

کارکنان از آن آگاه هستند و به‌طور کامل استفاده می‌کنند.

- منابع دست نخورده در سازمانها و کارکنان آنها وجود دارند که مدیران آگاه بایستی در جستجوی این منابع برای استفاده مطلوب برآیند.
- بهره‌وری مطلوب در موسسه‌ای صورت می‌گیرد که مدیریت آن کلیه جوانب کار را به صورت نظام‌گرا مورد بررسی قرار دهد و تصمیمات خود را بر مبنای اطلاعات دقیق بگیرد.
- چنانچه بهره‌وری افراد در یک موسسه ولو به‌طور مختصر افزایش یابد، در جمع و در سطح موسسه افزایش چشم‌گیر بهره‌وری پدید خواهد آمد.

- یکی از راه‌های ساده افزایش بهره‌وری، جلوگیری از عواملی است که موجب کاهش بهره‌وری می‌شوند. □

نگاهی به تجربه اوراق قرضه بنجل در امریکا

تناسب ابزارها و نهادهای مالی

با نیازهای بازار سرمایه

از: دکتر حسین عبده تبریزی

اشاره:

سال‌هاست که «بانک» تنها نهاد مالی معتبر در بازار سرمایه و سهام تنها ابزار غیربانکی بازار سرمایه ایران است. در سال‌های اخیر، ضرورت متنوع کردن ابزارها و نهادهای مالی را بسیاری گوشزد کرده‌اند. برای مثال، ضرورت وجود ابزاری مالی با نرخ سود ثابت، ابزاری شبیه اوراق قرضه، در بورس اوراق بهادار تهران خاطرنشان شده است. از طرفی با پیگیری صرافی‌ها، موسسات کارگزاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسیار، و صدور مجوز برای تاسیس موسسات اعتباری غیربانکی، نهادهای مالی بیشتری در عرصه مالی کشور حیات می‌یابند.

به نظر می‌آید که پیشنهاد ایجاد ابزارها و نهادهای جدید، بیشتر به تئوری شبیه است که جامعه مالی ما را فراگرفته است، و نه حاصل بررسی جامع از بازار سرمایه ایران و ضرورت‌ها و نیازهای آن، و این هیجانی است که در سال‌های بعد از انقلاب در دو مورد دیگر به خلق نهادهایی منجر شد: موسسات مالی در نهادهای انقلابی و شرکت‌های مضاربه‌ای.

و هنوز هیچ مطالعه جدی در اختیار نیست که نشان دهد ضرورت وجودی آن نهادها چه بود، چرا ایجاد شدند، و چرا برخی از آنها، مانند شرکت‌های مضاربه‌ای، به ناچار باید می‌رفتند. هیچ بررسی جدی در مورد عملکرد و کارایی آنها در دست نیست. این مقاله به ضرورت بازنگری این ابزارها و نهادها از طریق ذکر تجربه «درکسل» و اوراق قرضه بنجل می‌پردازد.

منابع:

- ۱ - مقایسه آمار بهره‌وری کار در کشورهای آسیایی از انتشارات تشکیلات ملی بهره‌وری
- ۲ - «افزایش بهره‌وری، ادای دین به آیندگان» - تدبیر - شماره ۲۹ - دی‌ماه ۱۳۷۱
- ۳ - «بررسی عملکرد و وضع موجود نیروی انسانی و مدیریت در بخش دولتی» - سازمان امور اداری و استخدامی کشور - خرداد ۱۳۶۸
- ۴ - «بهره‌وری، حلقه گمشده اقتصاد ما» - تدبیر - شماره ۲۸ - بهمن‌ماه ۱۳۷۱
- ۵ - عمادزاده، مصطفی: «آموزش و پرورش و بهره‌وری» - دانش مدیریت - شماره ۲۱ - بهار ۱۳۷۰
- ۶ - اقدسی، محمد: «استراتژی بهبود، یگانه راه افزایش بهره‌وری» - سمینار آموزشی بهره‌وری - ۱۹-۱۴ شهریور ۱۳۷۱
- ۷ - رزاقی، ابراهیم: «نقش دولت در توسعه اقتصادی ایران پس از جنگ»، اطلاعات سیاسی، اقتصادی - شماره ۶۹-۷۰
- ۸ - «بهره‌وری، حلقه گمشده اقتصاد ما» - تدبیر - شماره ۲۸ - دی‌ماه ۱۳۷۱
- ۹ - محاسبه به وسیله گروه و با استفاده از نشریات سرشماری سال ۱۳۶۵، انجام گرفته است.
- ۱۰ - «بهره‌وری، ادای دین به آیندگان» - تدبیر - شماره ۲۹ - بهمن ۱۳۷۱
- ۱۱ - تدبیر، همان مأخذ
- 12 - PROKOPENKO, JOSEPH
- ۱۳ - تدبیر، همان مأخذ
- ۱۴ - تدبیر، همان مأخذ

تب تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری
تب تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سه چهار سال اخیر یکی دیگر از تحولات مهم در بازار سرمایه ایران است: تقریباً همه بانک‌ها و بسیاری بنگاه‌های اقتصادی دولتی به تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری دست زده‌اند. جامعه‌ای که مدت‌ها دچار تفریط بوده است، حالا به نظر می‌آید که اسیر افراط کاری است. هر شرکت سرمایه‌گذاری به کاری مشغول است و فعالیت‌های آنها هم منسجم نیست. به نظر می‌آید هر شرکت برداشتی مستقل از مقوله «شرکت‌های سرمایه‌گذاری» دارد. اشتباه نشود، نگارنده این سطور، معتقد به محدودیت ابزارها و نهادهای بازار سرمایه نیست. نمی‌گوید که این ابزارها و نهادها نباید خلق شود؛ نمی‌گوید که بازارهای سرمایه تازه‌ای نباید شکل گیرد؛ بلکه صرفاً بیم آن دارد که نهادها و ابزارهای مالی جدید بر بستر ضرورت‌ها و نیازهای بازار سرمایه ایران ایجاد نشود و بیم آن دارد که باگیری نهادهای جدید از نتیجه بررسی عمیق بازار پول و سرمایه ایران به دست نیامده باشد و به سیاق جاری، از هیجانی زودگذر و تب دنباله‌روی از مد روز سرچشمه گیرد. آنجا که سلاح تحلیل و روشکافی و ریزبینی کارگر نیست، دنباله‌روی کورکورانه است که سرنوشت را رقم می‌زند. و می‌دانیم که اگر این دومی، یعنی تقلید از سر ناآگاهی کامل از اوضاع اقتصاد و ضرورت‌های مالی، عامل تعیین‌کننده شود، سرنوشت بازار سرمایه، تاریک خواهد بود. دخالت‌های شتاب‌زده در بازار ارز تجربه تلخی است که مقامات مالی

ممکنست لحظه‌ای از آن نباید غافل باشند، و هر روز می‌باید بیش از صد بار آن را در ذهن خود مرور کنند.

