

تاریخچه مدیریت مالی

دکتر علی پارسائیان^۱

تاریخ عقاید اقتصادی یکی از درسهای اصلی دانشکده‌های اقتصاد است که مبحث اصلی آن دیدگاه‌های اندیشمندان و صاحب‌نظران رشته اقتصاد می‌باشد. در این درس مفاهیم و اصطلاحات علوم اقتصادی و نیز سیر تکاملی آن رشته علمی تدریس می‌شود. هیچ تردیدی نیست که برای درک مفاهیم اقتصاد مالی و مدیریت مالی هم باید تاریخچه پیدایش، روند تحول و سیر تکاملی آن رشته را مورد مطالعه قرار داد.

در بررسی و تجزیه و تحلیل تاریخچه مدیریت مالی، پنج موضوع اصلی در کانون توجه قرار می‌گیرد. نخست، پدیده‌های جدیدی که در هر دوره به وجود آمده است و این که موجودیت پدیده‌های مزبور به سبب واکنشهایی است که ارائه‌کنندگان آنها در برابر فشارهای اقتصادی، مالی، سیاسی و اجتماعی آن دوره از خود نشان داده‌اند. دوم، اندیشمندان امور مالی در برابر سیر و فرآیند تکاملی بازارهای مالی، بین‌المللی شدن سازمانها و رقابتهای فزاینده از خود واکنش نشان داده‌اند. سوم، ارائه راهها، روشها، ابزارها، شیوه به‌کارگیری آنها و انگوهای جدید ریاضی باعث شده‌اند تا نظریه پردازان و ارائه‌کنندگان تئوریهای جدید بتوانند رفتار مالی را راحت‌تر توجیه کنند. چهارم، اگر چه از مرحله پیدایش تا مرحله به‌کارگیری پدیده‌های مزبور فاصله‌های زمانی متفاوت وجود داشته است، ولی همین فاصله‌های زمانی

۱ - عضو هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبائی.

باعث شده است که نظریه پردازان بتوانند رفتارهای مالی را به شیوهٔ بهتری پیش‌بینی، درک و آنها را توجیه نمایند. پنجم، نظریه‌های جدید بر پایه تئوریها و نظریه‌های پیشین نهاده شده است.

در این مقاله (۱) موضوعهای اصلی مدیریت مالی و بررسی روند تاریخی و (۲) پیشرفتهای اقتصادی و اثرات آنها بر محتوا و مطالب رشته مدیریت مالی مورد بحث قرار می‌گیرند.

۱. بررسی موضوعهای اصلی مدیریت مالی

مدیریت مالی به یازده بخش اصلی تقسیم می‌شود:

۱- تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای)

۲- فرضیه بازارهای کاراً

۳- تصمیم‌گیری در باره پرتفوی (مزایای تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاریها)

۴- ریسک و بازده (الگوهای عامل)

۵- قیمت‌گذاری اوراق بهادار مشتقی (تئوری قیمت‌گذاری برگ اختیار خرید یا فروش سهام)

۶- ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و شیوه مطلوب تأمین مالی

۷- تعیین ارزش داراییها و تعیین ارزش شرکت‌هایی که امکان یا فرصت رشد دارند

۸- مالیه بین‌الملل

۹- تئوری نمایندگی و تئوری تجدید قراردادها

۱۰- ادغام و کنترل شرکتها

۱۱- مدیریت جریانهای نقدی

اینک به شرح مختصری از مطالب بالا می‌پردازیم.

۱- تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای)

نظریه فیشر (Fisher) بر این است که تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری را می‌توان از امور مربوط به سلیقه‌های فردی و خواسته‌های شخصی تفکیک کرد. اگر بازارهای سرمایه در

حالت رقابت کامل باشند مدیران می‌توانند از راه سرمایه‌گذاریها، ثروت و حقوق صاحبان سهام شرکت را به حداکثر برسانند [یعنی مدیران سرمایه‌گذاری را تا جایی ادامه می‌دهند که نرخ بازده سرمایه‌گذاریها با هزینه فرصت سرمایه (نرخ هزینه سرمایه) برابر شود]. صاحبان سرمایه می‌توانند مسؤولیت و وظیفه تصمیم‌گیریهایی مربوط به سرمایه‌گذاری را به مدیران شرکتها محول نمایند؛ و قواعد تصمیم‌گیری از سلیقه و خواست شخصی صاحبان سرمایه مستقل می‌باشد. قاعده سرمایه‌گذاری بر این اصل مبتنی است که باید طرحهایی را به اجرا در آورد که نرخ بازده آنها از نرخ بهره بازار (یعنی هزینه فرصت سرمایه) بیشتر باشد. اگر بازاری در حالت رقابت کامل باشد، این قاعده تصمیم‌گیری و مستقل بودن آن از سلیقه فردی در مورد تصمیمات ساختار سرمایه نیز صدق می‌کند [De Angelo (23)].

