به شرح زیر است: ریسک تورم، ریسک نوسان نرخ ارز، ریسک سیاسی، ریسک بازار محصول، ریسک ورشکستگی و بحرانهای مالی ناشی از اهرم مالی.

### ریسک تورم

همانگونه که در پیش یادآور شدیم، اگر چنین پنداشته شود که در آینده نرخ تورم دستخوش تغییر شدید گردد سرمایه گذاران ترجیح می دهند تا در اوراق قرضه هایی که نرخ بهره شناور دارند سرمایه گذاری نمایند، زیرا هر چند مدت یک بار نرخ بهره تعدیل می گردد و در نتیجه آنان می توانند از بازدهی حقیقی نسبتاً ثابتی بهره مند گردند. بنابر این شرکتها با انتشار اوراق قرضه با بهره شناور، ریسک تورم را از بین برده، به خاطر کاهش ریسک، نرخ بازده مورد توقع خریداران اوراق قرضه با بهره شناور کمتر می گردد و از این رو شرکت می تواند هزینه بهره خود را کاهش دهد. البته این پیشنهاد بدین مفهوم نیست که همه شرکتها باید در صدد انتشار اوراق قرضه با بهره شناور باشند.

مهمترین عاملی که مدیر مالی در زمان تصمیم گیری در مورد انتشار اوراق قرضه با بهره ثابت یا با بهره شناور باید به آن توجه نماید این است که آیا جریانانات نقد عملیاتی شرکت همراه با تورم تغییر می کند یا خیر. شرکتهایی که جریانانات نقد عملیاتی آنها متناسب با نرخ تورم تغییر می کند (برای نمونه، اگر نرخ تورم ۱۰ درصد باشد جریانانات نقد عملیاتی هم ۱۰ درصد افزایش می یابد) در خواهند یافت که اگر اوراق قرضه با نرخ بهره شناور منتشر کنند

می‌توانند جریان‌ات نقد را تثبیت نمایند و در نتیجه ریسک کل شرکت را کاهش دهند. در چنین موقعیتی صرف نظر از نرخ تورم هزینه‌های واقعی تأمین مالی نسبتاً ثابت می‌مانند؛ به عنوان نمونه می‌توان شرکتهای خدماتی را که دارای کمترین دارایی ثابت هستند نام برد که با توجه به نرخ تورم، قیمت‌ها را افزایش می‌دهند. برعکس، شرکتهای تولیدی که در برابر پدیده تورم صدمه پذیر هستند، نباید اوراق قرضه با بهره شناور منتشر کنند زیرا این نوع اوراق قرضه باعث تشدید نوسان سود خالص آنها می‌شود. زیرا در زمانهایی که سود به خاطر تورم کاهش یافته است، هزینه بهره اوراق قرضه با بهره شناور افزایش می‌یابد.

### ریسک نوسان نرخ ارز

از سال ۱۹۷۳ که مسأله نرخ ارز شناور در دنیا مطرح گردید، ریسک مربوط به ارز مورد توجه شرکتهایی قرار گرفته است که در سطح بین‌الملل فعالیت می‌کنند. کاری که مدیر شرکت فولکس واگن آمریکا کرد، نمونه‌ای از واکنشهایی است که در این خصوص نشان داده شد. آن مدیر چنین ابراز داشت: «من معمولاً با مسؤولان و سرپرستان دوایر فروش جلساتی تشکیل می‌دادم تا از وضع فروش مطلع شوم، ولی اکنون از مدیران مالی می‌خواهم که گرد هم آیند تا از وضع مارک و نرخ آن نسبت به دلار آگاهیهای بیشتری به دست آورم». امروز سیستم اقتصادی دنیا به صورت یکپارچه‌تر عمل می‌کند و این بدان معنی است که توجه تعداد بیشتری از شرکتهای، در سراسر دنیا، متوجه ریسک ناشی از نوسان نرخ ارز و چگونگی مدیریت و کنترل آن شده است. اگر شرکتی بتواند از منابع مالی کشورهای مختلف (ارزهای مختلف) استفاده نماید در این صورت خواهد توانست تا ساختار بدهیهای خود را به گونه‌ای تنظیم کند که ریسک ناشی از نوسان نرخ ارزهای خارجی را به حداقل ممکن برساند و از این بابت هیچ نوع هزینه اضافی بر سهامداران تحمیل نگردد. آن دسته از شرکتهایی که براساس قراردادهای بلند مدت قرار است محصولات را به کشور دیگر صادر کنند و دارای درآمد ارزی هستند، می‌توانند ریسک نوسان نرخ ارز را از طریق وام ارزی خنثی نمایند. برای نمونه، اگر قرار است شرکت «وستینگهاوس» آمریکا تعدادی از محصولات خود را به مبلغ ۵۰ میلیون پوند به یک شرکت انگلیسی بفروشد، که طبق قرارداد پول آن را سه سال بعد دریافت کند، باید یک وام سه

ساله به پوند انگلیس بگیرد به گونه‌ای که پس از سه سال اصل و فرع آن برابر با ۵۰ میلیون پوند بشود.

هدف از مدیریت ریسک تسعیر ارزش خارجی خنثی کردن آثار تغییرات غیر منتظره نرخ ارز با تغییرات مشابه در ارزش ریالی پرداخت وامهای خارجی است.