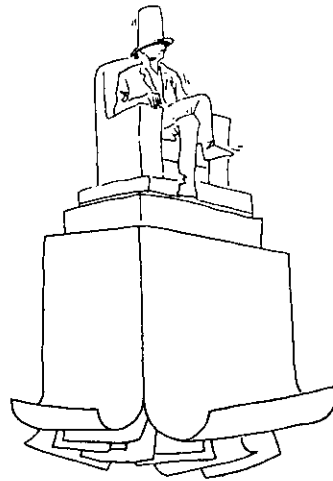
ناچاریم به‌طور دائمی و مستمر از خور بپرسیم که ابزارها و نهادهای مالی که در کتاب‌های خارجی می‌خوانیم - و در بازارهای سرمایه خارجی می‌یابیم - چه کاربردی در کشور ما دارد، و چه ضرورت‌هایی خلق آنها را ایجاد می‌کند، و آنها به چه نیازهایی پاسخ می‌دهند؟ بازارهای سرمایه پیچیده و با ابزار مالی متنوع تا چه حد مورد نیاز است؟ نهادهای مالی متنوع و شاخص‌های جوراجور چقدر بکار می‌آیند؟ آنها را چگونه می‌باید به قامت جامعه ایرانی دوخت؟ می‌بینید که سخن از ترک و طرد مفاهیم جدید مالی، مدل‌ها، نظریه‌ها، و نهادهای مالی نیست، بلکه اشاره به فایده آنها برای شرایط جامعه ماست پس بناچار می‌باید ارتباط ابزارها و بازارها را با نیاز اقتصاد ایران و ضرورت‌های بازار سرمایه جستجو کنیم.

ارتباط ابزارها و بازارها

به دو شیوه می‌توان با مسئله برخورد کرد:

۱ - راهی آسان و کاهلانه. ساختار اقتصادهای مختلف بر عرصه گیتی را مشابه فرض کنیم. هرچه برای کشورهای صنعتی و از نظر اقتصادی پیشرفته خوب است، برای ما هم خوب است. اگر آمریکا و اروپا ابزار متنوع مالی، بازارهای پیچیده، و نهادهای مالی با وظایف و مسئولیت‌های گوناگون دارند - و آنها را لازم می‌دانند - ما هم به ناچار باید از همان مسیر به مقصد برسیم، و عین آن نهادها و ابزارها - یا اگر هم نتوانستیم شبیه آنها - را بسازیم. چرخ چاه را که نباید دوباره اختراع کرد! تضاد موجود در این شیوه ساده‌اندیشانه، آن است که وضع در خود کشورهای صنعتی پیشرفته هم یک دست نیست. انگلستان با بازارهای سرمایه پیچیده و تنوع بی‌نظیر ابزارها و نهادهای مالی، از آلمانی که بازار سرمایه بسیط دارد، از نظر رشد، تشکیل سرمایه، اشتغال کامل، و سایر شاخص‌های مهم اقتصادی، فرسنگ‌ها عقب افتاده است.

۲ - راهی دشوار و عالمانه. هر اقتصادی ساختار ویژه خود را می‌طلبد. بازار سرمایه در هر کشور متناسب با ساختار اقتصادی آن شکل می‌گیرد. هر بازار سرمایه‌ای ابزار و نهادهای متناسب با خود را دارد. همه ویژگی‌های خاص هر بازار سرمایه را باید به طور عمیق مورد بررسی قرار داد، و قیل از



● به نظر می‌رسد که پیشنهاد ایجاد بازارها و نهادهای جدید بیشتر به تبی شبیه است که جامعه مالی ما را فراگرفته است.

صدور مجوز برای هر نهاد یا ابزار مالی خاص، جایگاه آن را به درستی در بازار سرمایه تعیین کرد. ابزارها و نهادهای مالی در خلاء ایجاد نمی‌شود؛ هر ابزار یا نهادی پاسخگویی نیازی در بازار سرمایه است. پس، جستجو و بررسی دائمی، برقراری رابطه‌ها و تناسب‌ها، پی‌جویی علت‌ها و ضرورت‌ها، ... ویژگی اصلی این راه‌حل است.

مثال: اوراق قرضه بنجل

برای اینکه مثالی از تناسب ابزار مالی با نیازهای بازار سرمایه ارائه کنیم، نحوه پانگیری و رونق اوراق قرضه بنجل^(۱) را در آمریکا بررسی می‌کنیم. نشان می‌دهیم که برپایه چه ضرورتی در بازار سرمایه آمریکا، این اوراق رواج یافتند، و چرا با تغییر نقش، و فزونی از حد و محدودی که نیازهای واقعی بازار سرمایه ایجاد می‌کرد، این ابزار مشکل‌آفرین، و عملاً از بازار خارج شد.

