

مالی شرکتها

(جلد ۱)

مالی شرکتها

(جلد ۱)

بر پایه‌ی نوشته‌های

رانس، وسترفیلد، جوردن، وستون، بریکام، یوستون

ترجمه و تألیف

حسین عبده تبریزی

و

ابوذر سروش

سعید اسلامی بیدگلی

انتشارات آگه

انتشارات پیشبرد

This is partly a Persian translation of chapters from
Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan.

Fundamentals of corporate finance, 9th ed.,

Fred J. Weston & Eugene F. Brigham

Essentials of Managerial Finance, 12th ed.,

South-Western College Publishing, 2004

Eugene F. Brigham & Joel F. Houston

Fundamentals of Financial Management, 12th ed.,

South-Western, 2009

Eugene F. Brigham & Scott Besley

Essentials of Managerial Finance, 12th ed.,

The Dryden Press, 2000

تقدیم به:

مریم خوبی فرد

برای سال ها تکمیل و مدارا

و قلبی که برای احسان می تند

پیش‌گفتار

۴۰ سال قبل، ویرایش اول ترجمه‌ی مدیریت مالی برپایه‌ی کتاب وستون و بریگام انتشار یافت. از آن زمان تا امروز، کتاب نزدیک به ۴۰ بار تجدید چاپ شده است. در بهار سال ۱۳۸۲، یعنی ۲۷ سال پس از انتشار جلد اول، فرصت آن پدید آمد که جلد دوم آن کتاب آماده شده و انتشار یابد.

بر پایه‌ی آن تجربه، اکنون جلد اول مالی شرکت‌ها در اختیار شماست.

بعد از انتشار ویرایش دوم فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه‌گذاری (غلامرضا نظربلند و حسین عبده تبریزی - نشر فرهنگ معاصر، ۱۳۹۳)، فراهم آوردگان این کتاب خود را موظف به استفاده از برابری‌های فارسی آن فرهنگ برای اصطلاح‌های مالی انگلیسی دانسته‌اند، چرا که آن معادل‌ها با وسواس بسیار و به اتکای روش‌شناسی خاصی گزیده شده است.

مأخذ اصلی در استفاده از این کتاب مبانی مالی شرکت‌ها، چاپ نهم، نوشته‌ی استفن راس، راندولف وسترفیلد، و برادفورد جوردن است. مأخذ دیگر کتاب‌های مدیریت مالی وستون، بریگام و یوستون است. مثال‌ها و پاره‌ای محاسبات آن مبتنی بر متون متکی به بازارهای مالی امریکا است. هرچند علم مالی جهان‌شمول است و آموزه‌های مدیریت مالی به جغرافیای خاصی ربط ندارد، اما آن‌جا که به نهادها، مقررات، و آمارها اشاره می‌شود - از آن‌جا که بدنه‌ی اصلی کتاب ترجمه است - اطلاعات مربوط به ایالات متحده است. کوشیده‌ایم با افزودن مطالبی به کتاب؛ نهادها، مقررات و آمارهای ایران را نیز توضیح دهیم. کلمه‌ی «تألیف» که در پی «ترجمه» بر پیشانی این اثر آمده و مطالب کتاب را «ترجمه و تألیف» معرفی کرده است، به دلیل این اطلاعات افزوده شده است. تلاش کرده‌ایم در هر مرحله روشن کنیم کدام آمارها، نهادها، مقررات، و دیگر موضوعات خاص ایالات متحده است و اطلاعات هم‌عرض آن‌ها برای کشور ما کدام است.

با توجه به رشد رشته‌ی مالی در کشور، توصیه می‌شود دو جلد این کتاب به‌عنوان درس سه واحدی در

کلاس‌های مالی تدریس شود. البته، برای سایر رشته‌ها، هر جلد کتاب می‌تواند به‌عنوان دو واحد درسی در دو ترم جداگانه تدریس شود.

هر نوع اصلاح در مفاد این کتاب در سایت www.finance.ir نقل خواهد شد. متن اولیه‌ی ترجمه توسط این جانب فراهم آمده است. آن‌گاه، آقایان سعید اسلامی بیدگلی (saeed@eslamibidgoli.ir) و ابوذر سروش (aboozar@soroushfinance.ir)، مؤلفان دیگر کتاب، همراه با این جانب و مواردی بدون مشارکت این جانب، فصول کتاب را به‌طور کامل مورد بازبینی قرار داده‌اند و متن نهایی را فراهم آورده‌اند. برای بازبینی، در نشست‌های دو یا سه‌نفره هر فصل به‌طور دقیق خوانده و اصلاح شده است و نکاتی متناسب با شرایط ایران به‌متون ترجمه افزوده شده است. از استاد عبدالله کوثری برای ویرایش و گاه‌بازنویسی پاره‌ای فصل‌ها صمیمانه تشکر می‌شود. از خوانندگان عزیز کتاب نیز درخواست می‌شود ایرادهای این جلد را گوشزد کنند تا غلط‌های راه‌یافته به کتاب اصلاح شود.

حسین عبده تبریزی

پاییز ۱۳۹۵

abdoh@abdoh.net

فهرست کلی مطالب جلد اول

مالی شرکت‌ها

فهرست مطالب

بخش اول: مقدمات

فصل اول: قلمرو و ماهیت اداره‌ی امور مالی

فصل دوم: کسب و کارها چگونه شکل می‌گیرند و مالیات می‌پردازند

فصل سوم: بازارهای مالی

فصل چهارم: نظام بانکداری تجاری

بخش دوم: محیط مالی

فصل پنجم: تحلیل نسبت‌های مالی

فصل ششم: برنامه‌ریزی سود

فصل هفتم: پیش‌بینی مالی و بودجه‌بندی

فصل هشتم: برنامه‌ریزی مالی درازمدت و رشد

بخش سوم: مدیریت سرمایه در گردش

فصل نهم: خط‌مشی سرمایه در گردش

فصل دهم: مدیریت دارایی‌های جاری

فصل یازدهم: اشکال و منابع اصلی تأمین مالی کوتاه‌مدت

بخش چهارم: تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت

فصل دوازدهم: مقدمه‌ای بر ارزشیابی: ارزش زمانی پول

فصل سیزدهم: ریسک و بازده

فصل چهاردهم: ارزشیابی جریان نقدی تنزیل شده

فصل پانزدهم: نرخ بهره و ارزشیابی اوراق قرضه

فصل شانزدهم: ارزشیابی سهام

فصل هفدهم: ارزش فعلی خالص و معیارهای دیگر سرمایه‌گذاری

فصل هیجدهم: تصمیم‌گیری درباره‌ی سرمایه‌گذاری

فصل نوزدهم: تحلیل و ارزشیابی پروژه‌ها

فهرست تفصیلی مطالب

صفحه	عنوان
۱	مالی شرکت‌ها
۱	(جلد ۱)
۲	مالی شرکت‌ها
۲	بر پایه‌ی نوشته‌های
۲	وستون، بریگام، یوستون
۵	پیش‌گفتار
۱۶	بخش اول
۱۶	مقدمات
۱۷	فصل اول:
۱۷	قلمرو و ماهیت اداره‌ی امور مالی
۱۷	نقش در حال تغییر مدیریت مالی
۲۲	اثر تورم بر مدیریت مالی
۲۵	اهمیت فزاینده‌ی مدیریت مالی
۲۶	سازمان واحد مالی در شرکت‌ها
۲۹	هدف‌های شرکت
۳۷	سازمان و ترتیب این کتاب
۴۰	خلاصه
۴۰	پرسش‌های فصل اول
۴۲	فصل دوم:
۴۲	کسب و کار چگونه شکل می‌گیرد و مالیات می‌پردازد؟
۴۲	اشکال گوناگون سازماندهی کسب و کارها
۴۳	مؤسسه‌ی انفرادی
۴۴	شرکت تضامنی
۴۶	شرکت‌های سهامی
۴۹	نظام مالیات بر درآمد فدرال
۵۰	مالیات بر درآمد اشخاص
۵۴	مالیات سود سهام و درآمد بهره
۵۵	عایدی سرمایه‌ای در مقابل درآمد عادی
۵۷	مالیات بر درآمد شرکت‌های سهامی
۵۹	درآمد بهره و سود سهام دریافتی شرکت

- ۶۱..... بهره و سود سهام پرداختی شرکت
- ۶۲..... عایدات سرمایه‌ای شرکت‌ها
- ۶۳..... حذف زیان شرکت با انتقال زیان مالیاتی به سال‌های قبل و یا نقل به سال‌های بعد
- ۶۴..... انباشت نادرست برای اجتناب از پرداخت سود سهام
- ۶۵..... اظهارنامه‌ی مالیاتی تلفیقی
- ۶۶..... استهلاك
- ۶۷..... دوره‌ی استهلاك برای مقاصد مالیاتی
- ۷۰..... محاسبه‌ی استهلاك در سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاك
- ۷۱..... قاعده‌ی نیمه‌ی سال
- ۷۲..... مبنای استهلاكی
- ۷۳..... بستانکاری مالیاتی ناشی از سرمایه‌گذاری
- ۷۳..... تحلیل جریان‌های نقدی
- ۷۵..... استهلاك و جریان‌های نقدی
- ۷۷..... خلاصه
- ۷۸..... پرسش‌های فصل دوم
- ۸۰..... مسأله‌ها
- ۸۵..... فصل سوم:
- ۸۵..... بازارهای مالی
- ۸۵..... نقش بازارهای مالی
- ۸۶..... بازارهای دارایی فیزیکی و بازارهای دارایی مالی
- ۸۷..... بازارهای تحویل آتی (نقدی) و بازارهای آتی
- ۸۷..... بازارهای پول
- ۸۷..... بازارهای سرمایه
- ۸۸..... بازارهای رهنی
- ۸۸..... بازارهای اعتبارات مصرفی
- ۸۸..... بازارهای جهانی، منطقه‌ای، ملی و محلی
- ۸۸..... بازارهای اولیه
- ۸۹..... بازارهای ثانویه
- ۹۰..... نقش واسطه‌های مالی
- ۹۶..... بانک‌های تجاری
- ۹۶..... مؤسسات پس‌انداز و وام
- ۹۷..... بانک‌های تعاونی پس‌انداز

۹۷	تعاونی‌های اعتبار
۹۸	صندوق‌های بازنشستگی
۹۸	شرکت‌های بیمه‌ی عمر
۹۹	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
۹۹	شرکت‌های خدمات مالی
۱۰۱	انواع بازارها از منظری دیگر
۱۰۳	بازار سهام
۱۰۳	بورس سهام
۱۰۵	بازارهای خارج از بورس
۱۰۶	برخی روندها در شیوه‌ی معامله‌ی اوراق بهادار
۱۰۷	گزارش‌دهی در بازار سهام
۱۱۲	بازار اوراق قرضه
۱۱۸	مقررات بازار اوراق بهادار
۱۱۸	۱. عوامل عمده در مقررات مربوط به اوراق جدید (بازار اولیه) - امریکا
۱۱۹	۲. عوامل عمده در مقررات مربوط به اوراق بهادار موجود در دست مردم (بازار ثانویه) - امریکا
۱۲۱	کارایی بازار
۱۲۳	تأمین مالی کسب و کارهای جدید: سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز
۱۲۵	سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز چیست؟
۱۲۵	سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز چه گونه شکل می‌گیرد؟
۱۲۶	چرا پیشنهادها به جایی نمی‌رسد؟
۱۲۷	ماهیت توافق
۱۲۸	خلاصه
۱۲۹	پرسش‌های فصل سوم
۱۳۰	مسایل
۱۳۲	فصل چهارم:
۱۳۲	نظام بانکداری تجاری
۱۳۲	نظام بانکداری
۱۳۳	منابع و مصارف وجوه بانکی
۱۳۴	سپرده‌های دیداری
۱۳۶	حساب سرمایه
۱۳۹	خلق سپرده‌ی دیداری
۱۴۳	برقراری رابطه‌ی بانکی

۱۴۴	یافتن بانکدار مناسب
۱۴۵	نحوه‌ی مذاکره
۱۴۵	چگونگی ارزیابی بانکدار
۱۴۶	نکته‌هایی در مورد مدیر اداره‌ی اعتبارات
۱۴۸	سیمای متغیر بانکداری
۱۵۱	بانک مرکزی (در امریکا، سیستم فدرال رزرو)
۱۵۲	تشکیلات و ساختار
۱۵۳	ابزارهای سیاست پولی
۱۵۴	ذخایر الزامی (سپرده‌ی قانونی)
۱۵۶	نرخ تنزیل
۱۵۷	عملیات بازار آزاد
۱۶۰	مسئولیت‌های رئیس بانک مرکزی
۱۶۱	خلاصه
۱۶۲	پرسش‌های فصل چهارم
۱۶۳	مسایل
۱۶۴	فصل پنجم:
۱۶۴	ریسک و بازده
۱۶۸	ریسک مستقل
۱۷۰	توزیع احتمالات
۱۷۳	نرخ بازده مورد انتظار
۱۷۶	اندازه‌گیری ریسک مستقل: انحراف معیار
۱۷۹	اندازه‌گیری ریسک مستقل: ضریب تغییرات
۱۸۱	ریسک‌گریزی و بازده‌های مورد انتظار
۱۸۴	ریسک سبد دارایی‌ها
۱۸۵	بازده سبد اوراق بهادار
۱۸۷	ریسک سبد
۱۹۳	ریسک تنوع‌پذیر در مقابل ریسک بازار
۱۹۷	مفهوم بتا
۲۰۳	ضرایب بتای سبد اوراق بهادار
۲۰۴	رابطه‌ی بین ریسک و نرخ بازده
۲۰۹	اثر تورم
۲۱۰	تغییرات در ریسک‌گریزی

۲۱۱	تغییرات در ضریب بتای سهام
۲۱۲	دارایی‌های فیزیکی در مقابل اوراق بهادار
۲۱۳	برخی ملاحظات در باب بتا و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۲۱۶	تلاطم در برابر ریسک
۲۱۸	خلاصه‌ی فصل پنجم
۲۲۰	پرسش‌های فصل پنجم
۲۲۱	مسئله‌های فصل پنجم
۲۲۵	فصل ششم:
۲۲۵	تحلیل نسبت‌های مالی
۲۲۵	صورت‌های مالی اصلی
۲۲۶	ترازنامه
۲۲۷	صورت سود و زیان
۲۲۷	صورت سود و زیان انباشته
۲۲۸	رابطه‌ی بین سه صورت مالی
۲۳۰	نسبت‌های مالی اصلی
۲۳۲	نسبت‌های نقدینگی
۲۳۲	۱. نسبت جاری
۲۳۴	۲. نسبت آنی
۲۳۵	نسبت‌های اهرمی
۲۳۶	۳. نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها
۲۳۷	۴. نسبت توانایی پرداخت بهره (نسبت پوشش هزینه‌های بهره)
۲۳۸	۵. نسبت پوشش هزینه‌های ثابت
۲۳۹	نسبت‌های فعالیت
۲۴۰	۶. نسبت گردش کالا
۲۴۱	۷. متوسط دوره‌ی وصول مطالبات
۲۴۳	نسبت گردش دارایی‌های ثابت
۲۴۳	۹. نسبت گردش مجموع دارایی‌ها
۲۴۴	نسبت‌های سودآوری
۲۴۴	۱۰. نسبت سود به فروش یا حاشیه‌ی سود به فروش
۲۴۴	۱۱. بازده مجموع دارایی‌ها
۲۴۵	۱۲. بازده ارزش ویژه (بازده حقوق صاحبان سهام)
۲۴۶	خلاصه نسبت‌های مالی

