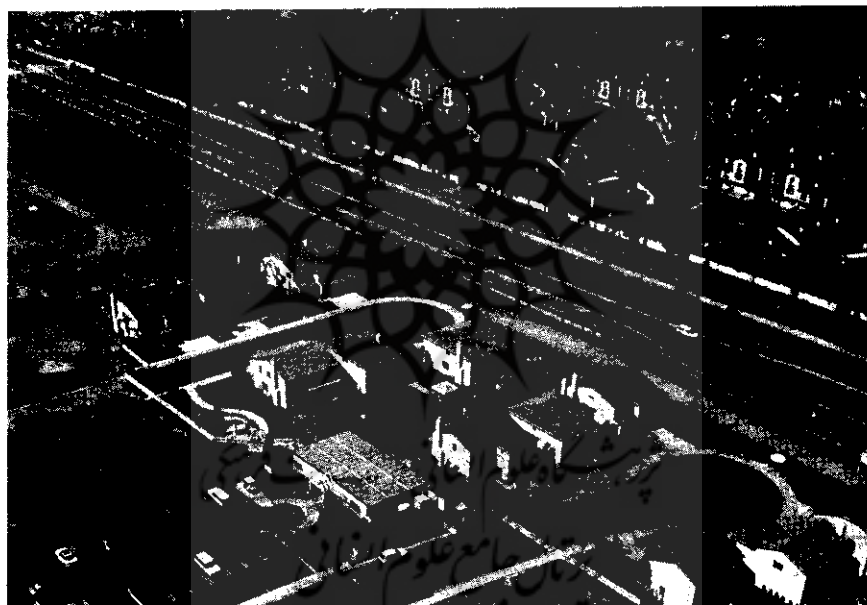


تجدید ساختار مالی

تجدید ساختار مالی به هریک از سه روش مورد تحقیق، تضمینی برای بالا رفتن قیمت سهام نیست بلکه بهترین محرک برای استفاده از منافع بدهی است.

ویدا مجتهدزاده

عضو هیئت علمی دانشگاه الزهراء «س»



چکیده

در این مقاله به منظور بررسی منافع ناشی از تجدید ساختار مالی در شرکتها، نتایج تحقیق بنت استوارت و دیوید گلاسمن (Bennett Stewart, David Glassman)

تشریح گردیده

۱۹۸۰، منافع زیادی برای معامله‌گران به وجود آورد. اما شاید شما از خود بپرسید که چگونه تجدید ساختار دهه گذشته برای سهامداران، مدیران، کارمندان، و در مقیاس وسیع اقتصاد ما منافی در برداشت.

برای پاسخ به چنین سوالاتی استوارت و همکار دیگرش گلاسمن در شرکت استرن و استوارت به بررسی سیصد مورد تجدید ساختار مالی در دهه گذشته پرداختند. مهمترین نتیجه تحقیق آنها حاکی از این بود که در اکثر موارد، تجدید ساختار مالی موجب افزایش ارزش بازار شرکت و بهبود عملکرد عملیاتی می‌گردد. آنها می‌گویند: "هر چند که در ابتدا نسبت به این کمیابگری مالی مشکوک و حتی بی‌میل بودیم، اما بتدریج متقاعد شدیم که منافع

بدهی است. آنها معتقدند که بدهی به دلیل صرفه‌جویی در مالیات، کاهش احتمال سرمایه‌گذاری مجدد جریانهای نقدی اضافی، بالا بردن انگیزه برای موفقیت، فروش داراییهای کم‌بازده، و بهبودی بخشیدن به عملکرد، بهره‌وری و ارزش بازار شرکتها را افزایش می‌دهد.

مقدمه

بی‌تردید موج تجدید ساختار در دهه

است. آنها در تحقیقات خود تقریباً با بیست روش تجدید ساختار مالی مواجه شدند، و آن را در سه گروه عمودی، افقی و شرکتی طبقه‌بندی کردند. به عقیده آنها در تجدید ساختار مالی باید به محرکها توجه دقیق نمود؛ زیرا در غیر این صورت در ارزش بازار شرکت افزایشی به وجود نخواهد آمد.

براساس تحقیق پیشگفته، تجدید ساختار مالی به هریک از سه روش، تضمینی برای بالا رفتن قیمت سهام نیست؛ بلکه بهترین محرک برای استفاده از منافع

تجدید ساختار مالی دارای توجیحات اقتصادی واقعی است."

چنانچه پیش از این گفته شد گلاس من و استوارت در تحقیقاتشان به حدود بیست روش تجدید ساختار مالی برخورد کردند، که آن را در سه گروه عمودی، افقی و شرکتی طبقه‌بندی نمودند. آنها محرکهای انجام تجدید ساختار مالی و روش به اجرا گذاردن آن را بررسی کردند. براساس مشاهدات این دو محقق، اگر موسسات تجاری بدون توجه دقیق به محرکها به تجدید ساختار مالی

پیردازند، افزایشی در ارزش بازار آنها به وجود نخواهد آمد. همچنین به عقیده آنها، روشهای تجدید ساختار مالی پیشگفته، تضمینی برای بالا رفتن قیمت سهام نیست، زیرا تحقیق آنها نشان داد که هرچند در مواردی این مانور مالی موجب افزایش ارزش بازار شد، اما در بسیاری از شرکتها میزان افزایش بسیار ناچیز بوده، و در بعضی موارد نیز سیاست مدیران به شکست انجامیده است.