بخش اعظم بازار اوراق قرضه شرکت‌ها در آمریکا به شرکت‌های معتبر تعلق دارد. شرکت‌هایی که در طبقه‌بندی اعتباری شرکت «استاندارد اند پور»^(۲) در گروه AA, AAA, A, و BBB طبقه‌بندی می‌شوند. بقیه شرکت‌ها می‌باید به بانک‌ها مراجعه کنند، و نمی‌توانند مستقیماً از صاحبان پس‌انداز وام بگیرند. اوراق قرضه آن شرکت‌ها در گروه BB, B, CCC, و یا CC طبقه‌بندی می‌شود. این شرکت‌های متوسط، تازه‌پا، و کم اعتبارتر، هرگز نمی‌توانستند در بازار

اوراق بهادار با درآمد ثابت آمریکا، مقدار قابل ملاحظه‌ای اوراق قرضه بفروشدند.^(۳) به دلیل خطر بیشتر، این اوراق با «شربالا»^(۴)، نامیده می‌شود، یعنی نرخ بازده آنها به مراتب بالاتر از اوراق قرضه شرکت‌های معتبر است، و در دهه ۸۰، با رواج بیش از پیش آنها، به تدریج به اوراق قرضه بنجل مشهور شدند. این اوراقی است که جنبه‌های «سفته‌بازی» بالایی دارد، و توانایی صادرکننده آن در بازپرداخت بدهی و انجام تعهداتش همواره مورد تردید است.

در دهه ۸۰، انتشار بیش از پیش اوراق قرضه بنجل رواج یافت. شرکتی که بیش از سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری تنور بازار این اوراق بهادار را داغ کرد، شرکتی به نام «درکسل برنهام لامبرت»^(۵) بود. «مایکل میلکن»^(۶)، مدیر «درکسل» و طراح اصلی گسترش اوراق قرضه بنجل، این توانایی را داشت که بازاری ۲۰ میلیارد دلاری را ظرف چند سال به ۱۱۰ (سال ۱۹۸۵)^(۷) و بعد به ۲۰۰ میلیارد دلار^(۸) گسترش دهد.

«میلکن» توانست «درکسل» را که در اوایل دهه ۸۰ شرکت رده سوم سرمایه‌گذاری بیش نبود، ظرف چند سال به یکی از موفق‌ترین شرکت‌های سرمایه‌گذاری تبدیل کند.

«میلکن» با بررسی خطر سرمایه‌گذاری در دانشگاه پنسیلوانیا کشف کرد که بسیاری از شرکت‌های کوچک که برخلاف تمایلشان از امکانات «وال استریت» محروم شده‌اند، سابقه خوبی در بازپرداخت بدهی‌های خود داشته‌اند^(۹)، و آمادگی پرداخت بهره‌های بیشتر دارند.^(۱۰) این آگاهی، «مایکل میلکن» را به تشکیل بازار اوراق قرضه بنجل رهنمون شد، و وی با حرارتی همچون مبلغان مذهبی، در مورد منافع این ابزار، داد سخن داد. فکر اصلی «میلکن» تدارک منبع مالی کاملاً جدیدی برای شرکت‌های نوپا بود؛ شرکت‌هایی که از مسیر وجوه سرمایه‌ای بازار سستی «وال استریت» دور افتاده بودند. آن بازار می‌خواست فقط به شرکت‌های با رده‌بندی اعتباری بالا وام دهد، اما «میلکن» در پی آن بود که انزوای مالی تحمیل شده بر شرکت‌های کوچک را درهم شکند. نکته قابل توجه این است که «میلکن» بیش از حد موردانتظار موفق شد.

هرچند که اوراق بنجل دهه ۸۰، و به مفهومی ابزار مالی جدید، ساخته و پرداخته ذهن «میلکن» بود، اما سابقه اوراق قرضه با رده‌بندی پایین به نیم قرن قبل برمی‌گشت.^(۱۱) با این همه، با شناسایی خلاء بازار، و نیازهای بازار سرمایه

امریکا در آن مقطع، «میلکن» به اقدامی انقلابی دست زد. تا دهه ۷۰، همه شرکت‌های بزرگ امکانات سرمایه بلندمدت را در اختیار داشتند. بنگاه‌های کارآفرین و نوآور کوچکتر، به این نوع وجوه بلندمدت دسترسی نداشتند. «وال استریت» و بانک‌های مالی جهان بود، و موسسه‌های «مودیز»^(۱۲) و «استادارد اند پور» با اعمال رده‌بندی اعتباری شرکت‌ها، و درجه‌بندی خطر اوراق قرضه، عملاً فقط ۵ درصد شرکت‌های امریکایی را واجد شرایط صدور اوراق قرضه می‌شناختند. آنها از ورود هزاران شرکت به بازار وام بلندمدت جلوگیری می‌کردند، و این شرکت‌ها برای دریافت وام، به جای مراجعه مستقیم به خود سرمایه‌گذاران از طریق اوراق قرضه، به ناچار به بانک‌ها و شرکت‌های بیمه رجوع می‌کردند.

ادعای اصلی «میلکن» این بود که اوراق قرضه با ثمر بالا (یا اوراق بنجل) سابقه بازپرداخت اصل و فرع مناسبی دارند، و صادرکنندگان آنها با گردآوری این وجوه، آنها را صرف طرح‌های سرمایه‌گذاری با نرخ بازده مناسب خواهند کرد. بنابراین، به ادعای «میلکن»، دارندگان فکرهای نو و طرح‌های نوآور و کارآفرین‌های با کارایی بالا از این طریق نقبی به بازار سرمایه می‌زنند و پول ارزان قیمت بدست می‌آورند.

مشکلات «درکسل برنهام لامبرت»

ادعاهای «میلکن» را برای مدتی رها می‌کنیم، و به داوری درباره شرکتی که ساخته است، می‌پردازیم. در ۱۲ فوریه ۱۹۹۰، «درکسل برنهام لامبرت»، موسسه سرمایه‌گذاری تهاجمی «وال استریت» که بازار اوراق قرضه بنجل ۲۰۰ میلیارد دلاری درست کرده بود، دنبال شریکی برای ادغام می‌گشت، و شایعه زیان‌های عظیم شرکت بر سر زبانها بود.