برای اینکه بتوان به شیوه عملکرد شرکتها در سطح جهانی در این خصوص، پی برد فرض کنید، در زمانی که شرکت آمریکایی وستینگهاوس قرارداد فروش محصولات خود را به یک شرکت انگلیسی به مبلغ ۵۰ میلیون پوند امضا کرد، نرخ برابری پوند ۱/۳۰ دلار باشد؛ لذا آن شرکت سه سال بعد مبلغ ۶۵ میلیون دلار دریافت خواهد کرد. اگر شرکت اقدام به گرفتن وام نماید باید سه سال بعد مبلغ ۵۰ میلیون پوند از بابت اصل و فرع آن بازپرداخت کند. اگر در طی آن مدت نرخ برابری پوند به دلار به میزان ۱۰ درصد تغییر کند و ارزش هر پوند به ۱/۱۷ دلار برسد، شرکت مبلغ ۶/۵ میلیون دلار ضرر خواهد کرد ولی در همین زمان معادل ۶/۵ میلیون دلار از محل وامی که گرفته است سود می برد، زیرا باید ۵۸/۵ میلیون دلار بپردازد (یعنی  $1/17 \times 50$ ) تا یک بدهی که در اصل ۶۵ میلیون دلار بود تسویه نماید. نتیجه این می شود که ضرر حاصل از کاهش نرخ پوند به دلار (ارزش مطالبات) با سود حاصل از افزایش نرخ دلار به پوند (ارزش بدهیها) خنثی می گردد.

بدهی است که یک شرکت به سختی می تواند خود را در برابر ریسکهای ارزی کاملاً مصون دارد، زیرا کسی نمی تواند آثار تغییرات احتمالی ارزشهای خارجی را بر جریانهای نقد عملیاتی به طور کامل و دقیق پیش بینی یا مقدار آن را محاسبه نماید؛ برای مثال، اگر شرکتی دارای یک بازار نسبتاً بزرگ صادراتی باشد باید به همان میزان منابع مالی خود را از محل ارز همان کشوری که محصولاتش را به آنجا صادر می کند تأمین نماید؛ مثلاً شرکت فولکس واگن، که قبلاً مورد بحث قرار گرفت، قبل از سال ۱۹۷۱ بیش از نیمی از تولیداتش را به بازارهای آمریکا عرضه می کرد، لذا می بایستی بیش از نیمی از داراییهایش را از طریق وامهایی که به صورت دلار می گرفت تأمین می کرد. کوتاهی در این زمینه باعث شد که این شرکت تقریباً به مرز ورشکستگی نزدیک شود. زیرا از سال ۱۹۷۱ ارزش مارک آلمان در برابر بسیاری از پولهای رایج در بازار غرب به شدت افزایش یافت. فقط در سال ۱۹۷۴ شرکت فولکس واگن

۳۱۰ میلیون دلار ضرر کرد، زیرا دولت آلمان در اقدامی که در جهت حفظ سهم خود در بازارهای بین‌المللی نمود ارزش مارک را کاهش داد.

## ریسکهای سیاسی

معمولاً به کارگیری یکی از روشهای تأمین مالی در جهت کم کردن ریسکهای سیاسی مستلزم این است که از آثار برخی از ریسکها (مثل ریسک کنترل ارز) بکاهد. همچنین کاربرد مکانیسمها یا روشهای تأمین مالی باعث تغییر ماهیت ریسک خواهد شد (نمونه آن ریسک سلب مالکیت یا انواع دیگری از اقدامات سیاسی است که منجر به ضرر و زیان هر سرمایه‌گذار می‌شود).

گاهی شرکتها مسأله ریسک مربوط به غیر قابل تبدیل بودن ارز حاصل از شعبه‌هایی را که در برخی از کشورها دارند به صورتی معقول حل می‌نمایند؛ یعنی برای تأمین مالی شعبه‌های خارجی خود به روشی مناسب عمل می‌کنند. این کار مستلزم گرفتن وامهای خاصی از بانکهای محلی می‌گردد. شیوه کار به این صورت است که شرکت یک حساب سپرده در کشور اصلی خود باز می‌کند، و آن را پشتوانه وامی قرار می‌دهد که شعبه شرکت از بانکهای محلی در کشور دیگر می‌گیرند یا اینکه منابع مالی خود را به صورت وام در اختیار شعبه خود در کشور دیگر قرار می‌دهد. بدیهی است که این ترتیبات بسیار ارزشمند خواهد بود اگر سرمایه‌گذاران محلی با محدودیتهایی که شامل سرمایه‌گذاران خارجی است روبرو نباشند. حتی اگر یکی از ریسکهای خاص سیاسی به گونه‌ای باشد که نتوان آن را عیناً از شرکتی به شرکت یا سازمان دیگری منتقل نمود، در این صورت شرکتی که در معرض خطرات و ریسکهای سنگین قرار گرفته‌اند می‌توانند مقداری از ریسک خود را به کسانی منتقل کنند که مشمول این ریسک نیستند. این شیوه عمل، اساس و مبنای بیمه ریسکهای سیاسی است.