۲- فرضیه بازارهای کارآ

فرضیه بازارهای کارآ بر این اصل مبتنی است که قیمت‌های کنونی بازتابی از اطلاعات موجود می‌باشند. در چنین حالتی بورس‌بازها و آربیتراژیستها (یعنی کسانی که از تفاوت قیمت همزمان دو بازار سود می‌برند) نمی‌توانند سود اضافی به دست آورند. در چنین بازاری اوراق بهاداری که توزیع احتمال بازده آنها مشابه است دارای قیمت‌های یکسانی خواهند بود. اگر در این بازار امکان فروش استقراضی اوراق بهادار وجود داشته باشد (یعنی افراد بتوانند سهامی را که ندارند از کارگزار خود قرض نموده و بفروشند با این امید که در آینده اقدام به خرید این سهام با قیمت پایین‌تر نمایند) در آن صورت دومین شرط لازم برای وجود یک بازار متعادل این است که هیچ نوع فرصت سرمایه‌گذاری بدون ریسک (با نرخ بازده بالاتر از نرخ بازده اوراق قرضه دولتی) وجود نداشته باشد. طبق نظریه [Kiyak (66)] حضور افراد ناآگاه در بازار سرمایه این امکان را فراهم می‌آورد که سرمایه‌گذارهای حرفه‌ای نرخ بازده بالاتری به دست آورند که جبران‌کننده هزینه اضافی تهیه و پردازش اطلاعات است.

۳- تصمیم‌گیری در باره ترکیب پرتفوی

با سرمایه‌گذاری در انواع مختلف و گوناگون اوراق بهادار یا به اصطلاح از راه تنوع

بخشیدن به پرتفوی می‌توان ریسک غیر سیستماتیک را از بین برد. سرمایه‌گذارها تنها بابت تحمل ریسک سیستماتیک بازده اضافی به دست می‌آورند. طبق تئوری پرتفوی هر سرمایه‌گذار، با توجه به درجه‌گریز از ریسک خود، ترکیبی از دو نوع دارایی را انتخاب می‌کند:

الف - داراییهای بدون ریسک (مثل اوراق قرضه دولتی یا پس‌انداز در بانکها)

ب - مجموعه و یا پرتفوی کاملاً متنوعی به نام پرتفوی بازار که متشکل از تمام داراییهای سرمایه‌ای موجود در بازار می‌باشد. در صورت نبودن داراییهای بدون ریسک، باز هم سرمایه‌گذارها ترکیبی از دو نوع دارایی را انتخاب می‌کنند:

الف - پرتفوی بازار

ب - پرتفویی که ضریب بتای آن صفر است.

۴- ریسک و بازده (الگوهای عامل)

در کتابهای جدیدی که در زمینه مدیریت مالی نوشته شده است رابطه بین ریسک و بازده مورد تأکید قرار گرفته است. مدیریت مالی بر این فرض استوار است که سرمایه‌گذاران از ریسک‌گریزانند و برای قبول ریسک بیشتر توقع به دست آوردن بازده بیشتری دارند. در مورد انواع مختلف اوراق بهاداری که در بازار سرمایه وجود دارد بین ریسک و بازده آنها رابطه مثبتی مشاهده می‌شود، یعنی نرخ بازده اوراق بهادار با ریسک بیشتر مثل سهام عادی شرکتهای خصوصی از اوراق قرضه دولتی بیشتر می‌باشد. ولی در رابطه با انواع خاصی از اوراق بهادار، اتفاق نظر کاملی در مورد عوامل ریسک و سایر متغیرهایی که بر بازده آن اوراق بهادار اثر می‌گذارند وجود ندارد. از دیدگاه نظری و با توجه به قانون مبتنی بر قیمت واحد و امکان بهره‌گیری از آربیتراژ می‌توان ثابت کرد که بین نرخ بازده مورد انتظار و عوامل ریسک یک رابطه خطی وجود دارد. در الگوی قیمت‌گذاری داراییهای سرمایه‌ای نرخ بازده مورد انتظار تابع خطی از ضریب بتا (درجه ریسک سیستماتیک) است. در الگوی قیمت‌گذاری آربیتراژ نرخ بازده مورد انتظار تابع خطی از چند عامل ریسک می‌باشد.

۵- قیمت‌گذاری اوراق بهادار مشتقی

اوراق بهادار مشتقی اوراقی هستند که ارزش آنها به ارزش اوراق بهادار دیگر بستگی دارد. قیمت‌گذاری اوراق بهادار مشتقی بر این اصل مبتنی است که اقلام مشابه باید قیمت مساوی داشته باشند.

برگ اختیار خرید سهام، برگ اختیار فروش سهام و پیمانهای آتی نمونه‌هایی از اوراق بهادار مشتقی هستند که بازدهی آنها به قیمت سایر اوراق بهادار بستگی دارد. این برای کنترل ریسک و ایجاد اهرم جهت کسب سود بیشتر از این گونه اوراق استفاده کنند.

۶- ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود و نوع ساختار سرمایه نشان دهنده شیوه مدیریت مالی یک شرکت می‌باشند، میلر و مادیلیانی M & M الگوهایی را ارائه کردند، مبنی بر این که نوع ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت رابطه‌ای ندارند. به عبارت دیگر آنها با توجه به مفروضات الگوی خود ثابت کردند که شرکتها نمی‌توانند از طریق تغییر سیاست تقسیم سود و تغییر ساختار سرمایه شرکت ارزش شرکت را تغییر دهند.