درکسل در سال ۱۹۸۹ در شش مورد فریب و پنهان کاری در معاملات اوراق قرضه بنجل قبول مسئولیت کرده بود. شرکت مقدار زیادی اوراق قرضه بنجل در «بدره»^(۱۳) خود داشت که ارزش اکثر آنها در سال ۸۹ و ۹۰ پایین آمده بود. غیر از مشکلاتش با اوراق قرضه بنجل، «درکسل» در سال ۹۰ درگیر دادرسی دهها پرونده معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه^(۱۴) بود؛ شرکت متهم بود که در آن معاملات دخالت داشته است. شرکتی که در دهه ۸۰ از موفق‌ترین بنگاه‌های سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌رفت، و دستاوردهایش نقل هر مجلس بود، و مثلاً فقط در سال ۸۵ حدود

۱/۱ میلیارد دلار سود کرده بود، حالا با مشکلات عدیده‌ای دست و پنجه نرم می‌کرد. «مایکل میلکن» که کم و بیش در جوانی توان گسترش بازاری با این ابعاد را درخود یافته بود، و طراح اوراق قرضه بنجل به حساب می‌آمد، حالا مسبب ناکامی‌های «درکسل» شناخته می‌شد. اوضاع به گونه‌ای پیش می‌رفت که در همان سال ۹۰ نیز بسیاری بر آن بودند که «درکسل» به ناچار می‌باید اعلام ورشکستگی کند و از پوشش «فصل یازده»^(۱۵) قانون ورشکستگی امریکا برخوردار شود، و شرطلبکاران را از سر مدیران کم کند.

آقای «میلکن» به ۹۸ مورد فرسکاری در معاملات سهام و اوراق قرضه بنجل متهم شد، و بازار اوراق قرضه بنجل به دلیل عدم پرداخت‌های عمده، و درواقع ناتوانی شرکت‌های صادرکننده اوراق در پرداخت بهره‌های سنگین تعهد شده، درهم شکست. اعلام شد که اگر زیان‌های عمده اوراق قرضه بنجل در «بده» درکسل نبود، شرکت سودی ۹ رقمی اعلام می‌کرد. زیان شرکت تنها از خود این اوراق نبود، بلکه شرکت از درآمد حاصل از پذیره‌نویسی اوراق قرضه بنجل نیز محروم شده بود. به علاوه، مخارج طاق‌ت‌فرسای دعاوی علیه شرکت فقط در سال ۸۸ (در آن سال شرکت ۱۶۶ میلیون دلار ضرر اعلام کرد) معادل ۵۶۰ میلیون دلار بود که جرایم مربوط به ۶ مورد ارتکاب جرم مالی خود را پرداخت کرده بود.

پرداخت الوین تافلر

چه بلایی همچون بختک بر سر شرکت «درکسل برنهام لامبرت» و مدیر طراح آن «مایکل میلکن» نازل شد؟ جالب است مروری بر برداشت الوین تافلر^(۱۶) از این قضیه داشته باشیم. وی «میلکن» را با «پیرپونت مورگان»^(۱۷)، نماد قدرت پولی قرن ۱۹، مقایسه می‌کند و می‌گوید «مورگان» صنعت ایالات متحده را مورگانیزه کرد؛ یعنی،



نظامی خلق کرد که دارای سلسله مراتب بود، و انگیزه اصلی آن را مسائل مالی تشکیل می‌داد. و یک تراست پولی به‌وجود آورد که در اصل بر جریان‌های اصلی سرمایه در کشور امریکا تسلط داشت. مورگان سرمایه را متمرکز کرد. کمپانی‌های کوچک را در شرکت‌های بزرگ و انحصارها ادغام کرد. مورگان پیوسته بین وال استریت و ملک خود در هودسون و کاخ‌های مجللش در اروپا و آپارتمان‌ش در مانهاتن در رفت و آمد. بود. مورگان نماینده عصر گردیر، برلینگتون، فولاد بتلهم، جنرال موتورز و آن واحدهای دودکشی بود که اوراق بهادارشان درجه‌بندی عالی و مطمئن^(۱۸) داشت.

تافلر می‌گوید: «مایکل میلکن» طراح بزرگ «درکسل» که ساعت ۴/۵ صبح سرکار می‌آمد و درخانه چوبی و آجری که فرسنگ‌ها با قصرهای مورگان فاصله داشت، زندگی می‌کرد، نماینده دوران جدیدی است: مورگان اتحادیه‌های تجاری را تحقیر می‌کرد، اما «میلکن» مشاور مالی اتحادیه‌ها، راه‌آهن و خطوط هوایی بود. این اندیشه که کارکنان باید صاحب واحدهای خود باشند، به عنوان بدترین نوع کمونیسم، مورگان را تکان می‌داد، در حالی که «میلکن» طرفدار مالکیت کارگران و مشارکت گسترده‌تر آنان بود.

به گمان تافلر، «میلکن» برخلاف مورگان، انحصار بازار سرمایه را به شدت کاهش داد، و امکان تامین مالی طرح‌های کارآفرینان و صاحبان اندیشه را فراهم کرد. حدود ۷۵٪ (رقم از تافلر است) اوراق قرضه بنجل صرف سرمایه‌گذاری روی تکنولوژی جدید شد، و میلکن نشان داد شرکت‌های کوچک کارا تر از شرکت‌های بزرگ‌اند:

... برخلاف مورگان که «تراست پولی» خلق کرد، «میلکن» بازار امور مالی را رقابت‌پذیرتر ساخت و انحصار آن را کاهش داد و دروازه‌ها را مثل گذشته باز کرد و هزاران کمپانی را از وابستگی به بانک‌ها و شرکت‌های بیمه رها ساخت... حدود ۷۵ درصد اوراق قرضه بنجل خیلی بی‌سروصدا برای سرمایه‌گذاری روی تکنولوژی جدید یا گشایش بازاری تازه ... بکار رفت... «میلکن» با تسخیر دروازه‌های سرمایه، کل ساختار قدرت دودکشی را در امریکا به لرزه انداخت... زمانی که نظام مالی به بازسازی صنایع مشغول بود، میلکن خود نظام مالی را بازسازی کرد. «کاتی بروک»^(۱۹) بی‌رحم‌ترین منتقد «میلکن» اذعان دارد که بنگاه «میلکن» با بسط امکان دسترسی می‌توانست «به نحوی منطقی این ادعا را حفظ کند ... که

دموکراتیزه کردن سرمایه را پیش برده است» (۲۰). بدین ترتیب، به نظر تافلر، «میلکن» که ساختار قدرت دودکشی را درهم شکسته بود و مناسبات مربوط به آن را بر هم زده بود، خود نهایتاً قربانی ضد حمله آن نظام شد. چرا که در مرحله دوم، به دلیل تامین مالی «قبضه کردن مالکیت‌های» (۲۱) بزرگ، خود در دام انحصارهای عمده افتاد و تیغش دیگر برش نداشت.

