

راهکارهای مدرن تامین مالی (۱)

اجتماعی کردن ریسک‌های صنعت برق معقول نیست

دکتر حیدرپوریان (۲)

دارایی‌های ثابت، بسیار بالاست. در بسیاری از آنها حتی دارایی‌های نامشهود وجود ندارد. در حالی که از دیدگاه صنعت، بازدهی بستگی به میزان دارایی‌های ثابت دارد. بطورمثال، اولین قلم دارایی جاری در ترازنامه، پول نقد است که دارای بازدهی نمی‌باشد اما به دلیل سیاست‌های نامطلوب، تغییرات در نرخ ارز و سایر مشکلات، برخی از شرکت‌ها درصد جایگزینی سرمایه و استهلاک سرمایه‌های خود نبوده، بلکه بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها را در دارایی‌های کوتاه مدت انجام می‌دهند. در حالی که یک شرکت صنعتی با تأمین مالی کوتاه مدت نمی‌تواند پیشرفت نماید و سودآوری قابل قبولی داشته باشد. برای اصلاحات و ابداعات و راهکارهای مختلف در مورد تأمین مالی و خلق ثروت باید سه مسئله اطلاعاتی حل شود:

۱- مسئله اول اجتناب از « انتخاب نامطلوب » (یا انتخاب معکوس) (۸) است. هر پروژه‌ای که می‌خواهد تأمین مالی شود باید ابعادش شناخته شده و اطلاعاتش شفاف باشد تا از انتخاب نامطلوب جلوگیری شود.

۲- مسئله دوم عدم وجود « خطر اخلاقی » (۹) است؛ یعنی منابع پروژه، تنها به مصارفی که قبلاً تعیین شده است برسد.

۳- مسئله سوم این است که میزان سود یا بازدهی ایجادشده در پروژه، طی مکانیزم‌های خاصی به تأمین مالی کنندگان مسترد گردد. این موضوع گاهی به نام « مسئله تایید » (۱۰) تعهدات شناخته می‌شود.

نظام‌های پایه - بانکی و پایه - اوراق بهادار

حال با فرض حل سه مسئله فوق، کلیه شرکت‌ها برای تأمین مالی به نهادهایی احتیاج دارند که ما آن را به دو نظام پایه - بانکی و پایه - اوراق بهادار تعبیر می‌کنیم. برای تأمین مالی می‌توانیم به بانک‌های تجاری یا تخصصی (۱۱) مراجعه کنیم و یا در پایه - اوراق بهادار به بانک‌های سرمایه‌گذاری (۱۲) مراجعه کنیم. بانک‌های سرمایه‌گذاری براساس ساختار هر شرکت خدمات مشاوره‌ای ارائه می‌نمایند و توصیه می‌کنند: چه اوراقی برای تأمین مالی مناسب بوده، چقدر بدهی در مقابل سرمایه شرکت باید وجود داشته و برای رفع مشکل نقدینگی از چه اوراقی (اوراق قرضه با وثیقه، بدون وثیقه و یا اوراق تجاری) استفاده نمود.

ما در ایران نیاز به بانک‌های سرمایه‌گذاری داریم. با وجودی که فعلاً خدماتی توسط مشاورین بخش خصوصی در پروژه‌ها ارائه می‌شود، اما وجود چنین بانک‌هایی در کشور ما لازم است. از واحدهای دیگر نهادهای پایه - اوراق بهادار مؤسسات درجه‌بند (۱۳)

هدف تامین مالی

امروزه تأمین مالی یکی از علوم تصمیم‌گیری (۳) بوده و فرمول‌های خاصی برای تصمیم‌گیری دارد. هدف هر نوع

تأمین مالی نهایتاً خلق ثروت است. خلق ثروت در امور مالی باید اجازه دهد که انتقال زمانی ثروت از حال به آینده و از آینده به حال، برای یک واحد تصمیم‌گیرنده (چه یک خانواده و چه یک شرکت بزرگ دولتی) صورت گیرد. به عبارت دیگر، هدف اصلاحات و ابداعات و تأمین مالی جدید به حداکثر رساندن ارزش شرکت و یا به عبارتی به حداقل رساندن هزینه سرمایه (۴) می‌باشد. مثال در این مورد، نمونه مدل‌هایی در تأمین مالی است که به نام اوراق ابدی (۵) نامیده می‌شود. به عبارت دیگر ارزش یک شرکت از دو طریق افزایش می‌یابد:

۱- کاهش هزینه سرمایه

۲- افزایش جریان‌های نقدینگی آتی (از طرق مختلف مانند مدیریت مالی بهینه، تأمین مالی بهینه و حتی صادرات به کشورهای دیگر).