۷- تعیین ارزش داراییها و شیوه تعیین ارزش فرصتهای رشد شرکت

ارزش داراییها را بر مبنای ارزش فعلی جریانات نقدی ناشی از آنها تعیین می‌کنند، یعنی جریانات نقد مورد انتظار آینده را با نرخ مناسبی تنزیل می‌کنند. اگر نوع اقدامات یا تصمیمات مدیریت به گونه‌ای باشد که بر منحی توزیع احتمال جریانات نقدی آینده اثر نگذارد، در آن صورت فرضیه عدم ارتباط ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود (بر ارزش شرکت) مطرح می‌شود. اصل مبتنی بر جمع‌پذیری ارزش داراییهای شرکت بیانگر این مطلب است که ارزش شرکت با مجموع ارزش طرحهای آن برابر است. فزونی نرخ بازده شرکت از هزینه سرمایه آن تعیین کننده حجم سرمایه‌گذاری و میزان رشد شرکت می‌باشد؛ طبق این ضابطه، شرکتی در گروه شرکتهای روبه رشدی قرار گیرد که نرخ بازده آن از هزینه سرمایه شرکت بیشتر باشد. به عبارت دیگر افزایش بزرگی و میزان و سود شرکت معیار درستی برای طبقه‌بندی شرکت به

عنوان یک شرکت روبه رشد نیست. برخی پیشنهاد کرده‌اند که مسائل مربوط به ساختار سرمایه را باید با مسأله تعیین ارزش در هم آمیخت، ولی نباید چنین کرد، زیرا مسأله تعیین ارزش چیزی بیش از ارتباط دادن جریان نقد مورد انتظار پروژه با هزینه پروژه می‌باشد. بدیهی است که برای تجزیه و تحلیل مسأله ارزش شرکت باید به مسائل بزرگتری، مثل سیاستها و برنامه‌ریزیهای استراتژیک شرکت توجه کرد.

۸- مالیه بین الملل

متفاوت بودن نرخ تورم در کشورهای گوناگون باعث شده است که نرخ بهره و نرخ ارز در درجات مختلفی تغییر کنند. این تغییرات موجب شده که شرکتهای چند ملیتی و آنهایی که با کشورهای دیگر مبادلات بازرگانی دارند در معرض ریسک نوسان ارز و نرخ بهره قرار گیرند. همچنین این نوسانات باعث شده است محاسبه نرخ بازده واقعی سرمایه برای سرمایه‌گذارانی که در سطح بین‌المللی سرمایه‌گذاری می‌کنند با پیچیدگیهای خاصی همراه باشد. در مالیه بین‌المللی شیوه‌های تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، مصون سازی از خطرات سیاسی، تسعیر ارز و ... مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند.

۹- تنوری نمایندگی

هنگامی که دو نفر یا چند نفر می‌خواهند دست به اقدامی بزنند یا تصمیمی بگیرند در معرض انگیزه‌های متفاوت و گوناگونی قرار می‌گیرند. آنها ممکن است دست به اقداماتی بزنند که تنها منافع خودشان، و نه منافع دیگران تأمین شود. اطلاعات نامتقارن (نامساوی) می‌تواند بر اقدامات گروه‌های ذی‌نفع اثر بگذارد. بستن قراردادها (مثل قرار داد اوراق قرضه) مستلزم پرداخت هزینه‌هایی برای نظارت بر رفتار طرف دیگر قرارداد می‌باشد. این نوع هزینه‌ها ناشی از مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی است. در یک دنیای پویا و پر تلاطم بستن قرارداد، ماهیتاً باعث می‌شود که با تغییر اوضاع و شرایط، مسأله تجدید نظر در نوع قرارداد مطرح شود. اگر آنچه تحقق می‌یابد از آنچه مورد انتظار بوده است (یعنی همان انتظاراتی که قراردادها بر اساس آنها بسته شده است) متفاوت گردد، گروه‌های ذی‌نفع در صدد تجدید نظر

در قراردادهای برمی آیند و در نتیجه بحرانهای مالی و مسأله تجدید ساختار مالی شرکت مطرح می شود.

۱۰- ادغام شرکتها و تحت کنترل گرفتن آنها

یکی از راههای کنترل کردن یک شرکت خریدن سهام آن می باشد. تغییراتی که در محیط اقتصادی (جهانی شدن رقابت) و سیاسی (حذف قوانین و مقررات) رخ می دهد، شرکتها و سازمانها را وادار می کند تا خود را با شرایط و اوضاع جدید وفق دهند و کارایی خود را بالا برند. تغییراتی که در تکنولوژی و شیوه های مدیریت هم رخ می دهد نیاز به انعطاف پذیری دارد و می طلبد که شرکت یا سازمان، خود را با آن تغییرات سازگار کند. به منظور سود جستن از نوسانات، باید شیوه کنترل و اداره سازمان یا شرکت را تغییر داد. این کار از طریق تجدید سازمان، تغییر در فعالیتها یا تغییر در بازارهای یک شرکت از طریق خریداری شرکت دیگر میسر است. انگیزه های گوناگون باعث می شوند که یک شرکت، شرکت دیگری را تحت کنترل در آورد.

۱۱- مدیریت جریانات نقدی

تغییرات جریانات نقدی ورودی و خروجی ایجاب می کند تا جریانات نقدی تحت کنترل درآمده و بر آنها نوعی مدیریت اعمال کرد. الگوهایی که در این زمینه وجود دارند (که آنها را مدیریت سرمایه در گردش می نامند) از آن جهت اهمیت دارند که مدیریت امور مالی می تواند بر قدرت نقدینگی، انحلال و ارزش شرکت اثر بگذارد. تصمیماتی که مدیریت مالی در دوره های کوتاه مدت می گیرد و فعالیتهایی که در این دوره ها انجام می دهد باید با تصمیمات و سرمایه گذارهای بلند مدت هماهنگ و دمساز باشد. پیشرفتهایی که از نظر ارائه الگوهای جدید، در این زمینه رخ داده است در جهت به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت می باشند.