شرکت‌های چند ملیتی از روش دیگری هم استفاده می‌کنند، بویژه آنها که احتمالاً دستخوش تهدید سلب مالکیت داراییها و خلع ید از پروژه در کشوری قرار می‌گیرند. این شرکتها سعی می‌کنند تا سرمایه‌گذارهای خود را از محل وجوهی که به وسیله سایر دولتها، آژانسهای بین‌المللی، بانکهای خارجی یا حتی به وسیله مشتریان پرداخت می‌گردد (و نه از محل

سرمایه خودشان) تأمین مالی کنند. از آنجا که باز پرداخت این وجوه در گرو موفقیت پروژه است، لذا شرکت یا شرکتهای مجری می‌توانند یک شبکه بین‌المللی از بانکها، سازمانهای دولتی و یا مشتریانی به وجود آورند که در اجرای قراردادهایی که این شرکتها با کشور میزبان بسته‌اند اشتراک منافع داشته باشند. در چنین حالتی، اگر از نظر سلب مالکیت تهدیدی متوجه شرکت مجری گردد، روابط مالی که آن شرکت با مشتریان، بانکها و دولتهای مختلف برقرار کرده است آن مسأله را حل خواهد کرد.

یکی از شرکتهای آمریکایی به نام کن کات که برای استخراج مس در شیلی با دولت آن کشور قرارداد بسته بود از این استراتژی استفاده کرد و در اجرای همین نوع سیاست بود که این شرکت آمریکایی توانست پروژه ۲۵۹ میلیون دلاری را تأمین مالی نماید. این شرکت در ابتدا ۵۱ درصد از سهام شرکت استخراج مس در شیلی را به مبلغ ۸۰ میلیون دلار به دولت آن کشور فروخت و مجدداً این ۸۰ میلیون دلار را در همان معدن سرمایه‌گذاری کرد و آن را در برابر ریسک سلب مالکیت نزد دولت آمریکا بیمه نمود. سپس این شرکت ترتیبی داد تا ۱۱۰ میلیون دلار دیگر برای خرید تجهیزات و ماشین آلات مورد نیاز از بانک صادرات و واردات آمریکا وام بگیرد که دولت شیلی آن را بدون قید و شرط تضمین کرد. متعاقباً دولت شیلی ۲۴ میلیون دلار دیگر در آن معدن سرمایه‌گذاری کرد. شرکت برای تهیه ۴۵ میلیون دلار باقیمانده قراردادهای بلند مدتی (برای فروش تولیدات آینده شرکت) با شرکتهای آسیایی و اروپایی بست و سپس به پشتوانه درآمد حاصل از این قراردادها ۳۰ میلیون دلار از بانکهای اروپایی و ۱۵ میلیون دلار از بانکهای ژاپنی وام دریافت نمود.

پس از اینکه سالوادور آلنده در شیلی به قدرت رسید قول داد که از همه شرکتهای خارجی که در آن کشور به فعالیت مشغول بودند سلب مالکیت نماید (بدون اینکه هیچ غرامتی از این بابت بپردازد). ولی نوع قراردادهایی که این شرکت بسته بود به گونه‌ای بود که آلنده را مجبور ساخت تا تمام تعهدات دولت قبلی را محترم بشمارد و از آن جمله او مجبور شد تا آن ۸۰ میلیون دلار به اضافه بهره مربوط را بابت غرامت مصادره بپردازد و تمام تعهدات کشور شیلی نسبت به بانک صادرات و واردات آمریکا، بانکهای آسیایی و اروپایی و کنسرسیومهای ژاپنی و اروپایی را بپذیرد.

## ریسک یا خطرات مربوط به بازار محصول

برخی از شرکتها تولیدات آینده خود را به مشتریان و خریداران بالقوه پیش فروش می‌کنند، البته این قراردادها بر مبنای منافع متقابل بسته می‌شود. خریداران با این نوع قرارداد نسبت به عرضه مستمر جنس مطمئن خواهند شد و معمولاً می‌توانند در مقایسه با قیمت رایج در بازار، مقداری هم تخفیف بگیرند. فروشنده هم نسبت به فروش تولیداتش مطمئن خواهد شد و همین امر باعث می‌شود تا شرکت در برابر ریسک مربوط به نوسان تقاضا مصون بماند. فایده دیگر این نوع قراردادها این است که شرکت فروشنده می‌تواند به پشتوانه درآمد حاصل از این قراردادها از بانکها وام بگیرد. این نوع قرارداد برای تأمین مالی پروژه احداث خط لوله گاز از اتحاد جماهیر شوروی به اروپای غربی مورد استفاده قرار گرفته است. همین طور شرکت فولاد آمریکا در سال ۱۹۸۱ طرح تولید لوله‌های بدون درز را به همین شیوه تأمین مالی نمود. برای تأمین مالی این پروژه قراردادهایی به مبلغ ۷۵۰ میلیون دلار با چندین شرکت تولید کننده لوازم و تجهیزات نفت و گاز بست. سپس آن قراردادها را پشتوانه وامهایی قرار داد که از بانکهای مختلف گرفته بود. زمانی آثار این روش (برای کم کردن ریسک مربوط به تأمین مالی) پدیدار گردید که تقاضای جهانی برای نفت (و در نتیجه تقاضا برای آن نوع لوله‌ها) کاهش یافت. رکود در صنایع نفتی هیچگونه تاثیری بر سودآوری طرح تولید لوله گاز نگذاشت زیرا بیشتر محصولات این طرح طبق قراردادهای بلند مدت پیش فروش شده بود.