نویسنده این سطور با نقطه‌نظرهای تافلر موافق نیست. الوین تافلر ژورنالیست معتبری است که کار اصلی‌اش ساده‌کردن و عامیانه کردن علم (۲۲) است. وی گرایش به دراماتیزه کردن امور دارد، و بیش از آن که بخواهد سازوکار علم مالیه شرکت‌ها و قواعد بازار سرمایه را در نظر بگیرد، تمایل به سیاسی کردن حوادث دارد. از این رو، آمار دقیقی از وضعیت اوراق بنجل و بازار آن ارائه نمی‌کند، و از آن آمار برای تحلیل آنچه واقعاً رخ می‌دهد، سود نمی‌جوید.

در تحلیل اوضاع بازار سرمایه آن سال‌های امریکا بسیار مفید است که نگاه کوتاهی به متن مصاحبه عالمانه معلم پیر مدیریت که باید خود نماینده عصر سرمایه‌های دودکشی باشد، بیندازیم، تا ببینیم که «بیتر دراگر» (۲۳) حتی هنگامی که با مجله‌ای مصاحبه می‌کند، باچه دقتی از افراط و تفریط بازار سرمایه امریکا سخن می‌گوید:

... یک ضرب‌المثل قدیمی هست که می‌گوید اگر در شهرتان گورکن ندارید، لاشخور لازم دارید. چون در طول سی سال گذشته، مدیریت شرکت‌های بسیار بزرگ در مقابل کسی مسئول و پاسخگو نبوده، مانند آن است که ما هم به لاشخور و کرسکس احتیاج داریم. لاشخورها مهاجمانی هستند که برای تمیز کردن و پاکسازی محیط از لاشه‌های عفن می‌آیند. بهایی که جامعه ما برای این قبیل تملک‌های حرص‌آلود می‌پردازد، بسیار گزاف است. اولاً که با این کار از شرکت‌ها اخلاق‌زدایی می‌شود، و از آن مهمتر از مدیریت‌های میانی - یعنی کسانی که در واقع کننده کار هستند - اخلاق‌زدایی می‌شود.

می‌خواهم بگویم هیچ شک نداشته باشید که لازم است مقدار زیادی از این مجتمع‌های بزرگ شرکت‌ها (کونگلو مرآ) تجزیه و به اجزای کوچکتر تقسیم شوند. تاکنون بسیاری از مدیران بدون داشتن هیچ‌گونه توجه اقتصادی در حال بنا کردن امپراتوری‌های عظیم بوده‌اند: بعضی فقط و فقط برای اینکه یک شرکت بسیار عظیم داشته باشند و

بعضی صرفاً برای اینکه معامله‌ای انجام داده باشند. بگذارید رازی را برای شما افشا کنم: معامله کردن دارد بنیاد کارکردن را می‌سوزاند. معامله‌گری و دلالتی کار مهیج و پرجذبه‌ای شده است، ولی کارکردن خر حمالی. اداره کردن یک موسسه یا یک شرکت تولیدی عمدتاً به زحمت کشیدن و عرق ریختن و مشغول شدن به خیلی از امور جزئی نیاز دارد و هیچ هیجان یا تفتن هم در آن نیست. به همین دلیل معامله کردن و دلالتی خیلی رمانتیک و شیک به نظر می‌رسد. این است که شما شاهد معاملاتی هستید که اصلاً هیچ معنایی در آن نمی‌بینید.

یک قاعده دیگر هم هست که می‌گوید اگر نمی‌توانی این تجارت یا این شرکت را بگردانی یکی دیگر بخر. شرکت‌های زیادی هستند که باید آنها را کوچکتر کرد و به چند پاره مستقل تجزیه کرد. هیچ منطق یا توجیهی برای وجود بسیاری از این مجتمع عظیم شرکت‌ها وجود ندارد (۲۴)

اوراق بنجل در خدمت قبضه مالکیت‌ها عصر اوج‌گیری فعالیت‌های شرکت «درکسل» و مغز متفکر آن «میلکن» هم‌زمان با افراط در ادغام‌ها و قبضه کردن مالکیت در بازار سرمایه امریکا است. دوران ریگان را به خاطر آوریم: بزرگترین معاملات قبضه کردن مالکیت، در این سال‌ها به وقوع پیوسته است. همان‌طور که «دراگر» می‌گوید، معاملات عظیمی صورت گرفته است که هیچ توضیح اقتصادی و مزیت واقعی نداشته است. از دل این ترکیب شرکت‌ها، بزرگ شدن شرکت‌ها، و بلعیده شدن شرکت‌ها توسط سایر شرکت‌ها هیچ نوع صرفه‌جویی و فایده اقتصادی متولد نمی‌شد. شرکت‌هایی سرپا، اقتصادی، و کارا در معرض تهاجم شرکت‌هایی قرار گرفتند که می‌خواستند آنها را در اختیار خود درآورند و قبضه کنند، اما خود وضعیتی به مراتب ضعیف‌تر از شرکت‌های مورد هجوم داشتند.

- تب تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سه چهار سال اخیر یکی از تحولات مهم بازار سرمایه ایران است.
- باید ارتباط ابزارها و بازارها را با نیاز اقتصاد ایران و ضرورت‌های بازار سرمایه بررسی کرد.

شمار «مایکل میلکن» آن بود که شرکت‌های کوچک نوآوز و کارآفرینان صاحب اندیشه از امکانات دسترسی مستقیم به بازار سرمایه محروم‌اند، و به‌ناچار باید از طریق بانک‌ها به گردآوری سرمایه بپردازند، و اوراق قرضه با بازده بالا (که به بنجل معروف شد) خطر خیلی بالایی هم ندارد، و می‌توان با انتشار آنها، بخشی از عطش بازار سرمایه به وجوه را سیراب کرد و با شناسایی این ضرورت، «میلکن» به یمن آینده واحد خلق ابزار مالی متناسب با این نیاز، شرکت خود را به عرش اعلا رساند.