II - بررسی روند تاریخی پیشرفتهای اقتصادی و اثرات آنها

بر محتوا و مطالب رشته مدیریت مالی

مباحث مختلف مدیریت مالی براساس یک روند تاریخی تحول یافته اند. در این

شروع قرن بیستم

تأثیر بر مدیریت مالی

* ساختار سرمایه

* روشهای تأمین مالی

دهه ۱۹۲۰

* ساختار مالی

* ادغامهایی که با هدف کنترل بازارها صورت گرفت * برنامه ریزی و کنترل مالی

* نوسانات حاشیه سود شرکتها * مسائل مربوط به نقدینگی

دهه ۱۹۳۰

* بحران شدید اقتصادی * اشتباهاتی که در رابطه با ساختارهای ناسالم

مالی رخ داد

* موجی از تجدید سازمان مالی و ورشکستگیها * مسائل ناشی از کمبود نقدینگی و ورشکستگیها

* تصویب قوانین ۱۹۳۳، ۱۹۳۴، ۱۹۳۵، * توسعه بازارهای مالی، ایجاد جو اطمینان در

۱۹۳۸، در رابطه با اوراق بهادار * بازارهای مالی

نخستین سالهای دهه ۱۹۵۰

* بسط و گسترش بسیار سریع صنایع * تأکید بر جریانهای نقدی و نه سود حسابداری

* تجدیدنظر در سیاست پولی * کاستن از اهمیت تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی

* رکود اقتصادی پس از جنگ * استفاده از شیوههای مبتنی بر مدیریت

جریانهای نقدی و سرمایه گذاری و بودجه های
نقدی

آخرین سالهای دهه ۱۹۵۰ - دهه ۱۹۶۰

* به دست آوردن فرصتهایی در جهت افزایش سودآوری * بودجه بندی سرمایه ای، تجزیه و تحلیل و

بررسی امکانات و فرصتها

* سرعت گرفتن آهنگ رشد و پیشرفت تکنولوژی * تجزیه و تحلیل هزینه سرمایه برای تعیین نرخ

بازده مورد نظر سرمایه گذاریها

* ایجاد صنایع جدید

* توجه بازار سهام به شرکتهای روبه رشد * مطالعه نهادهای مالی، سرمایه گذاری و بررسی

روند تغییر قیمت سهام

* کامپیوترهای بسیار بزرگ * به کارگیری الگوهای ریاضی برای پیش بینی جهت

تغییر قیمت سهام در آینده

روند پیشرفتهای اقتصادی بر محتوای رشته مدیریت مالی تأثیر فراوان گذاشته‌اند. این روند تاریخی که به طور خلاصه در جدول شماره ۱ نشان داده شده به شرح زیر است.

الف - آغاز قرن بیستم

در اوایل قرن بیستم مطالعه و بررسی سیستماتیک مدیریت مالی شروع شد. پیدایش رشته مزبور شروع نهضت ادغام شرکتها در یکدیگر (به سبب توسعه بازار محصولات پس از احداث راه آهن سراسری همراه بود). در فاصله زمانی ۱۸۹۰ و ۱۹۰۵ حدود ۳۰۵ مورد ادغام بزرگ در صنایع آمریکا رخ داد. پس از این که ادغامهای مزبور صورت گرفت ۷۸ شرکت توانستند نیمی از کل تولیدات آن صنایع را به دست آورند. [Weston (129) موضوع تأمین مالی این شرکتها بسیار بزرگ باعث شد که مسأله مهم ساختار سرمایه مطرح شود. آرتور استون دوینگ (Dewing) در نخستین سالهای قرن بیستم در رابطه با ادغامها و توسعه شرکتها کتابی منتشر کرد [24]. او دریافت که نرخ ورشکستگیها بسیار بالا است. تجزیه و تحلیلی که او در باره علت‌های اساسی آن ورشکستگیها ارائه کرد، نشان داد که وام‌های سنگین مهمترین عامل ورشکستگی شرکتها بوده‌اند. بنابر این، در کتابی که در باره سیاست مالی شرکتها نوشت (کار خود را با رویدادهای سال ۱۹۲۰ شروع کرد). دوینگ [25] به این نتیجه رسید که نوع ساختار سرمایه و تصمیماتی که درباره تأمین مالی گرفته می‌شد از اهمیت بسیار زیادی برخوردار بود. از دیدگاه دوینگ، سیاست تقسیم سود بر نقدینگی شرکت و توان آینده شرکت اثرات زیادی دارد. کتابهایی را که دوینگ پس از آن در باره مدیریت مالی شرکتها نوشت الگویی را به دست داد که در حال حاضر آن را مدیریت مالی سنتی می‌نامند. از آنجا که نخستین ادغامها مستلزم جمع‌آوری سرمایه‌های بسیار زیاد بود، ماهیت و محتوای قراردادهای تأمین مالی اهمیت بسیار زیادی داشتند. در نتیجه، در مدیریت مالی سنتی بر نوع و شیوه‌های تأمین مالی و محتوای قراردادها تأکید بسیار زیادی می‌شد.

ب - دهه ۱۹۲۰

در دهه ۱۹۲۰ صنایع عمده و بزرگ شروع به رشد و توسعه نمودند. برخی از مهمترین آنها

عبارت بودند از رادیو، صنایع شیمیایی، اتومبیل‌سازی، فولاد سازی. روشهای بازاریابی و سیستمهای توزیع کالا بازتابی از پیشرفت شبکه‌های ارتباطی و حمل و نقل بود. برای تسخیر بازارها، شرکتهای بزرگتر شرکتهای کوچکتر را می‌خریدند و در خود ادغام می‌نمودند. در این دوره حاشیه سود بالا رفت، ولی کاهش میزان موجودیها و پایین آمدن قیمتها در ۱۹۲۱-۱۹۲۰ باعث شد که مسأله ساختارهای مالی اهمیت بیشتری پیدا کند. نوسانات قیمت کالاها و افت شدید نقدینگی در بازار باعث شد که به مسأله نقدینگی توجه زیادی شود.