۲۴۷	روندیابی
۲۴۹	تحلیل دوپونت
۲۵۰	گسترش تحلیل دو پونت با گنجاندن اهرم
۲۵۳	محاسبه برای تولید رضوانی
۲۵۴	نرخ‌های بازده در صنایع مختلف
۲۵۶	منابع موجود برای مقایسه‌ی نسبت‌ها
۲۵۶	دان و برداستریت
۲۵۷	مؤسسه‌ی رابرت موریس (مؤسسه‌ی مدیریت ریسک)
۲۵۹	گزارش مالی سه ماهه برای شرکت‌های تولیدی
۲۵۹	شرکت‌های مالی مختلف
۲۵۹	انجمن‌های تجاری و مؤسسات حسابداری
۲۶۰	کاربرد نسبت‌های مالی در تحلیل اعتبارات
۲۶۱	موارد استفاده از نسبت‌های مالی در تحلیل اوراق بهادار
۲۶۲	بعضی از محدودیت‌های تحلیل نسبت‌های مالی
۲۶۳	خلاصه
۲۶۳	انواع اصلی نسبت‌های مالی
۲۶۳	موارد استفاده‌ی نسبت‌های مالی
۲۶۴	تحلیل «دوپونت»
۲۶۴	نرخ بازده در صنایع مختلف
۲۶۴	پرسش‌ها
۲۶۶	مسئله‌ها
۲۷۵	فصل هفتم:
۲۷۵	برنامه‌ریزی سود
۲۷۵	تحلیل نقاط سر به سر
۲۷۷	تحلیل نمودار سر به سر غیر خطی
۲۷۹	مثالی از تحلیل نقاط سر به سر: تصمیمات مربوط به کالای جدی
۲۸۱	نقطه‌ی سر به سری بر اساس ارزش پولی فروش
۲۸۲	اهرم عملیاتی
۲۸۳	درجه‌ی اهرم عملیاتی
۲۸۵	تحلیل نقطه‌ی سر به سری
۲۸۶	محدودیت‌های تحلیل نقاط سر به سر
۲۸۷	صورت منابع و مصارف وجوه

۲۸۷	.....	استهلاك به عنوان منبع وجوه
۲۸۹	.....	تحليل منابع و مصارف
۲۹۱	.....	پيش بينی منابع و مصارف وجوه
۲۹۲	.....	خلاصه
۲۹۲	.....	تحليل سربه سري
۲۹۳	.....	اهرم عملياتی
۲۹۳	.....	صورت منابع و مصارف وجوه
۲۹۳	.....	سؤالات
۲۹۴	.....	مسائل

فهرست کلی مطالب جلد (۲)

بخش پنجم: بافت مالی و خط مشی تقسیم سود سهام

فصل شانزدهم: استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها

فصل هفدهم: هزینه‌ی سرمایه

فصل هجدهم: نظریه‌ی ساختار سرمایه و ساختار سرمایه‌ی بهینه

فصل نوزدهم: خط مشی تقسیم سود سهام

بخش ششم: تأمین مالی بلندمدت از خارج شرکت

فصل بیستم: بازار اوراق بهادار بلندمدت

فصل بیست و یکم: سهام عادی

فصل بیست و دوم: اوراق بهادار با درآمد ثابت: اوراق قرضه و سهام ممتاز

فصل بیست و سوم: وام‌های مدت‌دار و اجاره‌های بلندمدت

فصل بیست و چهارم: حق خرید سهام و اوراق بهادار قابل تبدیل

بخش اول

مقدمات

فصل اول:

قلمرو و ماهیت اداری امور مالی

اداره‌ی امور مالی^۱ چیست؟ نقش مالی در شرکت چیست؟ چه وظایف ویژه‌ای برعهده‌ی مدیر مالی گذاشته شده است؟ چه ابزار کار و روش‌هایی در دسترس اوست، و عملکردش چگونه باید ارزیابی شود؟ کلی‌تر آن‌که نقش مالی در اقتصاد چیست و اداره‌ی امور مالی چگونه می‌تواند در پیشبرد اهداف ملی مؤثر باشد؟ هدف اصلی این کتاب آن است که پاسخ‌هایی هرچند اولیه برای این سؤال‌ها عرضه کند. خواننده توجه داشته باشد که مفاهیم مالی متعددی در این فصل مقدماتی پی‌درپی مطرح خواهد شد. اگر اولین بار است که متنی مالی را مطالعه می‌کنید، نگران پیچیدگی مطالب نباشید. این مطالب در فصل‌های آتی به تفصیل مورد بحث قرار خواهد گرفت.

نقش در حال تغییر مدیریت مالی

مانند هر چیز دیگر در دنیای معاصر، مدیریت مالی^۲ در طول سال‌های گذشته تغییرات مهمی داشته است. وقتی مالی در اوایل دهه‌ی ۱۹۰۰ میلادی برای اولین بار به‌عنوان رشته‌ای مستقل در امریکا شکل گرفت، تأکید آن بر موضوعات قانونی از قبیل ادغام^۳، تلفیق^۴، شکل‌گیری شرکت‌های جدید و انواع مختلف اوراق بهادار^۵ شرکت‌ها بود. در این دوران، صنعتی شدن همه جای امریکا را فرا گرفته، و مسأله‌ی اصلی شرکت‌ها گردآوری سرمایه‌ی لازم برای

۱. finance

۲. financial management

۳. mergers

۴. consolidations

۵. securities

گسترش بود. بازارهای سرمایه^۱ شکل نسبتاً ابتدایی داشت، و انتقال وجوه از پس اندازهای فردی به شرکت‌ها کاری بسیار مشکل بود. عایدات^۲ گزارش شده و بهای دارایی‌ها که در صورت‌های حسابداری منعکس می‌شد قابل اعتماد نبود، در حالی که معاملات سهام توسط خودی‌ها^۳ و بازار گرم‌کن‌ها^۴ موجب نوسانات شدید در قیمت سهام شده بود. در نتیجه، سرمایه‌گذاران تمایلی به خرید سهام و اوراق قرضه نداشتند.

می‌توان به سادگی دریافت که چرا در چنان محیطی، امور مالی به شدت بر مسایل قانونی مربوط به انتشار اوراق بهادار تأکید داشت. این تأکید بر اوراق بهادار در طول دهه‌ی ۱۹۲۰ باقی ماند. با این حال، تغییرات عمده‌ای در دوره‌ی رکود اقتصادی دهه‌ی ۱۹۳۰ به وجود آمد. دوره‌ای که در آن شکست شرکت‌های متعدد باعث شد مسایلی چون ورشکستگی^۵، تجدید سازمان^۶، نقدشوندگی^۷، و مقررات دولتی ناظر بر بازارهای اوراق بهادار به بحث اصلی در مالی بدل گردد. مالی هنوز موضوعی توصیفی پیرامون مسایل قانونی قلمداد می‌شد، اما تأکید آن دیگر بر رشد شرکت‌ها نبود، بلکه بیشتر در مورد بقا و دوام شرکت‌ها بحث می‌کرد.

در طول دهه‌ی ۱۹۴۰ و اوایل دهه‌ی ۱۹۵۰، مالی به گونه‌ای توصیفی و به عنوان درسی تدریس می‌شد که از موضوعات نهادی بحث می‌کرد؛ امور مالی از دیدگاه مدیریت شرکت به شرکت نمی‌نگریست، بلکه از خارج به شرکت نگاه می‌کرد. با این همه، توجه به روش‌های تحلیل مالی که برای کمک به شرکت‌ها به منظور به حداکثر رساندن سود و بهای سهام آن‌ها طراحی شده بود، رفته رفته آغاز می‌شد، و با کار جوئل دین^۸ بودجه‌بندی سرمایه‌ای

۱. capital markets

۲. earnings

۳. insiders. خودی‌ها یا دارندگان اطلاعات نهانی عبارت‌اند از مدیران شرکت شامل اعضای هیأت‌مدیره، هیأت‌عامل، مدیرعامل و معاونان آنان؛ بازرسان، مشاوران، حسابداران، حساب‌برسان و وکلای شرکت؛ سهام‌داران عمده و افراد مشابهی که به اطلاعات نهانی دسترسی دارند (تبصره‌ی ۱، ماده‌ی ۴۶، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴).

۴. manipulators

۵. bankruptcy

۶. reorganization

۷. liquidity

۸. Dean, J. (1951), *Capital Budgeting*, New York, NY: Columbia University Press.

کم کم مورد توجه واقع گردید.

سرعت این تحولات در اواخر دهه‌ی ۱۹۵۰ شتاب گرفت. در حالی که در سال‌های اولیه‌ی استقلال رشته‌ی مالی، اقلام سمت چپ ترازنامه (بدهی‌ها و سرمایه)^۱ توجه بیشتری را به خود جلب نموده بود، در این دهه تغییر تدریجی مرکز توجه به سمت تجزیه و تحلیل دارایی‌ها آغاز گردید. مدل‌های ریاضی توسعه یافتند و در مورد موجودی‌ها^۲، وجوه نقد (صندوق)^۳، حساب‌های دریافتی^۴ و دارایی‌های ثابت^۵ به کار گرفته شدند. به موازات شناخت تصمیمات مالی درون‌سازمانی به عنوان موضوعی اساسی در تأمین مالی شرکت‌ها، کانون امور مالی به نحو روزافزونی تغییر می‌یافت که این بار به جای نگاه از بیرون، از دیدگاه داخلی به شرکت می‌نگریست. موضوعات توصیفی نهادی در مورد بازارهای سرمایه و ابزارهای تأمین مالی^۶ هنوز مطالعه می‌شدند، اما این مطالب در گستره‌ی تصمیمات مالی شرکت مورد بحث قرار می‌گرفتند.

دهه‌ی ۱۹۶۰ شاهد عطف توجه دوباره به سمت بدهی‌ها و سرمایه در ترازنامه بود. این توجه با تمرکز بر دو

مطلب همراه بود:

۱. ترکیب بهینه‌ی اوراق بهادار^۷ با توجه به نظریه‌ی سبد اوراق بهادار^۸،

۲. روشی که سرمایه‌گذاران منفرداً تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند.

مدیریت مالی شرکت به منظور یاری‌رساندن به مدیریت عمومی جهت اجرای اقداماتی که ارزش شرکت و

۱. liabilities and capital

۲. inventories

۳. cash

۴. accounts receivable

۵. fixed assets

۶. financing instruments

۷. optimal mix of securities

۸. portfolio theory

ثروت سهامداران آن را به حداکثر برساند، طراحی شده است. بنابراین، صحت تصمیمات مالی شرکت به چگونگی واکنش احتمالی سرمایه‌گذاران نسبت به آن تصمیمات بستگی دارد. این مطلب در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ پذیرفته شد، و با این پذیرش، تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تأمین مالی شرکت در یکدیگر ادغام شد.

در دهه‌ی ۱۹۷۰، اولاً تأکید بر تصمیم‌گیری ادامه یافت، و این عقیده رواج یافت که روش‌های صحیح بودجه‌بندی سرمایه‌ای نیازمند محاسبه‌ی صحیح هزینه‌ی سرمایه است. بدین علت، روش‌های محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه نقش مهمی در امور مالی یافت. ثانیاً، در طی این سال‌ها، عرضه‌ی سرمایه کافی نبود و توجه به روش‌های پیشین گردآوری پول جلب شد. ثالثاً در سال‌های آخر این دهه، فعالیت‌های ادغام بسیاری، به‌ویژه از طریق بلع شرکت‌های کوچک توسط شرکت‌های بزرگ، در کار بود و علایق گذشته به تملک شرکت‌ها تجدید شد. رابعاً، پیشرفت‌های سریع در وسایل حمل‌ونقل و ارتباط جمعی، کشورها را به هم نزدیک‌تر کرد، و این مسأله به نوبه‌ی خود توجه به امور مالی بین‌المللی را برانگیخت. خامساً، تورم به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه مسأله‌ای جدی شناخته شد، بدان گونه که بخش بزرگی از اوقات مدیر مالی صرف یافتن راه‌حل برای خنثی کردن افزایش دستمزدها، قیمت‌ها، و نرخ بهره می‌شد. در این دهه است که سطح آگاهی نسبت به خطرات اجتماعی واحدهای تجاری از قبیل آلودگی آب و هوا، آفات شهری، و بیکاری بین اقلیت‌ها افزایش یافت. مدیر مالی وظیفه یافت که با شناخت نقش واقعی شرکت خود در حل این مشکلات، در یافتن راه‌حل‌های مناسب بکوشد.

در دهه‌ی ۱۹۸۰، سه موضوع مورد تأکید قرار گرفت:

۱. تورم و نرخ‌های بهره،

۲. مقررات‌زدایی از نهادهای مالی^۱، و به همراه آن رشد محدودتر نهادهای تخصصی مستقل و تمایل به سمت

شرکت‌های ارائه‌دهنده‌ی خدمات مالی گوناگون (سوپرمارکت محصولات مالی)،

۱. deregulation of financial institutions

۳. افزایش حیرت‌انگیز استفاده از کامپیوتر در تجزیه و تحلیل مالی.

لحاظ کردن تورم هم در تار و پود نظریه‌های مالی و هم در فرایند تصمیم‌گیری مالی گسترش یافت، و حتی به خلق نهادهای مالی نو و صنایع جدید منجر شد. نهادهای قدیمی‌تر به تغییرات ساختاری اساسی وادار شدند، و تمیز دادن بانک از مؤسسه‌ی پس‌انداز و وام‌مسکن^۱، و یا از شرکت بیمه^۲ و از مؤسسه‌ی کارگزاری^۳، مشکل و مشکل‌تر شد. در همین زمان، پیشرفت‌های تکنولوژیک حوزه‌ی سخت‌افزار کامپیوتر و ارتباطات از راه دور، و در دسترس قرار گرفتن بسته‌های نرم‌افزاری که تحلیل‌های کمی و مقداری مشکل را نسبتاً ساده می‌کرد، باعث ایجاد تغییراتی بنیادی در روش مدیریت مدیران مالی شد.

در دهه‌ی ۱۹۹۰ نیز شاهد استفاده‌ی باز هم بیشتر از کامپیوتر و نرم‌افزارهای پیچیده برای حل مسایل مالی بوده‌ایم. فرایند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۴ زمینه‌های مهندسی مالی^۵ را پدید آورد. مباحث جدیدی چون مدیریت دارایی - بدهی^۶ و مدیریت ریسک^۷ مطرح شد. هوش مصنوعی^۸ و شبیه‌سازی‌های^۹ سطح بالا، قلمرو امور مالی را نیز هم‌چون بسیاری از دانش‌های دیگر تسخیر کرد. سیستم‌های پشتیبان تصمیم‌گیری^{۱۰} و سیستم‌های خبره^{۱۱} جای خود را به مدل‌های شبکه‌ی عصبی^{۱۲} داد. مباحث به اصطلاح «مدیریت مالی نوین» دهه‌ی ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ در

-
۱. savings and loan association
 ۲. insurance company
 ۳. brokerage firm
 ۴. securitization
 ۵. financial engineering
 ۶. asset – liability management
 ۷. risk management
 ۸. artificial intelligence
 ۹. simulation
 ۱۰. decision support systems (DSS)
 ۱۱. expert systems
 ۱۲. neural network

رأس آنها فرضیه‌ی کارایی بازار^۱ مورد تردید قرار گرفت و صحبت از نظام‌های بی‌نظم^۲ در عرصه‌ی بازارهای مالی فراگیر شد. مدیریت مالی به گونه‌ای به سده‌ی ۲۱ میلادی وارد شده است که به هیچ‌وجه از شکل آن در قرن ۲۰م قابل شناسایی نیست. اکنون دیگر سال‌هاست که مالی رفتاری^۳ هم در مقابل مالی استاندارد قد برافراشته است.