اما، پس از این شروع فروتنانه و متفکرانه در ایده انقلابی آقای «میلکن»، این ابزار در دوران ریگان به کاتالیزوری برای پاره‌ای از گستاخانه‌ترین اشکال قبضه کردن مالکیت در تاریخ معاملات امریکا بدل شد. کم کم «میلکن» هدف اصلی طراحی اوراق قرضه بنجل را فراموش کرد، و آن اوراق را وسیله‌ای برای خرید متکی به اهرم (۲۵) شرکت‌های دیگر کرد. شرکت‌های بسیاری با صدور این اوراق، به جان سایر شرکت‌ها افتادند، بدون اینکه برای این ادغام و ترکیب، دلیل اقتصادی معقولی در میان باشد. قول دراگر را می‌پذیریم که برای بسیاری از این ادغام‌ها، دلیل اقتصادی وجود نداشت، و صرفاً عطش قدرت مهاجمان به این شرکت‌ها را فرو می‌نشانند. مثلاً در سال ۹۰، در زمانی که «درکسل» در خطر سقوط بود، شرکتی در قد و قواره «آرجی آر نایسکو» (۲۶)، که بیش از هر شرکت دیگری در بازار سرمایه امریکا اوراق قرضه بنجل صادر کرده بود، در تدارک آن بود که ۱/۲۵ میلیارد دلار دیگر از این اوراق را برای رد تهاجم شرکت دیگری که در پی قبضه «نایسکو» بود، منتشر کند. شرکت‌های عمده‌ای چون «بیتریس فودز» (۲۷)، «سیف وی» (۲۸)، و همان‌طور که گفتیم «نایسکو» هدف حملات خصمانه قبضه شدن مالکیت قرار گرفتند. وجوه لازم برای این حملات از طریق شرکت «درکسل» و با انتشار اوراق قرضه بنجل تامین می‌شد: اوراق قرضه شرکت‌های با اهرم مالی بالا و پرخطر که مردم به امید دریافت بازده‌های بالا خریداری می‌کردند. به قول تافلر «حتی رانندگان تاکسی و پیشخدمت‌های رستوران نیز زیرکانه آخرین اخبار را با یکدیگر مبادله می‌کردند. آنها می‌دیدند سهام شرکت‌هایی که برای تصرف شناسایی شده بود، به مزایده گذاشته می‌شود و مهاجمان رقیب بر سر آنها کشت و کشتار به راه انداخته‌اند. آنان نیز برای آنکه در این معرکه سودی

به جیب بزنند، برای ورود به بازار بورس با دلالتان بورس تماس می‌گرفتند. با ورود دیگر بنگاه‌های وال اسریت به بازار اوراق قرضه بنجل، ماشین پولی که «میلکن» و «درکسل» خلق کرده بودند، دیگر تنها در دست آنها قرار نداشت و به نیروی تخریبی مهیب و پاره‌گسیخته تبدیل شد.^(۲۹)

دور شدن از آرمان‌های اولیه

بازار سرمایه امریکا بی‌شک به اوراق قرضه با درآمد بالایی نیاز داشت. «میلکن» به خوبی این تخله را باز شناخت، و با خلق ابزار مناسب، آن را پر کرد. ابزار او با نیازهای بازار سرمایه متناسب بود. بلاشک، شرکت‌های کوچکی بودند که سابقه بازپرداخت مناسب داشتند و درخور آن بودند که مستقیماً از بازار سرمایه به نرخ مناسب وام بگیرند. شرکت «درکسل» این شرکت‌ها را تشویق به انتشار اوراق قرضه با نرخ بازده بالا کرد. در طی دهه ۸۰، انتشار اوراق قرضه با درجه‌بندی پایین به شدت رشد کرد. «درکسل» به عنوان پذیرنده‌نویس اصلی این اوراق، نهادهای مالی بسیاری را به خرید آنها مجاب کرد، چندان که تعداد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری^(۳۰) فعال در اوراق قرضه با بازده بالای شرکت‌ها از ۱۰ شرکت دهه ۷۰، در سال ۱۹۸۶ به ۵۰ شرکت رسید؛ هرچه فاصله بازده اوراق قرضه با خطر پایین و اوراق قرضه بنجل بیشتر شد، تعداد این شرکت‌ها نیز افزایش یافت.

اما، در مراحل بعدی، ساختار یادشده کلاً درهم ریخت، هدف فراموش شد، درصد اوراق قرضه با درجه‌بندی خیلی پایین و یا کلاً بدون درجه‌بندی (که واقعاً اوراق بنجل بودند) درکل اوراق قرضه بنجل به شدت افزایش یافت و از ۶/۳ درصد سال ۱۹۸۰ به ۴۰٪ در سال ۱۹۸۶ رسید. رکود اقتصادی پایان دهه ۸۰، اوضاع را وخیم‌تر کرد. ابزاری که آمده بود در خدمت گردآوری وجوه برای کارآفرینان و شرکت‌های کوچک نوآور باشد، ابزار دست مهاجمان به شرکت‌ها و علاقه‌مندان به خرید و قبضه کردن مالکیت دیگر واحدها قرار گرفت. درحالی که در سال ۱۹۸۴، از کل اوراق قرضه بنجل انتشار یافته، تنها حدود ۱۲ درصد برای خرید سایر شرکت‌ها و قبضه کردن مالکیت اهرمی اختصاص یافته بود، در سال ۱۹۸۵، این رقم به ۳۸ درصد و در سال ۱۹۸۶ به حدود ۵۰ درصد رسید. تناسب ابزار با نیازهای بازار سرمایه درهم ریخت.

بازرترین تاثیر اهرم ترانزنامه شرکت بر درجه‌بندی اعتبار آن و ثمر اوراق قرضه به مثال

● ابزار مالی مناسب آنهایی است که بازار سرمایه ایران را از سطح به عمق می‌برد.