آنها برای نشان دادن چارچوب تجدید ساختار مالی خود، به آزمون بحث انگیزترین روش تجدید ساختار یعنی استفاده متهورانه از اهرم مالی پرداختند. به عقیده آنها فقط در فرایند اهرم مالی است که برجسته‌ترین روشها و محرکهای تجدید ساختار مالی قرار دارد.

چرا اهرم مالی؟

طی دهه گذشته، نسبتهای اهرم در بسیاری از شرکتهای آمریکایی به طور شگفت‌انگیزی به دلیل استفاده از وام جهت خرید شرکتهای، بازخرید سهام، سرمایه‌گذاری مجدد، تحصیل دارایی، و

ازدیاد اوراق قرضه بتجمل، افزایش یافته است. آیا استفاده از اهرم، رقابت را در شرکتهای قوت می‌بخشد؟ یا موجب تضعیف آن می‌گردد؟ به دلایل زیر استفاده متهورانه از بدهی موجب افزایش بهره‌وری و ارزش بازار شرکتهای می‌گردد. این دلایل عبارتند از:

● بدهی، موجب صرفه‌جویی مالیاتی می‌شود؛

● بدهی، احتمال سرمایه‌گذاری مجدد جریانهای نقدی اضافی را کمتر می‌کند؛

● بدهی، انگیزه‌ها را برای دستیابی به موفقیت قوت می‌بخشد و کیفیتهای شکست را افزایش می‌دهد؛

● بدهی، موجب می‌شود که داراییها، یا واحدهای کم‌بازده فروخته شوند؛

● بدهی، فشاری در جهت به دست آوردن عملکرد بالا، وارد می‌سازد؛

● تاکید بدهی بر جریانهای نقدی است و نه سود گزارش شده.

صرفه‌جویی مالیاتی

قبل از هر چیز باید گفت که تامین مالی از طریق بدهی، ارزانتر از تامین مالی از طریق سرمایه‌سازمان است. زیرا هزینه بهره موجب کاهش مالیات می‌گردد، در حالی که پرداخت سود سهام چنین مزیتی را ندارد. وقتی بدهی

جایگزین سرمایه‌سازمان می‌شود، نه کل سرمایه به کار گرفته شده در شرکت تغییر می‌کند و نه نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت؛ اما هزینه بدهی، تا حدودی جایگزین هزینه سرمایه می‌شود، و ارزش ذاتی شرکت به

اندازه ارزش فعلی مالیات صرفه‌جویی شده، افزایش می‌یابد.

با تامین مالی از طریق بدهی، حتی در زمانی که نرخ بهره بالا باشد، کاهش می‌یابد. زیرا نرخ بازده مورد انتظار سهامداران به دلیل وجود ریسک بیشتر و نداشتن صرفه‌جویی مالیاتی از هزینه بهره بیشتر است.

با این که صرفه‌جویی مالیاتی، از اهمیت زیادی برخوردار است و موجب جذاب شدن تامین مالی از طریق بدهی می‌گردد، اما برای مدتها، شرکتهای از این صرفه‌جویی به حد کافی استفاده نکرده بودند.

کاهش احتمال سرمایه‌گذاری مجدد

یک دلیل خوب دیگر برای وام گرفتن، بازپرداخت آن است! تعهد بازپرداخت بدهی، موجب می‌شود که مدیریت به سرمایه‌گذاری مازاد نقدی در پروژه‌های کم‌بازده و کم ارزش نپردازد، یا به تحصیل دارایی با قیمتی بیش از ارزش واقعی، اقدام ننماید. البته بازپرداخت بدهی مستلزم مسدود نمودن کامل راه رشد نیست، بلکه به دلیل این که از جریانهای نقدی ایجاد شده برای بازپرداخت بدهی استفاده می‌شود، توسعه باید از طریق تهیه سرمایه جدید از بازار سرمایه صورت پذیرد. در نتیجه، طرحهای سرمایه‌گذاری پس از گذراندن آزمون بازار به

