

نگاهی به سیاست‌های مالی و اجرای آنها در شرکتهای بخش دولتی - ۲

جنبه‌های مالی و اقتصادی در سیاست‌گذاری‌های دولتی

نشریه «شرکتهای بخش دولتی» ژوئن ۱۹۹۰ ترجمه: داود حقیقی

در قسمت اول این مقاله که در شماره ۴ تدبیر به چاپ رسید ضمن تشریح وجوه تمایز بین سیاست‌های ناظر بر اداره شرکتهای بخش دولتی بر اهمیت تدوین سیاست‌ها و اصول روشن و مشخص در زمینه نحوه اداره امور اینگونه شرکتهای تأکید شد در قسمت اول همچنین زمینه‌های گوناگون قانونی، اجتماعی سیاسی و اقتصادی که در ایجاد و شکل‌گیری این بخش مهم از اقتصاد کشورها نقش دارند، مورد توجه قرار گرفت. در ادامه بحث و در قسمت دوم جنبه‌های دیگری از عوامل مؤثر بر فرایند سیاست‌گذاری دولتی از بعد مالی و اقتصادی تشریح خواهد شد.

هر چند وجود شرایط ویژه در مورد شرکتهای مورد بحث، مجموعه‌ای از پرسش‌های تشکیلاتی و مدیریتی را در برابر ما قرار می‌دهد، معیناً در این مقاله تنها به اثرگذاری آنها بر سیاست‌ها و عملکرد مالی شرکتهای مزبور به طور اخص پرداخته شده است. بی‌آمدهای عمده این شرایط ویژه مختصراً عبارتند از:

- بعد شرکتهای بودن: از این ویژگی اینگونه استنباط می‌شود که نه تنها سودآوری تجاری در این شرکتهای وجود دارد بلکه بازدهی سرمایه‌گذاریها و نیز بازگشت سرمایه مورد انتظار می‌باشد.

- بعد عمومی و دولتی بودن: این مفهوم یادآوری کننده این واقعیت است که سودآوری تجاری تنها انگیزه موجود در انجام سرمایه‌گذاری نبوده و آنچه مورد نظر است مفهوم و نظریه وسیع‌تری بنام سوددهی اجتماعی می‌باشد.

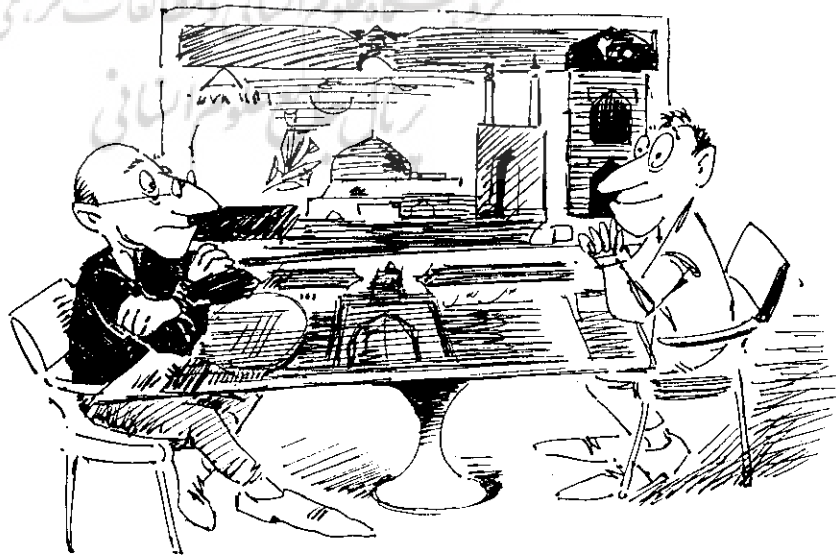
- اختلالات دو ویژگی شرکتهای سود و عمومی بودن در یک سازمان اقتضا می‌کند که سیاست‌های بنگاه که مشخص کننده حد تعادل بین ملاحظات سودآوری و ملاحظات اجتماعی می‌باشد، به روشنی تبیین شده و چگونگی جایگزین شدن هر یک از این دو عامل در مقابل دیگری نیز مشخص شود.

- طرح و تدوین سیاست‌های مالی کاملاً یکنواخت برای کلیه شرکتهای بخش دولتی عملی واقع بینانه به نظر نمی‌رسد. با توجه به ماهیت خاص هر یک از این شرکتهای و به ویژه زمینه ایجاد یا شکل‌گیری آنها باید سیاست‌های مالی تعدیل و اصلاح شوند. ناسازگاری و تباینی که در بین سیاست‌های مالی در کشورهای در حال توسعه خودنمایی می‌کند را می‌توان با پدیده فوق یعنی ضرورت اصلاح و تعدیل اینگونه سیاست‌ها توجیه کرد.

- با توجه به اینکه سودآوری تجاری تنها معیار برای شرکتهای دولتی محسوب نمی‌شود از اینرو مسئولیت تأمین مالی اینگونه شرکتهای به میزان وسیعی به دوش منابع دولت بوده و بهره‌گیری از سپرده‌های خصوصی و یا بازار آزاد سرمایه در این جهت بعید و غیرمحمول به نظر می‌رسد.

- توجهی مشابه آنچه در بند قبل تشریح شد منابع سرمایه‌های وامی را نیز دربر می‌گیرد. بنابراین احتمالاً اینگونه وامها از محل منابع دولت و یا موسسات مالی دولتی تأمین می‌شوند. در صورت تأمین وام از محل منابع خصوصی و یا خارج، تضمین آنها توسط دولت ضروری بوده و در حقیقت وام به دولت محسوب می‌شود تا به شرکت.

- در ارتباط با ایفای ماموریت‌های عمومی



79 Elvin

توسط شرکت دولتی مداخله دولت در اقتصاد موجب سرمایه‌گذاری در تاسیسات عمومی و زیربنایی، بخش «سنگین» اقتصاد و بطور کلی در زمینه‌هایی که از نظر سرمایه‌گذاران خصوصی فاقد جذابیت می‌باشند، خواهد شد.

- در همین ارتباط، احتمال فراوان وجود دارد که سرمایه‌گذاری‌های این شرکتها در زمینه‌های دیربازده و با سودآوری کم صورت پذیرد.

- سیاست‌های قیمت‌گذاری محصولات این شرکتها ممکن است بر مبنای مطلق بازار نبوده و احتمالاً باتوجه به اهداف عمومی مورد نظر تعیین شوند.

- ماهیت و زمینه‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های قیمت‌گذاری محصولات به احتمال زیاد بر سودآوری مالی شرکت‌های دولتی اثر منفی باقی می‌گذارد.

و در نهایت اینکه، باتوجه به مجموعه شرایط محیطی، ارزیابی عملکرد شرکت‌های دولتی نمی‌تواند به بازده مالی محدود شده، بلکه مستلزم منظور کردن ابعاد دیگری از سودآوری و منافع اجتماعی نیز می‌باشد.

منابع مالی و ساختار سرمایه

رشد شرکت‌های دولتی سرمایه‌گذاری‌های فراوانی را در بخش صنایع به بار آورده است^(۱).

فزون‌یافتن نسبت سرمایه‌گذاری‌ها در بخش عمومی در مقایسه با بخش خصوصی ناشی از جهت‌گیری‌های سیاست‌های ملی و شاید مبتنی بر ملاحظات ایدئولوژیک باشد. ولی در اغلب موارد عملاً به دلیل عدم وجود کارآفرینی در بخش خصوصی کشورهای در حال توسعه، در دسترس نبودن پس‌اندازهای خصوصی جهت سرمایه‌گذاری، به همراه فقدان یک بورس سهام سازمان یافته، شاهد این رویداد می‌باشیم. در تعقیب سیاست‌های توسعه‌یابی، کشورهای جنوب (توسعه نیافته) چنین متقاعد شده‌اند که تنگنای واقعی در زمینه توسعه، کمبود سرمایه بوده و تنها در صورتی که تامین آن از منابع داخلی و یا به صورت وام یا کمک خارجی امکان‌پذیر شود، مشکل توسعه مرتفع خواهد شد. ما در این مقاله قصد نداریم که از بحث اصلی منحرف شده و به این سؤال بپردازیم که آیا فراهم بودن نامحدود سرمایه موجبات گشوده شدن راه رشد و فقرزدایی کامل را فراهم می‌آورد یا خیر؟ دلایلی در تأیید این باور وجود دارد و همچنین عوامل فراوان دیگری در این ارتباط مطرح است. عواملی که به قابلیت‌های انسانی، آداب و سنن اجتماعی و همچنین جهت‌گیری سیاست‌های عمومی مرتبط است نیز دارای نقشی معادل عامل سرمایه و به اهمیت آن می‌باشند. به هر صورت اگر فرض کنیم که سرمایه و نقل و انتقالات آن نقش محوری دارد، در آن صورت این انتظار وجود خواهد داشت که بکارگیری سرمایه در مناطقی که با کمبود آن روبرو است، با درجه بالایی از دوران‌دیشی و منطقی اقتصادی صورت پذیرد. از

این جهت طراحی چهارچوب نظری و همچنین تدوین سیاست‌های عمومی که چنین سرمایه‌گذاری‌های ثمربخشی

را بیار آورد، الزام‌آور خواهد بود. از آنجائی که بخش قابل ملاحظه‌ای از این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها در بخش عمومی صورت می‌پذیرد، همواره این سؤال مهم وجود دارد که وجوه این سرمایه‌گذاری‌ها از کجا تامین می‌شود و منابع تامین پولی آنها چیست؟

قبل از کنکاش در مورد این سؤال، نظری کوتاه به سناریوی مربوط به سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی مناسب بنظر می‌رسد. البته اینکه روش‌های تامین مالی برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به لحاظ شرایط محیطی و مقررات حاکم در کشورهای گوناگون متفاوت می‌باشد، یک حقیقت است. همچنین این نکته هم صحیح است که نحوه عمل بخش خصوصی نیز با توجه به ماهیت صنایع بخش خصوصی، مقیاس و محل استقرار آن‌ها و شرایط بازاریابی، ممکن

در صورت بروز زیان در شرکت‌های دولتی عموماً زیانها از محل منابع عمومی و بودجه دولت جبران می‌شود.
ابهام هنگامی بروز می‌کنند که شرکت‌های دولتی از موسسات اعتبار دهنده داخلی نظیر بانک‌های توسعه صنعتی، وام‌های بلند مدت دریافت می‌کنند.

است در هر کشور متفاوت باشد. برای نمونه می‌توان نسبت به کارگیری اهرم مالی را در شرکت‌های بازرگانی آمریکائی در مقایسه با شرکت‌های ژاپنی ملاحظه کرد. در حالی که متوسط نسبت بدهی به ارزش ویژه در ایالات متحده آمریکا ۱/۱ است در ژاپن شرکت‌ها دارای نسبت اهرمی بسیار بالا، یعنی ۱/۴ است.

با فرض وجود متغیرهای بالا، راهبرد مربوط به تامین مالی در سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی را به شرحی که خواهد آمد می‌توان تشخیص داد. این فرایند از این قرار است: فرد یا گروهی از افراد در نقش و ظرفیت کارآفرینی گروه موسس را تشکیل می‌دهند. این افراد آمادگی آن را دارند که منابع شخصی خود را در یک فعالیت

توام با مخاطره سرمایه‌گذاری نمایند، با این انتظار که سرمایه‌گذاری مورد نظر بازده مشخصی را برای آنها در برخواهد داشت. بنابراین واضح است که خطوط فکری آنها به سمت انتخاب فعالیت‌هایی که پیش‌بینی می‌شود، دارای سودآوری تجاری است، معطوف می‌گردد. در

صورتیکه حیطه فعالیت‌ها نسبتاً کوچک باشد، آنها قادر خواهند بود با دریافت مقادیری سرمایه وامی یک شرکت خصوصی ایجاد کنند. از سوی دیگر، هرگاه فعالیت مورد نظر در مقیاس بزرگ مورد نظر باشد، در آن صورت سرمایه موسسان احتمالاً کافی نخواهد بود. در نتیجه ممکن است موسسان با عرضه سهام به عامه مردم راه ایجاد یک شرکت عام را در پیش گیرند. با هدف جذب سهامداران احتمالی، موسسان به نشر یک آگهی (حاوی اطلاعاتی در مورد ماهیت فعالیت شرکت و امکان‌پذیری آن از ابعاد فنی، بازاریابی و مالی) اقدام خواهند کرد. بیشترین نیرو در آگهی مورد اشاره صرف این مطلب می‌شود که بازار به سودآور بودن فعالیت شرکت و سرمایه‌گذاری در آن متقاعد شود. از آنجائی که در مورد چگونگی پاسخ بازار نسبت به موضوع فوق تا حدودی عدم یقین وجود دارد، لذا روش معمول آن است که سهام شرکت‌های فوق‌الذکر به متعهدان خرید سهام سپرده شود. این متعهدان که معمولاً بانکها یا سایر انواع موسسات مالی می‌باشند، تضمین می‌نمایند که سهام خریداری شده توسط مردم را با یک

تخفیف مشخص و یا در نظر گرفتن هزینه مشخص برای ایفای این تعهد خود کمک نمایند.

سرمایه فراهم شده از این طریق، سهام سرمایه شرکت را تشکیل می‌دهد و سهامداران، صاحب و مالک شرکت می‌باشند. وجوه سرمایه‌گذاری شده توسط آنها به «سرمایه‌داری مخاطره» موسوم است، زیرا هیچگونه تضمین قانونی برای دریافت بازده معین روی آن وجود ندارد. سود سهام آتی و بهای نهائی این سهام که در بورس سهام مورد معامله قرار می‌گیرد، بستگی به چگونگی فعالیت شرکت خواهد داشت. در صورت بروز ورشکستگی، سهامداران آمادگی دارند که سرمایه خود را از دست بدهند، ولی به هر حال تعهدات آنها به میزان سرمایه محدود خواهد بود. سرمایه به مخاطره گذاشته شده فوق که در واقع یکی از عناصر تشکیل دهنده «حقوق صاحبان سهام عادی» می‌باشد، به علل گوناگون تکافوی نیازهای مالی یک شرکت را نمی‌کند، در نتیجه شرکت در صدد اخذ وام بلندمدت - جهت تامین نیازهایش - خواهد بود. وام مورد نظر از منابع داخلی مانند بانکهای توسعه صنعتی و یا موسسات مالی مشابه و یا از طریق صدور اوراق قرضه قابل دریافت می‌باشد. از سوی دیگر وام مورد نظر را می‌توان از طریق موسسات مالی بین‌المللی نظیر بانک جهانی، بانکهای توسعه منطقه‌ای و یا بازار آزاد سرمایه تامین کرد. از انگیزه‌های مهمی که برای اخذ وام وجود دارد، علاوه

بر هدف تامین منابع کافی سرمایه‌ای، موارد زیر را می‌توان ذکر کرد:

- هزینه‌های مالی (بهره یا سود پرداختی) برای وام‌های دریافت شده عموماً هزینه‌های قابل قبول در محاسبه سود مشمول مالیات بوده و لذا در مقایسه با هزینه‌های تامین سرمایه از طریق



صدور سهام، اخذ وام از این نظر ارزان تر به نظر می‌رسد.

- تفاوت بین بازده حاصله بر کل سرمایه به کار گرفته شده در شرکت و بهره‌های پرداختی، مزایع متعلق به صاحبان سهام بوده ولذا از این طریق بازده سرمایه‌گذاری آنها بهبود می‌یابد. (این پدیده به اهرم مالی موسوم است)

- صاحبان سهام شرکت علیرغم تامین بخش محدودی از منابع مالی شرکت، در عمل نسبت به مبالغ متناسبی از دارایی‌ها که در شرکت بکار گرفته شده، اعمال کنترل می‌نمایند.

برخلاف سرمایه‌سهمداران که در معرض مخاطره بوده و بازده متعلق به آن نیز تابع سودآوری کلی شرکت می‌باشد، سرمایه‌وامی شرکت در مقایسه با آن بدون مخاطره تلقی شده و اعطاء کنندگان آن بدون در نظر گرفتن چگونگی فعالیت و عملکرد شرکت محقق به دریافت میزان توافق شده‌ای سود می‌باشند. (در نظام‌های بانکی غیر بومی این موضوع قابل تعمق می‌باشد - مترجم)

البته در نرخ بهره، عامل مخاطره نیز با توجه به شرایط و توانایی شرکت وام گیرنده منظور شده است. معهداً معمولاً رهنه گرفتن اموال شرکت به عنوان تضمین مورد نظر

وام‌دهندگان، مورد استفاده قرار می‌گیرد، هر چند که این تضمین نیز خود دارای مخاطراتی می‌باشد.

متعاقب تأمین سرمایه مورد نیاز، فعالیت شرکت با خرید دارایی‌ها، نصب تجهیزات، تدارک مواد و ملزومات و پرداخت به کارکنان آغاز می‌گردد. فرآیند گردش نقدینگی با بازاریابی و فروش محصولات ادامه می‌یابد. در عمل تداوم فعالیت‌ها مستلزم در اختیار داشتن «سرمایه در گردش» (Working Capital) می‌باشد که این نیز از طریق بانک‌های تجاری بر اساس سود توافق شده، قابل تأمین خواهد بود. منابع گوناگون تأمین

سرمایه نباید بر فعالیت‌های تولیدی، فروش و سودآوری کلی فعالیت اثری داشته باشد، بلکه ترکیب منابع سرمایه‌ای تنها نشان دهنده چگونگی و ترکیب حقوق هر یک از گروه‌های تأمین کننده منابع می‌باشد. در این زمینه «میلر» و «مودیگلیانی»^(۲) نظریه بی‌اثر بودن ترکیب وام و سرمایه (نسبت وام به حقوق سهامداران) در سودآوری شرکت را مطرح کرده و اعتقاد دارند، معیار سودآوری یک شرکت، بازده حاصل، نسبت به جمع سرمایه بکار گرفته شده می‌باشد.

نکته آخری که در زمینه سرمایه‌گذاری بخش خصوصی بایستی مورد بحث قرار گیرد مقوله «هزینه فرصت‌های از دست‌رفته» (Opportunity Cost) برای سرمایه می‌باشد. این مقوله به عنوان یک مفهوم کاملاً شناخته شده، نشان دهنده فرآیند تفکر سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان می‌باشد هر چند که بطور دقیق نمی‌توان آن را اندازه‌گیری کرد. «هزینه فرصت‌های از دست رفته» برای صاحبان سهام عادی را می‌توان در

بهترین حالت به متوسط بازدهی سرمایه در صنایع موجود در یک کشور - پس از تعدیل آنها با توجه به میزان مخاطره‌آمیز بودن فعالیتشان - مرتبط دانست، به نحوی که متناسب با افزایش میزان ریسک، سود مورد انتظار نیز افزایش یابد. در مقابل، «هزینه فرصت‌های از دست‌رفته» برای سرمایه‌وامی از طریق ارتباط دادن آن با حداقل نرخ جاری بهره وام‌های اعطائی که غالباً تحت تأثیر سیاست‌های دولت و بانک مرکزی تغییر می‌یابد، قابل برآورد می‌باشد. دستیابی به یک ترکیب معقول و خردمندانه از وام و حقوق صاحبان سهام با در نظر داشتن مسائلی چون بازده مستنظره سرمایه‌گذاران، آثار مالیات و همچنین «هزینه فرصت‌های از دست رفته» سرمایه یک فرآیند پیچیده تخصصی مالی بوده و تحت تأثیر شرایط حاکم بر بازار سرمایه دستخوش تغییرات می‌گردد. مرور سناریوی مربوط به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و تشریح اصول اولیه مدیریت مالی

ممکن است در این مقاله بی‌دلیل به نظر برسد، لیکن به منظور فراهم کردن شرایط لازم جهت بررسی فرآیند فکری سرمایه‌گذاری در بخش دولتی، این تشریح به صورت یک یادآوری و عمدتاً با هدف مشخص کردن تفاوت‌های اساسی بین دو بخش مورد بحث صورت پذیرفت. همواره این خطر وجود دارد که سیاست‌ها و روش‌های مالی مربوط به بخش‌های بخش خصوصی به صورتی مکانیکی و بدون درک واقعی از منطق و انگیزه‌هایی که در پس این سیاست‌ها نهفته است، در مورد شرکت‌های دولتی بکار گرفته شود. نتیجه این عمل ایجاد یک وضعیت تصنعی خواهد بود که در آن شرکت‌های دولتی به هیأت شرکت‌های خصوصی آرایش شده‌اند، بدون اینکه از مفهوم، محتوا و جهت‌گیری‌های آنها اثری مشاهده شود. در اینجا است که بازبینی و بررسی دوباره مرتبط بودن مقوله‌هایی چون کار آفرینی (Entrepreneurial ship) تأسیس شرکت، حقوق صاحبان سهام (یا

سرمایه در مخاطره)، سرمایه وامی، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و «هرینه فرصت‌های از دست رفته سرمایه» ضرورت می‌یابد.

دولت در نقش یک مؤسس

جوهر اصلی در شرایط مربوط به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی وجود یک فرآیند کارآفرینی و کوششهای یک مؤسسه و بانی می‌باشد. دیگر اینکه توجه «مؤسس» معمولاً بر این نکته قرار دارد که به‌حوزه‌های از فعالیتهای اقتصادی که در آن بازده مناسبی برای سرمایه وی انتظار می‌رود قدم گذارد.

در زمان تاسیس یک شرکت دولتی، یقیناً دولت را می‌توان به‌عنوان یک «مؤسس» تلقی کرد. این موضوع به‌ویژه در شرایطی که یک شرکت دولتی جدید

از طریق فرآیند کارآفرینی دولت ایجاد می‌گردد، صدق می‌کند. در این موارد معمولاً مقدم بر سرمایه‌گذاری، گزارش مربوط به توجیه پذیری فنی و اقتصادی (شامل بررسی امکان‌پذیری پروژه از جنبه‌های فنی، بازاریابی و مالی) تهیه می‌شود. البته این حقیقت دارد که به‌دلیل مداخله دولت در تاسیس و راه‌اندازی گسترده وسیعی از پروژه‌های مربوط به توسعه، معیارهای گزینش سرمایه‌گذاری‌ها تنها به‌سودآوری مالی محدود نمی‌شود. در سالهای اخیر سیستم‌های پیچیده تجزیه و تحلیل هزینه و منافع اجتماعی به‌منظور در اختیار قرار دادن معیارهای سنجش برای مفهوم کیفی سودآوری اجتماعی ابداع شده است. به‌مهر صورت در شرایط فعلی تنها در موارد معدود می‌توان شاهد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دولتی به‌نحوی بود که ملاحظات مالی در آنها مورد توجه نبوده است، حتی عدم محاسبه بازده سرمایه‌گذاری‌ها نیز به‌ندرت اتفاق می‌افتد. در اغلب موارد آنچه به‌صورت گسترده رخ می‌دهد این است که اگر در مراحل بعدی فعالیت، شرکت از نظر مالی قادر به فعالیت مطلوب نباشد، «ایفای مسئولیتهای اجتماعی» به‌عنوان یک دلیل برای توجیه سرمایه‌گذاری مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرد.

به‌کارگیری معیارهای چندگانه برای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها منجر به‌بیروزی یکی از حالات چهارگانه زیر خواهد شد:

اول- سرمایه‌گذاری از نقطه نظر سودآوری مالی و اجتماعی توجیه‌پذیر می‌باشد.

دوم- سرمایه‌گذاری از نظر هردو معیار غیرقابل توجیه است.

سوم- سرمایه‌گذاری از نظر منافع اجتماعی توجیه‌پذیر بوده، لیکن از نظر سودآوری مالی مردود می‌باشد.

چهارم- سرمایه‌گذاری از نظر سودآوری مالی قابل پذیرش است، لیکن از نظر ملاحظات اجتماعی مردود می‌باشد.

به این ترتیب انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها، بسیار

پیچیده‌تر از بخش خصوصی می‌باشد. هرگاه شرایط اول فراهم باشد، در آن صورت سرمایه‌گذاری یقیناً انجام خواهد شد. درحالیکه شرایط دوم انجام سرمایه‌گذاری را غیرقابل توجیه می‌سازد.

پیچیدگی واقعی تصمیم‌گیری در حالت‌های سوم و چهارم بروز می‌کند در صورتیکه سرمایه‌گذاری واقعاً دارای منافع اجتماعی باشد، بخش دولت ممکن است کماکان به انجام آن اقدام نماید، هرچند که نتایج عملکرد آن زیان‌بار به نظر برسد. تا وقتی که اتخاذ این تصمیم، نتیجه یک فرآیند آگاهانه بوده و مسئولان امر تأمین زیانهای آنی را از محل منابع عمومی و یا کمک هزینه‌های مناسب دیگر تقبل نمایند، این شیوه انتخاب سرمایه‌گذاری غیرمنطقی نخواهد بود.

از سوی دیگر، هرگاه سودآوری پروژه محرز شده باشد، آنگاه این سؤال مطرح خواهد بود که آیا پروژه مورد نظر از نظر منافع اجتماعی بی‌اثر بوده یا اینکه در تضاد با آن می‌باشد؟ بدیهی است

دولت در نقش یک سرمایه‌گذار

قبلاً توضیح داده شد که سرمایه‌گذار خصوصی بخشی از منابع مورد نیاز را از دارائی‌های شخصی خود تأمین کرده و به منظور استفاده از سرمایه شرکای احتمالی، اقدام به عرضه عمومی سهام خواهد کرد. درحالیکه دولت در سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دولتی ممکن است به یکی از دلایل زیر تمایلی به گسترش سرمایه‌شرکت نداشته باشد:

- علاقمند است کنترل صد درصد را برای خود حفظ کند.

- نیازی به منابع مالی دیگران ندارد.

- علاقمند به عرضه سهام به عموم می‌باشد، لیکن به دلیل عدم جذابیت، سرمایه‌گذاری برای عموم امکان پذیر نمی‌شود.

حالت اول بیان‌کننده یک تصمیم استراتژیک است، درحالیکه وضعیت دوم در غالب کشورهای در حال توسعه به وفور ملاحظه می‌شود. زیرا بخش عمده سرمایه‌گذاری و پس‌انداز در بخش

ارزایی عملکرد شرکت‌های دولتی نمی‌تواند به بازده مالی محدود شود بلکه مستلزم منظور کردن ابعاد دیگری از سودآوری و منافع اجتماعی می‌باشد.
در زمان تاسیس یک شرکت دولتی یقیناً دولت را می‌توان به‌عنوان یک «مؤسس» تلقی کرد. این موضوع به‌ویژه در شرایطی که یک شرکت دولتی جدید از طریق فرآیند کارآفرینی دولت ایجاد می‌شود، صدق می‌کند.

دولت و از طریق منابع عمومی محقق می‌شود. پس‌انداز بخش خصوصی اندک و تشکیل سرمایه در بازار خصوصی سرمایه ناچیز است. این عامل دقیقاً یکی از دلایل سرعت گرفتن رشد و گسترش بخش عمومی می‌باشد.

آخرین نکته قابل ملاحظه به ماهیت سرمایه‌گذاری‌های بخش مزبور برمی‌گردد. از آنجائی که ملاحظات مربوط به سودآوری مالی محرز نیست، بنابراین جذب سرمایه‌های خصوصی که صرفاً در انتظار سودآوری می‌باشد، غیرمحتمل می‌شود. ظرف سالیان اخیر به صورت قابل ملاحظه‌ای شاهد روند جذب سرمایه‌های خصوصی در شرکت‌های دولتی بوده‌ایم. برای نمونه مشارکت کارکنان در سهام شرکت‌ها با انگیزه حضور یافتن آنها در مدیریت و ایجاد علاقه به امید بهبود روند تولید و سودآوری را می‌توان ذکر کرد. مورد روشن‌تر در این زمینه تشکیل شرکت‌های مشترک است که صدها نمونه از آن در سالهای اخیر بین شرکت‌های دولتی و خصوصی اعم از داخلی یا خارجی صورت پذیرفته است.

درحالیکه یکی از انگیزه‌های این امر جذب سرمایه بیشتر می‌باشد، قصد اصلی از اینگونه اشتراک مساعی‌ها را باید دستیابی به تکنولوژی و

که در حالت اول ممکن است سودآوری و ایجاد ثروت

به عنوان یک نتیجه مثبت اجتماعی تلقی شده و سرمایه‌گذاری پذیرفته شود، درحالیکه در مورد حالت دوم، توقف سرمایه‌گذاری کاملاً محتمل می‌باشد.

از نقطه نظر تئوری، روش مورد استفاده برای انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها، در شرکت‌های دولتی روشی منطقی به نظر می‌رسد. ولی درصحنه عمل، اینکه در کشورهای در حال توسعه تجزیه و تحلیل مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها به آن حد از درستی صورت پذیرد، مورد تردید است. ملاحظات مربوط به منافع کوتاه مدت سیاسی، فشارها و کشش‌های داخلی ممکن است در این مورد نقشی ایفا کند. مضافاً اینکه اصولاً وجود توانایی و قابلیت لازم برای انجام تجزیه و تحلیل‌های پیچیده مربوط به منافع و هزینه‌های اجتماعی در کشورهای در حال توسعه قابل تعقیب می‌باشد. بدتر اینکه ممکن است در مرحله تصمیم‌گیری در مورد یک سرمایه‌گذاری معیارهای سودآور اجتماعی هم مورد نظر باشد، لیکن در زمان ارزیابی عملکرد آن، سودآوری مالی و ارزیابی آن مورد توجه بیشتر قرار گیرد.

بازارهای خارجی دانست.

بدیهی است که در اینگونه شرکتها فرایند تصمیم‌گیری و شیوه تفکر نمی‌تواند تفاوت عمده‌ای با بخش خصوصی داشته باشد. نکته جالب توجه این است که حتی در مواردی که شرکت در دو کشور مختلف هستند، بویژه نزد کشور میهمان، ملاحظات مربوط به سودآوری کاملاً مشهود است.

مفهوم سرمایه در مخاطره

در یک شرکت خصوصی حقوق صاحبان سهام، بخش سرمایه مخاطره‌ای (Risk or Venture Capital) را تشکیل می‌دهد. در حالی که سرمایه وامی، سرمایه بدون مخاطره (Risk-Free) تلقی می‌شود.

ریسک بازرگانی که توسط سهامداران پذیرفته می‌شود مبتنی بر پیش‌فرض‌هایی است که در صورت اشتباه بودن آنها شرکت دچار زیان‌دهی شده، قیمت سهام آنها تنزل یافته و پرداخت سود هم امکان‌پذیر نخواهد بود. حتی ممکن است شرکت به مرحله ورشکستگی نیز برسد. همین مفهوم مخاطرات بازرگانی است که به اعتقادی سود بالاتر برای صاحبان سهام نسبت به وام‌دهندگان را توجیه‌پذیر می‌سازد. از آنجائیکه در صورت بروز زیان در شرکت‌های دولتی، عموماً زیانها از محل منابع عمومی و بودجه دولت جبران

شده و معمولاً شرایط بروز ورشکستگی برای این گونه شرکتها قابل پیش‌بینی نمی‌باشد، بنابراین مفهوم ریسک در مورد شرکت‌های دولتی به صورت اجبار دولت در تامین زیانها از محل درآمدهای خود و منابعی که می‌توانست مصروف برنامه‌های توسعه‌ای دیگر گردد، جلوه‌گر می‌شود. درک همین پدیده است که موجب پیدایش گرایش قابل توجهی در تصمیم‌گیران به انجام تجزیه و تحلیل‌های لازم در مورد سرمایه‌گذاری‌های این بخش شده است. بنابراین مفهوم مخاطرات در حالت مورد بحث ارتباط نزدیکی با بحث «هزینه فرصت‌های از دست رفته» پیدا می‌کند.

سرمایه وامی

در قسمت‌های قبلی انگیزه‌های بخش خصوصی در مورد استفاده از منابع استقراری جهت تامین سرمایه بحث شد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود بهره‌مند شدن از «اثر اهرمی» (Leverage) وام‌ها در افزایش بازده سرمایه‌گذاران، از عوامل مهم محسوب می‌شود. حال سوال این است که بحث مورد نظر تاجه اندازه در مورد شرکت‌های دولتی موضوعیت دارد؟

واقعیت این است که بهره‌مندی از «اثر بهره وام‌ها» بر کاهش مالیات و افزایش سودآوری شرکت برای دولت مطرح نمی‌باشد. حتی در کشورهایی که شرکت‌های دولتی از مالیات معاف

نبوده و مشابه شرکت‌های خصوصی مشمول همان نرخ‌های مالیاتی می‌باشند، کاهش بار مالیاتی شرکت و افزایش سود آن از این طریق در نهایت اثر معنی‌داری بر مجموع درآمدها و هزینه‌های دولت نخواهد داشت (این واقعیت در شرایطی که سیستم بانکی نیز دولتی باشد، به صورت واضح‌تری خودنمایی می‌کند. مترجم) ملاحظات دیگری که دریافت وام را توجیه می‌کند، یعنی عدم تکافوی منابع مالی، در مورد دولت‌ها نیز می‌تواند صادق باشد، زیرا علیرغم در اختیار داشتن منابع فراوان مالی، دولت‌ها نیز به یک وام دهنده نیازمند می‌باشند.

البته سوال اصلی، نیاز یا عدم نیاز شرکت‌های دولتی به وام نیست، بلکه منبع تامین آنها مدنظر

* رشد شرکت‌های دولتی سرمایه‌های فراوانی را در بخش صنایع به بار آورده است



* شرکت‌های دولتی معمولاً در رشته‌های دیربازده و دارای سودآوری کم به فعالیت می‌پردازند

است، زیرا پدیده غریبی در تعدادی از کشورهای در حال توسعه به چشم می‌خورد و آن تامین سرمایه و وام از یک منبع واحد یعنی خزانه دولت است. از نقطه نظر دولت تقسیم منابع به سهام سرمایه و وام تنها یک عمل حسابداری بوده و هیچ اثری بر میزان مخاطرات تقبل شده توسط دولت نخواهد داشت.

هنگامی ابهام بروز می‌کند که شرکت‌های دولتی از موسسات اعتبار دهنده داخلی نظیر بانک‌های توسعه صنعتی وام‌های بلندمدت

دریافت می‌کنند. از نظر قانونی این موسسات مستقل محسوب شده و بنابراین از نقطه نظر شرکت یک منبع وام خارج از شرکت می‌باشند. ولی در شرایط وجود مالکیت دولتی بر این بانکها و موسسات اعتباری، این گونه نقل و انتقالات و جابه‌جایی در واقع انتقال پول از یک جیب به جیب دیگر دولت به حساب می‌آید. بدیهی است که این برداشت خوشایند مدیران این گونه موسسات مالی و بانکها که غالباً مدعی هستند که حق دارند، به صورت مستقل تصمیم‌گیری‌های بازرگانی بعمل آورند، نمی‌باشد. قابل ملاحظه است که این گونه بانکها در سیاست‌های اعتبار دهی خود چنین وانمود می‌کنند که از معیارهای تجاری نیز استفاده می‌کنند. برای نمونه بانک توسعه صنعتی هندوستان در سال ۱۹۷۷ در پرداخت وام بلند مدت به شرکت کودشیمیایی هندوستان - به لحاظ عدم تضمین سودآوری آن به دلیل کنترل قیمت‌های بسیار مردم بود، در حالیکه همان بانک که یک بانک متعلق به دولت است در ایجاد برخی شرکت‌های دولتی، با شورش و ضعف فراوان اقدام به وام دهی کرد.

نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام

با در نظر داشتن موارد فوق، طراحی ساختار مالی و ترکیب مناسب بین وام و حقوق صاحبان سهام، تنها در صورتی بامعنی و معتبر خواهد بود که اعتبارات از منابع غیر دولتی تامین شده باشد. عامل مورد توجه دیگر، همان طور که شرح داده شد، تشخیص این نکته مهم است که شرکت‌های دولتی معمولاً در رشته‌های دیر بازده و دارای سودآوری کم، به فعالیت می‌پردازند. در این صورت استفاده از وام زیاد و به اصطلاح افزایش بیش از اندازه اهرم مالی در آنها می‌تواند دارای آثار فاجعه آمیزی باشد. زیرا این گونه شرکتها ممکن است قادر به ایجاد منابع لازم جهت بازپرداخت وام‌ها و بهره‌های آنها نباشند.

بهره‌برداری از منابع داخلی

در شرکت‌های بخش خصوصی استفاده مجدد از سودهای حاصله در نتیجه فعالیت‌ها

منبع مهمی را برای سرمایه‌گذاری‌ها تشکیل می‌دهد. پس از جبران کلیه تعهدات جاری شامل پرداخت بهره‌ها و مالیات، شرکت خود را با منابع مازادی روبرو می‌بیند که می‌توان به عنوان اندوخته آنها را حفظ کرد یا اینکه به صورت سود سهام بین سهامداران توزیع کرد.

مشاهده شرایط مشابه در شرکت‌های دولتی مورد علاقه همگان است و دلیلی وجود ندارد که چنین هم نباشد. این انتظار البته بر پیش فرض مهمی مبتنی است که آن سطح

تکنولوژی اروپا جنبه درخشانتر

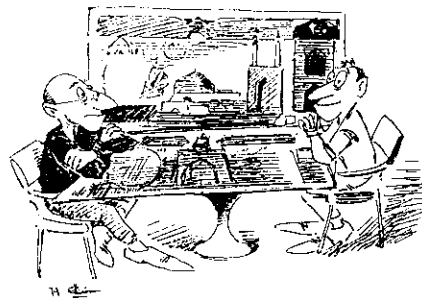
بقیه از صفحه ۴۶

۵- تحقیقات اولیه

دریافت جایزه نوبل الزاماً به معنی نوآور بودن نمی‌باشد اما ژاپن به اصطلاح نوآور، تاکنون هیچ جایزه نوبلی را نصیب خود نکرده است. حتی انگلستان نیز در این زمینه رکورد داشته است. ولی آنچه که مسلم است آن است که جمع‌آوری دانش اولیه به وسیله دانشمندان یک کشور بر قابلیت نوآوری آن کشور بی‌تأثیر نیست. تحلیل قدردانی‌ها و ذکر نام محققین و یا به عبارت دیگر، شمارش تعداد دفعاتی که دیگران به دستاوردهای تحقیقاتی دانشمندان در مقاله‌های علمی خود اشاره می‌کنند، یکی از روش‌هایی است که به کمک آن می‌توان بازده و تأثیر کار دانشمندان را ارزیابی نمود. در این زمینه (یعنی ذکر نام دانشمندان)، آمریکا پیش‌تاز بوده و اروپا در مقام دوم قرار دارد. اگرچه در حال حاضر ژاپن مقام سوم را دارا است معذالک این کشور با سرعت چشمگیری در حال جبران این اختلاف می‌باشد. اروپا به‌طور اخص در زمینه ستاره‌شناسی رادیویی و فیزیک از نیروی زیادی برخوردار است.

البته هریک از عوامل فوق صرفاً نشانه غیرمستقیمی از قابلیت نوآوری بوده و معایب خود را نیز دارا هستند. مثلاً یک کشور می‌تواند مقادیر هنگفتی صرف تحقیق و توسعه نماید بدون اینکه ذره‌ای دستاورد داشته باشد. تحلیل قدردانی‌هایی که از دانشمندان بعمل می‌آید مستلزم خواندن مقاله‌های علمی به زبان‌های گوناگون است، و بالاخره، بسیاری از شرکت‌هایی که در اروپا و آسیا بازار فروش دارند، زحمت گرفتن حق امتیاز از آمریکا را به خود نمی‌دهند. حتی باتوجه به این معایب، تلفیق عناصر بایکدیگر این تصویر را نمایان می‌سازد که اروپای غربی از نظر مواد شیمیایی و انرژی اتمی موقعیت مطلوبی داشته و در زمینه فلزات و اتومبیل، از آمریکا و در قسمت‌های هوانوردی و استخراج مواد اولیه، از ژاپن جلوتر است. ضعف بزرگ اروپای غربی در زمینه الکترونیک است که برخی معتقدند این رشته خودمهمترین بخش تکنولوژی راتشکیل می‌دهد.

(۱) Eureka (۲) Booz Allen Hamilton به نقل از: European Technology The Brighter Side The Economist.



*** همواره این خطر وجود دارد که سیاست‌ها و روش‌های مالی مربوط به شرکت‌های بخش خصوصی به صورتی مکانیکی و بدون درک واقعی از منطق و انگیزه‌هایی که در پس این سیاست‌ها نهفته‌اند، در مورد شرکت‌های دولتی بکار گرفته شوند**

بنابراین سؤال فوق، سؤال پیچیده‌ای است و هر دو دیدگاه می‌تواند موجه جلوه کند. از جنبه تشویق و ترغیب مهارت کارآفرینی در شرکت، نظر مدیران، صحیح به نظر می‌رسد. درحالی‌که از نقطه نظر بهره‌گیری بهینه از منابع ملی و با در نظر داشتن ملاحظات سوددهی اجتماعی، مفهوم تجمع منابع اعتبار بیشتری خواهد یافت. (ادامه دارد)

مورد انتظار سودآوری می‌باشد. متأسفانه با نگاهی به گزارش‌های موجود سود و زیان شرکت‌های دولتی متوجه می‌شویم که چنین پیش‌فرض مهمی را نمی‌توان به سادگی پذیرفت. به هر صورت، هرگونه منافع تقسیم نشده و یا اندوخته شده، نیروی محرکه مهمی را برای رشد و گسترش شرکت‌های دولتی فراهم می‌سازد. سؤال مهمی که باقی می‌ماند این است که این وجوه اضافی متعلق به کیست؟ شرکت یا دولت؟ منطقاً مدیران شرکت‌های دولتی عنوان خواهند کرد که در صورت پرداخت تعهدات ناشی از بهره و مالیات و مبلغ قابل قبولی به عنوان سود سهام مازاد باقیمانده باید برای توسعه شرکت دولتی باقی بماند. این استدلال به هر حال ممکن است مورد قبول سیاست‌گذاران دولتی که در واقع مالکان شرکت‌ها بوده و شخصیت مستقل آنها را به رسمیت نمی‌شناسند، قسرانگیرد. این افراد منابع مورد بحث را بخشی از مجموعه منابع عمومی می‌دانند که باید صرف سرمایه‌گذاری‌های توسعه ملی شود.

پانویس:

۱- آخرین ارقام مربوط به میزان مداخله شرکتهای دولتی در اقتصاد کشورهای در حال توسعه در زمان چاپ این مقاله در اختیار نبوده است. لیکن شاخص‌ها و ارقام گردآوری شده ظرف سالهای اخیر چنین نشان می‌دهد که سهم شرکت‌های دولتی در سرمایه‌گذاری ناخالص خارج از بخش کشاورزی عبارت از، حدود ۷۵ درصد در کشورهای نظیر بنگلادش، بولیوی و مکزیک، حدود ۵۰ درصد در کشورهای هند و ترکیه و حدود ۲۵ درصد تا ۳۵ درصد در کره جنوبی و برزیل بوده است.

در مقابل، سهم این بخش در تولید ناخالص داخلی عبارت بوده از، بولیوی ۴۰ درصد شیلی ۲۰ درصد، پاکستان و غنا ۲۵ درصد، هندوستان ۱۶ درصد و کره جنوبی ۱۴ درصد، در ترکیه و بنگلادش حداقل ۶۰ درصد از ارزش افزوده، بخش صنایع متعلق به شرکت‌های دولتی است که این رقم در مصر به ۷۵ درصد بالغ می‌شود. در آمریکای لاتین ارزش ستانده شرکت‌های دولتی بین ۵ درصد تا ۲۵ درصد از کل ستانده (output) صنعتی در نوسان می‌باشد.

شرکت‌های دولتی در صنایع مربوط به منابع طبیعی نقش برجسته‌تری را ایفا می‌کنند. در بخش معدنی‌های جامد، دو سوم تولید کشورهای «بولیوی»، «شیلی»، «اندونزی»، «گینه»، «گویان»، «زامبیا» و «زئیر» متعلق به این گونه شرکت‌ها است. در بخش هیدروکربن‌ها و انرژی تسلط شرکت‌های دولتی در کشورهای مکزیک و پاکستان به‌طور کامل و در کشورهای بولیوی، برزیل، اندونزی، مالزی، هند، ترکیه، کلمبیا و ایران نزدیک به ۱۰۰ درصد می‌باشد.

۲- Miller and Modigliani در مجموعه نظرات مشهور خود چنین عنوان کرده‌اند که هر چند بطور سنتی در شرکت‌ها و اماها بدون مخاطره و حقوق صاحبان سهام به‌عنوان منابع مخاطره آمیز محسوب می‌شود، در نهایت هزینه کلی تامین سرمایه تغییر نمی‌کند، زیرا متناسب با افزایش میزان وام‌ها صاحبان سهام نیز با منظور کردن عامل ریسک انتظار سود بیشتری داشته و بنابراین هزینه تامین سرمایه از محل سهامداران نیز افزایش می‌یابد.