● با ورود «وال اسریت» به بازار اوراق قرضه بنجل، ماشین پولی که «میلکن» و «درکسل» خلق کرده بودند، به یک نیروی تخریبی تبدیل شد.

شرکت «بیتریس» مربوط می‌شود. قبضه کردن مالکیت اهرمی ۶/۲ میلیارد دلاری «بیتریس» از محل ۲/۳۵ میلیارد دلار انتشار اوراق قرضه‌اش تامین مالی شد. شرکتی که رده‌بندی اعتباری AAA Moody را داشت، به یک باره به درجه BB تنزل مقام داد. تفاوت نرخ بازده مورد انتظار اوراقی که حالا اوراق قرضه بنجل بود با متوسط بازده اوراق قرضه به شدت فاصله گرفت.

ورشکستگی سال ۱۹۸۶ شرکت LTV و اخبار ناگوار رسوایی معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه وضع نامناسب این اوراق قرضه را از بد، بدتر کرد.^(۳۱) تفاوت نرخ بازده این اوراق با اوراق قرضه دولتی باز هم بیشتر شد. در مقایسه با اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه بنجل بیشتر به شرایط عمومی اقتصاد واکنش نشان می‌دهد تا به تغییرات نرخ بهره. وقتی اوضاع اقتصاد به سمت رکود رفت، قیمت اوراق قرضه بنجل به شدت کاهش یافت. این هم باعث شد که بازار اوراق قرضه با خطر و بازده بالا به شدت آسیب ببیند، و بازیگران آن بازار، و در رأس آنها شرکت «درکسل برنهام لامبرت»، و مدیر طراح آن «مایکل میلکن»، به شدت متضرر شوند و آسیب ببینند.

نتیجه‌گیری

اوراق قرضه پرخطر و بازده بالا یک ابزار مالی بود که نیازهای بازار سرمایه امریکا در دهه ۱۹۸۰ را جواب می‌داد. طراح آن و شرکتی که مبارزه برای فروش وسیع آنها را آغاز کرد و بازاری ۲۰۰ میلیارد دلاری ساخت، مدعی بود که بسیاری از این شرکت‌های نوآور و صاحب‌اندیشه پیشینه بازپرداخت اصل و فرع مناسبی داشته‌اند، و محق هستند که از امکانات بازار سرمایه مستقیماً برخوردار شوند، به جای آنکه از طریق بانک‌ها و با نرخ بالاتر به این بازار رجوع کنند. ابزار مالی تعریف شده با نیازهای بازار هماهنگ بود.

اما، این ابزار به سرعت در خدمت خرید سفته‌بازانه سایر شرکت‌ها در آمد، و به ابزار قبضه

کردن مالکیت اهرمی بدل شد. چنین ابزاری با واقعیت‌های اقتصادی بازار، قیمت‌های ذاتی، و نیازهای حقیقی بازار ناهمخوان شد. بازار درهم شکست، و اقتصاد و بسیاری از بازیگران بازار متضرر شدند.

نیازهای بازار سرمایه جوان ایران نیز ابزار خاصی را ایجاب می‌کند. نمی‌توانیم از آن تفریط سال‌های آغازین انقلاب به ورطه این افراط بیفتیم که هرچه خارجی‌ها دارند، ما هم باید داشته باشیم. اگر خارجی‌ها حق خرید و فروش (خيارات) (۳۲) و واراننت (۳۳) دارند، ما هم باید داشته باشیم. اگر خارجی‌ها شرکت سرمایه‌گذاری دارند، ما هم باید هر روز شرکتی باز کنیم..... نباید خود را در مسیر چنین سیلابی قرار دهیم.

ابزار مالی مناسب آنهایی است که بازار سرمایه ایران را از سطح به عمق می‌برد، و کارایی آن را افزایش می‌دهد. این ابزار با نیازهای واقعی بازار تناسب دارد. باید آن‌ها را بشناسیم، و ابزار متناسب با آنها را بیابیم. □

پانویس‌ها:

1 - JUNK BONDS

2 - STANDARD & POOR'S (S&P)

۳ - حتی تا اواخر دهه ۷۰، حجم این اوراق درکل اوراق قرضه منتشره به ۳٪ نمی‌رسید.

4 - HIGH YIELD

5 - DREXEL BURNHAM LAMBERT

6 - MICKAEL MILKEN

۷ - آمار شرکت مورگان استانلی MORGAN STANLEY در ژوئن ۱۹۸۶.

۸ - روزنامه تایمز مالی، ۱۳ فوریه ۱۹۹۰

۹ - بررسی تاریخی نشان می‌دهد که نرخ عدم پرداخت اوراق قرضه بنجل به مراتب بالاتر از اوراق قرضه با درجه رده‌بندی بالا بوده‌است: بین سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۴، متوسط نرخ عدم پرداخت سالانه اوراق قرضه بنجل ۲/۱ درصد بود، درحالی که نرخ عدم پرداخت اوراق قرضه با رده‌بندی بالا تقریباً برابر صفر می‌شد. البته، میانگین گناه گمراه‌کننده است: نرخ عدم پرداخت از ۱۱/۴ درصد در سال ۱۹۷۰، هنگامی که شرکت «پن سنترال» (PENN CENTRAL) ورشکست شد، تا صرفاً ۰/۱۵ درصد در سال ۸۱ که در آن فقط دو شرکت بد حساب وجود داشت، در نوسان بود. در سال ۱۹۸۶، نسبت عدم پرداخت

بقیه در صفحه ۷۶

تناسب ابزارها و نهادهای مالی با نیازهای بازار سرمایه

بقیه از صفحه ۱۹

حدود ۳ درصد بود که عمدتاً از ورشکستگی شرکت LTV ناشی می‌شد. البته، در بیشتر این آمارها عدم پرداخت‌های سبک (SOFT DEFAULTS) نیامده است، و آن مواردی است که شرکت‌ها به ورشکستگی نزدیک می‌شوند، اما با دریافت پیشنهاد معاوضه اوراق قرضه توسط شرکت‌های دیگر، دارنده اوراق از خطر می‌رهد. (ر.ک. به مقاله «آلتمن» و «نماچره» (ALTMAN & NAMMACHER) با عنوان «کالبدشناسی بازار بدهی‌های با نرخ بازده بالا: روزآمد شده تا سال ۱۹۸۵»، منتشره در سال ۱۹۸۶ توسط «مورگان استانی»).