اگر موسسات

تجاری بدون توجه

دقیق به محرکها به

تجدید ساختار

مالی پیردازند،

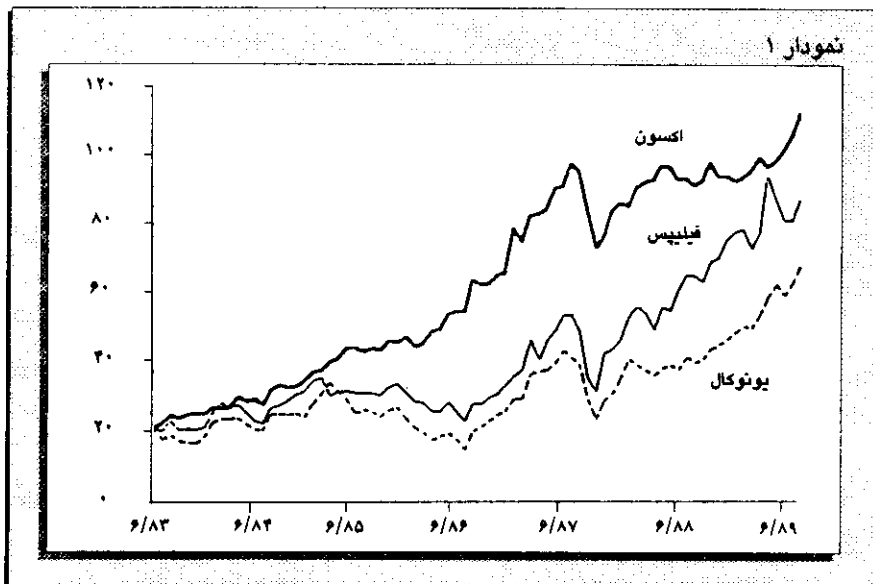
افزایشی در ارزش

بازار آنها به وجود

نخواهد آمد.

اجرا گذاشته می‌شوند.

اغلب مشاهده می‌شود که در موسسات جا افتاده که دارای جریانهای نقدی مازاد و پتانسیل رشد کم می‌باشند، احتمال سرمایه‌گذاری مجدد جریانهای نقدی در



تخصیص سرمایه به پروژه‌های مختلف دارند. البته این به دلیل هوش و ذکاوت آنها نیست، بلکه دارای دیدگاه بهتر و انگیزه‌های بیشتری هستند.

مثالی در این زمینه آقای فرد هارتلی (Fred Hartley) مدیرعامل شرکت یونیون اویل (Union Oil) است. در سال ۱۹۸۳ ایشان چگونه می‌دانست که حفاری برای به دست آوردن نفت بیشتر (سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای که اگر قیمت نفت به بشکه‌ای ۷۰ دلار افزایش می‌یافت، سربه‌سر می‌شد) بهینه‌ترین نوع استفاده از منابع کمیاب جامعه است؟ منابع می‌توانست در فعالیتهای دیگری که آقای هارتلی تجربه‌ای در آن نداشت مانند نرم‌افزارهای کامپیوتری، فعالیتهای بیوتکنولوژی یا پروژه‌های دیگر سرمایه‌گذاری گردد. تصمیماتی که مدیران پرتفوی همه روزه در ارتباط با خرید و فروش سهام می‌گیرند، بسیار پیچیده است. علاوه بر آن میکرو کامپیوترها، منابع اطلاعاتی و فارغ‌التحصیلان رشته بازرگانی که به تجزیه و تحلیل روشها می‌پردازند، توانایی بازار را در ارزیابی دقیقتر طرحهای سرمایه‌گذاری، بالا می‌برند.

مدیران ماهر به پنج روش می‌توانند ریسک سرمایه‌گذاری مجدد را بهبود

نمود. اما چرا چنین وضعی برای شرکت سوهایو پیش آمد؟ باید گفت که مدیران نیز برای صرف پول از تمایلات انسانی در امان نیستند.

آقای وارن بوفت (Warren Buffett)، مدیرعامل شرکت برکشایر هاتاوی (Berkshire Hathaway) در گزارش سال ۱۹۸۴ شرکت، مسئله ریسک سرمایه‌گذاری مجدد را به صورت زیر توضیح داده است:

”در واقع بسیاری از شرکتهایی که بازده خوب و باثبات نشان می‌دهند، قسمت اعظم سود انباشته خود را در راه غیراقتصادی و حتی مصیبت‌بار به کار می‌برند. شرکت آنها شکستهای مکرر خود را در تخصیص سرمایه در جای دیگر (عموما در خریدهای با قیمت بالا) پنهان می‌دارد. در چنین مواردی بهتر است که عایدات، در سرمایه‌گذاریهایی با بازده بالا صرف گردد و مابقی نیز به صورت سود سهام پرداخت و یا برای بازخرید سهام به کار گرفته شود.“

بازار در مقابل مدیران

بازار سهام در دست خبرگان ماهر مالی است. زیرا خبرگان مالی مهارت بیشتری در

پروژه‌های غیر مولد زیاد است. نگرانی به هدر دادن جریانهای نقدی یکی از دلایلی است که سرمایه‌گذاران، قیمت سهام این گونه شرکتها را زیر ارزش ذاتی آنها، تعیین می‌کنند. در چنین شرکتهایی استفاده متهورانه از بدهی ایجاد ارزش می‌نماید، یعنی وقتی تمام مازاد نقدی به بازپرداخت بدهی اختصاص یابد، با کم شدن احتمال سرمایه‌گذاری مجدد، ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

شرکت سوهایو^۱ (SOHIO) مثال خوبی در این زمینه است. این شرکت سالها یک شرکت تصفیه‌کننده و فروشنده نفت بود که درآمد کمی تحصیل می‌کرد. اما در اوائل دهه هشتاد، با یافتن منابع عظیمی از نفت در آلاسکا به شرکت سودآوری مبدل گشت. با این که بازدهی شرکت بالا بود، و سهامش با صرف بسیار زیاد به فروش می‌رفت اما ضریب $\frac{P}{E}$ آن پایین بود. سوال این است که چگونه چنین شاخصهای متضادی، با هم تطابق دارند؟

بازدهی بالای سرمایه و وجود صرف سهام، ناشی از سرمایه‌گذاریهای موفق گذشته بود. در حالی که ضریب $\frac{P}{E}$ پایین حاکی از عدم اطمینان بازار نسبت به توانایی شرکت در سرمایه‌گذاری مجدد جریانهای نقدی، در پروژه‌های جذاب جدید بود. در واقع ترس بازار از این بود که جریانهای نقدی ناشی از ذخائر نفتی آلاسکا در جریان کار اصلی شرکت و یا تحصیل ناصحیح داراییها از بین برود.