ج - دهه ۱۹۳۰

رکود یا بحران اقتصادی که در ۱۹۲۹ شروع شد، از نظر مدت زمان و شدت در نوع خود بی‌همتا بود. در دنیای تجارت، این رویداد باعث شد که موجی از ورشکستگی و تجدید ساختار سرمایه در شرکتهای پدید آید. نقدینگی به شدت کاهش یافت. شرکتهای سعی کردند تا موجودیهای خود را به هر قیمتی آب کنند. مردم درصدد برآمدند تا سپرده‌های خود را از بانکها بگیرند. بانکها هم در واکنش به این پدیده از میزان اعتبارات خود کاستند. قیمتها رو به کاهش گذاشت و شرکتهای نمی‌توانستند با فروش موجودیهای خود پول کافی به دست آورند تا از عهده بازپرداخت بدهیهای خود برآیند. بانکها یکی پس از دیگری از دور خارج می‌شدند و موج ورشکستگی‌ها بالا گرفت. باز هم مسأله اهرم مالی سالم و قدرت نقدینگی کافی مورد توجه قرار گرفت.

با پایین آمدن حجم فعالیت، شرکتهای ضرر و زیانهای سنگینی کردند. هزینه‌های ثابت مالی کمرشکن شده بودند. شرکتهای بزرگی که تعداد زیادی شرکت کوچک خریده و در خود ادغام کرده بودند با مسأله بسیار شدید هزینه‌های ثابت بهره مواجه شدند. با پایین آمدن درآمدهای عملیاتی، آن شرکتهای نتوانستند بار سنگین هزینه‌های ثابت مالی را تحمل کنند و در زیر آن خورد شدند. بیشتر شرکتهای راه آهن نتوانستند به یک شکلی هزینه‌های جاری عملیاتی خود را تأمین کنند ولی نسبت بالای وام که مستلزم پرداخت مبالغ بسیار سنگین هزینه بهره ثابت بود امان از دست آنها گرفت، در نتیجه، کل سیستم راه آهن و شرکتهایی که در این زمینه فعالیت می‌کردند مجبور شدند در ساختار سرمایه خود تجدید نظر کنند. باز هم

مسأله اهرم مالی مورد توجه قرار گرفت.

رویدادهای دهه ۱۹۳۰ باعث شد که یک بار دیگر مسأله مدیریت مالی سنتی مطرح شود. اشتباهات نابخشدنی که در ساختارهای مالی رخ داده بود، بویژه، بار سنگین هزینه‌های ثابت بهره یک بار دیگر مطرح شد و به صورت مسأله روز درآمد. مسائلی که در زمینه قدرت نقدینگی و ساختار مالی پدید آمد باعث شد که مدیریت مالی سنتی بیشتر مورد توجه قرار گیرد.

بحران مالی دهه ۱۹۳۰ موجب شد که دولت مرکزی در امور تجارت دخالت کند و در این زمینه قوانینی را به تصویب کنگره آمریکا برساند، یعنی قوانینی که بر بازارهای اوراق بهادار حاکم شد. انتشار و دادوستد اوراق بهادار تحت نظارت و کنترل کمیسیون بورس و اوراق بهادار قرار گرفت. شرکتها ملزم به رعایت قوانین مختلف در زمینه انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار شدند.

د - دهه ۱۹۴۰

جنگ جهانی دوم در دهه ۱۹۴۰ رخ داد. همه اقدامات و فعالیتهای تجاری و بازرگانی تابع جریانهای ناشی از جنگ بود. بسیاری از شرکتها در خدمت وزارت دفاع درآمدند و به تولید وسایل جنگی پرداختند. شرایط جنگ ایجاب می‌کرد که محصولات خاصی تولید شود، یعنی کالاهایی که در زمان صلح هیچ مصرفی نداشت. شرکتهایی که در این صنایع ویژه سرمایه‌گذاری می‌کردند به تشکیلات بسیار وسیعی نیاز داشتند. این کارخانه‌ها و تأسیسات در خدمت صنایع دفاع بودند که در زمان صلح هیچ نوع کاربردی نداشتند و به هیچ دردی نمی‌خوردند.

بسط و گسترش فعالیتهای برای تأمین نیازهای جنگی باعث شد که شرکتها برای افزایش تشکیلات خود، از محل منابع دولتی تأمین مالی نمایند، ولی مدیریت مالی به صورت یکی از مسائل بسیار مشکل در آمد که مسؤولان مالی شرکتها با آن رو به رو شدند. در سالهای پس از جنگ جهانی دوم بسط و گسترش شرکتها و نیز موضوع مدیریت مالی برای بالا بردن فروش کالاها و محصولات که در زمان صلح به مصرف می‌رسید باعث شد که مسأله سیاست تأمین

مالی مطرح شود و به شدت مورد توجه قرار گیرد.