در بحث تأمین مالی، ریسک یکی از مهم‌ترین متغیرهای تأمین مالی است که باید در نظر گرفته شود. افزایش ارزش شرکت احتیاج به شناسایی ریسک، کارکردن با آن و « پخش » یا « متنوع (۶) » کردن آن دارد.

اجتماعی کردن

هر چه شرکت بیشتر به طرف خصوصی شدن پیش رود ریسک و قیمت‌گذاری مشخص‌تر و برای هر نهادی مهم‌تر خواهد بود. دولت و شرکت‌ها از طریق تعرفه‌های برق، سودهای بانکی و سوبسیدها می‌توانند ریسک را « اجتماعی » کنند. بطور مثال اگر بحران بانکی ایجاد شود لازم است که دولت کاری کند که از بحران جلوگیری شود. در چنین مواردی می‌توان ریسک را اجتماعی کرد که همگی در آن مشارکت و یا ضرر کنند تا از بحران بانکی جلوگیری شود. اما در موارد غیرضروری اگر در صنعت برق ریسک‌ها اجتماعی شوند مشکلاتی را بوجود می‌آورد از جمله اینکه گاهی اوقات اجتماعی کردن ریسک باعث می‌شود افراد بصورت مجانی آزمایایی برخوردار شده (۷) و از سوبسید برق بطور ناعادلانه استفاده کنند. مسئله مهم آن است که اگر ریسک‌ها را از صنعتی مانند صنعت برق کنار بگذاریم باعث می‌شود که عدم کارایی‌هایی بوجود آید.

اگر شرکت‌ها ریسک‌ها و سوبسیدها را بشناسند، خواهند توانست هزینه سرمایه را به حداقل رسانده و ارزش آن را به حداکثر برسانند و از ساختار نامطلوب ترازنامه جلوگیری کنند. در برخی از شرکت‌ها نسبت دارایی‌های جاری به

در ژاپن به دلیل فرهنگ مالی خاص آن، شرایط متفاوت است. بانک‌های ژاپن ۶۰٪ منابع مالی را در اختیار شرکت‌های می‌گذارند و هیأت مدیره بانک‌ها جزو هیأت مدیره شرکت‌ها نیز می‌باشند. اما اشکال آن این است که در صورت بحران، بانک‌ها با خطر ورشکستگی و عدم بازپرداخت مواجه می‌شوند.

در ایران، منابع مالی داخلی شرکت‌ها - چه دولتی و چه خصوصی - برای توسعه، بدلیل پایین بودن سودآوری و وجود زیان‌های انباشته بسیار اندک است. این امر ممکن است بدلیل پایین بودن بهره‌وری شرکت‌ها نباشد بلکه سیاست‌های دولت، بر قیمت‌ها و تعرفه‌ها اثر گذاشته و با افزایشی بودن هزینه‌ها بدلیل تورم و قیمت مواد اولیه و قوانین مالیاتی، برای تأمین مالی آتی شرکت‌ها چیزی باقی نمی‌ماند تا رشد شرکت‌مد نظر قرار گیرد. از طرف دیگر سهامداران شرکت‌های ایرانی خصوصاً شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به محض سودآور شدن، انتظار تقسیم سود را دارند. در حالی که تقسیم سود، منابع داخلی را برای تأمین مالی آتی کاهش می‌دهد و در نتیجه، رشد شرکت‌ها محدود می‌شود.