برخی از شرکتها که به کار استخراج و استحصال مواد کانی مشغولند برای مصون ماندن از ریسک مرتبط به نوسان قیمتها اقدام به انتشار نوعی اوراق قرضه نمودند که پشتوانه آنها محصولات آن شرکتها بوده است؛ برای مثال، شرکت «معدن سان شاین» که در استخراج معادن نقره فعالیت می‌کند اوراق قرضه‌هایی منتشر کرده بود که نرخ بهره آن بستگی به قیمت نقره در سالهای آینده داشت و دولت مکزیک هم اوراق قرضه‌هایی منتشر نمود که نرخ بهره آن به قیمت نفت خام مرتبط می‌گردید. سازمانها یا شرکتهایی که این نوع اوراق قرضه را منتشر می‌کنند از دو مزیت بهره‌مند می‌گردند: اول خریدارهای این نوع اوراق قرضه به نرخ بهره کمتر تن در می‌دهند، چون انتظار می‌رود ارزش این نوع اوراق قرضه متناسب با افزایش سطح عمومی قیمتها افزایش یابد؛ به عنوان مثال، ارزش اسمی این نوع اوراق قرضه بر مبنای

شاخص قیمت نوع کالای تولید شده تعیین می‌گردد که آن هم با بالا رفتن هزینه زندگی افزایش می‌یابد. دوم، هزینه بهره شرکت گیرنده وام با میزان فروش (درآمد) شرکت رابطه مستقیم دارد، و بنابر این شرکت راحت تر می‌تواند هزینه بهره را پرداخت نماید؛ برای مثال، زمانی که قیمت نقره کاهش یافت هزینه بهره اوراق قرضه شرکت «معدن سان شاین» نیز کاهش یافت و لذا کاهش درآمد شرکت مشکلی را برای شرکت در پرداخت هزینه بهره به وجود نیاورد.

در تمام این موارد، مبالغی که به سرمایه گذاران پرداخت می‌گردد با توان مالی و سودآوری پروژه افزایش و کاهش می‌یابد، و از این رو جریان نقد شرکت تشبیت می‌گردد. باز هم لازم به یادآوری است که هدف از بر شمردن روشهای گوناگون تأمین مالی، مصون نگه داشتن شرکت از تغییرات غیرمنتظره‌ای است که در میزان فروش، قیمت، نرخ تورم، نرخ ارز و از این قبیل رخ می‌دهد. اصولاً این تغییرها غیرقابل پیش‌بینی است و در نتیجه، نمی‌توان در زمان تنظیم قرارداد به منظور تأمین مالی، آنها را مشخص نمود.

### دسترسی به وجوه

انعطاف پذیری عملیات یک شرکت تا حدی به توانایی آن شرکت در دسترسی به وجوه بستگی دارد، البته با هزینه معقول و بدون روبرو شدن با موانع باز دارنده؛ در این صورت، اگر شرکت با کسری نقدینگی روبرو گردد می‌تواند آن را تأمین کند و اگر فرصتهای سرمایه گذاری پیش آید، بدون اینکه مجبور شود اقلامی از داراییهای شرکت را بفروشد و یا در مسیر عملیاتی خود اختلالاتی را به وجود آورد می‌تواند وجوه مورد نیاز را تأمین کند.

شرکتی که به منابع مالی دسترسی داشته باشد، کمتر مورد تهدید رقیبان تجارتی اش قرار خواهد گرفت؛ درست برعکس، شرکتی را در نظر آورید که بیش از حد وام گرفته است و دیگر نمی‌تواند به راحتی وام بگیرد، در چنین حالی، هر رقیبی می‌تواند به راحتی در بازار آن شرکت رخنه کند و بدون هیچ ترس و وحشتی (نسبت به واکنش و عمل متقابل آن شرکت) بخشی از سهم بازار آن شرکت را بگیرد. اگر چنین شرکتی بخواهد دست به عمل متقابل بزند و در این خصوص از خود واکنش نشان دهد باید مثلاً قیمت را بشکند یا بر هزینه تبلیغات خود بیفزاید، که در هر حال به پول بیشتری نیاز دارد. از طرفی چنین شرکتی که نه پول نقد دارد و نه



می‌تواند وام بگیرد باید دست به انتشار سهام جدید بزند ولی آخرین تحقیقی که به وسیله دو محقق آمریکایی انجام شد، نشان داد که باید به اینگونه سهام با دیده تردید نگاه کرد، زیرا نوع اطلاعات مدیریت شرکت با اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران از شرکت دارند مغایر است. برای سرمایه‌گذاران این پرسش مطرح می‌شود: «آیا عرضه و فروش سهام شرکت در این زمان بدان معنی نیست که مدیریت از این موضوع که قیمت این سهام به مراتب بیش از ارزش واقعی آنهاست آگاهی کامل دارد؟» این مشکل موقعی حاد می‌شود که شرکت بخواهد در برابر رقیبان جبهه بگیرد و در موضع دفاعی قرار گیرد. بنابراین، اگر شرکتی فاقد ذخایر مالی باشد باید یکی از دو راه را انتخاب کند: یا باید تسلیم رقیبان شود و یا اینکه منابع مالی را با شرایط نامناسب تهیه کند.

شرکت برای اینکه از ذخایر مالی مناسب اطمینان حاصل کند باید مقداری از توان استقراض و داراییهای نقدی خود را حفظ کند. همچنین باید بتواند پیشاپیش چندین منبع تأمین مالی را تدارک ببیند یا از طریق گرفتن وام نسبتاً زیاد به صورت غیر مستقیم، خود را بیمه نماید. اگر شرکتی به این منابع اضافی تأمین مالی دست بیابد به رقیبان، مشتریان و سایر افراد و گروه‌های ذی‌نفع این پیام را خواهد داد که آن شرکت از نظر مالی در وضعی مطلوب به سر می‌برد و دارای قدرت زیادی است و می‌تواند بطور مؤثر مقابله به مثل نماید.