ه - نخستین سالهای دهه ۱۹۵۰

نخستین سالهای دهه ۱۹۵۰ شاهد رشد و شکوفایی سیستم اقتصادی در آمریکا بود، ولی ابری از وحشت و ترس از رکود پس از جنگ بر آن سایه افکنده بود. بالا رفتن هزینه‌های دستمزد باعث شده که در بسیاری از موارد ماشین‌آلات جایگزین نیروی کار شوند. گسترش و رشد سریع شرکتها از یک سو، وخیم شدن وضع بازار سهام و از سوی دیگر در نخستین سالهای دهه ۱۹۵۰ باعث شد که مدیران به مسأله وجوه نقد بیشتر توجه کنند و در این خصوص محافظه کارتر شوند. در رابطه با سودآوری و به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت، موضوع مدیریت جریانهای نقدی اهمیت بسیار زیادی پیدا کرد. موضوع تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی که به عنوان یک ابزار، در دست تحلیلگران خارج از شرکت بود، به صورت پدیده‌ای در آمد که مورد توجه دست‌اندرکاران و مسؤولان شرکتها قرار گرفت. در این دوره به روشهای مدیریت مالی و شیوه‌های کنترل توجه زیادی شد. برای پیش‌بینی بودجه‌های نقدی روشهایی ارائه گردید. کنترلهای مدیریت داخلی شرکتها مثل، جدول سنی حسابهای دریافتی و به کارگیری روشهای کنترل موجودیها بیشتر مورد توجه قرار گرفتند.

و - آخرین سالهای دهه ۱۹۵۰ و دهه ۱۹۶۰

در آخرین سالهای دهه ۱۹۵۰ میزان سودآوری شرکتهایی که به بالاترین نقطه اوج رسیده بود رو به کاهش گذاشت. محدود شدن دامنه سودآوری شرکتها و صنایعی که در سطح ملی فعالیت می‌کردند باعث شده که تئوری بودجه‌بندی سرمایه‌ای مطرح شود. با کاهش سودآوری شرکتها و سیاستهای اعتباری انقباضی دولت، مسأله ارزیابی مالی طرحهای سرمایه‌ای و تخصیص بهینه منابع مالی، بیشتر مورد توجه قرار گرفت. کم شدن فاصله بین نرخ بازده، سرمایه‌گذاری و هزینه‌های تأمین مالی باعث شد که موضوع تجزیه و تحلیل هزینه سرمایه مطرح شود، تا بتوان نرخ بازده مورد نظر سرمایه‌گذارها را محاسبه کرد. توجه بسیار زیادی که به رشد جریانهای نقدی گردید موجب شد که برای برنامه‌ریزی و کنترل، روشهای جدیدی ارائه

شود.

ز - آخرین سالهای دهه ۱۹۷۰ و دهه ۱۹۸۰

با توجه به مطالبی که در بالا گفته شد می‌توان چنین نتیجه گرفت که در هر دوره از زمان مدیریت مالی به صورت واکنشهایی پدیدار گشته که پاسخگوی مسائل آن روز و کاهش دهنده فشارهای زمان مربوطه باشد. با مروری بر رویدادهای دهه ۱۹۸۰ می‌توان به این نتیجه رسید که اندیشه‌های مالی همواره در برابر اشباع بازارهای مالی، بین‌المللی شدن امور تجاری و افزایش رقابتها از خود واکنش نشان داده است.

رویدادهای اقتصادی و اثرات آنها که در جدول شماره ۲ خلاصه شده است بیانگر تغییراتی است که از دهه ۱۹۷۰ در رشته مدیریت مالی رخ داده است. این رویدادها را به صورت زیر طبقه‌بندی می‌کنیم:

۱ - افزایش رقابت‌های جهانی

تحول یا انقلابی که در صنعت حمل و نقل و ارتباطات صورت گرفت باعث شد که تولیدکنندگان برخی از کالاها در بازارهای جهانی به رقابت با یکدیگر برخیزند. تکمیل شدن راه‌آهن سراسری در آمریکا (در دهه ۱۸۸۰) موجب پدید آمدن یک بازار مشترک بین ایالات شد و در نتیجه تعداد زیادی از شرکتهای کوچک در شرکتهای بزرگتر ادغام شدند. پیدایش بازارهای جهانی در دهه ۱۹۸۰ باعث بالا رفتن فشارهای رقابتی گردید و در عین حال فرصتها و امکانات جدیدی را هم برای شرکتهای پیش آورد. در اثر ادغامهایی که در سراسر آمریکا بین شرکتهای صورت گرفت بر وسعت، حجم فعالیت و تعداد شرکتهای چند ملیتی افزوده شد. یکپارچگی اروپا در ۱۹۹۲ موجب پدید آمدن موج جدیدی از ادغامها شد.

۲ - پیشرفت تکنولوژی

تکنولوژی با آهنگی بسیار سریع پیشرفت می‌کند و در نتیجه شرکتهای برای عرضه محصولات خود شدیداً به رقابت با یکدیگر می‌پردازند. در دنیای پر تحرک و بسیار پویایی که

تحوالات اقتصادی	اثرات آن بر رشته مدیریت مالی
* افزایش رقابت در سطح جهان	* افزایش اهمیت مدیر (به عنوان نماینده سازمان)
* پیشرفت تکنولوژی (نوآوریها سرعت سرسام آوری به خود گرفته است)	* ادغامها و تحت کنترل در آوردن شرکتهای با سرعت بیشتری صورت میگیرد
* تغییر روشهای تولید (سیستمهای تولید انعطاف پذیر شدهاند)	* شرکتهای کوچک و متوسط برای تهیه پول و تأمین مالی راههای تازه ای پیدا کرده اند، که از آن جمله است افزایش درجه اهرم مالی و انتشار اوراق قرضه با بهره بالا (مثل اوراق قرضه بنجل)
* تغییر شیوه های مدیریت در رابطه با منابع انسانی (مدیریت مبتنی بر رعایت سلسله مراتب اداری در مقایسه با مدیریت مشارکتی)	* نوآوریها یا ارائه راههای جدید برای قیمت گذاری اوراق بهادار مشتقی، مثل برگ اختیار خرید سهام
* تغییرات در نرخ ارز (تغییر در قیمت خرید و فروش شرکتهای و کالاها)	* کاربرد فزاینده بیمانه های مالی و رونق بازارهایی که در آنها کالاها پیش خرید یا پیش فروش می شوند
* حذف بسیاری از قوانین و مقررات مربوط به خدمات و امور مالی	* کاربرد فزاینده نرم افزارها و سیستمهای کامپیوتری
* کسر بودجه بسیار زیاد دولت آمریکا، کسر موازنه پرداختها، تداوم پدیده عدم اطمینان، ترس از تورم و نرخ بهره بالا	* نوآوریهای جدید در امور مالی (سرعت سرسام آور مهندسی و طراحی مالی)
* تغییرات دائمی در قوانین مالیاتی	* ارائه الگوهای جدید برای مدیریت مالی کوتاه مدت و به کارگیری سیستمهای پیچیده و پیشرفته کامپیوتری برای تجزیه و تحلیل این نوع الگوها
* افزایش توان کامپیوترهای نسبتاً ارزان شخصی	