نسبت بهینه

در تأمین مالی این سؤال پیش می‌آید که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام چقدر باید باشد. این نسبت دارای طیف گسترده‌ای می‌باشد، در شرایطی که اصلاً بدهی وجود نداشته باشد برابر صفر است. در اغلب شرکت‌های برق دنیا که دارای بدهی‌های زیادی هستند، این نسبت بالاست. البته با توجه به آنکه در این شرکت‌ها تعرفه‌ها غالباً کنترل شده اما ضمانت شده برای سودآوری آنهاست و با توجه به آنکه دولت بازپرداخت بدهی‌ها را ضمانت می‌کند، بالابودن نسبت مذکور مشکلاتی برای شرکت‌های برق

(از دیدگاه تأمین کنندگان مالی) بدنبال ندارد. در برخی از شرکت‌ها مانند شرکت‌های هواپیمایی نسبت بدهی به

حقوق صاحبان سهام بدلیل تجهیزات (۱۷) زیاد آنها بالاست. اما چون دولت تعرفه‌های آنها را ضمانت نمی‌کند، احتمال ورشکستگی آنها بیشتر است. در تأمین مالی، نسبت بهینه‌ای وجود دارد که به صورت موردی هر شرکت با توجه به آن نسبت، آینده‌نگری و ریسک‌های خود را تنظیم می‌کند. مسئله‌ای که افزایش بدهی بدنبال دارد استفاده از اهرم مالی است؛ اهرم بالا مشکل آفرین است چون با ریسک بیشتری همراه است.

منبع و ابزار

با توجه به سمت چپ ترانزنامه، به ابزاری که برای تأمین مالی وجود دارد اشاره می‌کنیم. اولین منبع مالی برای سرمایه در گردش که موجودی‌های کوتاه‌مدت جزو آن است اعتبار تجاری (۱۸) است بدین معنی که جنس در زمان حال تحویل گرفته شده اما وجه آن در آینده پرداخت می‌شود. بعلاوه، می‌توان از منابع بانکی تأمین مالی نمود. اگر ریسک پایین باشد

هستند. مؤسسات درجه بند به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند تا چشم‌انداز انجام تعهدات (بازپرداخت مبالغی که قول داده شده است) را محک زده و ارزیابی کنند. شایان ذکر است که موضوع درجه‌بندی صرفاً پاسخ به این سؤال است که « چقدر احتمال دارد که پرداخت تعهد شده تاخیر داشته باشد و یا هیچگاه انجام نشود؟ » به عبارت دیگر، توجه درجه‌بند به ریسک عدم بازپرداخت یا ورشکستگی است. در کشور مالزی در حدود ۱۵ سال پیش دومؤسسه درجه بند تاسیس شدند. کشور پاکستان نیز سه سال پیش مؤسسه درجه بند را با همکاری مشترک یک

شرکت انگلیسی و بانک جهانی ایجاد کرد. (اخیراً یک مؤسسه درجه بند خارجی، خدمات درجه‌بندی را برای دولت ایران انجام داده است).

نظام قراردادی

از دیگر منابع تأمین مالی نظام قراردادی است. نظام قراردادی یعنی منابع از طریق قراردادهایی که شرکت‌ها منعقد نموده‌اند جمع آوری شده و در اختیار استفاده‌کنندگان قرار داده می‌شود. این نظام دارای دو زیر مجموعه شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی می‌باشد. در کشورهای پیشرفته صندوق‌های بازنشستگی یکی از بزرگترین منابع مالی می‌باشند.

اطمینان (۱۴)

مبحثی به نام اطمینان در مدیریت مالی مطرح است. منطق اطمینان این است که در هر شرکتی سعی می‌شود

سمت چپ و راست ترانزنامه از لحاظ زمانی برابر باشند. دارایی جاری در مقابل بدهی جاری و دارایی بلندمدت در مقابل بدهی بلندمدت قرار می‌گیرد.

در یک صورت « اطمینان کامل » همیشه دارایی‌های بلندمدت با بدهی‌های بلندمدت و سرمایه تأمین مالی می‌شوند زیرا اگر دارایی‌های بلندمدت با بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین مالی شوند باید مجدداً تأمین مالی انجام گیرد که در صورتی که مثلاً اگر بانک مرکزی سیاست انقباضی را در پیش گیرد یا نرخ بهره تغییر کند، با ریسک بالایی همراه است.