ترس بازار بی‌مورد هم نبود. مدیریت شرکت سوهایو، با خرید منابع وسیع معدنی با قیمتهای گران، و سرمایه‌گذاری عظیم در شرکت مس کنکات (Kennecott) به ولخرجی پرداخت. سرمایه‌گذاریهای شرکت مذکور آنقدر کم ارزش بود که شرکت بریتیش پترولیوم (British Petroleum) که از مالکان سوهایو بود به تعویض مدیریت اقدام

بخشند. این روشها از طریق مثالهایی در ارتباط با صنعت نفت ارائه می شود.

بازخرید سهام

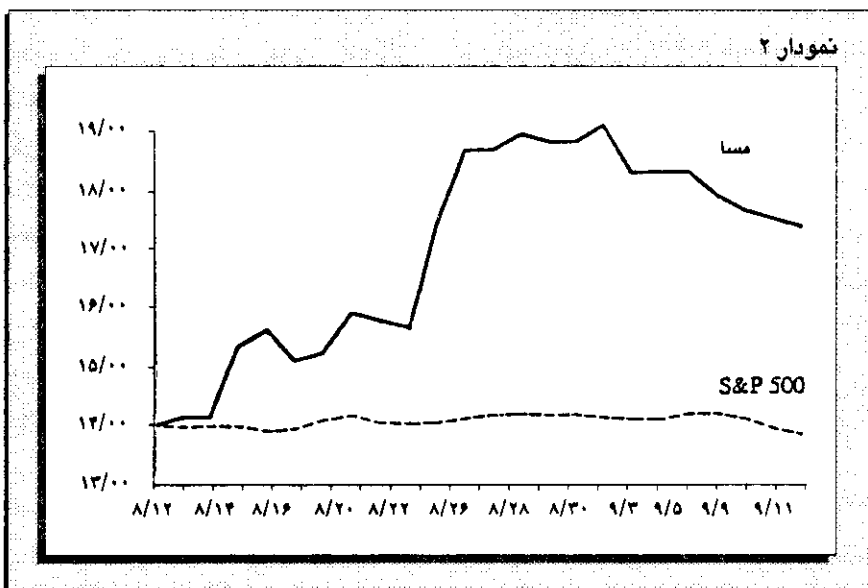
قابل انعطافترین راه مصرف مازاد نقدی، بازخرید سهام عادی در بازار آزاد در طول زمان است. شرکت اکسون (Exxon) در سالهای ۱۹۸۶-۱۹۸۰ با تقلیل تعداد کارکنان، کاهش ظرفیت تصفیه خانه و ایستگاههای خدماتی خود به یک سوم، به اضافه ظرفیت شدید موجود در صنعت نفت پاسخ داد. این شرکت در ارتباط با خرید شرکت ری لاینس الکتریک (Reliance Electric) دچار شکست شده بود. در نتیجه تصمیم گرفت که وجوه نقد ایجاد شده را برای بازخرید سهام عادی در بازار آزاد به ارزش پانزده میلیارد دلار به کار برد.

از این رو شرکت اکسون به سهامدارانش اطلاع داد که در شرایط موجود به دلیل وضع نامساعد صنعت، تصمیم گرفته است که مقداری از سرمایه را به سهامداران برگرداند، تا در جای دیگری از آن استفاده نمایند و این به نفع اقتصاد است.

وقتی برای نخستین بار موضوع بازخرید سهام عادی از طرف شرکت اکسون اعلام شد، بازده سهام آن (سود سهام و افزایش قیمت سهم) نسبت به شرکتهای فیلیپس (Phillips) و یونوکال (Unocal) که به رغم وضعیت نامساعد صنعت نفت به اجرای طرحهای گسترش پرداخته بودند، افزایش یافت (نمودار ۱).

بازخرید سهام با استفاده از وام

دومین راه کاهش احتمال سرمایه گذاری مجدد بازخرید سهام و تامین مالی آن از طریق دریافت وام است. در این صورت از جریان خارج نمودن سهام که ممکن است در طول زمان صورت پذیرد، اجباراً به زمان حال انتقال می یابد.



سهام شرکت مسا از ۱۴ دلار به ۱۸ دلار ترقی نمود (نمودار ۲).

البته باید توجه داشت که هر چند شرکت تضامنی تمام جریانهای نقدی قابل استفاده را توزیع می کند، اما این موضوع مانعی برای توسعه به شمار نمی رود. در واقع در مثال قبل، شرکت مسا پس از تبدیل شدن به تضامنی، به طور جدی به دنبال گسترش بود. در نتیجه ابتدا به خرید شرکت دیاموند شام راک (Diamond Shamrock) و سپس شرکت نیومونت مای نینگ (Newmont mining) پرداخت.