جدول شماره ۲ - تغییرات آخرین سالهای دهه ۱۹۷۰ تا آخر دهه ۱۹۸۰

آهنگ پیشرفت تکنولوژی سریع شده است ترس و وحشت از دست دادن بازار و مشتری تمام وجود سازمانها و شرکتهای چند ملیتی را فرا گرفته است.

۳- سازگاری با محیط

محیط خارجی شرکتها از هر جهت دستخوش تغییرات زیادی شده و باعث به وجود آمدن مشکلات فراوانی گردیده است. در نتیجه، شرکتها باید سیستم مدیریتی خود را با جو و محیط حاکم سازگار کنند. از این رو، نوع کالایی که تولید می‌کنند، روشهای تحقیق، نوع بازاریابی و مدیریت منابع انسانی را باید مطابق با خواستها و نیازهای محیط نمایند. مسأله‌ای که مدیریت مالی با آن روبرو بوده این است که باید جریان اطلاعات را به گونه‌ای تنظیم کند تا شرکت همواره در انتظار و پذیرای تغییرات باشد و در برابر تهدیدات یا فرصتها و امکاناتی که پیش می‌آید واکنش مناسب از خود نشان دهد. استراتژیها و برنامه‌های استراتژیکی ارائه شده است که شرکتها می‌توانند با به اجرا در آوردن آنها تغییرات را بهتر و مؤثرتر بپذیرند و نیز می‌توانند بدان وسیله خود را با آهنگ سریع رقابت و روشهای جدید مدیریت وفق دهند.

۴- حذف قوانین و مقررات

در رابطه با خطوط هوایمی، امور بانکی، صندوقهای پس انداز و وام، رسانه‌های گروهی، تلفن و تلگراف، ارتباطات، حمل و نقل و نفت و گاز قوانین و مقررات بسیار زیادی حذف و ملغی شده‌اند. این تغییرات باعث شد تا شرکتها با ادغام شدن در یکدیگر توانایی خود را گسترش دهند.

۵- نوسانات نرخ ارز

نوسانات نرخ ارز بر قیمت مواد خام، قیمت کالای فروش رفته و قیمت خرید و فروش شرکتهای خارجی اثر می‌گذارد. نوسانات نرخ ارز ایجاب می‌کند که صنایع گوناگون و شرکتهای مختلف با توجه به موارد زیر پیوسته وضع خود را تعدیل کنند و با شرایط جدید سازگار شوند. نوسانات نرخ ارز باعث شده است که شرکتها مرتباً در رابطه با روش، محل استقرار و نوع تولید، فعالیتهای بازاریابی و اجرای استراتژیهای رشد و توسعه وضعیت موجود را مورد سنجش و ارزیابی قرار دهند.

۶- نوآوریهای مدیریت مالی

استفاده فزاینده از کامپیوتر و الگوهای جدید ریاضی و آماری باعث به وجود آمدن الگوهای شده است که در مدیریت سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کاربرد دارد. فشارهای شدید رقابتی موجب تقویت این نوآوریها شد. حذف بسیاری از قوانین و مقررات مربوط به واسطه‌ها، معامله‌گرها و کارگزارها توانست به سرمایه‌گذارها آزادی عمل بیشتری دهد و فعالیت‌های مربوط به تهیه پول، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری انعطاف پذیرتر شود. همین امر باعث تقویت جریان سرمایه شد، به گونه‌ای که مؤسسات و واسطه‌های مالی نتوانستند از ظرفیت کاری خود استفاده کنند. این مزاد ظرفیت باعث شد که حاشیه سود ناویژه آنها کاهش یابد و موجب پدید آمدن فعالیت‌های جدیدی شد که واسطه‌ها و کارگزارها در آن زمینه‌ها تجربه و توانایی لازم نداشتند.

۷- افزایش نسبت بدهیها

رونق شدید اقتصادی که تقریباً در طول دهه ۱۹۸۰ ادامه داشت باعث شد؛ مدیران مالی اقدام به گرفتن وام‌های سنگین کنند؛ در نتیجه نسبت بدهیها به داراییهای شرکتها افزایش و در نهایت توان بازپرداخت بهره آنها کاهش یافت. جنسون [55,56] به هنگام ارائه تئوری جریان نقدی آزاد، استفاده از وام را به صورت اصولی توجیه کرد. به علاوه، یکی از نوآوریها یا تازه‌های مدیریت مالی در رابطه با تلفیق یا ادغام شرکتها این بود که شرکتها اوراق قرضه با درجه‌های اعتباری پایین منتشر کردند (مثل اوراق قرضه بنجل). تغییرات بسیار زیادی که در ارزش این اوراق قرضه رخ داد باعث به وجود آمدن فرصتها و نیز بحرانهای مالی برای شرکتها شد.