### دسترسی داشتن به منابع مختلف مالی

تدارک دیدن منابع مختلف مالی یکی از ارکان اصلی استراتژی مالی شرکت به حساب می‌آید. هر شرکت برای اینکه از وابستگی خود به یک بازار مالی خاص کم کند باید به چندین منبع تأمین مالی دسترسی داشته باشد. مزیت دیگر این استراتژی آن است که شرکت می‌تواند بدین وسیله دامنه منابع اطلاعات مالی و اقتصادی خود را گسترش دهد؛ برای مثال، یکی از شرکتهای آمریکایی (به نام سیگنال) در سال ۱۹۸۳ با وجود اینکه مانده حساب صندوقش به ۱/۲ میلیارد دلار می‌رسید و در آن زمان بدهی اندکی داشت، مبلغ ۱۲۵ میلیون دلار «اوراق قرضه اروپایی» منتشر کرد. به گفته مدیر مالی، شرکت می‌خواست در خارج از آمریکا به یک منبع مالی بزرگ دسترسی پیدا کند و معتقد بود که در نوبت بعد، شرکت می‌تواند به همان بازار

مراجعه کند و ۵۰۰ میلیون دلار وام با نرخ بهره کمتر از نرخ رایج در آمریکا تأمین نماید. شرکت دیگری (به نام ناتوماس) اگر چه می‌توانست از محل اعتباراتی که در حسابهای جاری خود داشت یا از طریق فروش اوراق تجاری پولهایی با هزینه نسبتاً کمتری تهیه نماید ولی آن شرکت هم در سال ۱۹۷۷ اقدام به فروش ۳۰ میلیون دلار «اوراق قرضه اروپایی» کرد. به گفته یکی از مقامات مالی، هدف اصلی معرفی یا شناساندن شرکت در سطح بین‌الملل و سرمایه‌گذاران جهانی بود.

نگرانی ناشی از عدم دسترسی به منابع مالی داخلی باعث شده است که شرکتها توجه خود را معطوف منابع مالی خارج از کشور نمایند؛ برای مثال، در آمریکا، در اکتبر ۱۹۷۹ بانک مرکزی آمریکا، در مورد اعتبارات شدت عمل بیشتری به خرج داد و ۶ ماه بعد برای افزایش میزان وامها و اعتبارات سقف معینی تعیین کرد. برخی از مدیران و مسؤولان دواير اعتباری شرکتهای بزرگ به وحشت افتادند که مبادا بانک مرکزی بخواهد اعتبارات را کنترل نماید، از این رو تعداد زیادی از شرکتها برای تأمین اعتبار به منابع مالی خارج کشور روی آوردند؛ برای مثال، یکی از شرکتهای معروف امریکایی به نام «مان سانتو» برای گرفتن یک وام کوتاه مدت ۲۰۰ میلیون دلاری با هشت بانک اروپایی قرارداد بست. یکی دیگر از شرکتها بسیار بزرگ امریکایی به نام شرکت دارویی «داوو» توانست از بانکهای خارجی یک میلیارد دلار اعتبار بگیرد که هرگز از آن استفاده نکرد. شرکت اتومبیل سازی «فورد» هم یک خط اعتباری به مبلغ یک میلیارد دلار از چندین بانک دریافت نمود. همه این اقدامات از این لحاظ صورت گرفت که اگر قرار باشد بانک مرکزی آمریکا نوعی کنترل رسمی بر شرکتی اعمال نماید، آنها بتوانند از خطوط اعتباری خارج از کشور استفاده نمایند. به گفته یکی از مسؤولان دایره اعتبارات یکی از شرکتها بزرگ آمریکایی: «از نظر ما وجود یک خط اعتباری عین بیمه است. ای بسا که هرگز به آن نیاز نباشد، ولی داشتن بیمه نامه باعث قوت قلب می‌گردد.»

شرکتها ژاپنی هم به همین شیوه عمل می‌کنند و برخی از آنها (مثل پایونیر) اوراق بهادار خود را به بازارهای آمریکا عرضه کرده‌اند تا خود را به سرمایه‌گذاران آمریکایی معرفی نمایند. هدف اصلی آنها این است که خود را از کنترلهای بانک مرکزی ژاپن مصون بدارند و از این لحاظ به بازارهای آمریکا رو آورده‌اند.

## گرفتن وامهای مازاد بر نیاز

بیشتر شرکتها در زمینه استراتژی تنوع منابع مالی کوشیده‌اند تا از چندین بانک اعتبار بگیرند. معمولاً به مانده استفاده نشده اعتبارات شرکت بهره تعلق می‌گیرد که نرخ این بهره کمتر از یک درصد در سال است. بیشتر بانکها برای اینکه از میزان استفاده اعتبارات تخصیص داده شده به مشتریان خود مطلع گردند، هر چند مدت یک بار حساب اعتباری شرکتها را طرف حساب خود را کنترل می‌کنند. برخی از شرکتها سعی می‌کنند که از تمام اعتبار تخصیص یافته استفاده کنند، و اگر چه امکان دارد که به آن مقدار پول نیاز نداشته باشند ولی وام مربوط را می‌گیرند و در بانک دیگری به حساب سپرده خود منظور می‌کنند، هزینه اجرای این سیاست مساوی است با تفاوت بین نرخ وام و نرخ سپرده ضربدر مبلغی که به عنوان وام گرفته و در بانک دیگری به حساب سپرده منظور شده است. بنابر این شرکتها با تحمل هزینه بیشتر سعی می‌کنند منابع مالی متنوعی را در اختیار خود بگیرند.