به رغم تفاوت، خطر اوراق قرضه بنجل با توجه به سوابق موجود تا سال ۱۹۸۵ به هیچ وجه عمده نبود. ۱۰ - هرچه درجه بندی اوراق قرضه پایین تر باشد، نرخ بهره‌ای که می‌پردازد بالاتر است. در فاصله سال‌های ۸۰ تا ۸۶، اوراق قرضه با درجه اعتباری AAA، ۲۵ تا ۱/۲۵ درصد بالاتر از نرخ اوراق قرضه خزانه داری آمریکا بوده است؛ این تفاوت برای اوراق BBB بین ۱/۵ تا ۳ درصد، و برای اوراق قرضه بنجل بین ۳ تا ۶ درصد در نوسان بوده است. (گزارش شرکت برادران سلیمان (SALOMON BROTHERS) در سال ۱۹۸۷ در مورد ثمر اوراق قرضه خزانه و شرکت‌ها). با اقدامات شرکت «درکسل»، و با بالا رفتن خطر این اوراق، شکاف بین نرخ بهره اوراق خزانه و اوراق بنجل به شدت عمیق تر شد.

۱۱ - در سال‌های ۱۹۲۰ و ۱۹۳۰، حدود ۱۷ درصد اوراق قرضه جدید شرکت‌های آمریکایی، به شرکت‌های با درجه اعتباری پایین مربوط می‌شد. پس از بحران ۱۹۲۹، بسیاری از اوراق قرضه که با درجه بندی ممتاز منتشر شده بود، تنزل درجه داد و عملاً اوراق قرضه با درجه پایین شد. (در اواخر دهه ۸۰ هم همین اتفاق رخ داد و شرکت‌هایی چون LILCO، فولاد «بتلهیم» BETHLEHEM، و FOODS، BEATRICE تنزل درجه دادند، و اوراق قرضه‌شان عملاً در گروه اوراق بنجل قرار گرفت). تا پایان سال‌های ۳۰، اوراق قرضه با درجه پایین به ۴۰٪ کل اوراق قرضه موجود رسید. بعد از سال ۱۹۴۰، بازار عرضه عمومی اوراق قرضه با درجه بندی پایین به شدت محدود شد، طوری که تا سال ۱۹۷۰، تنها ۴ درصد کل اوراق قرضه شرکت‌های آمریکایی از نوع اوراق قرضه با درجه بندی پایین بود. البته در طول

سال‌های ۱۹۸۰، این درصد بالا رفت که دلایل آن در مقاله آمده است.

12 - MOODY'S

13 - PORTFOLIO

14 - INSIDE TRADING

15 - CHAPTER 11

۱۶ - الوین تافلر، جابجایی در قدرت، ترجمه شهیندخت خوارزمی، نشر نو، تهران، ۱۳۷۰.

17 - JOHN PIERPONT MORGAN

18 - BLUE CHIP

19 - CONNIE BRUCK

۲۰ - ر.ک. زیرنویس ۱۶، صص ۹۳-۹۰

21 - TAKE - OVER

22 - POPULARIZE

23 - PETER DRUCKER

۲۴ - ر.ک. مصاحبه «پیتر دراگر» با مجله تایم، ژانویه

۱۹۹۰، برگرفته از هفته نامه آئینه، ۲۸ بهمن ۱۳۶۸. ۲۵ - LEVERAGED BUYOUT یعنی قبضه کردن سایر شرکت‌ها و خرید سهام کنترل کننده در آنها به انکای اهرم مالی. یعنی خریدار خود امکانات مالی ندارد، و وجوه لازم برای خرید و تهاجم به سایر شرکت‌ها را از محل وام بدست می‌آورد. در این مورد، اوراق قرضه بنجل وسیله تامین مالی قبضه کردن مالکیت قرار گرفت.

26 - RJR NABISCO

27 - BEATRICE FOODS

28 - SAFEWAY

۲۹ - همانجا، ص. ۹۱

30 - MUTUAL FUND

۳۱ - آمار چهار پاراگراف اخیر از مأخذ زیر نقل شده است: J.LOEYS, "LOW GRADE BONDS: A GROWING SOURCE OF CORPORATE FUNDING" FEDERAL RESERVE BANK OF PHILADELPHIA, ECONOMIC REVIEW (NOV.-DEC.86).

32 - OPTION

33 - WARRANT

دکتر حسین عبده تبریزی پس از اخذ درجه دکترای مدیریت مالی و بانکداری از مدرسه بازرگانی دانشگاه منچستر انگلستان، به تدریس در دوره‌های بانکداری در آن دانشگاه مشغول شد و پس از بازگشت به ایران در دانشگاه علامه طباطبایی و مرکز مطالعات مدیریت ایران هم‌چنان به امر تدریس پرداخت. وی طی ۱۵ سال گذشته تدریس درسهای مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری را ادامه داده است.

کتاب‌های مدیریت مالی، اقته‌هایی در مدیریت مالی، مروری بر حسابداری مالی، حسابداری مدیریت و مقاله‌های متعددی از او به چاپ رسیده است. وی در حال حاضر عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق (ع) و عضو فعال یک شرکت مشاوره‌ای و انتشارات است.

هرگز فراموش نمی‌کنیم شما حق انتخاب دارید

G.H.M.S.I

کیفیت بالادربازرسی کالا

عضوی از شرکتهای بین‌المللی بازرسی ITS و CALEE BRETT در بیش از ۱۰۰ کشور جهان با مجوز بانک مرکزی واردات ایران را بازرسی می‌کند

تلفن: ۸۸۲۷۷۷۰۸ فکس: ۸۸۲۷۵۲۸ تلکس: ۲۲۶۴۲۷
با حضور در خارک، بندرعباس، سربندر، چابهار، بوشهر، تبریز، مشهد، اصفهان
ایران بازرسی
IRAN BAZZID