ادغام شرکتهای با استفاده از بدهی

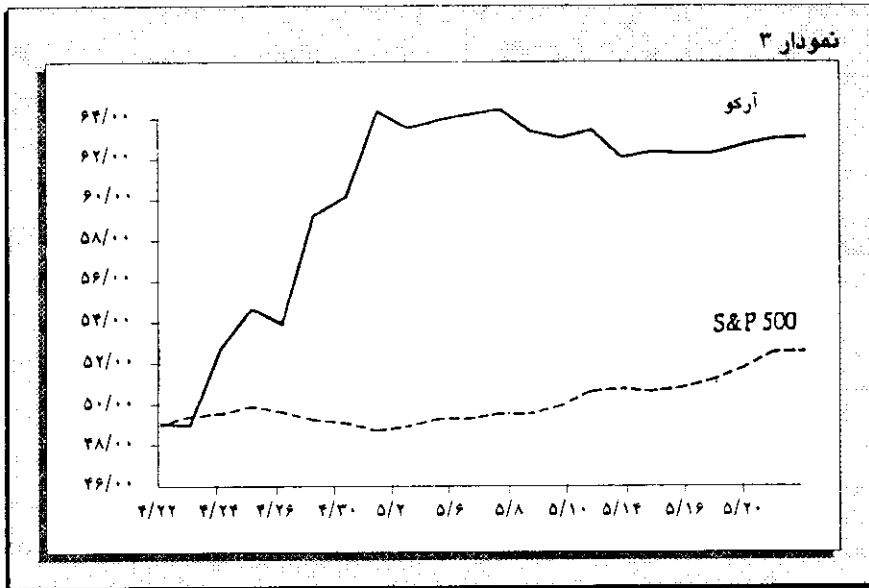
به عقیده پروفیسور میکائیل جنسن (Michael Jensen) استناد دانشگاه هاروارد، اگر ادغام شرکتهای از طریق وام گرفته شده، تامین مالی گردد، می تواند به سرمایه گذاران اطمینان دهد که جریانهای نقدی مازاد از بین نخواهد رفت. در واقع وقتی تلفیقی با استفاده از وام انجام پذیرد، واحد انتفاعی ناشی از تلفیق، جریانهای نقدی خریدار و فروشنده را به بازپرداخت بدهی اختصاص خواهد داد. در نتیجه مانند این است که هر یک از شرکتهای برای بازخرید سهام خود وام بگیرد، سپس از طریق سهام

شرکتهای تضامنی

سومین راهی که می توان بر سرمایه گذاری مجدد جریانهای نقدی کنترل داشت، قرارداد داراییهای حائز شرایط در شرکتهای تضامنی است. از آن جا که در یک شرکت تضامنی سرمایه گذاران باید بابت سهمشان از سود (اعم از اینکه پرداخت شود یا نه)، مالیات بپردازند، اصرار می ورزند که تمام جریانهای نقدی قابل استفاده، توزیع گردد. بنابراین تشکل به صورت شرکت تضامنی علاوه بر صرفه جویی مالیاتی، وسیله مطلوبی برای بهبودی بخشیدن به ریسک سرمایه گذاری مجدد است.

در تاریخ ۲۵ اگوست ۱۹۸۵، رئیس هیئت مدیره شرکت مساپترولیموم (Mesa Petroleum) اعلام نمود که شرکت قصد دارد از سهامی به تضامنی تغییر شکل دهد. وی توضیحات زیر را ارائه نمود.

"با توجه به این که فرصتهای سرمایه گذاری مجدد شرکت محدود است، هیئت مدیره تصور می کند به نفع سهامداران است که قسمت اعظم جریانهای نقدی مستقیماً بین آنها توزیع گردد. در نتیجه پیشنهاد می نماید که شرکت از سهامی به تضامنی تغییر شکل دهد." در دوره ای که پیشنهاد فوق اعلام گردید،



در مقابل سهام، با یکدیگر ادغام کردند. در این زمینه خرید شرکت گلف ایل (Gulf oil) توسط شرکت سوکال (Socal) مثال خوبی است. در این خرید شرکت سوکال، مبلغ ۱۳/۲ میلیون دلار پرداخت نمود که کل آن از محل وام گرفته شده، تامین گردیده بود. قبل از ادغام نسبت اهرم (جمع بدهیها به جمع بدهیها و حقوق صاحبان سهام) شرکت سوکال و گلف به ترتیب ۱۰ و ۲۰ درصد بود. اما پس از آن نسبت اهرم شرکت تلفیقی به ۴۰ درصد رسید و ارزش بازار آن در مقایسه با سهام سایر شرکتهای نفتی به بیش از پنج میلیارد دلار افزایش یافت. این افزایش چشمگیر به سه دلیل صورت گرفت:

- ارزش ناشی از تلفیق دو شرکت، تصمیمات عقلایی برای تولید، صرفه‌جویی در مقیاس و غیره؛
- صرفه‌جوییهای مسالیاتی ناشی از جایگزین نمودن بدهی شرکت سوکال با حقوق صاحبان سهام شرکت گلف؛
- بالا رفتن جریانهای نقدی آتی شرکت ناشی از تلفیق به دلیل استفاده از جریانهای نقدی برای تسویه بدهی.