۸- تغییر در سیاستهای مالیاتی

در دهه ۱۹۸۰ قوانین مالیاتی آمریکا چهار بار تغییر کرد که باعث تغییراتی در مزایای اوراق قرضه یا سهام شد. همچنین این تغییرات توانست استراتژیهای جدید و برنامه‌ریزی مالیاتی را تحت تأثیر قرار دهد.

پیدایش رشته‌های گوناگون مدیریت مالی در شماره‌های بعدی این مجله ارائه خواهد شد.

منابع و مأخذ:

- 1- Michael Adler and Bernard Dumas, "International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis", **Journal of Finance**, 38, (June 1983), PP. 925-984.
- 2- George P. Baker, "Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value", **Journal of Finance**, 47, (July 1992), PP. 1081-1119.
- 3- Fischer Black, "Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing", **Journal of Business**, (July 1972), PP. 444-455.
- 4- Dorothy H. Bower, Richard S. Bower, and Dennis E. Logue, "Arbitrage Pricing Theory and Utility Stock Returns", **Journal of Finance**, 39, (September 1984), PP. 1041-1054.
- 5- Richard Brealey and Helen Edwards, "A Bibliography of Finance", Cambridge, MA, The MIT Press, 1991.
- 6- Michael J. Brennan and Eduardo S. Schwartz, "Finite Difference Methods and Jump Processes Arising in the Pricing of Contingent Claims: A Synthesis", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 13, (September, 1978), PP. 461-479.
- 7- M. D. Carpenter and J. E. Miller, "A Reliable Framework for Monitoring Accounts Receivable", **Financial Management**, (Winter 1979), PP. 37-40.
- 8- Nai - Fu Chen, Richard Roll, and Stephen A. Ross, "Economic Forces and the Stock Market", **Journal of Business**, 56 (1986), PP. 383-403.
- 9- Thomas E. Copeland and J. Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, 3th ed. Reading, MA, Addison-Wesley Publishing Company, 1988.

-
- 10- John C. Cox and Mark Rubinstein, **Options Markets**, Englewood Cliffs, NJ, Prentice - Hall, Inc., 1985.
 - 11- Aswath Damodaran and Marti G. Subrahmanyam, "The Effects of Derivative Securities on the Markets for the Underlying Assets in the United States: A Survey", in New York University Salomon Center, **Financial Markets, Institutions & Instruments**, 1, 1992, PP. 1-22.
 - 12- H. C. DeAngelo, "Competition and Unanimity", **American Economic Review**, (March 1981), PP. 18-28.
 - 13- Arthur S. Dewing, **Corporate Promotions and Reorganizations**, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1914.
 - 14- Arthur S. Dewing, **The Financial Policy of Corporations**, New York: NY, Ronald Press, 1920.
 - 15- Douglas R. Emery and John D. Finnerty, "A Review of Recent Research Concerning Corporate Debt Provisions", in New York University Salomon Center, **Financial Markets, Institutions & Instruments**, 1, (1992), PP. 23-39.
 - 16- Irving Fisher, **The Theory of Interest**, New York, NY, The Macmillan Company, 1930.
 - 17- Patrick A. Gaughan, **Mergers & Acquisitions**, New York, NY, Harper Collins Publishers Inc., 1991.
 - 18- Robert Gertner and David Scharfstein, "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law", **Journal of Finance**, 46, (September 1991), PP. 1189-1222.
 - 19- Stewart D. Hodges, Michael J. P. Selby, Les J. Clewlow, Chris R. Stricklan, and Xinzhong G. Xu, "Recent Developments in Derivative Securities: 20 Years on From Black and Scholes", in New York University

-
- Salomon Center, **Financial Markets, Institutions & Instruments**, 1, 1992, PP. 41-61.
- 20- B. Holmstrom and B. Nalebuff, "To the Raider Goes the Surplus?: A Reexamination of the Free-Raider Problem", **Journal of Economic & Management Strategy**, 1, (Spring 1992), PP. 37-62.
- 21- M. C. Jensen, ed., "Symposium on the Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, 11 (April 1983).
- 22- M. C. Jensen, ed., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economic Review**, (May 1986), PP. 323-329.
- 23- M. C. Jensen, ed., "The TAKEOVER Controversy: Analysis and Evidence", Chapter 20 in **Knights, Raiders, and Targets**, J. C. Coffee, Jr., L. Lowenstein, and S. Rose - Ackeman, eds., New York, NY, Oxford University Press, 1988a.
- 24- Shehzad L. Mian and Clifford W. Smith, Jr., "Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence", **Journal of Finance**, 47, (March 1992), PP. 169-200.
- 25- Richard Roll, "On the Cross-Sectional Relation Between Expected Returns and Betas", UCLA Finance Working Paper 8-92, (September 1993).
- 26- Jay Shanken and M. I. Weinstein, "Macroeconomics Variables and Asset Pricing: Estimation and Tests", University of Rochester Working Paper, (1990).
- 27- B. H. Solnik, **International Investments**, 2th ed., Reading, MA, Addison-Wesley Publishing Company, 1991.
- 28- A. S. Kyle, "Continuous Auctions and Insider Trading", **Econometrica** 53, (November 1985), PP. 1315-1336.
- 29- F. Modigliani and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance

and the Theory of investment". *American Economic Review*, (June 1958), PP. 261-297.

30. J. Fred Weston, **The Role of Mergers in the Growth of Large Firms**. Berkeley, University of California Press, 1953.