اثر تورم بر مدیریت مالی

نرخ تورم دورقمی اثر فراوانی بر کسب و کارها و به‌ویژه فعالیت مالی آنها داشته است. در نتیجه، بسیاری از خط‌مشی‌ها و عملکردهای مالی شرکت‌ها تغییرات عمده‌ای یافته است. از این‌رو در این بخش، آثار تورم بر مدیریت مالی را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

بین سال‌های دهه‌ی پنجم و ششم قرن ۲۰، متوسط افزایش قیمت در ایالات متحده بین ۱/۵ تا ۲ درصد در سال بود، اما نرخ تورم در دهه‌ی ۷۰ در اروپا و آمریکا به ۱۲ درصد در سال نیز رسید و از این لحاظ، اوضاع شبیه کشورهای در حال توسعه شد. هرچند که در دهه‌های بعدی تورم کنترل شد، اما به‌دلیل بدهی‌های عمده‌ی کشورهای اروپایی و آمریکایی، و نیز به‌ویژه بعد از اتخاذ دوباره‌ی سیاست‌های انبساطی بعد از بحران سال ۲۰۰۷، و نیز بعد از بحران پولی اروپا، به‌نظر می‌رسد که نرخ تورم بالا غیر از کشورهای در حال توسعه‌ای چون ایران، حتی در کمین اقتصادهای اروپایی و آمریکایی نیز هست. برخی از آثار تورم بر فعالیت‌های شرکت‌ها به‌شرح زیر است:

۱. **افزایش نرخ بهره.** نرخ بهره‌ی اوراق قرضه‌ی دولت آمریکا که به آن نرخ بهره‌ی بدون‌ریسک^۴ می‌گویند، شامل دو قسمت است: درصدی (مثلاً ۰.۴٪) مربوط به نرخ بهره‌ی واقعی^۵، و بقیه که صرف تورم^۱ نامیده می‌شود

۱. market efficiency

۲. chaotic systems

۳. behavioral finance

۴. risk free interest rate

با توجه به تصمیم مؤسسه‌ی رتبه‌بندی استاندارد و پورز (Standard and Poor's) دایر بر تنزل درجه‌ی اعتباری اوراق قرضه‌ی دولت آمریکا از AAA به AA+ در اوت سال ۲۰۱۱، اکنون روشن نیست که آیا هنوز می‌توان قرضه‌ی آمریکا را معیاری از اوراق با نرخ بهره‌ی بدون‌ریسک دانست یا نه.

۵. real interest rate

که منعکس کننده‌ی نرخ تورم مورد انتظار در بلندمدت است. بنابراین، افزایش نرخ تورم به سرعت باعث افزایش نرخ بهره‌ی اوراق بدون ریسک می‌گردد.

هزینه‌ی تأمین مالی برای شرکت عبارت است از این نرخ بهره‌ی بدون ریسک به علاوه‌ی درصدی اضافی مربوط به ریسک نکول^۱. بدین ترتیب، افزایش نرخ بهره بدون ریسک ناشی از نرخ تورم بلافاصله به شرکت‌های وام‌گیرنده انتقال می‌یابد.

۲. مشکل برنامه‌ریزی. واحدهای تجاری فعالیت مالی خود را براساس برنامه‌ای بلندمدت تنظیم می‌کنند. مثلاً هر شرکت تنها زمانی به ساخت کارگاه تولیدی دست می‌زند که قبلاً کلیه‌ی هزینه‌ها و درآمدهای آن را در طول عمر کارگاه تحلیل کرده باشد. برآورد چنین ارقامی، حتی در بهترین شرایط، کار آسانی نیست، اما در شرایط تورمی شدید که هزینه‌های کار و مواد پیوسته در حال تغییر است و نیاز ویژه‌ای به برآورد صحیح وجود دارد، این کار به مراتب دشوارتر است. البته تلاش‌های فراوانی به عمل می‌آید تا روش‌های پیش‌بینی بهبود یابد. به علاوه، برنامه‌ریزی مالی باید انعطاف بیشتری داشته باشد تا بتواند پاسخگوی افزایش یافته‌ی سطح ریسک و نااطمینانی^۳ در اقتصاد باشد. ضمناً باید گفت که عدم اطمینان و ریسک زیاد در صنایع متعدد باعث افزایش درصد ریسک اضافی موردانتظار یا صرف ریسک شده و هزینه‌ی تأمین مالی را برای آن صنایع افزایش داده است.

۳. تقاضا برای سرمایه. تورم باعث می‌شود سرمایه‌ی بیشتری برای حجم معین از فعالیت‌های تجاری ضروری گردد. وقتی موجودی‌ها به فروش می‌رسد، باید با کالاهای گران‌تری جایگزین شود. چون کارگران دستمزدی بیشتر تقاضا می‌کنند، هزینه‌ی گسترش و تعمیر کارگاه‌های تولیدی بیشتر خواهد بود. همه‌ی این‌ها بر مدیران

۱. inflation premium (IP)

۲. default risk

۳. uncertainty

مالی فشار می آورد تا سرمایه‌ی بیشتری گردآوری کنند. هم‌زمان با این، بانک‌های مرکزی نیز گرایش دارند که برای کنترل تورم، از عرضه‌ی وجوه بکاهند. پیامد محدود کردن عرضه‌ی وجوه، افزایش مجدد هزینه‌های بهره است.

۴. کاهش قیمت اوراق قرضه. با افزایش نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه‌ی بلندمدت سقوط می‌کند؛ در نتیجه

وام‌دهندگان برای حفظ خود در برابر زیان‌های سرمایه‌ای^۱ به دو کار دست می‌زنند: اولاً بیشتر سرمایه‌ی خود را کوتاه‌مدت (و نه بلندمدت) قرض می‌دهند؛ ثانیاً تمایل پیدا می‌کنند تا اوراق قرضه‌ای بخرند که بهره‌ی آن تابع «سطح عمومی نرخ‌های بهره» باشد. سطح عمومی نرخ‌های بهره‌ی موردنظر آن‌ها با شاخص نرخ‌های بهره اندازه‌گیری می‌شود. برزیل و دیگر کشورهای تورم‌زده‌ی امریکای جنوبی در دهه‌ی ۸۰ قرن گذشته چنین شاخص‌های اوراق قرضه‌ای را به کار بردند.^۲

۵. برنامه‌ریزی طرح‌های سرمایه‌گذاری. نرخ‌های بهره‌ی بالا همراه با کمبود عمومی سرمایه، باعث شده تا

شرکت‌ها نسبت به برنامه‌ریزی هزینه‌های سرمایه‌ای^۳ بسیار حساس شوند. بسیاری شرکت‌هایی که در این شرایط به‌ناچار هزینه‌های سرمایه‌ای خود را کاهش می‌دهند، یا در مقابله با کمبود نقدینگی، از روش‌های اجاره‌ی بلندمدت^۴ ماشین‌آلات به‌جای خرید آن‌ها استفاده می‌کنند.

۶. مشکلات حسابداری. در شرایط تورمی شدید، سود شرکت که در صورت حساب سود و زیان منعکس

می‌شود، ظاهری گمراه‌کننده دارد. فروش موجودی‌های ارزان سابق باعث می‌شود که سود زیادی در صورت حساب سود و زیان منعکس شود، اما جریان‌های نقدی شرکت در سطح پایینی قرار می‌گیرد، چه شرکت مجبور

۱. capital loss

۲. اوراق مشارکت به‌مثابه‌ی نوعی اوراق بهادار با درآمد ثابت که در چارچوب معاملات بدون ربا و با الگوبرداری از participative bonds در ایران طراحی شده است نیز به‌طور منطقی می‌باید تابع شاخص عمومی قیمت‌ها باشد و نرخ سود آن متناسب با نرخ سود مورد انتظار در بازار سرمایه تغییر کند.

۳. capital expenditure

۴. leasing

است مواد و کالا را با قیمت بیشتری خریده و انبار کند. هم‌چنین، استهلاک انباشته^۱ یا ذخیره‌ی استهلاک محاسبه‌شده کافی نیست، زیرا هزینه‌های واقعی جاری برای تعویض ماشین‌آلات و تجهیزات قبلی را نشان نخواهد داد.^۲ اگر شرکتی از بی‌پایه‌بودن ارقام سود منعکس‌شده در صورت‌های مالی که نتیجه‌ی ارزشیابی نادرست موجودی‌ها و کسورات ناکافی برای استهلاک است بی‌اطلاع باشد، و اگر این شرکت پرداخت سود سهام و هزینه‌های سرمایه‌ای را برپایه‌ی چنین ارقامی استوار کند، ممکن است با مشکلات مالی جدی روبه‌رو شود.

نرخ تورم دو رقمی تجربه‌ای آزاردهنده و در عین حال چالشی برای مدیران مالی پاره‌ای از کشورهاست. گرچه هیچ‌کس اثرات کامل تورم مزمن را نمی‌داند، اما حداقل یک نکته روشن است: اگر تورم دو رقمی ادامه یابد، بسیاری از استراتژی‌ها و روش‌های مالی باید اصلاح شود تا پاسخگوی شرایط موجود باشد.

هرچند در دهه‌ی ۸۰ و ۹۰ قرن بیست، نرخ‌های تورم در اروپا و امریکا آرام گرفت و در میانه‌ی دهه‌ی ۹۰، در بسیاری از کشورهای پیشرفته به صفر نزدیک شد، اما در آن سال‌ها تورم در کشورهای در حال توسعه هم‌چنان ادامه یافت. مثلاً در سال ۱۳۷۴ هجری شمسی، نرخ تورم در ایران به حدود ۵۰ درصد رسید. بنابراین، همه‌ی نکاتی که در این جا در مورد اثر تورم بر مدیریت مالی شرح داده می‌شود، کماکان در آغاز سده‌ی ۲۱، در اقتصادهایی شبیه ایران مصداق دارد. حتی در سال ۱۳۹۰ نیز با اجرای طرح پرداخت نقدی یارانه‌ها و وقوع مجدد نظام چندنرخ‌ی ارز، نرخ رشد تورم بالا گرفت و همین مشکلات دامن‌گیر واحدهای صنعتی و کسب‌وکارهای ایرانی شد.

اهمیت فزاینده‌ی مدیریت مالی

تحولاتی که یاد کردیم بر اهمیت مدیریت مالی افزوده است. در سال‌های دور، مدیر بازاریابی سطح فروش

۱. accumulated depreciation

۲. در ایران طی ۴۰ سال اخیر، همیشه این مشکل وجود داشته است. به‌ویژه، در سال‌های اواخر دهه‌ی ۶۰ و اوایل دهه‌ی ۷۰ هجری شمسی، به‌دلیل نرخ تورم بالای مربوط به نوسانات ارز، عین همین مشکلات بروز کرده است.

را پیش‌بینی می‌کرد؛ مهندسان و کارمندان قسمت تولید میزان دارایی‌های لازم برای این سطح فروش را برآورد می‌کردند؛ و مدیر مالی تنها کارش این بود که پول مورد نیاز برای تجهیزات، ماشین‌آلات و موجودی‌ها را تهیه کند. این طرز عمل دیگر رایج نیست. امروزه تصمیم‌گیری هماهنگ‌تر شده است و مدیر مالی مستقیماً مسئول کنترل جریان است. هرچه تأکید بر کنترل‌های داخلی دقیق‌تر فزونی می‌یابد، مدیران مالی نقش مهم‌تری در کسب و کارها پیدا می‌کنند، و اکنون در پایان دهه‌ی اول قرن ۲۱، مدیریت مالی جایگاهی بارز در اداره‌ی شرکت‌ها یافته است.

سازمان واحد مالی در شرکت‌ها

معمولاً در هر شرکت، مدیر ارشد مالی که عنوان «معاون مدیرعامل در امور مالی»^۱ را دارد، به ریاست عالی اجرایی شرکت (مثلاً مدیرعامل) گزارش می‌دهد و دو مقام بسیار مهم شرکت یعنی «مدیر مالی»^۲ و «رئیس کل حسابداری»^۳ زیر نظر او کار می‌کنند. مدیر مالی و کارمندان او مسئول گردآوری سرمایه و تماس با عرضه‌کنندگان پول و همچنین مسئول خط‌مشی اعتباری شرکت‌اند. رئیس کل حسابداری و کارمندان او مسئول سیستم‌های حسابداری و بودجه‌بندی شرکت می‌باشند. مدیر مالی مسئول وظایف مالی و رئیس کل حسابداری مسئول وظایف حسابداری است، درحالی‌که معاون مالی مسئولیت کلی هر دو کار را به‌عهده دارد. موقعیت مدیر مالی و رئیس کل حسابداری در نمودار سازمانی زیر نشان داده شده است. می‌بینیم که بیشتر کارهای مالی شرکت در اختیار مدیر مالی قرار می‌گیرد:

۱. vice president - finance

۲. treasurer. معادل فارسی خزانه‌دار برای این اصطلاح مورد استفاده قرار گرفته است. اما، واژه‌ی خزانه‌دار معادل مناسبی نیست. «خزانه‌دار» در این مفهوم با فردی که مسئول نگهداری وجوه نقد یا اوراق بهادار بانک یا خزانه‌داری دولت است اشتباه می‌شود. وی کسی است که کار حسابداری نمی‌کند، بلکه یک‌سره به کارهای مالی، یعنی جستجوی منابع مالی ارزان‌تر و یافتن فرصت‌های بهتر سرمایه‌گذاری می‌پردازد. در این‌جا عنوان «خزانه‌دار» بسیار نزدیک به عنوان «مدیر مالی» است.

۳. controller

شکل ۲-۱.

فرق بین مدیر مالی (همان خزانه‌دار) و رئیس کل حسابداری تا این اواخر در ایران روشن نبود. در واقع، خیلی‌ها حسابداری و مالی را یک موضوع می‌پنداشتند، و غیر از این که بگویند رئیس کل حسابداری زیر نظر معاون مالی کار می‌کند، نمی‌توانستند تفاوت دو شغل «حسابدار» و «مدیر مالی» را توضیح دهند. با پیشرفت علم مالی در ایران، اکنون عده‌ی بیشتری از مدیران تفاوت حسابداری و مالی را درک می‌کنند و درمی‌یابند که این دو، حوزه‌های متفاوتی از علم‌اند. کار اصلی حسابداری تهیه‌ی اطلاعات مالی دارای کیفیت است، درحالی‌که کار مالی (زیرمجموعه‌ی علم اقتصاد) تأمین کارآمد منابع مالی و سرمایه‌گذاری کارآمد و جوه است. حسابدار مسئول تهیه و تحلیل صورت‌های مالی است، و مدیر مالی با استفاده از اطلاعات مالی تهیه‌شده توسط حسابدار، می‌کوشد تا نیازهای مالی شرکت را از بهترین منابع تأمین کند، و این منابع را به سمت بهترین سرمایه‌گذاری‌های ممکن هدایت کند.

در ساختار سازمانی، حسابدار کل لازم نیست تحت نظر معاون مالی قرار گیرد. وی می‌تواند مستقیم به مدیرعامل گزارش دهد. از آن‌جا که عمده‌ی اطلاعات حسابدار کل را مدیریت مالی استفاده و هضم می‌کند، معمول است که حسابدار کل (کنترلر) زیر نظر معاون مالی فعالیت کند. اما فعالیت اصلی بخش مالی در شاخه‌ی مدیر مالی می‌گذرد. آن‌چه به مسامحه در ایران خزانه‌دار ترجمه شده است، معادل مناسبی برای اصطلاح treasurer نیست. خواننده‌ی ایرانی باید بداند که معادل درست در این‌جا «مدیر مالی» است که زیر نظر معاون مالی کار می‌کند. مدیر مالی (خزانه‌دار) شرکت مسئول تأمین منابع مالی، تماس با عرضه‌کنندگان و تعیین‌کننده‌ی خط‌مشی اعتباری شرکت است. بدین ترتیب و در این چارچوب مفهومی، می‌توانیم معادل treasurer را در زبان پارسی «مدیر مالی» بگذاریم.