سود تقسیمی

آخرین روشی که احتمال سرمایه‌گذاری مجدد مازاد نقدی را کاهش می‌دهد، اقدام به تقسیم سود و یا افزایش سود تقسیمی است.

از آن جا که هیئت مدیره اغلب شرکتهای علاقمند به داشتن برنامه تقسیم سود باثبات هستند، وقتی تصمیمی مبنی بر پرداخت بیشتر سود سهام می‌گیرند، بازار آن را به عنوان یک برنامه بلندمدت تلقی می‌نماید. برای مثال، شرکت آرکو (ARCO) به عنوان قسمتی از برنامه تجدید ساختار اعلام شده در ماه مه سال ۱۹۸۵، سود تقسیمی خود را افزایش داد. در نتیجه قیمت هر سهم شرکت از ۵۰ دلار به ۶۲/۵۰ دلار (پس از اولین

اعلام)، رسید و عایداتی معادل ۲/۸ میلیارد دلار ناشی از افزایش ارزش بازار به دست آمد (نمودار ۳).

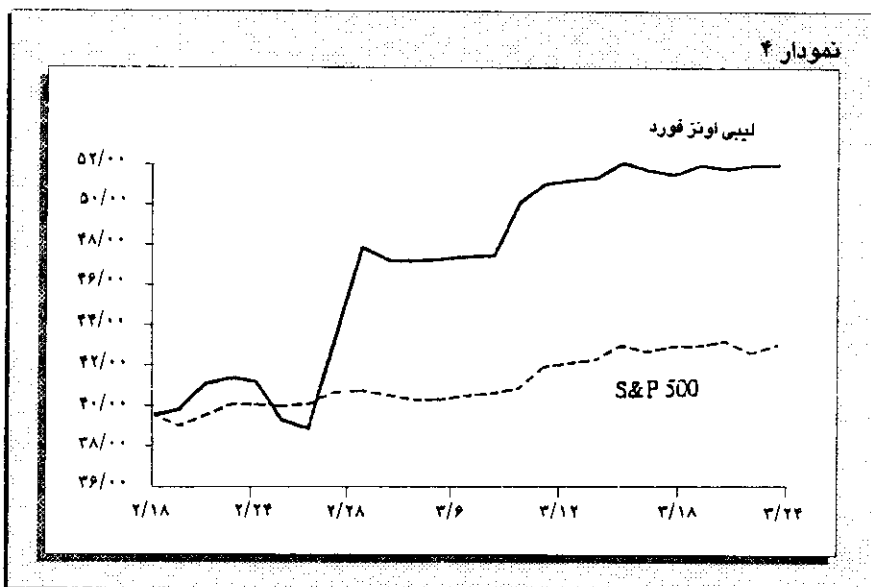
اگرچه افزایش سود تقسیمی، به عنوان قسمتی از برنامه تجدید ساختار، ارزش بازار سهام شرکت آرکو را افزایش داد، اما این سیاست نسبت به روشهای دیگر توزیع مازاد نقدی، از مطلوبیت کمتری برخوردار است، زیرا تاثیر مالیاتی ندارد و تعهد مربوط به آن به قدرتمندی تعهد مربوط به پرداخت بدهی نیست.

تمرکز سهام در دست افراد کمتر سومین دلیل استفاده متهورانه از بدهی این است که هر قدر یک شرکت، استفاده بیشتری از بدهی نماید، سرمایه خود را کمتر به کار می‌گیرد. اگر تجدید ساختار مالی از طریق وام تامین گردد، انگیزه تمرکز سهام عادی در دست افراد کمتر، قوت می‌یابد.

این مطلب موجب افزایش انگیزه سهامداران در نظارت دقیقتر بر سرمایه‌گذارهایشان می‌شود. همچنین اگر به مدیران سهمی از سرمایه داده شود، انگیزه آنها در ارائه کار بهتر، بالا می‌رود.

انگیزه سرمایه‌گذاران دلیل تمرکز سرمایه در دست سرمایه‌گذاران کمتر، ثوری آقای جیمز بوچانان (James Buchanan) برنده جایزه نوبل اقتصاد است. آقای بوچانان تمایل داشت بفهمد، چراکنگره قوانینی را می‌گذراند که مورد تایید عموم مردم نیست. او با تفکر دریافت که دلیل این موضوع، درخواست گروهی از نمایندگان برای گذراندن قانونی در جهت نفع موکلین آنها، اما به هزینه پرداخت‌کنندگان مالیات است. وی معتقد بود که وقتی منافع متمرکز و هزینه‌ها گسترده می‌شود، سیستم دموکراتیک فاقد عامل حراست‌کننده از اکثریت در مقابل استثمارگری اقلیت است.