## اهرم مالی و ریسک ورشکستگی

تا آنجا که پدیده ریسک می‌تواند میزان فروش و هزینه مربوط به فعالیتهای تجاری را تحت تأثیر قرار دهد و نیز تا آنجا که اهرم مالی می‌تواند بر این ریسک اثر بگذارد، شرکتها باید بکوشند تا از روی اراده و آگاهانه میزان وامهای خود را تا سرحد امکان کاهش دهند. یکی از راههای جلوگیری از ورشکستگی و طولانی‌تر کردن عمر شرکت، کاهش حجم وام و درجه اهرم مالی شرکت است. بویژه این موضوع در مورد شرکتهایی صدق می‌کند که نسبت داراییهای نامشهود آنها به داراییهای مشهود بالاست.

## به حداقل رسانیدن هزینه‌های نظارت (نمایندگی)

پی بردن به این واقعیت که در حال حاضر، در شرکتها مسأله مالکیت از مدیریت جداست، موجب شده تا مدیران مالی شرکتها از استراتژیهای خاصی استفاده کنند (به ویژه این موضوع در خصوص تعیین ترکیب ساختار سرمایه اهمیت زیادی پیدا کرده است). با پذیرفتن این واقعیت که مالکیت از مدیریت جداست، دلیلی ندارد که مدیران، یعنی کسانی که

نماینده مالکان شرکتها هستند، همیشه به گونه‌ای عمل کنند که منافع سهامداران به بهترین شکل ممکن تأمین گردد. تضاد بین منافع مدیران و صاحبان سهام شرکتها از دو منبع عمده نشأت می‌گیرد: اول، مدیریت تمایل دارد تا از برخی از منابع شرکت به نفع خود استفاده کند. دومین علت تضاد، از این واقعیت سرچشمه می‌گیرد که اگر مدیران از سهامداران عمده شرکت نباشند دیگر انگیزه‌ای ندارند تا دست به کارهای متهورانه بزنند، ریسکهایی را بپذیرند و محصولات جدیدی را به بازار عرضه کنند یا شرکت را گسترش دهند. بدیهی است که روح یا حس کار آفرینی است که نیروی محرکه یا خلاقه هر شرکتی را تشکیل می‌دهد و اگر شرکتی فاقد چنین نیرویی باشد در نهایت به قهقرا خواهد رفت. بنابر این، از آنجا که مقدار زیادی از سرمایه شرکت به سهامدارانی که در خارج از آن قرار دارند تعلق دارد، لذا اصولاً مدیریت شرکت دارای چنان انگیزه‌ای نیست که به اصطلاح برای آن دل بسوزاند و از این رو هزینه‌های نظارت و نمایندگی شرکت افزایش خواهد یافت. به همین دلیل است که در خیلی از کشورها نهضت خرید سهام شرکت توسط مدیران شرکتها آغاز گردیده است. چنین عملی باعث خواهد شد که کارآیی عملیاتی شرکت افزایش یابد و شرکتها سیاستهای متهورانه‌تری را در پیش گیرند.

اگر از دیدگاه وام به مسأله انگیزه مدیریت نگاه کنیم به نتیجه مشابهی خواهیم رسید. مدیر یک شرکت، که کسی جز نماینده سهامداران نیست، گاهی تصمیمات پر مخاطره‌ای می‌گیرد که به زیان وام دهندگان و به نفع سهامداران شرکت است؛ برای مثال، فرض کنید شرکتی میزان نسبتاً زیادی اوراق قرضه منتشر کرده و دارای بدهی نسبتاً زیادی است. از سوی دیگر اگر سهامداران این شرکت دارای پورتفوی متنوعی باشند، در این صورت اجرای طرحهای پر مخاطره به نفع سهامداران و به ضرر دارندگان اوراق قرضه شرکت است. اگر چنین شرکتی در اجرای این پروژه موفق گردد سود آن نصیب سهامداران خواهد شد، و دارندگان اوراق قرضه همان بهره تعیین شده را دریافت خواهند کرد ولی اگر در این راه موفق نشود بیشتر آن هزینه‌ها بردارندگان اوراق قرضه تحمیل خواهد شد. از سوی دیگر، اگر مدیران شرکت، درآمد دیگری غیر از حقوق و پاداش دریافتی از شرکت نداشته باشند این گونه مدیران ممکن است بسیار محافظه کارانه عمل کنند و از قبول ریسک و حتی پروژه‌هایی که موجب افزایش ثروت

سهامداران گردند، پرهیز نمایند. در نتیجه، مسائل مربوط به هزینه‌های نمایندگی باعث خواهد شد که بین میزان و ریسک جریانات نقدی آینده و ساختار سرمایه شرکت نوعی ارتباط وجود داشته باشد. خریداران اوراق قرضه در یک بازار کاراً این هزینه‌های نمایندگی را در نظر می‌گیرند و آن را در نرخ بازده مورد توقع خود ملحوظ می‌دارند لذا در نهایت هزینه‌های مربوط به نمایندگی را شرکت و مدیران آن می‌پردازند و نه سهامداران و سرمایه‌گذاران شرکت. هر چه هزینه‌های نظارت و نمایندگی در یک شرکت بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران برای سهام آن شرکت ارزش کمتری قائل می‌شوند. به همین دلیل آثار منفی تضاد منافع بین دارندگان اوراق قرضه و سهامداران شرکت بر دوش مدیران و سهامداران شرکت خواهد افتاد. برای اینکه مثالی در این زمینه ارائه کرده باشیم، اگر فرض شود که هیچ نوع هزینه سازمانی وجود نداشته باشد، سرمایه‌گذاران حاضرند هر یک از سهام عادی شرکتی را به مبلغ ۱۰۰ دلار خریداری نمایند. اگر تصور شود که هزینه‌های سازمانی بتواند ارزش شرکت را به مبلغ ۱۵ دلار کاهش دهد، سرمایه‌گذارانی که در خارج از شرکت قرار گرفته‌اند تمایلی به پرداخت بیش از ۸۵ دلار برای هر سهم آن نخواهند داشت. بنابر این، این شرکت است (و نه سرمایه‌گذاران) که باید هزینه‌های سازمانی مورد انتظار را تحمل کند. به همین شیوه، اگر شرکتی اوراق قرضه منتشر کند، خریداران بالقوه و دارندگان اوراق قرضه زیانهایی را که در سایه تضاد منافع آنان و مدیریت (که باز هم نماینده و حافظ منافع سهامداران است) بر آنها وارد خواهد آمد، مد نظر قرار می‌دهند و متناسب با این زیانها نرخ بهره مورد توقع خود را تعیین می‌کنند. لذا در اینجا نیز شرکت هزینه ناشی از تضاد منافع را به صورت نرخ بهره بیشتر پرداخت می‌کند، برای مثال، فرض کنید که شرکتی تعهد کرده است در سال بعد اصل مبلغ وام (یعنی ۱۰۰ دلار) را به همراه بهره ۱۰ درصد پرداخت کند. اگر نرخ بهره تضمین شده (بدون ریسک) ۱۰ درصد باشد، این اوراق قرضه به مبلغ ۱۰۰ دلار به فروش خواهد رفت (البته با فرض اینکه ریسک بحران مالی شرکت انتشار دهنده، یعنی احتمال عدم پرداخت اصل و فرع وام صفر باشد). ولی اگر ۵ درصد احتمال داشته باشد که آن شرکت دچار بحران مالی گردد و اصلاً نتواند به تعهدات خود عمل کند، در آن صورت ارزش مورد انتظار پولی که در سال بعد قرار است به دست آید  $104/50$  دلار خواهد شد (یعنی  $110 \times 0/95 + 0 \times 0/5$ ). بنابر این قیمتی که

یک سرمایه‌گذار حاضر است امروز برای این اوراق قرضه بپردازد فقط ۹۵ دلار خواهد بود،  $(1/10 \div 104/5)$  نتیجه این خواهد شد که باید نرخ بهره مؤثر افزایش یابد (یعنی از ۱۰ درصد به ۱۵/۷۹ درصد) تا جبران ضرر احتمالی ناشی از تضاد منافع را بنماید.

این واقعیت که مدیریت و سهامداران شرکت باید هزینه‌های نمایندگی را تحمل نمایند بدان معنی است که اگر شرکتی بخواهد در یک بازار کارآمد اقدام به تأمین سرمایه نماید، باید انگیزه‌ای بسیار قوی ایجاد کند تا این نوع هزینه‌ها به حداقل ممکن برسد و در این صورت هزینه‌های مربوط به اوراق قرضه و سهام عادی را کاهش خواهد داد. بنابر این، مدیریت عالی شرکت باید سعی کند به هر دستاویزی چنگ بزند تا به طریقی به دارندگان اوراق قرضه و سهامداران چنین «تضمینی» بدهد که اقداماتش در جهت تأمین منافع همه سرمایه‌گذاران (وام دهنده و سهامدار) و افراد ذی‌نفع خواهد بود. اقداماتی که یک شرکت در این راستا به عمل می‌آورد، شامل ایجاد انگیزه‌هایی برای مدیران رده‌های مختلف سازمانی از طریق دادن اختیار خرید سهام عادی شرکت، تنظیم امور شرکت به گونه‌ای که در جهت به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران باشد، تقبل و پرداخت هزینه‌های کنترل در رابطه با حسابرسی و سایر روشهای کنترل و گنجانیدن قید و بندهایی در قراردادهای وام بانکی و اوراق قرضه می‌باشد. اگر شرکتی شرایط مندرج در قرارداد وام را رعایت ننماید یا یکی از اینها را نقض کند متخلف شناخته می‌شود و همه بدهیهای مدت دارش به روز تبدیل می‌گردد و باید آنها را فوری بپردازد. اگر چنین شرکتی این نوع بدهیها را نپردازد یا نظر موافق طلبکاران را جلب ننماید، بستانکاران آن را مجبور خواهند کرد که اعلان ورشکستگی کنند. اگر چه شرایطی که بستانکاران (یعنی سازمانهای وام دهنده) بر شرکت تحمیل خواهند کرد به گونه‌ای است که مانع از بروز ضرر و زیان به وام دهندگان می‌شود، در عین حال این شرایط برای صاحبان سهام عادی گران تمام می‌شود؛ یعنی هزینه‌های اضافی بر آنان تحمیل خواهد شد، و باعث می‌شود تا انعطاف پذیریهایی شرکت، در زمینه سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کاهش یابد؛ برای مثال، امکان دارد که دارندگان اوراق قرضه شرکت اجازه ندهند تا شرکت اقدام به اجرای پروژه‌هایی نماید که دارای ریسکهای سنگین است اگر چه ارزش فعلی خالص این پروژه‌ها مثبت باشد. نوع محدودیت‌هایی که به این شکل بر شرکت تحمیل می‌گردد متفاوت است و به

پنداشت یا نحوه تصور گروه‌های ذی‌نفع از میزان ریسک مالی و تجاری شرکت بستگی دارد. ریسک تجاری شرکت هم، به نوبه خود، به این بستگی دارد که استراتژی شرکت تا چه حد، منطقی، منسجم و معقول است. ریسک مالی شرکت هم تابع ریسک تجاری است.