هدف‌های شرکت

هیچ تصمیمی در خلاء گرفته نمی‌شود، بلکه هدف‌هایی که در ذهن مدیران است آن تصمیمات را پایه‌ریزی می‌کنند. در سراسر این کتاب فرض خواهیم کرد که هدف عمده‌ی مدیریت هر شرکت «به‌حداکثر رساندن ثروت سهامداران»^۱ است و خواهیم دید که «به‌حداکثر رساندن بهای سهام عادی» اشاره‌ای است به همین هدف با بیانی متفاوت. مسلماً شرکت‌ها اهداف دیگری نیز دارند: مدیران که قدرت واقعی تصمیم‌گیری را دارند، به ارضای شخصی، رفاه کارکنان، و به‌طور کلی به مصلحت جامعه و اجتماع علاقه‌مند هستند. با این همه، به‌دلایلی که خواهیم گفت، به‌حداکثر رساندن بهای سهام احتمالاً مهم‌ترین هدف اغلب واحدهای اقتصادی است.

چرا مدیران برای به‌حداکثر رساندن ثروت سهامداران تلاش می‌کنند؟

سهامداران صاحبان شرکت هستند، و حداقل از لحاظ نظری، با انتخاب اعضای هیأت‌مدیره، مدیران را که منصوب هیأت‌مدیره هستند، در کنترل دارند. در مقابل از مدیران نیز انتظار می‌رود که در درجه‌ی اول منافع سهامداران را در نظر بگیرند. می‌دانیم که چون سهام اکثر شرکت‌های بزرگ در دست تعداد بسیاری سهامدار است، مدیران این‌گونه شرکت‌ها استقلال زیادی دارند. در چنین وضعیتی، آیا ممکن نیست این مدیران اهدافی به‌جز به‌حداکثر رساندن ثروت سهامداران را تعقیب کنند؟ مثلاً، برخی استدلال می‌کنند که مدیریت تثبیت‌شده در یک شرکت بزرگ می‌تواند چنان کار کند که بازدهی سهام در حد پایین یا قابل‌قبولی باقی بماند و آن‌گاه بخشی از منابع و تلاش خود را مصروف فعالیت‌های اجتماعی، منافع کارکنان، افزایش حقوق مدیران و تفریحات شخصی کند.

به‌طور مشابه، مدیریتی که وضع باثباتی دارد، ممکن است از ورود به فعالیت‌های پرخطر، حتی وقتی که سود احتمالی برای تضمین ریسک آن اقدام کافی باشد، اجتناب ورزد. نظریه‌ای که در پشت این بحث نهفته این

۱. wealth maximization

است که سهامداران عموماً با دارا بودن تعداد زیادی سهام، سرمایه‌گذاری خود را به خوبی تنوع داده‌اند.^۱ بنابراین، اگر شرکتی در اقدامی شکست بخورد، سهامداران آن تنها بخش کوچکی از ثروت خود را از دست می‌دهند. مدیران اما این گونه نیستند. حقوق مدیر به ویژه اگر پاداش‌های عمده‌ای نیز دریافت کند، بالاترین ثروت مادی اوست. بنابراین، شکست احتمالی که ممکن است به تنزل مقام یا اخراج مدیر منجر گردد، بر او اثر مخرب‌تری می‌گذارد تا بر سهامداران. بر همین اساس، ممکن است مدیران شرکت انگیزه‌ای چندان قوی در قبول ریسک نداشته باشند؛ ریسکی که در صورت موفقیت، منافع آن از طریق افزایش بهای سهام شرکت عاید سهامداران می‌شود. شاید مدیران به جبران سهم خود در به سرانجام رساندن موفقیت آمیز اقدامی پر مخاطره پاداشی دریافت کنند، اما در صورت شکست، نتیجه برای مدیر ممکن است تویخ، تنزل مقام و یا حتی اخراج از شرکت باشد. بدین ترتیب، برخی عقیده دارند که مدیران در هنگام موفقیت طرح پاداش در خوری دریافت نمی‌دارند؛ اما در موقع شکست، جرایم نامتناسبی را متحمل می‌شوند. اگر این نظر درست باشد، آیا مدیر برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران شغل خود را به خطر می‌اندازد، یا ممکن است به تأمین سودی کم خطر ولی هم‌چنان قابل قبول برای سهامداران قناعت کند؟

واقعیت این است که شرکت‌های بیشتر و بیشتری در صدد ایجاد ارتباط متناسبی بین عملکرد شرکت و پاداش‌های جبرانی مدیران هستند، و تحقیقات نشان می‌دهد که این کار در به وجود آوردن انگیزه در مدیران برای اقدام در جهت به حداکثر رساندن بهای سهام شرکت مؤثر است.

آنچه در پایان می‌توان گفت این است که شرکتی که در بازار رقابتی فعالیت می‌کند، و یا هر شرکتی در دوران رکود اقتصادی، مجبور به انجام اقداماتی خواهد بود که منطقاً با حداکثر کردن ثروت سهامداران سازگاری دارد. بنابراین، اگرچه مدیران ممکن است اهداف دیگری علاوه بر حداکثر کردن قیمت سهام را دنبال کنند، اما دلایلی وجود دارد که این هدف را به عنوان هدف تعیین‌کننده در اغلب شرکت‌ها معرفی می‌کند.

۱. well diversified

چگونه مدیران می‌توانند قیمت سهام را به حداکثر برسانند؟

با فرض این که هدف مدیر مالی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، در اجرای این وظیفه، چه تصمیمات مهمی می‌باید اتخاذ کند؟ مدیر مالی همراه با سایر مدیران باید راجع به سیاست‌های مالی سرمایه‌گذاری^۱، تأمین مالی^۲ و تقسیم سود^۳ تصمیم‌گیری کند. معهدا هریک از این تصمیمات خود شاخه‌های مختلفی دارند. مثلاً، مدیریت باید نه تنها به زمان^۴ و ریسک جریان درآمدی ناشی از سرمایه‌گذاری توجه کند، بلکه نوع بازده نیز نباید از نظر او دور بماند. آیا حداکثر کردن سود^۵ منتج به حداکثر شدن بهای سهام می‌شود، یا ضروری است مدیر مالی نگران انواع دیگری از بازدهی مانند عایدی هر سهم^۶ باشد؟

فرض کنید شرکت سرمایه‌گذاری ایران یک میلیون سهم در دست سهامداران داشته و ۲۰ میلیارد ریال درآمد کسب کرده باشد (عایدی هر سهم معادل ۲۰۰۰ ریال)، و شما نیز مالک ۱۰۰ سهم از سهام این شرکت باشید. حال فرض کنید این شرکت یک میلیون سهم دیگر صادر کرده و حاصل فروش آن را در طرحی سرمایه‌گذاری کند که ۱۰ میلیارد ریال درآمد داشته باشد. با این که کل درآمد شرکت به ۳۰ میلیارد ریال افزایش پیدا خواهد کرد، اما عایدی هر سهم از ۲۰۰۰ ریال به ۱۵۰۰ ریال کاهش خواهد یافت. عایدی شما نیز حالا فقط ۱/۵ میلیون ریال خواهد بود. ملاحظه می‌کنیم که با وجود افزایش کل درآمد شرکت، شما و سایر سهامداران اصلی (مالکان یک میلیون سهم اولیه) به خاطر کاهش عایدی متحمل زیان شده‌اید. بنابراین، اگر مدیریت به رفاه سهامداران علاقه‌مند است باید به جای کل درآمد شرکت، به عایدی هر سهم توجه کند.

آیا همیشه حداکثر کردن عایدی هر سهم به معنی حداکثر کردن رفاه (ارزش سهام) سهامداران است؟ پاسخ

-
۱. investment policy
 ۲. financing policy
 ۳. dividend policy
 ۴. timing
 ۵. profit maximization
 ۶. earnings per share (EPS)

منفی است. عوامل دیگری چون زمان و ریسک نیز باید در نظر گرفته شود. فرض کنید همین شرکت دو پروژه را در دست مطالعه دارد. پروژه‌ی اول در طی ۵ سال، هر سال ۲۰۰۰ ریال (در کل دوره ۱۰۰۰۰ ریال) به عایدی هر سهم اضافه می‌کند، در حالی که دیگری در ۴ سال اول، هیچ‌گونه بازدهی ندارد، اما در سال پنجم معادل ۱۲۵۰۰ ریال به عایدی هر سهم می‌افزاید. کدام پروژه بهتر است؟ پاسخ به این بستگی دارد که کدام آن‌ها موجب افزایش بیشتر در بهای سهام می‌شود که این نیز به نوبه‌ی خود به ارزش زمانی پول^۱ وابسته است.

هنوز مطلب دیگری مربوط به ریسک باقی است. فرض کنید در حال مقایسه‌ی دو طرح هستیم. انتظار می‌رود که در صورت اجرای طرح اول، عایدی هر سهم به میزان ۱۰۰۰۰ ریال افزایش یابد، در حالی که طرح دوم عایدی مورد انتظار هر سهم را معادل ۱۲۰۰۰ ریال بالا خواهد برد. پروژه‌ی اول ریسک زیادی ندارد، به این معنی که با اجرای آن عایدی هر سهم تقریباً به‌طور حتم در حدود ۱۰۰۰۰ ریال اضافه خواهد شد. در مقابل، پروژه‌ی دوم ریسک بالایی دارد، یعنی اگرچه افزایش عایدی هر سهم به میزان ۱۲۰۰۰ ریال مورد انتظار است، اما باید این انتظار را هم داشته باشیم که ممکن است اصلاً هیچ افزایشی در کار نباشد. کدام طرح انتخاب می‌شود؟ با توجه به میزان ریسک‌گریزی^۲ سهامداران، ممکن است طرح اول به دومی ترجیح داده شود.

ریسک عایدی پیش‌بینی‌شده‌ی هر سهم به نحوه‌ی تأمین مالی شرکت نیز بستگی دارد. در همه‌ی کشورها، هر سال تعداد بسیاری شرکت ورشکست می‌شوند، و هرچه استفاده از بدهی بیشتر باشد، شرکت بیشتر در معرض تهدید ورشکستگی قرار می‌گیرد. در نتیجه، اگرچه استفاده از بدهی ممکن است عایدی هر سهم را افزایش دهد، اما ریسک عایدات را نیز بالا می‌برد.

بحث دیگر موضوع پرداخت سود سهام به سهامداران است و در مقابل آن، بحث حفظ و کنارنهادن عایدات برای سرمایه‌گذاری مجدد قرار می‌گیرد که باعث رشد جریان درآمدی در طول زمان می‌گردد. سهامداران

۱. time value of money

۲. averse to risk

دوست دارند سود سهام را به صورت نقد دریافت کنند، اما در عین حال به افزایش عایدی هر سهم که ناشی از برگرداندن مجدد سود شرکت به کسب و کار است نیز علاقه مندند. مدیر مالی است که می باید تصمیم بگیرد دقیقاً چه مقدار از عایدات جاری به جای نگهداری در شرکت و سرمایه گذاری مجدد مابین سهامداران تقسیم شود. این تصمیم گیری خط مشی یا سیاست تقسیم سود نام دارد. سیاست تقسیم سود بهینه^۱ آن چنانی است که بهای سهام شرکت را به حداکثر برساند. ملاحظه می کنیم که بهای سهام هر شرکت به عوامل زیر بستگی دارد:

۱. عایدی پیش بینی شده ی هر سهم

۲. میزان ریسک عایدات

۳. زمان بندی جریان عایدات (یا زمان تحقق عایدات)

۴. نحوه ی تأمین مالی شرکت

۵. سیاست تقسیم سود

هر تصمیم مهم در شرکت می باید در پرتو تأثیر آن بر عوامل فوق و از آن طریق بر بهای سهام شرکت، مورد تحلیل قرار گیرد. مثلاً، یک شرکت تولید ذغال سنگ ممکن است در حال مطالعه ی بهره برداری از معدن جدیدی باشد. این شرکت در بررسی های خود با پرسش هایی از این گونه مواجه می شود که ناچار است برای آن ها پاسخی بیابد: اگر بهره برداری شروع شود، آیا انتظار می رود عایدی هر سهم افزایش یابد؟ آیا امکان دارد هزینه ها از میزان برآورد شده بیشتر گردد، قیمت ها و میزان استخراج محصول پایین تر از حد پیش بینی شده گردد، و به دلیل بهره برداری از معدن جدید، عایدی هر سهم کاهش یابد؟ چقدر طول می کشد تا معدن جدید به سوددهی برسد؟ سرمایه ی لازم برای بهره برداری از معدن جدید چگونه باید فراهم گردد؟ اگر قرار است تأمین مالی از طریق بدهی

۱. optimal dividend policy

انجام شود، این کار ریسک شرکت را چقدر بالا می‌برد؟ آیا شرکت باید سود سهام کمتری تقسیم کند و وجوه پس‌انداز شده‌ی ناشی از آن را صرف تأمین مالی این طرح نماید و یا از سرمایه‌ی خارج از شرکت استفاده کند؟ مدیریت مالی برای کمک به پاسخگویی به این پرسش‌ها و سؤالات بی‌شمار دیگری مسئولیت پذیرفته است.

مسئولیت اجتماعی

موضوع قابل‌بحث دیگر مسئولیت اجتماعی^۱ است: آیا بنگاه‌های اقتصادی فقط می‌باید در راستای منافع مادی سهامداران فعالیت نمایند، یا این که شرکت‌ها به نحوی در مقابل رفاه اجتماع نیز مسئولیت دارند؟ برای پاسخگویی به این پرسش، شرکت‌هایی را در نظر بگیرید که سود و نرخ بازدهی سرمایه‌ی آن‌ها نزدیک به سطح عادی (یعنی نزدیک به میانگین کل شرکت‌ها) است. اگر برخی از این شرکت‌ها دست به فعالیت‌های نیکوکارانه بزنند و در نتیجه هزینه‌های آن‌ها افزایش یابد، و اگر سایر شرکت‌های با فعالیت مشابه از این امر پیروی نکنند، شرکت‌های جامعه‌گرا احتمالاً مجبور به ترک این گونه فعالیت‌های خود خواهند شد. بنابراین، در صنایعی که با رقابت سخت مواجه‌اند، فعالیت‌های مربوط به مسئولیت‌های اجتماعی که افزایش هزینه‌ها را در پی دارد، اگر نگوییم غیرممکن، بسیار مشکل خواهد بود.

درباره‌ی شرکت‌هایی که سودی بالاتر از سطح عادی دارند، چه می‌توان گفت؟ آیا آن‌ها نمی‌توانند منابعی را به طرح‌های اجتماعی اختصاص دهند؟ بدون شک قادر به این کار هستند. بسیاری از شرکت‌های بزرگ و موفق در برنامه‌های حفظ محیط‌زیست و طرح‌های اجتماعی، برنامه‌های رفاهی کارکنان، و نظایر این‌ها در چنان ابعادی فعال هستند که نمی‌توان این اقدامات را صرفاً در جهت تحقق هدف به‌حداکثر رساندن ثروت سهامداران ارزیابی کرد.^۲ با این حال در شرکت‌های سهامی عام^۳، عوامل بازار سرمایه مانعی برای این نوع اقدامات است.

۱. social responsibility

۲. حتی شرکت‌هایی از این دست اغلب لازم می‌بینند که در جلسات مجامع عمومی، از چنین برنامه‌هایی با این عنوان که سهمی در به‌حداکثر رساندن سود در بلندمدت دارند دفاع نمایند.

۳. publicly owned firms

پس اندازکننده‌ای را در نظر آورید که با وجوهی برای سرمایه‌گذاری وضعیت دو شرکت را بررسی می‌کند. شرکت اول بخش معتابهی از منابع خود را صرف امور اجتماعی می‌کند، درحالی‌که دیگری توجه خود را به سود و بهای سهام معطوف کرده است. بسیاری از سرمایه‌گذاران احتمالاً از سرمایه‌گذاری در شرکت جامعه‌گرا پرهیز می‌کنند و بنابراین در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری در این شرکت عدم‌مزیت تلقی می‌شود. آخر چرا سهامداران یک شرکت باید یارانه‌ی بیشتری نسبت به سهامداران سایر شرکت‌ها به اجتماع پرداخت کنند؟ به‌خاطر تمام این دلایل، حتی شرکت‌هایی با سودآوری بالا (مگر این که سهام شرکت در تملک سهامداران معدودی باشد) عموماً از اجرای یک‌جانبه‌ی اقدامات اجتماعی هزینه‌افزا^۱ منع می‌شوند.

آیا همه‌ی آن‌چه گفتیم به این معنی است که شرکت‌ها نباید به مسئولیت‌های اجتماعی خود عمل کنند؟ ابدأ چنین نیست. از آن‌چه گفته شد می‌توان این نتیجه را گرفت که حداقل در ابتدا ممکن است ضروری باشد که اغلب فعالیت‌های هزینه‌افزا، به‌عوض حالت داوطلبانه به‌صورت اجباری درآید تا موانع اجرای این‌گونه فعالیت‌ها را به‌طور یکسان از سر راه همه‌ی شرکت‌ها بردارد. بنابراین، برنامه‌های عام‌المنفعه‌ای^۲ چون رویه‌های استخدام عادلانه، برنامه‌های آموزشی اقلیت‌ها، ایمن‌بودن محصولات، کاهش آلودگی، اقدامات ضدانحصار^۳ و مانند آن، به‌ویژه در کشورهای شبیه ایران، احتمالاً زمانی مؤثرترند که ابتدا قوانینی واقع‌گرایانه وضع، و سپس توسط دولت به‌اجرا گذارده شود. مهم آن است که صاحبان صنایع و دولت در ایجاد مقررات ناظر بر عمل شرکت‌ها همکاری کنند، و شرکت‌ها از روح قانون نیز، علاوه بر مفاد نوشته‌شده‌ی آن، تبعیت نمایند. در چنین مجموعه‌ای، قیود و محدودیت‌ها قواعد بازی می‌شوند. در سراسر این کتاب ما فرض خواهیم کرد که مدیران تحت مجموعه‌ای از محدودیت‌های اجتماعی، برای به‌حداکثر رساندن بهای سهام شرکت خود فعالیت می‌کنند.

۱. cost-increasing

۲. social benefit programs

۳. antimonopoly actions

به حداکثر رساندن بهای سهام و رفاه عمومی

آیا تلاش شرکت‌ها برای به حداکثر رساندن بهای سهام به نفع جامعه است یا به زیان آن؟ به‌طور کلی این اقدامات در جهت منافع جامعه است. صرف‌نظر از اعمال غیرقانونی نظیر کوشش برای ایجاد انحصارات، زیرپا گذاشتن مقررات ایمنی، و عدم رعایت الزامات مربوط به کنترل آلودگی؛ به دلایلی چند همان اقداماتی که در جهت به حداکثر رساندن بهای سهام انجام می‌شود، به نفع جامعه نیز تمام می‌شود.

اول، لازمه‌ی حداکثر کردن بهای سهام، ارائه‌ی فعالیت‌های کارآمد و کم‌هزینه^۱ است که محصولات را با کیفیت و کمیت مطلوب و با حداقل هزینه‌ی ممکن تولید کند. دوم، به حداکثر رساندن بهای سهام، بهبود محصولاتی را که مورد درخواست و نیاز مصرف‌کنندگان است الزام‌آور می‌کند. به‌علاوه، انگیزه‌ی سود به تکنولوژی نو، تولیدات نو، و مشاغل جدید منتج می‌شود. بالاخره، حداکثر کردن بهای سهام مستلزم ارائه‌ی خدمات کارا با حفظ احترام مشتریان، داشتن موجودی کالای کافی، و استقرار کسب‌وکار در مکان مناسب است، چرا که همه‌ی این‌ها لازمه‌ی فروش کالاها و خدمات تولیدی است و فروش نیز خود عامل ایجاد سود است. بنابراین، انواع عملیاتی که به شرکت در افزایش بهای سهام آن کمک می‌کند، به‌طور مستقیم به حال جامعه نیز مفید است. فراموش نکنیم که سهامداران بخشی از عامه‌ی مردم‌اند و اگر در کشوری تعداد سهامداران در شرکت‌های سهامی عام بسیار باشد، عملاً بخشی از جامعه از این افزایش سود می‌برند. این‌ها خود دلایلی است بر این که چرا اقتصادهایی که انگیزه‌ی فعالیت در آن‌ها سود است، از انواع نظام‌های دیگر اقتصادی موفق‌تر بوده‌اند. از آن‌جا که مدیریت مالی نقشی سرنوشت‌ساز در عملیات شرکت‌های موفق بازی می‌کند، و از آن‌جا که وجود شرکت‌های موفق برای اقتصاد سالم و مولد بسیار ضروری است، به‌آسانی می‌توان به اهمیت امور مالی از دیدگاه اجتماعی پی برد.

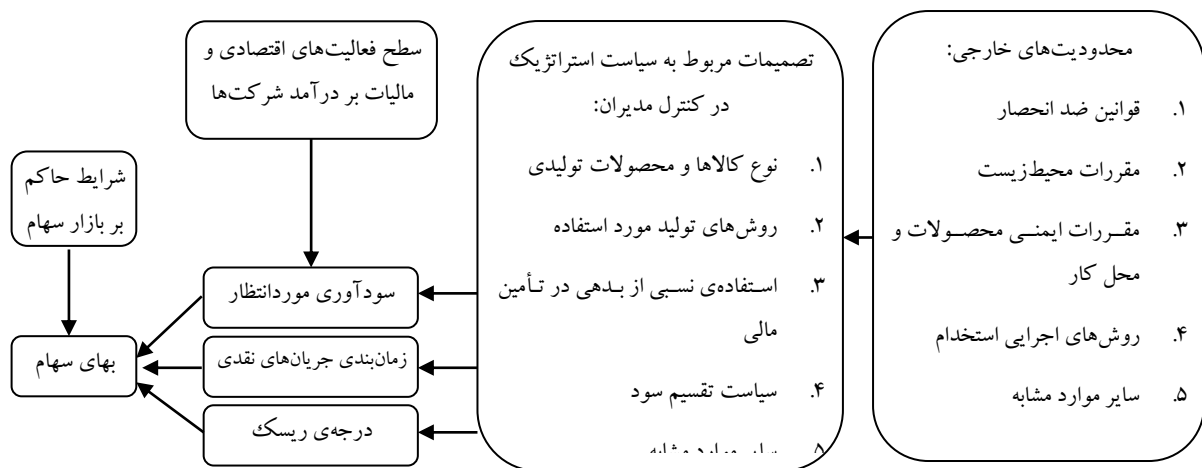
محیط اقتصادی

علاوه بر اقدامات مدیران، عوامل دیگری نیز بر بهای سهام شرکت اثر می‌گذارد. محدودیت‌های تحمیلی از

۱. low-cost

خارج شرکت، سطح عمومی فعالیت اقتصادی، مالیات‌ها، و شرایط حاکم بر بازار سهام از جمله‌ی این عوامل است. شکل ۱-۲ این ارتباطات و وابستگی‌های کلی را نشان می‌دهد. مدیریت با کار در درون مجموعه‌ای از محدودیت‌های خارجی، تصمیماتی راجع به سیاست استراتژیک اتخاذ می‌نماید که ترسیم‌کننده‌ی مسیر فعالیت آتی شرکت است.

این تصمیمات همراه با سطح عمومی فعالیت اقتصادی و سطح مالیات بر درآمد شرکت، بر سودآوری موردانتظار شرکت، زمان تحقق عایدات و انتقال آن به سهامداران به شکل سود سهام، و درجه‌ی نااطمینانی (ریسک) موجود در عایدات و سود سهام اثر می‌گذارد. سودآوری، زمان و ریسک هر سه بر بهای سهام شرکت تأثیر دارند، اما عامل مؤثر دیگری نیز به نام وضعیت کلی بازار سهام وجود دارد. از یاد نبریم که تغییرات افزایشی یا کاهشی در بهای سهم هر شرکت تا حدودی متأثر از روند تغییرات بهای همه‌ی سهام موجود در این بازار است.



شکل ۱-۲. عوامل مؤثر بر بهای سهام

سازمان و ترتیب این کتاب

به دلیل گستردگی مباحث، کتاب **مدیریت مالی** در سه مجلد تهیه شده است که جلد اول و دوم آن اکنون در بازار موجود است. مطالب مطرح شده در این جلد به چهار بخش تقسیم گردیده که شامل مباحث زیر

است:

بخش اول مشتمل بر پنج فصل است که در فصل اول پس از بررسی تحولات امور مالی از سال‌های ابتدایی قرن ۲۰ تا دهه‌ی پایانی آن، به مباحثی چون اثر تورم بر مدیریت مالی، جایگاه واحد مالی در سازمان هر شرکت، اهدافی که شرکت‌ها تعقیب می‌کنند، و ارتباط این اهداف با رفاه اجتماعی پرداخته و با ارائه‌ی چارچوبی که در آن تصمیمات مالی اتخاذ می‌شود، این فصل به پایان می‌رسد. فصل دوم انواع کسب و کارها را از نظر ساختار مالکیت آن‌ها مطرح می‌کند و با نگاهی به نظام مالیاتی، تأثیر ساختار مالکیت هر مؤسسه را بر میزان مالیات بر درآمد آن به بحث می‌گذارد. استهلاک و روش‌های محاسبه‌ی آن از دیگر مباحث این فصل است.

فصل سوم به بازارهای مالی، نهادها و مؤسسات مالی از جمله واسطه‌های مالی، بازارهای سهام و اوراق قرضه و موضوع کارایی بازار می‌پردازد. به دلیل نقش و اهمیت بانک‌های تجاری به عنوان یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی، تمامی فصل چهارم به نظام بانکداری اختصاص یافته است. این فصل به نقش بانکداری تجاری در تأمین نیازهای مالی بنگاه‌ها، منابع و مصارف وجوه در بانک‌ها، توانایی بانک‌ها در خلق پول، و ابزارهای سیاست پولی‌ای می‌پردازد که توسط بانک‌های مرکزی اعمال می‌شود. در فصل پنجم از ریسک و نحوه‌ی اندازه‌گیری آن سخن رفته است. انواع ریسک و راه‌های کاهش آن، بازدهی سرمایه‌گذاری و اثرات ریسک و تورم در نرخ بازده از دیگر مباحث این فصل است.

بخش دوم کتاب از چهار فصل تشکیل شده است. با شروع از انواع نسبت‌های مالی و موارد استفاده از آن‌ها در تشخیص نقاط ضعف و قوت شرکت، فصل ششم کتاب شکل می‌گیرد. در فصل هفتم، به دو ابزار برنامه‌ریزی یعنی تجزیه و تحلیل نقطه‌ی سربه‌سر، و صورت منابع و مصارف وجوه پرداخته شده و آن‌گاه در فصل هشتم رابطه‌ی بین فروش و دارایی‌ها، و الگوهای پیش‌بینی نیازهای مالی به بحث گذاشته شده است. آخرین فصل این بخش نیز به بودجه‌بندی، مفهوم و اهداف آن اختصاص یافته است.

هر سه فصل بخش سوم به بحث در مورد اجزای سرمایه در گردش اختصاص دارد. در حالی که در فصل دهم مفهوم سرمایه در گردش، اهمیت آن و تعادل بین ریسک و بازده بیان گردیده، در فصل ۱۱، بحث به دارایی‌های جاری و سرمایه‌گذاری در آن‌ها، و مدل‌های تصمیم‌گیری مربوط به تعیین میزان موجودی معطوف است. فصل ۱۲ به بحث در مورد انواع اساسی اعتبارات کوتاه‌مدت با توجه به ویژگی و منابع آن‌ها اختصاص یافته است.

بخش چهارم به عنوان نقطه‌ی پایان این جلد مشتمل بر دو فصل است و به‌طور کلی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را به بحث می‌گذارد. فصل ۱۳ که می‌توان آن را پیش‌نیاز درک مطالب فصل بعدی دانست، به ارزش زمانی پول و مفاهیمی چون ارزش مرکب، ارزش فعلی، ارزش مرکب اقساط مساوی و نظایر آن پرداخته و روش مالی محاسبه‌ی هریک از آن‌ها را توضیح می‌دهد. فصل ۱۴ به بودجه‌بندی سرمایه‌ای اختصاص یافته که در آن فنون مختلف ارزیابی و مقایسه‌ی پیشنهادهای سرمایه‌گذاری و در نهایت انتخاب مناسب‌ترین پیشنهاد ارائه گردیده است. در فصل نهایی، تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرایط نااطمینانی به بحث گذاشته می‌شود.

در این جا مناسب است جهت آشنایی اجمالی خوانندگان با مطالب جلد‌های دوم و سوم، نگاهی گذرا به محتوای آن‌ها بیان‌دازیم.

مباحث جلد دوم با تأکید بر اقلام سمت چپ ترازنامه به مطالب متنوعی در خصوص اهرم مالی، هزینه‌ی سرمایه، ساختار بهینه‌ی سرمایه و سیاست پرداخت سود سهام می‌پردازد. سپس راه‌های مختلف تأمین مالی بلندمدت با استفاده از منابع خارج از شرکت چون اوراق قرضه، وام‌های بلندمدت و سهام بحث می‌شود.

در جلد سوم از مباحث خاص و عموماً نو در مدیریت مالی هم‌چون مدیریت مالی شرکت‌های چندملیتی، ابزارهای مشتقه، ادغام، ورشکستگی، تجدیدسازمان، سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز، نوآوری‌های مالی، مهندسی مالی، و مالی رفتاری سخن خواهد رفت.

خلاصه

در این فصل تحول علم مالی در قرن ۲۰ مورد تحلیل قرار گرفت. نشان داده شد که تأکید بر مسایل مالی مختلف در طول سال‌های متممادی ناشی از ضروریات اقتصادی آن سال‌ها بوده است. حوزه‌ی عمل مدیر مالی به‌طور خلاصه تشریح شد. نشان داده شد که او به‌دنبال به حداکثر رساندن ثروت و بهای سهام مالکان شرکت با توجه به عوامل محیطی است. تعقیب اهداف اجتماعی ضرورتاً به زیان سهامداران نیست. برنامه‌های داوطلبانه‌ی رعایت منافع اجتماعی غالباً از برقراری برنامه‌های اجباری موفق‌تر است.

پرسش‌های فصل اول

۱. آیا نرخ معمول (نرمال) بازدهی سرمایه‌گذاری در تمام صنایع یکسان است؟ آیا نرخ معمول بازده در طول زمان تغییر می‌کند؟ توضیح دهید.
۲. در صورت افزایش نرخ تورم، آیا اهمیت نقش مدیر مالی در مقایسه با سایر مدیران افزایش می‌یابد یا کاهش؟ تشریح کنید.
۳. آیا حداکثر کردن ثروت سهامداران باید هدف بلندمدت در نظر گرفته شود یا هدف کوتاه‌مدت؟ یعنی اگر در اقدامی احتمالاً بهای سهام از سطح قبلی ۲۰۰٫۰۰۰ ریال در عرض شش ماه به ۲۵۰٫۰۰۰ ریال و سپس در پنج سال به ۳۰۰٫۰۰۰ ریال برسد، اما در اقدام دیگری احتمالاً بهای آن را تا چند سال در حد ۲۰۰٫۰۰۰ ریال ثابت نگهداشته، اما بعداً در عرض پنج سال به ۴۰۰٫۰۰۰ ریال برسانند؛ کدام یک از این اقدامات را بهتر می‌دانید؟ آیا می‌توانید به نمونه‌هایی واقعی از چنین مواردی فکر کنید؟
۴. چه تفاوتی بین «به‌حداکثر رساندن بهای سهام» و «به‌حداکثر رساندن سود» وجود دارد؟ آیا امکان ندارد حداکثر کردن سود همیشه به حداکثر کردن بهای سهام منجر نشود؟

۵. اگر شما شرکت سهامی عام بزرگی را اداره می‌کردید، تصمیماتی می‌گرفتید که رفاه سهامداران را به حداکثر برساند یا رفاه خودتان را؟ بعضی از اقداماتی را نام ببرید که سهامداران می‌توانستند برای اطمینان از تأمین هم‌زمان منافع شما و خودشان اتخاذ نمایند.
۶. می‌توان گفت که رشته‌ی امور مالی شش دوره‌ی تحولی داشته است: ۱- قبل از سال ۱۹۲۹؛ ۲- سال‌های ۱۹۳۰ تا اوایل دهه‌ی چهارم؛ ۳- اواخر دهه‌ی چهارم و اوایل دهه‌ی پنجم قرن ۲۰؛ ۴- اواسط و اواخر دهه‌ی ۵۰؛ ۵- دهه‌ی ششم و هفتم؛ ۶- از سال ۱۹۸۰ تاکنون. مشخصات اصلی هر یک از این دوران چه بود و چه شرایط اقتصادی این خصوصیات را شکل داد؟ آیا دهه‌ی اول قرن ۲۱ ویژگی‌های خود را داشته است؟
۷. صنایع فولاد در دهه‌ی ۷۰ در دست هشت شرکت بزرگ امریکایی به‌علاوه‌ی چند شرکت اروپایی و ژاپنی بود. در چنین صنعتی، برنامه‌ی داوطلبانه‌ی کنترل آلودگی محیط‌زیست تا چه حد مؤثر بود؟ چگونه این شرکت‌های امریکایی ممکن بود در تعیین ضوابط اجباری کنترل آلودگی محیط با یکدیگر همکاری کنند؟

کسب و کار چگونه شکل می‌گیرد و مالیات می‌پردازد؟

مدیریت مالی را در فضایی تهی و فارغ از اثرات عوامل پیرامونی نمی‌توان آموخت. اگر قرار باشد ارزش شرکت به حداکثر برسد، لازم است مدیر مالی از محیط قانونی و اقتصادی که در آن تصمیمات مالی اتخاذ می‌گردد، درک درستی داشته باشد؛ این درک مستلزم شناسایی اشکال مختلف کسب و کار^۱ و انواع اوراق بهاداری است که شرکت‌ها منتشر می‌کنند. به علاوه، ارزش شرکت به سود قابل استفاده‌ای^۲ بستگی دارد که برای سرمایه‌گذاری در دسترس است، یعنی همان سود پس از کسر مالیاتی^۳ که به سهامداران گزارش می‌شود. از این رو، این فصل اطلاعاتی در زمینه‌ی انواع مختلف کسب و کار و نظام مالیات بر درآمد عرضه می‌کند.^۴

اشکال گوناگون سازماندهی کسب و کارها

سه شکل اصلی از کسب و کارها وجود دارد: مؤسسه‌ی انفرادی^۵، شرکت تضامنی^۶ و شرکت سهامی.^۷ در

۱. business

۲. usable income

۳. after tax income

۴. خوانندگان توجه دارند که آنچه در این فصل مورد بحث قرار می‌گیرد عمدتاً گوشه‌ای از نظام مالیاتی ایالات متحده است؛ در مواردی، برخی از روش‌ها و قواعد جاری قانون مالیاتی کشور ما نیز به عنوان مقایسه به آن اضافه شده است. مطالب این فصل اگرچه ممکن است برای خواننده‌ی ایرانی کاربرد عملی نداشته باشد لیکن به جهت آشنایی نسبی با فلسفه‌ی اخذ مالیات و نیز ساختار مقررات مالیاتی متفاوت از آنچه که در ایران اجرا می‌شود، مفید به نظر می‌رسد.

۵. sole proprietorship

۶. partnership

۷. corporation

۸. در ترجمه و معادل‌یابی برای واژگانی که ما از آن‌ها با نام‌های مؤسسه‌ی انفرادی، شرکت تضامنی و شرکت سهامی یاد می‌کنیم، مترجم گاه با دشواری روبه‌رو می‌شود که سبب آن، ویژگی‌های متفاوت این مؤسسات در کشورهای مختلف است که این نیز خود ناشی از الزامات قانونی هر کشور است. مثلاً، باید توجه داشت که واژه‌ی corporation که در تمام این فصل از آن با عنوان «شرکت سهامی» یا به‌طور خلاصه و با اندکی اغماض «شرکت» نام می‌بریم، مفاهیمی عام‌تر از شرکت (آن‌گونه که ما از این واژه برداشت می‌کنیم) دارد. corporation به هر شخصیت حقوقی که به ثبت رسیده و مسئولیت سهام‌داران (مالکان) آن محدود به سرمایه‌ی (سهام‌الشرکه‌ی) آن‌ها است، اطلاق می‌گردد. از این رو به این شکل کسب و کار می‌توان عنوان «شرکت سرمایه» نیز داد. در قانون تجارت

کشورهای پیشرفته، از نظر تعداد، ۷۰٪ واحدهای کسب و کار به صورت انفرادی اداره شده و ۳۰٪ باقی مانده به نسبت مساوی بین شرکت‌های تضامنی و شرکت‌های سهامی تقسیم شده است. نسبت واحدهای کسب و کار انفرادی در ایران حتی می‌تواند بیشتر از این رقم باشد. اگر ارزش فروش را ملاک قرار دهیم، البته تصویر کاملاً متفاوت است: ۸۰٪ سهم به شرکت‌های سهامی، حدود ۱۳٪ به مؤسسات انفرادی و تقریباً ۷٪ به شرکت‌های تضامنی می‌رسد. به این ترتیب، از آن‌جا که بخش اعظم دادوستد توسط شرکت‌های سهامی بزرگ و کوچک انجام می‌شود، تأکید ما در این کتاب بر این شکل از کسب و کارهاست. در عین حال، آگاهی داشتن از تفاوت‌های بین این سه نوع مختلف کسب و کار و همچنین مزایا و معایب هر یک نیز حائز اهمیت است.

مؤسسه‌ی انفرادی

مؤسسه‌ی انفرادی مؤسسه‌ای است که مالکیت آن به فردی واحد تعلق دارد. به‌راه‌انداختن مؤسسه‌ی انفرادی بسیار آسان است؛ به‌محض این که فرد شروع به کسب و کار کند، مؤسسه‌ی انفرادی برپا شده است. معهداً در بسیاری از شهرها، حتی کوچک‌ترین واحدهای کسب ملزم به اخذ پروانه از شورای شهر یا شهرداری‌هایند، و پاره‌ای اوقات علاوه بر آن، اخذ پروانه از مقامات دولتی یا استانی (ایالتی) نیز الزامی است.

مؤسسه‌ی انفرادی برای فعالیت‌های کوچک و محدود دو مزیت عمده دارد: اول این که به سهولت و ارزانی شکل می‌گیرد، چرا که برای فعالیت نیاز به اساسنامه‌ی^۱ رسمی ندارد و تابع مقررات دست و پاگیر دولتی نیست. دوم این که چیزی به‌عنوان مالیات بر شرکت نمی‌پردازد. البته، همان‌گونه که خواهیم دید، همیشه این مطلب به‌نفع

مصوب ۱۳۱۱ مواد ۱ تا ۵ به تعریف تاجر و انواع معاملات تجاری پرداخته و ماده‌ی ۲۰ اقسام مختلف شرکت‌های تجاری را مشخص کرده است. مواد ۱ تا ۳۰۰ اصلاحیه‌ی مصوب ۱۳۴۷ همین قانون به‌طور مفصل مقررات مختلف ناظر بر انواع شرکت‌های تجاری را شرح داده است. هم‌چنین خوانندگان علاقه‌مند می‌توانند برای آشنایی بیشتر با انواع مختلف واحدهای اقتصادی به دو کتاب زیر مراجعه نمایند:

۱. مصطفی علی مدد و نظام‌الدین ملک‌ارایی: **اصول حسابداری**، جلد اول، تهران، سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، چاپ اول، ۱۳۶۷، ص. ۳۹-۴۲.

۲. مصطفی علی مدد و نظام‌الدین ملک‌ارایی: **گزیده‌ای از قوانین برای مدیران و حسابداران**، جلد اول، تهران، سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، چاپ اول، ۱۳۶۴.

این گونه مؤسسات تمام نمی‌شود، زیرا تمام سود مؤسسه، چه مجدداً در مؤسسه سرمایه‌گذاری شود و چه از آن برداشت گردد، مشمول مالیات بر درآمد اشخاص^۱ می‌گردد.

مؤسسه‌ی انفرادی هم‌چنین سه محدودیت عمده دارد:

(۱) فراهم آوردن سرمایه‌ی زیاد برای آن مشکل است؛

(۲) مالک مؤسسه در قبال بدهی‌های مؤسسه مسئولیت نامحدود دارد، و ممکن است علاوه بر اموالی که در

مؤسسه سرمایه‌گذاری کرده، دارایی‌های دیگری را نیز از دست بدهد؛

(۳) عمر این مؤسسه محدود به مؤسس آن است.

به این دلایل، حوزه‌ی عمل مؤسسات انفرادی عمدتاً به فعالیت‌های تجاری کوچک محدود شده است.

شروع کسب و کار اغلب به صورت مؤسسه‌ی انفرادی است، و بعد در صورتی که رشد مؤسسه آن‌چنان باشد که در آن زمان معایب مؤسسه‌ی انفرادی بر مزایای آن بچربد، آن را به شرکت تبدیل می‌کنند.

شرکت تضامنی

شرکت تضامنی زمانی شکل می‌گیرد که دو یا چند نفر گرد هم می‌آیند تا کسب و کاری به راه اندازند.

شرکت‌های تضامنی ممکن است با درجات مختلفی از رسمیت کار کنند: از قول و قرارهای شفاهی غیررسمی بین

شرکا^۲ تا توافق‌های کتبی که نزد مراجع رسمی محلی به ثبت می‌رسد. در شرکت تضامنی، هر شریک بخشی از

وجوه لازم برای راه‌اندازی کسب و کار را تأمین نموده، و قسمتی از کاری را انجام می‌دهد که برای اداره‌ی شرکت

لازم است. البته، بدین ترتیب هر شریک استحقاق دریافت سهم متناسبی از سود یا تحمل بخشی از زیان را خواهد

۱. در متن‌های حسابداری و مالی، «درآمد» (revenue) را برای عایدات حاصل از فروش می‌گذاریم و معادل فارسی income «سود» است. با این همه، از گذشته‌ها در ایران «مالیات بر درآمد» به جای «مالیات بر سود» مورد استفاده است، چه در مورد «مالیات بر درآمد شرکت‌ها» و چه «مالیات بر درآمد اشخاص».

۲. به مثال «شرکت آسیا» در مأخذ زیر مراجعه کنید:

حسین عبده تبریزی، *افته‌هایی در مدیریت مالی*، ویرایش دوم، چاپ دوم، انتشارات پیشبرد، ۱۳۷۴.

داشت. اگرچه در ایالات متحده، شرکت‌های تضامنی سهم کوچکی از کل ارزش دادوستدهای انجام‌شده را دارند، اما این شکل کسب‌وکار در حرفه‌های کوچکی چون مطب‌داری، امور حقوقی، حسابداری، و اخیراً مؤسسات مشاوره و صرافی‌ها معمول است. در ایران، این نوع سازماندهی کسب‌وکارها، در امور سنتی بازار نیز رواج دارد.

مزیت عمده‌ی شرکت‌های تضامنی سهولت و کم‌هزینه‌بودن ایجاد و تأسیس آنهاست. معایب آن نیز مشابه مؤسسات انفرادی است: (۱) مسئولیت نامحدود شرکا در قبال بدهی‌های مشترک، (۲) محدودیت عمر شرکت، (۳) مشکل بودن انتقال مالکیت، و (۴) مشکل بودن جمع‌آوری حجم زیاد سرمایه. نحوه‌ی اخذ مالیات از شرکت‌های تضامنی مانند مؤسسات انفرادی است که در مقام مقایسه با شرکت‌های سهامی در موقعیت‌های مختلف می‌تواند مزیت یا عیب تلقی گردد. در ادامه‌ی این فصل به این موضوع خواهیم پرداخت.

چون به موجب قوانین، شرکا مسئول دیون شرکت‌اند، بنابراین دارایی‌های شخصی آنها نیز علاوه بر آنچه که در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند، در معرض خطر از دست رفتن است. بدین ترتیب، در هنگام ورشکستگی، اگر هر شریک قادر به تأمین سهم خود از بدهی‌های شرکت نبوده و منبع دیگری نیز برای این کار موجود نباشد، شرکای دیگر می‌باید باقی‌مانده‌ی تعهدات مالی را حتی با استفاده از دارایی‌های شخصی خود تسویه نمایند.

برخی از معضلات شرکت تضامنی که هم‌اکنون برشمردیم می‌تواند با تشکیل شرکت مختلط غیرسهامی^۱ کاهش یابد. در چنین شرکتی، تعدادی شریک ضامن^۲ و تعدادی شریک با مسئولیت محدود وجود دارد. شرکای ضامن مسئولیت نامحدودی هم‌چون شرکای شرکت تضامنی دارند، در حالی که مسئولیت سایر شرکا محدود به سرمایه‌ی آنها در شرکت است. شرکای با مسئولیت محدود را اغلب به‌عنوان «شرکای خاموش»^۳ می‌نامند، چرا که نقش فعالی در مدیریت شرکت ندارند. در امریکا، شرکت‌های مختلط غیرسهامی بیشتر در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری در

۱. limited partnership

۲. general partner

۳. silent partners

املاک و مستغلات فعال‌اند و در سایر رشته‌های کسب و کار موفق نبوده‌اند. البته، در ایران کار املاک و مستغلات بیشتر به شکل شرکت‌های تضامنی انجام می‌شود. در مورد سرمایه‌ی مخاطره‌پذیر^۱ نیز شکل معمول حقوقی تشکیل شرکت مختلط غیرسهامی است. بعضی از شرکا مسئولیت محدود دارند و در حد سرمایه‌ای که آورده‌اند، مسئولیت دارند. برعکس، شرکایی وجود دارند که مسئولیت نامحدود دارند، و جوابگوی تعهدات سایر شرکا نیز هستند.

سه عیب اول شرکت‌های تضامنی یعنی مسئولیت نامحدود شرکا، دائمی نبودن تشکیلات، و مشکل انتقال مالکیت مجموعاً باعث ایجاد اشکال چهارم در این شرکت‌ها می‌شود که همان معضل گردآوری منابع کلان سرمایه‌ای است. این موضوع برای فعالیت‌هایی که رشد آهسته دارند، مشکل اساسی نیست، اما اگر تولیدات شرکتی مورد استقبال مردم واقع شود، آن‌چنان که جهت توسعه و گردش کسب و کار به مقادیر زیاد سرمایه نیاز باشد، جذب سرمایه حقیقتاً به صورت مانع جلوه‌گر می‌شود. کسب و کارها عموماً فعالیت خود را در قالب مؤسسات انفرادی یا شرکت‌های تضامنی آغاز می‌کنند، اما به جایی می‌رسند که ادامه‌ی کارشان جز با تبدیل آن‌ها به شرکت‌های سهامی غیرممکن می‌نماید.

شرکت‌های سهامی

شرکت سهامی شخصیتی قانونی است که در امریکا براساس مقررات ایالتی موجودیت پیدا می‌کند.^۲ شخصیت شرکت از شخصیت مالکان و مدیران خود جداست. این تفکیک به شرکت سه مزیت عمده می‌دهد: (۱) عمر نامحدود؛ شرکت می‌تواند پس از فوت مالکان و مدیران اولیه به حیات خود ادامه دهد، (۲) سهولت در انتقال منافع ناشی از مالکیت؛ منافع ناشی از مالکیت می‌تواند به صورت برگ‌های سهام تقسیم گردد که بسیار آسان‌تر از منافع ناشی از شراکت در شرکت‌های تضامنی قابل نقل و انتقال است، و (۳) مسئولیت محدود؛ تعهدات شرکا (سهامداران) محدود به سرمایه‌ای است که در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند.

۱. venture capital

۲. در ایران قوانین کشوری (قانون تجارت) در سطح ملی ناظر بر نحوه‌ی کار شرکت‌هاست.

برای روشن شدن موضوع، اگر شما در یک شرکت تضامنی ۱۰۰ میلیون ریالی سرمایه گذاری کرده باشید و این شرکت ورشکست شود، درحالی که دیونی به مراتب بیش از این مقدار داشته باشد، تأمین بخشی از این بدهی برعهده‌ی شماست. پس شریک در شرکت تضامنی در معرض مسئولیت نامحدود است. از سوی دیگر، چنانچه شما این ۱۰۰ میلیون ریال را صرف خرید سهام یک شرکت سهامی کرده بودید، زیان بالقوه‌ی شما در این سرمایه گذاری فقط ۱۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال بود؛ مسئولیت شما تنها به میزان سرمایه گذاری تان محدود می‌گردد.

درحالی که مؤسسه‌ی انفرادی یا شرکت تضامنی می‌تواند فعالیت خود را با تشریفات اداری مختصر شروع نماید، برپایی شرکت سهامی مستلزم مقدمات بیشتری است. مؤسسان شرکت^۱ باید نسبت به تهیه‌ی اساسنامه و مجموعه‌ای از آیین‌نامه‌های^۲ داخلی اقدام نمایند. اساسنامه حداقل دربردارنده‌ی این اطلاعات است: (۱) نام شرکت، (۲) نوع فعالیت شرکت، (۳) میزان سرمایه، (۴) تعداد مدیران، و (۵) نام و نشانی مدیران. در بعضی کشورها اساسنامه توسط مقامات ایالتی ثبت می‌شود که مرکز اصلی شرکت در آن ایالت واقع است، و پس از تأیید و تصویب آن، شرکت رسماً موجودیت پیدا می‌کند. در ایران رسمیت شرکت‌ها با تأیید اداره‌ی ثبت شرکت‌ها عملی می‌شود که نهادی ملی است؛ البته، این تأیید توسط اداره‌ی ثبت شرکت‌های شهر مرکز فعالیت شرکت انجام می‌شود.

در بعضی کشورها، آیین‌نامه‌های داخلی، مجموعه‌ای از مقررات و دستورالعمل‌هاست که جهت کمک به مدیران داخلی در اداره‌ی شرکت، توسط مؤسسان شرکت تنظیم می‌شود. در ایران عموماً این نوع آیین‌نامه خود بخشی از اساسنامه را شکل می‌دهد و در آن قالب می‌آید. آیین‌نامه‌های داخلی شامل نکاتی از این قبیل است: (۱) چگونگی انتخاب مدیران (مدت تصدی آنان یک سال باشد و مدیران هر ساله انتخاب شوند، یا مثلاً هر سال فقط یک سوم آن‌ها تغییر نمایند)، (۲) برخورداری یا عدم برخورداری سهامداران موجود از اولویت در خرید سهام جدیدالانتشار شرکت، (۳) قواعد و ترتیباتی که برای کمیته‌های مدیریت وجود دارد (مانند کمیته‌ی اجرایی یا

۱. incorporators

۲. bylaws

کمیته‌ی مالی) و وظایف آن‌ها، (۴) دستورالعمل‌هایی برای تغییر خود آیین‌نامه‌ها در صورتی که شرایط، تغییرات را الزامی کند. امروزه، و کلاً با استفاده از نرم‌افزارهای واژه‌پرداز، فرم‌های یکسانی (استاندارد) برای اساسنامه و آیین‌نامه‌های داخلی تدارک دیده‌اند، و می‌توانند با تلاشی نه‌چندان زیاد شرکتی را به ثبت برسانند. در امریکا با صرف هزینه‌ای حدود ۵۰۰ دلار و در ایران با صرف چند صد هزار تومان، می‌توان کسب و کاری را در قالب شرکت سهامی راه‌اندازی کرد.

به جز فعالیت‌های بسیار کوچک، اگر کسب و کارها به صورت شرکت سهامی سازمان داده شوند، به احتمال زیاد ارزش بیشتری خواهند داشت. دلایل این امر به شرح زیر است:

۱. مسئولیت محدود ریسک سهامداران را کاهش می‌دهد، و با فرض ثابت بودن سایر شرایط، هرچه ریسک کمتر باشد، ارزش شرکت بیشتر می‌شود.

۲. ارزش به فرصت‌های رشد بستگی دارد که این نیز به نوبه‌ی خود به توانایی شرکت در جذب سرمایه وابسته است. از آن‌جا که شرکت‌های سهامی آسان‌تر از سایر انواع کسب و کارها قادر به جذب سرمایه‌اند، موقعیت‌های رشد بهتری دارند.

۳. ارزش هر دارایی به نقدشوندگی آن (سهولت فروش دارایی و تبدیل آن به پول نقد) نیز بستگی دارد. از آن‌جا که سرمایه‌گذاری در سهام شرکت سهامی، نقدشوندگی بسیار بیشتری از سرمایه‌گذاری مشابه آن در مؤسسه‌ی انفرادی یا شرکت تضامنی دارد، از این زاویه هم سازمان‌دادن به کسب و کار در قالب شرکت سهامی، می‌تواند ارزش آن را افزایش دهد.

۴. روش محاسبه و اخذ مالیات از شرکت‌های سهامی با مؤسسات انفرادی و شرکت‌های تضامنی متفاوت است. در برخی موارد قوانین مالیاتی به نفع شرکت‌های سهامی است. در این باره در بخش بعدی این فصل

بحث خواهد شد.^۱

از آن جا که اکثر مؤسسات با ذهنیت به حد اکثر رساندن ارزش مدیریت می شوند، می توان علت اداری اغلب کسب و کارها را در قالب شرکت های سهامی به آسانی دریافت.

نظام مالیات بر درآمد فدرال

ارزش هر دارایی مالی^۲ هم چون برگ سهم، ورقه ی قرضه، یا قرارداد رهنی^۳، و ارزش اغلب دارایی های واقعی^۴، مانند ماشین آلات و حتی ارزش تمامی یک کارخانه به جریان های نقدی^۵ حاصل از آن دارایی بستگی دارد. جریان های نقدی حاصل از هر دارایی واقعی از سود قابل استفاده به علاوه ی استهلاک تشکیل می گردد. راجع به استهلاک در ادامه ی این فصل بحث خواهد شد، اما سود قابل استفاده به معنی سود پس از کسر مالیات است. سود مؤسسات انفرادی و شرکت های تضامنی به عنوان درآمد شخصی مالکان این واحدها گزارش شده و مشمول مالیات می شود، در حالی که شرکت های سهامی در اغلب کشورها ابتدا مالیات بر درآمد شرکت را می پردازند، و آن گاه صاحبان سهام آن شرکت ها مالیات آن قسمت از سود پس از کسر مالیات بر شرکت ها را پرداخت می کنند که به عنوان سود سهام بین آنان تقسیم می شود. به این ترتیب، برای تعیین جریان های نقدی حاصل از دارایی، مالیات بر درآمد اشخاص و مالیات بر سود شرکت ها هر دو حائز اهمیت است.

در ایالات متحده نرخ مالیات بر درآمد اشخاص بر اساس قوانین دولت فدرال تا ۳۳٪ بالا می رود، و هنگامی که مالیات بر درآمد ایالت و شهر نیز به آن اضافه شود، نرخ نهایی مالیات بر درآمد شخص می تواند به حدود ۴۰٪

۱. ذکر چنین جمله ای در شرایط امروز ایران قرین صحت نیست. برعکس، می توان گفت که کسب و کارهای بسیاری، برای گریز از مالیات، به جای شرکت سهامی، به صورت انفرادی یا تضامنی شکل می گیرند.

۲. financial asset

۳. mortgage

۴. real assets

۵. cash flows

نزدیک شود.^۱ این نرخ در بسیاری از کشورهای اروپایی حتی به ۵۰٪ می‌رسد. سود ناشی از کسب و کار نیز مشمول نرخ‌های سنگین مالیاتی است. سود حاصل از عملیات مؤسسات انفرادی و شرکت‌های تضامنی توسط مالکان اظهار می‌شود و در نتیجه مشمول نرخ‌های مالیاتی تا حداکثر ۴۰٪ است، در حالی که سود شرکت‌های سهامی مشمول نرخ‌های مالیات بر درآمد دولت فدرال تا حداکثر ۳۹٪ می‌شود. مشابه مالیات بر درآمد اشخاص، مالیات‌های ایالتی و شهری، نرخ مالیات مؤسسات انفرادی، شرکت‌های تضامنی و شرکت‌های سهامی را بالا می‌برد. به دلیل اهمیتی که مالیات در کاهش سود دارد، در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالیات نقش مهمی برعهده می‌گیرد.

در آمریکا و اروپا موضوع مالیات‌ها آن‌چنان بغرنج و پیچیده است که مدارس حقوق دانشگاه‌ها برای وکلای شاغلی که بسیاری از آن‌ها مدرک حسابدار رسمی^۲ نیز دارند، دوره‌های کارشناسی ارشد در رشته‌ی مالیات ارائه می‌دهند. در ایران در سال‌های اخیر، مقامات مالیاتی از خدمات حسابداران رسمی برای تعیین میزان مالیات شرکت‌ها استفاده می‌کنند.

در حوزه‌ای چون مالیات که پیچیدگی‌های آن ایجاب می‌کند تا جزئیات مورد مطالعه قرار گیرد، در این کتاب فقط می‌توانیم نکات مهم‌تر را مطرح کنیم. البته تا همین حد نیز کفایت می‌کند، چرا که تجار و سرمایه‌گذاران بیش از تکیه بر دانش محدود خود، ناچارند به متخصصان امور مالیاتی اعتماد نمایند. در عین حال، دانستن اصول اولیه‌ی نظام مالیاتی به‌عنوان نقطه‌ی آغاز بحث با متخصصان مالیاتی حائز اهمیت است.

مالیات بر درآمد اشخاص

اشخاص بخشی از حقوق و دستمزد، درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری (سود سهام، بهره، سود حاصل از فروش اوراق بهادار)، و سود مؤسسات انفرادی و شرکت‌های تضامنی را به‌شکل مالیات پرداخت می‌کنند. نرخ‌های مالیاتی

۱. در ایالات متحده‌ی آمریکا، به دلیل نظام سیاسی فدرال، علاوه بر مالیاتی که براساس قوانین دولت مرکزی (فدرال) از مؤدیان اخذ می‌گردد، و در تمام ایالات به‌طور یکسان اجرا می‌گردد، هر ایالت نیز براساس قوانینی که فقط در محدوده‌ی همان ایالت قوت قانونی دارد، نسبت به اخذ مالیاتی جداگانه اقدام می‌کند.

۲. certified public accountant (CPA)

در ایالات متحده هم چون بسیاری از کشورها تا حد معینی از درآمد به صورت تصاعدی افزایش می‌یابد. بدین معنی که هرچه درآمد افزایش یابد، درصد مالیات پرداختی نیز اضافه می‌شود. جدول ۱-۲ که از سال ۱۹۸۸ میلادی به بعد قابلیت اجرا پیدا کرده است، نرخ‌های مالیاتی درآمد اشخاص مجرد و زوج‌هایی را که مشترکاً اظهارنامه‌ی مالیاتی پر می‌کنند، در امریکا نشان می‌دهد.

جدول ۱-۲. نرخ‌های مالیات بر درآمد اشخاص در امریکا

درآمد مشمول مالیات در سال (دلار)	نرخ مالیات	جمع مالیات تا این طبقه (دلار)	نرخ متوسط مالیات
افراد مجرد			
تا ۱۷٫۸۵۰	٪۱۵	۲٫۶۷۸	٪۱۵/۰
از ۱۷٫۸۵۰ تا ۴۳٫۱۵۰ نسبت به مازاد ۱۷٫۸۵۰	٪۲۸	۹٫۷۶۲	٪۲۲/۶
از ۴۳٫۱۵۰ تا ۱۰۰٫۴۸۰ نسبت به مازاد ۴۳٫۱۵۰	٪۳۳	۲۸٫۶۸۰	٪۲۸/۵
نسبت به مازاد ۱۰۰٫۴۸۰	٪۲۸		٪۲۸/۰

درآمد مشمول مالیات در سال (دلار)	نرخ مالیات	جمع مالیات تا این طبقه (دلار)	نرخ متوسط مالیات
زوج‌هایی که اظهارنامه‌ی مشترک پر می‌کنند			
تا ۲۹٫۷۵۰	٪۱۵	۴٫۴۶۲	٪۱۵/۰
از ۲۹٫۷۵۰ تا ۷۱٫۹۰۰ نسبت به مازاد ۲۹٫۷۵۰	٪۲۸	۱۶٫۲۶۴	٪۲۲/۶
از ۷۱٫۹۰۰ تا ۱۷۱٫۰۹۰ نسبت به مازاد ۷۱٫۹۰۰	٪۳۳	۴۸٫۹۹۷	٪۲۸/۶
نسبت به مازاد ۱۷۱٫۰۹۰	٪۲۸		٪۲۸/۰

توضیح:

الف. نرخ‌های مالیات مربوط به سال ۱۹۸۸ و سال‌های پس از آن است. لیکن بعد از سال ۱۹۸۸ طبقات درآمدی مشمول نرخ ۲۸ درصد، و هم چنین طبقات مشمول مالیات مازاد به نرخ تورم شاخص‌بندی شده‌اند و بدین لحاظ، ارقام با آن چه که در جدول نوشته شده متفاوت خواهد بود.

ب. از لحاظ فنی مالیات مازادی به نرخ ۵ درصد به طبقه‌ی درآمدی ۴۳٫۱۵۰ تا ۱۰۰٫۴۸۰ دلار - برای افراد مجرد - و به طبقه‌ی درآمدی ۷۱٫۹۰۰ تا ۱۷۱٫۰۹۰ دلار - برای زوج‌ها - تعلق می‌گیرد. این مالیات مازاد به دو منظور طراحی شده است (۱) عملاً نرخ پایین ۱۵ درصدی را حذف می‌کند و (۲) اثر امتیازات معافیت شخصی افراد را خنثی می‌کند. محاسبه‌ی مالیات مازاد وقتی متوقف می‌شود که اثر معافیت شخصی به طور کامل خنثی شده باشد، و بنابراین میزان درآمدی که در آن نرخ نهایی مالیات دوباره از ۳۳ درصد به ۲۸ درصد سقوط می‌کند به تعداد معافیت‌های مالیاتی بستگی دارد که مؤدی اظهار می‌کند. درآمدهای مندرج در جدول با فرض یک معافیت برای افراد مجرد و دو معافیت برای یک زوج تنظیم شده است. مثال‌هایی از معافیت شخصی عبارت است از معافیت سالمندان، زنان باردار، تعداد فرزندان، و امثال این‌ها.