در شرکتهای بزرگ که دارای مالکیت عمومی هستند نیز چنین تضادی بین مدیران و سهامداران وجود دارد. در واقع اگر مدیریت تصمیماتی در جهت امنیت شغلی، پوستیژ، و ... خود اتخاذ نماید که ثروت سهامداران را به حداکثر نرساند، این عدم تطابق هزینه و درآمد، موجب نمی‌شود که یک سرمایه‌گذار، یا گروه کوچکی از سرمایه‌گذاران، هزینه مخالفت با مدیریت را برعهده گیرند. اما اگر از بدهی برای بازخرید سهام استفاده شود، سرمایه واحد تجاری در



پیلکینگتون برادرز (Pilkington Brothers) که یک شرکت انگلیسی تولیدکننده شیشه بود، مبادرت به تحصیل ۳۰ درصد از سهام شرکت یاد شده نمود. تجدید ساختار ابتدا در تاریخ ۲۷ فوریه اعلام گردید و سپس در تاریخ اول مارس ۱۹۸۶ مورد تایید قرار گرفت. پس از اعلام، قیمت هر سهم شرکت لیبی اونز فورد، از شصت دلار به هفتاد و پنج دلار رسید، یعنی ۲۵ درصد افزایش یافت (نمودار ۴).

ارزش افزوده ناشی از این ساختار جدید را می‌توان به فروش بخش کم‌بازده و تمرکز بر قسمت سود ده نسبت داد. زیرا تولید شیشه در شرکت پیلکینگتون بسیار با ارزش‌تر از شرکت لیبی اونز فورد بود و این شرکت پس از جدا نمودن قسمت تولید شیشه، کوششهایش را در بخش مایعات و پلاستیک متمرکز نمود و رشد بالقوه بهتری نسبت به قبل پیدا کرد.

فشاری در جهت بهبود عملکرد
آخرین دلیل استفاده متهورانه از بدهی، وجود تفاوت روانشناختی بین بدهی و سرمایه سهامداران است. سرمایه نرم اما بدهی سخت است. سرمایه بخشاینده اما بدهی لجوج و سمج است. سرمایه بالش

آنها می‌توانند با پول خود ۱ درصد از ارزش شرکت را تحصیل نمایند. اما اگر شرکت وامی به مبلغ ۸۰ میلیون دلار برای بازخرید سهام عادی، دریافت نموده باشد، ۱ درصد سرمایه‌گذاری آنها موجب می‌شود که در ۵ درصد از باقیمانده سرمایه شریک باشند.

فروش داراییهای کم‌بازده

اغلب، پس از این که یک شرکت از وام استفاده می‌کند، گفته می‌شود که بار بدهی تحمل‌ناپذیر است. پاسخ مدیریت در این موارد، فروش داراییها و واحدهای تجاری نامربوط و کم‌بازده می‌باشد. با کنار گذاردن چنین داراییهایی، مدیریت تمام انرژی خود را صرف حل مشکلات و بهره‌برداری از مابقی شرکت می‌نماید.

مثال روشنی در این مورد، شرکت لیبی اونز فورد (Libbey - Owens - Ford) است که در حال حاضر ترینوا (Trinova) نامیده می‌شود. این شرکت که به کار تولید شیشه‌های مسطح اشتغال داشت، دارای حاشیه سود کمی بود و برای باقی ماندن در بازار رقابتی نیاز به سرمایه‌ای بنیادین داشت. سایر اشتغالات شرکت، یعنی تولید پلاستیک و مایعات، دارای رشد خوب و سوددهی بالاتر بود. در این زمان شرکت

دست تعداد کمتری از سرمایه‌گذاران متمرکز می‌گردد. در نتیجه هزینه ارزش از دست رفته به دلیل مدیریت ناصحیح، موجب می‌شود که سهامداران نظارت بیشتری بر عملکرد موسسه بنمایند. در این صورت انگیزه مدیر برای ارائه کار بهتر، بالا می‌رود.

به عنوان مثال، فرض کنید که یک شرکت با ده میلیون سهم عادی که هر یک را به ارزش ده دلار فروخته است، بدون بدهی شروع به کار نماید. خط مشی غلط مدیریت، ارزش شرکت را به مبلغ ۲۰ میلیون دلار کاهش می‌دهد. اما به دلیل گسترده بودن مالکیت، این کاهش ارزش موجب نمی‌شود که سهامداران دست به اقدامی بزنند. در صورتی که اگر مدیریت وامی به ارزش ۵۰ میلیون دلار به منظور بازخرید ۵ میلیون سهم عادی در بازار آزاد، دریافت نماید، ۲۰ میلیون دلار ارزش از دست رفته بین ۵ میلیون سهم باقیمانده تسهیم می‌گردد، در نتیجه ارزش هر سهم چهار دلار کاهش می‌یابد که ۴۰ درصد کاهش در ارزش کل سهام را در پی دارد (شکافی که موجب دگرگونی سهامدار می‌شود)، در این صورت مدیریت می‌داند که سرمایه‌گذاران انگیزه بیشتری در نظارت بر عملکرد او دارند، و باید با دقت در جهت ایجاد ارزش برای سهامداران بکوشد.