منابع داخلی (۱۵) و منابع خارجی (۱۶)

اولین منبع تأمین مالی هر شرکت، منابع مالی داخلی آن شرکت است. در آمریکا ۷۵٪ نیازهای مالی شرکت‌ها از منابع داخلی آنها (سود و استهلاک)، ۱۳٪ از بازارهای مالی

(اوراق بهادار مانند سهام، اوراق قرضه و ...) و ۱۲٪ از مؤسسات مالی (نهادهای پایه - بانکی) تأمین می‌شوند. در انگلستان ۷۵٪ نیازهای مالی شرکت‌ها از منابع مالی داخلی، ۸٪ از بازارهای مالی و ۱۷٪ از مؤسسات مالی تأمین می‌شوند.

« پل مالی (۲۲) » بزند . در این حالت از اوراق تجاری کوتاه مدت با نرخ بهره پایین تر، استفاده می کنند و بعد از بازپرداخت آن، تأمین مالی بلندمدت را انجام می دهند. گاهی نیز در بازارهای مالی برای ادغام (۲۳) (خرید شرکت دیگر) از اوراق تجاری استفاده می کنند.

منابع مالی بلندمدت

منابع مالی بلندمدت شامل سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه با وثیقه و بدون وثیقه و اوراق قابل تبدیل می باشند. در کشورهای خارجی برای تأمین مالی بلندمدت می توان از بازار رهنی (۲۴) استفاده کرد که از بزرگترین بازارهای مالی است؛ یا به سراغ سرمایه گذاران پرمخاطره (۲۵) رفت که اکثر آدر طرح های جدید سرمایه گذاری می کنند؛ و یا از نهادهای بین المللی مانند بانک جهانی و بانک توسعه اسلامی تأمین مالی نمود.

امروزه در بازارهای پیشرفته و در حال توسعه شکوفای، منابع و ابزارها بسیار متنوع تر شده اند و مدیریت مالی بسیار پیچیده تر - ولی کارآتر - گشته است.*

از وام با نرخ بهره پایین استفاده می شود. وام های بانکی می توانند به صورت با وثیقه ، بدون وثیقه، با ضمانت، بدون ضمانت و یا به صورت خط اعتباری (۱۹) باشند.

در کشورهای خارجی مؤسساتی بوجود آمده اند که مطالبات شرکت ها را با تنزیل (۲۰) خریداری کرده و خودمسئولیت جمع آوری مطالبات را بعهده می گیرند. در کشورمان نیز ایجاد چنین شرکت هایی با توجه به مطالبات بالای برخی شرکت ها ضروری به نظر می رسد.

اوراق تجاری (۲۱)

اوراق تجاری کوتاه مدتی هستند (بین ۳۰ تا ۹۰ روز) که در موارد مختلف می توان از آنها استفاده نمود:

- ۱- تأمین مالی سرمایه در گردش از جمله موجودی ها و سایر منابع
- ۲- خرید تجهیزات بلندمدت فقط در شرکت های معتبر؛ در شرایطی که نرخ بهره بلندمدت بالا باشد، شرکت های معتبر ترجیح می دهند بصورت کوتاه مدت تأمین مالی کنند و

۱- این مقاله در یازدهمین همایش معاونان و مدیران مالی صنعت برق در برق منطقه ای مازندران ارائه گردید.

آسر دبیر ماهنامه « اقتصاد ایران »

۳ (Decision Sciences

۴ (Cost of Capital

۵- ارزش اوراق ابدی (Perpetual Bonds) برابر است با: هزینه سرمایه جریان نقدینگی

۶ (Diversification

۷ (Free Rider

۸ (Adverse Selection

۹ (Moral Hazard

۱۰ (Verification Problem

۱۱ (Commercial Banks

۱۲ (Investment Banks

۱۳ (Rating Agencies

۱۴ (Hedge

۱۵ (Internal Funds

۱۶ (External Funds

۱۷ (Equipment

۱۸ (Trade Credit

۱۹ (Line of Credit

۲۰ (Discount

۲۱ (Commercial Paper

۲۲ (Bridge Finance

۲۳ (Merge

۲۴ (Mortgage Market

۲۵ (Venture Capitalist

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی