

میعان یا نقدینگی بلند مدت

(۱)

اقتباس: مهدی تقوی

امکان وجود ندارد و بنابراین معیارهای مورد استفاده در ارزیابی میعان بلندمدت کمتر مشخص و کلی تر می باشند.

عوامل کلیدی بسیاری در ارزیابی میعان بلندمدت یک واحد تجاری وجود دارند.

تحلیل ساخت سرمایه با نوع منابع سرمایه‌ای مورد استفاده برای تامین مالی فعالیتهای واحد، منجمله سهام سرمایه و منابع دائمی و منابع مالی کوتاه مدت که جنبه موقتی دارند.

و نتیجتاً "منابع پرخطرتری هستند، سروکار دارد. درجات متفاوتی از خطر بانگاهداری انواع مختلف دارائی همراه است. از این گذشته، دارائی‌ها منابع درجه دوم تضمین و اطمینان برای وام دهندگانی که وام تضمین شده به وسیله نوع خاص دارائی یا وام غیر تضمین شده ارائه کرده اند، می باشند.

در بلندمدت درآمد و قدرت ایجاد درآمد (که به معنی توانائی ایجاد نقدینگی در آینده می باشد) از مهمترین و قابل اعتمادترین شاخص‌ها، برای قدرت مالی موجود است.

تحلیل ساخت سرمایه و نقدینگی بلندمدت

قدرت مالی و ثبات واحد تجاری، احتمال توانائی مقابله آن با ضربه‌های اتفاقی و حفظ میعان و نقدینگی در شرایط نامناسب معیارهای مهمی است برای سنجش قدرت مقابله با خطراتی که واحد تجاری با آن روبروست، این ارزیابی به این دلیل اهمیت دارد که سرمایه‌گذاران و وام دهندگان خواهان بازدهی هستند متناسب با خطری که تقبل می کنند. در این مقاله با ارزیابی قدرت مالی و خطر از بین رفتن واحد تجاری در شرایط مختلف سروکار داریم.

عوامل مهم در ارزیابی میعان (نقدینگی) بلندمدت

فرآیند ارزیابی میعان بلندمدت یک واحد تجاری با ارزیابی میعان کوتاه مدت آن تفاوت بسیار دارد. در دومی زمان بسیار کوتاه بوده و غالباً "پیش‌بینی جریان منابع مالی امکان پذیر است. در بلندمدت این

درآمد مطلوب‌ترین و قابل اعتمادترین منبع مالی برای بازپرداخت اصل و فرع در بلندمدت می‌باشد. بعنوان جایگزینی برای منابع مالی ایجاد شده به‌وسیله عملیات واحد، درآمدها معیار توانائی پرداخت بهره و سایر هزینه‌های ثابت است. از این گذشته روند با ثبات و قابل اعتماد درآمدها، بهترین تضمین برای توانائی وام‌گیری واحد تجاری، به‌هنگامی که کمبود منابع مالی وجود دارد و در نتیجه عامل مهم در توانائی بیرون کشیدن واحد از شرایطی که به‌ور شکستگی می‌انجامد، می‌باشد.

علاوه بر معیارهای کلی قدرت مالی و معیار بلندمدت وام‌دهندگان به‌تضمین ارائه شده به‌وسیله قراردادهای یا وثائق خاص نیز اتکاء می‌کنند. پاره‌ای از قراردادهای وام تخلفات از قرارداد را تعریف کرده و راه چاره قانونی برای این تخلفات را مشخص می‌کنند. در سایر قراردادهای به‌معیارهای اصلی سلامت مالی مانند نسبت جاری، نسبت بدهی به‌ارزش ویژه، جلوگیری از صدور اوراق قرضه بیشتر و جلوگیری از توزیع منابع مالی از طریق پرداخت سود سهام بیش از اندازه تعیین شده یا از طریق خرید سهام اتکاء می‌کنند. البته هیچ ممنوعیت یا مانعی در مقابل زیان‌های عملیاتی نمی‌تواند وجود داشته باشد و این مسئله عامل اصلی بدتر شدن وضعیت مالی موسسات می‌باشد. بنابراین، وجود اقدامات احتیاطی، نمی‌تواند جایگزین هوشیاری و کنترل دائمی شرایط مالی واحدی که در آن منابع مالی بلندمدت در خطر می‌باشند، گردد.

مقادیر قابل ملاحظه از بدهی‌های دولتی و خصوصی باعث بوجود آمدن برداشتهای استاندارد نسبت به تحلیل و ارزیابی بدهیها

گردیده است. مهمترین استاندارد رده‌بندی تضمین‌های موجود برای بدهی‌ها و استفاده از نسبت‌هایی بعنوان شاخص شکست می‌باشد. در این مقاله ما بطور مشروحتر ابزارها و معیارهای در دسترس برای تحلیل میعان بلندمدت را مورد بحث قرار خواهیم داد.

اهمیت ساخت سرمایه

ساخت سرمایه یک واحد تجاری اساساً شامل منابع صاحبان سرمایه و بدهی‌ها می‌باشد. ساخت سرمایه برحسب اندازه‌نسی منابع مالی مختلف واحد تجاری اندازه‌گیری می‌شود. ثبات مالی یک واحد تجاری و خطر ورشکستگی که با آن روبروست، بطور قابل ملاحظه‌ای به‌منابع تامین نقدینه، نوع دارائی‌هایی که نگاهداری کرده و اندازه نسی هر گروه از دارائی‌ها بستگی دارد.

اهمیت اجزاء در ساخت سرمایه

اهمیت اجزاء در ساخت سرمایه بیشتر ناشی از تفاوت اساسی بین بدهی و ارزش ویژه می‌باشد. ارزش ویژه مهمترین سرمایه احتیاطی (برای مقابله با خطرات احتمالی) یک واحد تجاری است. هر واحد تجاری باید مقداری ارزش ویژه داشته باشد تا بتواند با خطراتی که با آن روبروست مقابله کند. مهمترین ویژگی ارزش ویژه این است که دارای هیچ بازده تضمین شده یا بازده تکلیفی که باید به‌صورت پرداخت شود نبوده و دارای جدول زمانی معینی برای بازپرداخت سرمایه سرمایه‌گذاری شده نمی‌باشد. بنابراین سرمایه‌ای که هرگاه سرمایه‌گذار تصمیم بگیرد بتواند آن را برداشت کند جزئی از ارزش ویژه نبوده و دارای ویژگیهای بدهی می‌باشد. از نظر ثبات یک واحد تجاری و مقابله واحد با خطر ورشکستگی

ویژه‌گی مهم ارزش ویژه این است که دائمی بوده و روی باقی ماندن آن در شرایط نامطلوب در واحد تجاری می‌توان حساب کرد. از این گذشته هیچ الزامی نیز برای پرداخت سود سهام وجود ندارد. واحد تجاری می‌تواند با اطمینان این‌گونه منابع مالی را در دارایی‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری و در فعالیت‌های پرخطرتر بکار اندازد. از دست دادن آن، بهر دلیلی، لزوماً توانایی پرداخت تعهدات ثابت واحد تجاری را دچار اختلال نمی‌سازد.

برخلاف ارزش ویژه، بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت هر دو باید بازپرداخت گردند. هرچه مدت زمان بدهی طولانی‌تر و بازپرداخت آن سبک‌تر باشد، بازپرداخت آن برای واحد تجاری آسانتر خواهد بود. معذالک، این بدهی در زمان معینی بدون توجه به وضعیت مالی واحد تجاری باید همراه با بهره آن بازپرداخت شود. عموماً عدم توانایی در پرداخت اصل یا بهره بدهی منجر به اقداماتی می‌گردد که در نتیجه آن سهامداران ممکن است کنترل واحد تجاری یا بخش یا تمام سرمایه‌گذاریشان را از دست دهند. اگر زیان‌ها باعث از بین رفتن تمامی ارزش ویژه گردند، بستانکاران یا وام‌دهندگان نیز ممکن است بخش یا تمام اصل و بهره‌ای که باید دریافت می‌کرده‌اند را از دست بدهند.

واضح است که هرچه سهم بدهی در کل ساخت سرمایه یک واحد تجاری بیشتر باشد، پرداخت‌های ثابت و تعهد بازپرداختها بیشتر بوده و احتمال این که یک سری رویدادها باعث عدم توانایی در پرداخت اصل و بهره بدهی در بررسید گردد بیشتر خواهد بود.

برای سرمایه‌گذاران در سهام یک واحد تجاری، وجود بدهی معرف خطر از دست دادن سرمایه‌گذاریشان می‌باشد، این خطر با امکان بالقوه تحصیل سود فراوان متعادل می‌گردد. از طرفی بدهی بیش از حد ممکن است به معنی خلاقیت و قابلیت انعطاف، مدیریت در بکارگیری فعالیت‌های سودآور باشد. وام‌دهندگان وجود سرمایه بیشتر را بعنوان تضمینی در مقابل زیان‌های ناشی از بدتر شدن شرایط ترجیح می‌دهند. هرچه سرمایه بطور نسبی کمتر باشد و سهم وام‌دهندگان در تامین منابع مالی بیشتر باشد تضمین برای وام‌دهندگان در مقابل زیان کمتر بوده و نهایتاً خطر از دست دادن منابع آنها بیشتر خواهد بود.

با وجود بحث‌های فراوان، بویژه در محافل دانشگاهی در این باره که آیا هزینه سرمایه یک واحد تجاری برای ساخت‌های مختلف سرمایه یا به عبارت دیگر برای ترکیب متفاوت از بدهی و ارزش ویژه متفاوت است یا نه، مسئله از نظر افراد در خارج از واحد تجاری مانند وام‌دهندگان و سرمایه‌گذارانی که باید براساس شرایط موجود اخذ تصمیم کنند، روشنتر و آشکارتر می‌باشد. در مورد واحدهای تجاری مشابه، وام‌دهندگانی که به شرکت‌هایی که بیش از ۶۰ درصد از منابعشان را وام‌تأمین مالی کرده‌اند (۴۰ درصد از ارزش ویژه) در مقام مقایسه با شرکت‌هایی که ۲۰ درصد از منابعشان از وام‌تأمین مالی شده‌اند، وام‌ارائه می‌کنند، با خطر بیشتر از دست دادن منابع روبرو هستند.

با توجه به نظریه مودلیانی - میلر، هزینه سرمایه یک واحد تجاری در بازار رقابت کامل، به استثنای معافیت مالیاتی بهره، تحت تاثیر رابطه بدهی و ارزش ویژه قرار

وام دهی به " مبادله ارزش ویژه " یعنی بهره برداری از وجود میزان معین سرمایه به عنوان پایه و اساس برای وام گیری معروف می باشد .

در جدول شماره ۱ بازده دو واحد تجاری که دارای دارائی ها و درآمد مشابهی ، قبل از کسر هزینه بهره می باشند ، با یکدیگر مقایسه می گردد . واحد تجاری x ، ۴۰ درصد منابع مورد نیاز خود را از محل وام تأمین کرده اما واحد تجاری y دارای هیچ وامی نمی باشد . در سال اول ، هنگامی که بازده متوسط برای کل دارائی ها ۷/۵ درصد است ،

بازده سرمایه سهام داران واحد تجاری x ۱۰/۳ درصد می باشد . نرخ بازده بالاتر ناشی از این مسئله است که سهامداران از تفاوت بین بازده کل دارائی و هزینه وام سود برده اند برای واحد تجاری بازده سرمایه همواره برابر بازده دارائی کل می باشد . در سال دوم بازده کل دارائیهای واحد تجاری x برابر با هزینه بهره وام بوده و نتیجتاً اثر اهرم مالی خنثی می گردد . نتایج عملیات سال سوم نشان می دهد که اهرم مالی یک شمشیر دولبه است . بدین علت هنگامی که بازده کل دارائی کمتر از هزینه وام می گردد ، بازده سهام واحد تجاری x کمتر از بازده سهام واحد تجاری y که دارای وام نمی باشد ، می شود .

اثر هزینه قابل قبول بودن بهره از نظر مالیات

دلیل دوم ارائه شده برای مزیت وام گرفتن ، هزینه قابل بودن بهره از نظر مالیات در برابر سود سهام توزیع شده می باشد . این مسئله را می توان به شکل زیر نشان داد .

اطلاعات فرضی در جدول ۲ را برای

نمی گیرد . به عقیده اینان دلیل این امر این است که ، هر سهامدار می تواند با استفاده از اهرم مالی که شخصاً ایجاد می کند ، ترکیب خطر مورد نظر خود را وارد کل سرمایه گذاری کند . بنابراین براساس این نظریه ، مزیت بدهی با کاهش نسبت قیمت به درآمد جبران می گردد . میزان خطر موجود در یک واحد تجاری ، از نظر سرمایه گذار خارج از واحد مشخص می باشد و به نظراً ، وظیفه ما اندازه گیری میزان خطر موجود در ساخت سرمایه یک واحد تجاری است .

دلایل استفاده از بدهی یا وام

علاوه بر ابزاری برای جبران تورم ، دلیل اصلی برای استفاده از وام به وسیله یک واحد تجاری ، این است که از نظر مالکین واحد تجاری ، بدهی منبع ارزانتری برای تأمین نقدینه در مقام مقایسه با سهام می باشد . این امر دو دلیل عمده دارد :

۱ - هزینه بهره بدهی یا وام ثابت است بنابراین تا زمانی که این هزینه کمتر از بازدهی است که وام دریافتی ارائه می کند ، این تفاوت بنفع صاحبان سهام می باشد .

۲ - برخلاف سود سهام ، که توزیع سود محسوب می گردد ، بهره هزینه محسوب شده و جزء هزینه های قابل قبول برای مقاصد مالیاتی است . در زیر این دو دلیل اصلی بیشتر مورد بحث قرار می گیرند .

مفهوم اهرم مالی

اهرم مالی به معنی استفاده در ساخت سرمایه واحد تجاری از وامهایی است که بهره ثابتی دارند . از آنجائی که هیچ بستانکار یا وام دهنده ای تمایل به ارائه منابع مالی بدون دریافت تضمین ارائه شده به وسیله صاحبان سرمایه را ندارد ، این پویا

جدول شماره ۱

مبادله ارزش ویژه - نتایج با فرضیات درآمد متفاوت (به هزار ریال)

ارزش ویژه (۳)	سازده	سودخالص + بهره (نرخ مالیات - ۱)		سودخالص	مالیات (۱)	درآمد قبل از وام بهره بهره مالیاتی + سود	وام های پرداختی	دارایی
		کل دارایی (۲)	سودخالص					
۱۰/۳ درصد	۷/۵ درصد	۷۵۰۰۰	۶۳۰۰۰	۱۵۰۰۰	۶۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰	سال اول واحدتجاری X ۱۰۰۰۰۰۰۰
۷/۵	۷/۵	۷۵۰۰۰	۷۵۰۰۰	۱۵۰۰۰	۱۰۰۰۰۰۰	—	—	واحدتجاری Y ۱۰۰۰۰۰۰۰
۲	۲	۲۰۰۰۰	۱۸۰۰۰	۲۰۰۰۰	۶۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰	سال دوم واحدتجاری X ۱۰۰۰۰۰۰۰
۲	۲	۲۰۰۰۰	۲۰۰۰۰	۲۰۰۰۰	۱۰۰۰۰۰۰	—	—	واحدتجاری Y ۱۰۰۰۰۰۰۰
۰/۸	۱/۲۵	۱۲۰۰۰	۵۰۰	۲۵۰۰۰	۶۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰	سال سوم واحدتجاری X ۱۰۰۰۰۰۰۰
۱/۲۵	۱/۲۵	۱۲۰۰۰	۱۲۰۰۰	۲۵۰۰۰	۱۰۰۰۰۰۰	—	—	واحدتجاری Y ۱۰۰۰۰۰۰۰

۱- با فرض نرخ مالیات ۵۰ درصد

۲- سودخالص + بهره (۰/۵ - ۱)

کل دارایی ها

۳- سودخالص

ارزش ویژه