### مذاکره در باره شرایط وام

مدیریت شرکت بر سر شرایط وام یا اوراق قرضه باید در وهله اول به قید و بندهایی که معمولاً در این قراردادها گنجانده می‌شود، توجه نماید و بکوشد تا آثار آنها را به حداقل ممکن برساند. یکی از راه‌هایی که می‌توان بدان وسیله شدت و حدت این شرایط را مشخص ساخت همانا پیش‌بینی مالی است.

### تفاوت بین وام‌های بانکی و اوراق قرضه

معمولاً شرایط وام‌های بانکی با شرایط مندرج در قرارداد اوراق قرضه متفاوت است. بسیاری از شرکتها ترجیح می‌دهند که حتی با بهره بیشتر از بانک وام بگیرند ولی اوراق قرضه منتشر نکنند. یکی از صاحب‌نظران امور مالی در این خصوص چنین می‌گوید: مذاکره و معامله با مسؤول یک بانک از دادوستد با بازار بی‌سروته سرمایه به مراتب راحت‌تر است. وقتی کسی به بانک مراجعه کند، حداقل می‌تواند درد دل کند و مشکل خود را با آن مقام در میان بگذارد. ایجاد ارتباط مستقیم با خریداران اوراق قرضه تقریباً غیر ممکن است. خریداران اوراق قرضه نسبت به شرکتی که به آن وام می‌دهند احساس هیچ‌گونه تعهدی نمی‌نمایند. بنا بر این وام‌های بانکی دارای مزیت مضاعف هستند. اولین مزیت اعتبار بانکی این است که شرکت متقاضی وام با مسؤول بانک رو در رو می‌شود، با او مذاکره می‌کند و در نهایت در مورد شرایط وام به توافق می‌رسند، در حالی که انتشار اوراق قرضه نمی‌تواند دارای چنین ویژگی باشد و معمولاً کسانی که اوراق قرضه شرکت را می‌خرند با شرکت منتشرکننده آن اوراق هیچ ارتباط مستقیمی ندارند. دوم، اگر اوضاع و شرایط حاکم بر بازار تغییر کند، طرفین قرارداد می‌توانند گرد هم آیند و نسبت به شرایط در قرارداد وام به توافقی جدیدی برسند. منشاء یا سرچشمه این ویژگی در ماهیت روابط انسانی قرار دارد که بین سازمان وام‌دهنده و شرکت

وام گیرنده برقرار می‌گردد. مفهوم ضمنی چنین مطلبی این است که ایجاد ارتباط مستقیم بین طرفین قرارداد وام باعث خواهد شد که از نظر نظارت بر فعالیتهای شرکت وام گیرنده، بانکی که به شرکت وام می‌دهد (در مقایسه با خریدار اوراق قرضه) متحمل هزینه نظارت کمتری خواهد شد.

### نتیجه‌گیری

در این مقاله سعی شد تا چارچوبی ارائه گردد که شرکتها با استفاده از آن بتوانند منابع مالی مناسب را شناسایی کنند. مطلب به گونه‌ای ارائه شد که دست کم سه هدف اصلی تأمین گردد؛ یعنی به حداقل رسانیدن هزینه تأمین مالی (پس از کسر مالیات)، مورد توجه قرار دادن و کنترل ریسک، و به حداقل رسانیدن هزینه‌های نظارت که در سایه نحوه رفتار مدیریت شرکت (به گونه‌ای که باعث ضرر و زیان سهامداران و صاحبان اوراق قرضه می‌گردد) به وجود می‌آید. قبل از هر چیز مسأله مذاکره یا چانه زدن را مورد توجه و تأکید قرار دادیم یعنی شرکت متقاضی وام باید مناسب‌ترین شق ممکن و موجود را انتخاب کند و از طریق روابط انسانی هزینه‌های مربوط را به حداقل برساند؛ به بیانی دیگر وام مورد نیاز را از منابعی تأمین کند که نرخ بهره آنها از نرخهای رایج در بازار کمتر باشد. در واقع مدیر مالی شرکت باید از سیاستهای مناسب بازاریابی استفاده کند. گرفتن وام با نرخ بهره کم ناشی از اختلالاتی است که به خاطر مقررات دولتی و مالیاتی در بازار سرمایه به وجود می‌آید. این مقررات باعث می‌گردد که نرخ بعد از مالیات هزینه منابع مختلف مالی متفاوت گردد. اگر شرکتی از منابع مالی ارزان در بازار سرمایه استفاده نماید باید برای افزایش سرمایه یا گرفتن وامهای اضافی به گونه‌ای عمل کند که ریسکهای عملیاتی (معمولاً نتیجه عوامل سیاسی و اقتصادی می‌باشند) کاهش یابند. در نهایت، در آخرین بخش مقاله در این باره بحث کردیم که تفکیک مالکیت و کنترل امور شرکت باعث به وجود آمدن هزینه‌های نظارتی و نمایندگی می‌شود و مساله کنترل می‌تواند بر نوع ساختار سرمایه و استفاده از مکانیسم عرضه عمومی و یا خصوصی اوراق بهادار اثر بگذارد.