انگیزه‌های مدیریت و کارکنان

بدهی با کاهش مبلغ سرمایه مورد نیاز برای پشتیبانی از داراییهای شرکت امکاناتی فراهم می‌آورد که کارکنان داخل سازمان به راحتی می‌توانند مالک موسسه‌ای که برای آن کار می‌کنند، شوند. برای مثال، فرض کنید که مدیران و کارکنان یک شرکت علاقه‌مند هستند که معادل مبلغ یک میلیون دلار از پول خود را به خرید سهام عادی شرکت مذکور اختصاص دهند. اگر ارزش شرکت صد میلیون دلار بوده و تماماً از طریق سرمایه سهامداران تامین شده باشد،

باشند. اخذ وام مدیران را مجبور می‌کند تا به کارایی داراییها توجه بیشتری نمایند. به سخن دیگر، مدیران انتظار دارند که بازده دارایی خریداری شده از بهره وام بیشتر باشد. بنابراین اگر دارایی کارایی لازم را نداشته باشد، آن را می‌فروشند، یا متحول می‌نمایند.

مزیت دیگر تامین مالی از طریق بدهی، جلب توجه مدیران به جریانهای نقدی به جای سود می‌باشد.

پی‌نوشت

1- The Standard Oil Company of Ohio (SOHIO)

2- Price- Earning Ratio ($\frac{P}{E}$)

1- Business Week, (Aug. 19, 1985)

2- G. Bennett Stewart, "The Quest For Value," Harper Collins Publishers Inc., 1991.

3- Research Bulletin (September 25, 1985).

4- The Wall Street Journal (March 14, 1989).

منابع

نامطلوب اقدام می‌نمایند. اما با ورود بدهی، دیدگاه تغییر می‌یابد و توجه مدیریت به سرچشمه ارزشهای شرکت یعنی ایجاد جریانهای نقدی معطوف می‌شود.

نتیجه‌گیری

در این مقاله، منافع ناشی از تجدید ساختار مالی در شرکتها، با اتکا به پژوهش بنت استوارت و

دیوید گلاس من تشریح گردیده است. به عقیده آنها، بهترین روش برای تجدید ساختار مالی، استفاده از اهرم مالی است. تامین مالی از طریق بدهی به دلیل پرداخت هزینه بهره موجب صرفه‌جویی مالیاتی می‌گردد. همچنین با اخذ وام، تعهدی برای پرداخت اقساط

به وجود می‌آید

که خطای

سرمایه‌گذاری

مجدد مازاد نقدی

را کاهش می‌دهد.

اهرم مالی،

مدیران را برای

بالا بردن بازده

شرکت، تحت

فشار قرار

می‌دهد. آنها

می‌دانند که باید

اقساط وام را

پردازند. از این رو

سعی می‌کنند که

برنامه‌ریزی

دقیقتری در

ارتباط با عوامل

تولید داشته

اهرم مالی مدیران را برای بالا بردن بازده شرکت تحت فشار قرار می‌دهد. آنها می‌دانند که باید اقساط وام را پردازند از این رو سعی می‌کنند که برنامه‌ریزی دقیقتری در ارتباط با عوامل تولید داشته باشند.

پرفرو اما بدهی دشمن نوک تیز است. سرمایه سهامداران مثل لالیبی است که مدیریت را می‌خواباند و گناهانش را می‌بخشد. سرمایه، صدای ناقوس نزول عایدات را خفه می‌کند. خلاصه این که بخشش و گذشت، کیش و آیین سرمایه‌گذاران است. اما بار بدهی را بر دوش همسان شرکت بگذارید و مشاهده کنید

که وقتی منافع عملیاتی آن حتی به مقدار کم نزول می‌کند، چه روی می‌دهد! ناگهان موج بحران برای رفع مشکل برمی‌خیزد. اما مشکل واقعی این نیست که در دفاتر شرکت حقوق صاحبان سهام یا بدهی وجود دارد، بلکه فقط احساس می‌گردد که با وجود بدهی، فشار بیشتر است.

سود یا جریانهای نقدی

بدهی، انگیزه‌ای برای بهتر کار کردن مدیریت است. بدهی، مدیران را وادار می‌سازد که به بررسی سوالات بنیادین در ارتباط با ارزش شرکت- یعنی این که، سود یا جریانهای نقدی کدام یک موضوع اصلی است- پردازند.

بسیاری از مدیران ارشد شرکتهای بزرگ مسحور سخنان رسانه‌های عمومی، تحلیلگران اوراق بهادار و بانکهای سرمایه‌گذاری می‌شوند و به این افسانه معتقدند که بازار سود می‌خواهد و آن را در همین لحظه می‌خواهد. آنها برای به دست آوردن رضایت سهامداران که تصور می‌شود، اشتیاق غیرمنطقی به گزارش سود دارند، به انجام بعضی هزینه‌های ضروری از جمله تحقیق و توسعه نمی‌پردازند و بدتر از همه به سرمایه‌گذاری عایدات در فرصتهای

روشن
ترجمه ماشینی
نوین

قابل توجه

مراکز علمی، تحقیقاتی، مدیران، مترجمین، دانشجویان و شما که درک سریع و ساده از مطلب انگلیسی را خواهید

مترجم مبنا

عمومی-تخصصی

نرم افزار ترجمه متن انگلیسی تخصصی به جمله های فارسی

آماده تحویل



نرم افزاری مبنا سیستم
تهران
تلفن: ۸۸۵۱۲۵۱، شماره: ۸۸۵۱۲۵۲