ج. آن چه که از ستون آخر جدول معلوم می‌شود این است که نرخ متوسط مالیات ممکن است به بیش از ۲۸ درصد نیز برسد. در واقع اضافه درآمدی برابر معافیت شخصی که در قسمت «ب» از آن صحبت شده، مشمول مالیات شده و این مالیات در محاسبه‌ی نرخ متوسط مالیات وارد و سبب افزایش آن می‌شود.

د. براساس ماده‌ی ۹۳ قانون مالیات‌های مستقیم ایران، درآمدی که شخص حقیقی از طریق اشتغال به مشاغل یا به عناوین دیگر طبق قانون م م در ایران تحصیل کند، پس از کسر معافیت‌های مقرر، مشمول مالیات بر درآمد مشاغل می‌باشد. مؤدیان مذکور طبق ماده‌ی ۱۰۰ قانون م م مکلف‌اند اظهارنامه مالیاتی مربوط به فعالیت‌های شغلی خود را در یک سال مالیاتی برای هر واحد شغلی یا برای هر محل، جداگانه طبق نمونه‌ای که به‌وسیله‌ی سازمان امور مالیاتی تهیه می‌گردد تنظیم و تا پایان تیرماه سال بعد به اداره‌ی امور مالیاتی محل شغل خود تسلیم و مالیات متعلق را به نرخ مذکور در ماده‌ی ۱۳۱ قانون م م پرداخت نمایند.

هـ. براساس قانون مالیات‌های سال ۱۳۸۰، مجموع درآمد اشخاص منبای محاسبه‌ی مالیات قرار نمی‌گیرد. اشخاص برای درآمدهای مختلف خود مالیات پرداخت می‌کنند و بسیاری از این مالیات‌ها نیز تکلیفی است، یعنی در منشاء کسب درآمد، توسط پرداخت‌کننده، کسر و به حساب دولت واریز می‌شود. دستمزدی که از کارفرما دریافت می‌کنید در مقطع پرداخت خالص است، و مالیات آن کسر شده است. هم‌چنین است در مورد درآمد اجاره، سود سهام، و سایر درآمدها.

نکات مهم در مورد جدول بالا عبارت است از:^۱

۱. درآمد مشمول مالیات^۲ عبارت است از درآمد خالص پس از کسر معافیت‌های مالیاتی و مجموعه‌ی کسوراتی

که در فرم‌های مالیاتی به‌وضوح بیان شده است. در سال ۱۹۸۷ در امریکا، هر مالیات‌دهنده به‌ازای هر یک از

افراد تحت تکفل خود (که شامل خود او نیز می‌شد) به‌میزان ۱۹۰۰ دلار از معافیت برخوردار می‌گردید که این

امر درآمد مشمول مالیات و طبعاً میزان مالیات را کاهش می‌داد. در سال ۱۹۸۹ این رقم به ۲۰۰۰ دلار افزایش

یافت و از آن پس به نرخ تورم شاخص‌بندی گردید. یعنی متناسب با نرخ تورم، این معافیت نیز افزایش می‌یابد.

معهدنا مالیات‌دهندگانی که درآمدهای بالایی دارند، می‌باید مالیات اضافی^۳ پرداخت نمایند که اثر معافیت‌های

مالیاتی را خنثی می‌کند. در ضمن، مخارج خاصی مانند بهره‌ی پرداختی بابت قراردادهای معین از قبیل وام‌های

رهنی، مالیات‌های پرداختی براساس قوانین ایالتی و شهری، و کمک‌ها و اعانات به برخی مؤسسات خیریه‌ی

مشخص شده، قابل کسر از درآمد و در نتیجه کاهش‌دهنده‌ی درآمد مشمول مالیات است.

۲. نرخ مالیات بر درآمد نهایی^۴ عبارت است از نرخ مالیات مؤثر بر آخرین واحد درآمد. این نرخ از ۱۵٪ شروع

۱. به‌عنوان مقایسه اشاره می‌کنیم که براساس قانون مالیات‌های ایران و نیز قانون بودجه‌ی سال ۱۳۹۰، دستمزد ماهیانه تا ۴٫۸۵۰٫۰۰۰ ریال از مالیات معاف است. پس از کسر این معافیت‌ها، مالیات حقوق براساس طبقات درآمدی مشمول نرخ مالیات ۱۰٪، ۲۰٪، ۲۵٪، ۳۰٪ و نهایتاً ۳۵٪ محاسبه و اعمال می‌شود. یعنی بالاترین دستمزدها مشمول مالیات ۳۵٪ است. البته، در هر طبقه، مازاد درآمد مشمول نرخ بالاتر می‌شود. مثلاً، وقتی دستمزد ماهانه از ۱۰ میلیون ریال در ماه تجاوز می‌کند، نسبت به مازاد، مالیات از ۱۰٪ به ۲۰٪ افزایش می‌یابد.

۲. taxable income

۳. surtax

۴. marginal tax rate

شده به ۲۸٪ و سپس ۳۳٪ رسیده و بالاخره به ۲۸٪ کاهش یافته و پس از آن در همین حد ثابت می ماند.

۳. می توان نرخ مالیات بر درآمد متوسط^۱ را براساس اطلاعات جدول ۱-۲ محاسبه کرد. مثلاً اگر فرد مجردی

۳۰٫۰۰۰ دلار درآمد داشته باشد، مالیات بر درآمد او به میزان ۶٫۰۸۰ دلار به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{دلار } ۲۶۷۸ = ۱۷۸۵۰ \times ۱۵\%$$

$$\text{دلار } ۳۴۰۲ = (۳۰٫۰۰۰ - ۱۷۸۵۰) \times ۲۸\%$$

$$\text{دلار } ۶٫۰۸۰ = ۲۶۷۸ + ۳۴۰۲$$

نرخ مالیات بر درآمد متوسط فرد برابر ۲۰/۳ درصد (نتیجه ی تقسیم ۶٫۰۸۰ بر ۳۰٫۰۰۰) می باشد،

درحالی که نرخ مالیات بر درآمد نهایی او ۲۸ درصد است. با افزایش ۱٫۰۰۰ دلار بر درآمد این فرد، ۲۸۰ دلار آن

بابت مالیات پرداخت می شود، و درآمد پس از کسر مالیات او فقط ۷۲۰ دلار افزایش خواهد یافت.

۴. همان گونه که در زیرنویس جدول بیان شده، قوانین جدید تمهیداتی فراهم کرده است که طبقات مالیاتی با

تورم شاخص بندی شده است. این عمل به منظور اجتناب از تحمیل مالیات اضافه بر مؤدیانی اتخاذ شده است که

در اثر تورم با کاهش قدرت خرید درآمد خود روبه رو می شوند. برای روشن شدن موضوع، در نظر بگیرید فرد

مجردی با درآمد ۱۷٫۸۵۰ دلار باید ۲٫۶۷۸ دلار مالیات بدهد. فرض کنید تورم باعث دو برابر شدن قیمت ها

شده و درآمد این شخص هم که به نوعی با شاخص هزینه ی زندگی مرتبط است، دو برابر شود و به ۳۵٫۷۰۰

دلار برسد. اگر طبقات مالیاتی با تورم شاخص بندی نشده بود، به دلیل تصاعدی بودن نرخ های مالیات، میزان

مالیات پرداختی این فرد ناگهان به ۷٫۶۷۶ دلار می رسید، و درآمد پس از کسر مالیات نیز از ۱۵٫۱۷۲ دلار به

۱۴٫۰۲۴ دلار افزایش می یافت. اما به دلیل دو برابر شدن قیمت ها، درآمد حقیقی نصف این رقم یعنی ۱۴٫۰۱۲

۱. average tax rate

دلار می‌شد. معهدا به دلیل شاخص‌بندی طبقات مالیات، اگر به دلیل تورم درآمد دو برابر شود، مالیات پرداختی نیز دو برابر می‌شود، اما درآمد حقیقی پس از کسر مالیات در سطح ۱۵٫۱۷۲ دلار ثابت می‌ماند. در دهه‌ی ۱۹۷۰ و اوایل دهه‌ی ۱۹۸۰، این موضوع در بسیاری از کشورها معضلی جدی بود که شاخص‌بندی نقطه‌ی پایانی بر آن نهاد. در ایران، این رویه هنوز متداول نشده است، و درآمدهای اسمی ناشی از تورم، به نرخ تصاعدی، مشمول مالیات می‌شود. البته، تقریباً در هر سال از طریق قانون بودجه، ارقام تعدیل می‌شود و حداقل دستمزد معاف از مالیات بالا برده می‌شود.

مالیات سود سهام و درآمد بهره

سود سهام و درآمد بهره‌ای که اشخاص از اوراق بهادار شرکت‌ها دریافت می‌کنند، مشمول نرخ‌های مالیاتی متفاوت است. در ایران، در حالی که سود سهام مشمول مالیات به نرخ ۲۵٪ است، سود حاصل از ابزارهای مالی با درآمد ثابت هم‌چون اوراق مشارکت از مالیات معاف است. در ایران از درآمد سود سهام، مالیات شرکت و اشخاص، هر دو کسر می‌شود. در قانون جدید مالیاتی، مصوب سال ۱۳۸۰، دو مالیات شرکت و سهامدار ادغام شده است، و پس از کسر ۲۵٪ به‌عنوان مالیات از سود، رقم باقی‌مانده قابل پرداخت به سهامداران است و درآمد بعد از مالیات تلقی می‌شود. در دنیا وضعیت متفاوت است. از آن‌جا که سود سهام از درآمدهایی پرداخت می‌شود که قبلاً مالیات شرکت‌ها از آن‌ها کسر شده، درآمد اشخاص از شرکت‌ها مشمول مالیات مضاعف^۱ می‌گردد.

تحت قوانین مالیاتی ایالات متحده، بهره‌ی اغلب قرضه‌های ایالتی و محلی که به آن municipals یا munis

گفته می‌شود، مشمول مالیات بر درآمد فدرال نمی‌شود.^۲ به این ترتیب سرمایه‌گذاران تمامی بهره‌ی این اوراق را

۱. double taxation

۲. پس از انقلاب اسلامی، معاملات اوراق قرضه به دلیل داشتن نرخ بازدهی ثابت متوقف گردید. اولین بار در سال ۱۳۷۴ توسط شهرداری تهران اوراق مشارکت (طرح نواب) به‌عنوان جانشینی برای اوراق قرضه توسط شهرداری تهران منتشر و به مردم عرضه گردید. براساس قانون نحوه‌ی انتشار اوراق مشارکت مصوب ۳۰ شهریور ۱۳۷۶، علاوه بر دولت و شرکت‌های دولتی، مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی نیز مجاز به انتشار اوراق مشارکت می‌باشند. براساس ماده‌ی ۷ همین قانون، سود اوراق مشارکت در

به طور کامل دریافت می‌دارند، درحالی که تنها بخشی از بهره‌ی قرضه‌ی منتشره توسط شرکت‌ها یا دولت به دارندگان آن‌ها پرداخت می‌شود. پس درآمد یک ورقه‌ی muni با بازدهی پایین‌تر می‌تواند با درآمد پس از کسر مالیات یک ورقه‌ی قرضه‌ی منتشره توسط شرکت‌های با بازدهی بالاتر مساوی باشد. به عنوان مثال، مالیات‌دهنده‌ای در بالاترین طبقه‌ی نرخ مالیاتی که ۳۳٪ است، اگر بتواند یک ورقه‌ی muni با بازدهی ۹٪ خریداری نماید، باید از اوراق قرضه‌ی شرکت‌ها یا اوراق خزانه‌ی دولتی بازدهی معادل ۱۳/۴۳٪ دریافت دارد تا درآمد پس از کسر مالیات او در هر دو حالت مساوی باشد:

$$\begin{aligned} \text{بازدهی ورقه‌ی muni} &= \frac{\text{بازدهی قبل از مالیات ورقه‌ی قرضه‌ی مشمول مالیات}}{\text{نرخ نهایی مالیات} - 1} \\ &= \frac{9\%}{1 - 0.33} = 13.43\% \end{aligned}$$

این بخشودگی مالیاتی از تفکیک قوای دولت فدرال و حکومت ایالت‌ها سرچشمه می‌گیرد، و مقصود اصلی از برقراری آن، کمک به حکومت‌های ایالتی و محلی است تا بتوانند با نرخ‌های پایین‌تری استقراض نمایند.^۱

عایدی سرمایه‌ای^۲ در مقابل درآمد عادی

دارایی‌هایی مانند سهام، اوراق قرضه، و املاک و مستغلات^۳ به عنوان دارایی‌های سرمایه‌ای^۴ تعریف می‌شود. اگر شما دارایی سرمایه‌ای خریداری کرده و سپس آن را به بهایی بیش از بهای خرید بفرشید، سود حاصل را

همه حال مشمول مالیات به نرخ مقطوع ۵ درصد تعیین شد. بعدها این مالیات به صفر رسید و نهایتاً در سال ۱۳۸۴، با تصویب قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مجوز انتشار اوراق بهادار شرکت‌ها در اختیار سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت.

۱. در ایران سود دریافتی از بانک‌ها و سود اوراق مشارکت معاف از مالیات است، درحالی که سود سهام شرکت‌ها مشمول مالیات ۲۵٪ است. این تفاوت عمده باعث می‌شود که سود سهام شرکت‌ها چندان به نفع سرمایه‌گذاران نباشد، و همواره دریافت وجه از محل عایدی سرمایه‌ای را ترجیح دهند. حتی شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته می‌شوند، با لحاظ ۱۰ تا ۲۰٪ تخفیف در نرخ مالیات، ۲۲/۵٪ تا ۲۰٪ از سود خود را مالیات می‌دهند (پذیرش در فرابورس با نرخ تخفیف باز هم کمتری همراه است). این در حالی است که مالیات فروش سهام فقط ۴٪ قیمت اسمی سهام است، و این نرخ در بورس به ۰/۵ درصد قیمت معاملاتی کاهش می‌یابد. بنابراین ممکن است سرمایه‌گذاران ترجیح دهند تا تشکیل مجمع برای برخورداری از سود سهام صبر نکنند و با پرداخت مالیات فروش سهام، مالیات کمتری بپردازند.

۲. capital gain

۳. real estate

۴. capital assets

«عایدی سرمایه‌ای» می‌نامند؛ اگر در این معامله متحمل زیان شوید، نتیجه «زیان سرمایه‌ای» خواهد بود. در پاره‌ای کشورها، هر دارایی که در خلال ۶ ماه از تاریخ خرید آن فروخته شود، موجد عایدی یا زیان کوتاه‌مدت^۱ می‌گردد، در حالی که دارایی‌ای که بیش از ۶ ماه از تاریخ خرید آن نگهداری شود، در هنگام فروش باعث ایجاد عایدی یا زیان بلندمدت^۲ می‌گردد. این تفاوت بلندمدت و کوتاه‌مدت از نظر مالیاتی اهمیت دارد. دولت‌ها به‌طور دائمی شهروندان خود را از طریق جرایم و معافیت‌های مالیاتی به سرمایه‌گذاری بلندمدت تشویق می‌کنند.

بنابراین، اگر شما ۱۰۰ سهم شرکت سرمایه‌گذاری ایران را به بهای هر سهم ۷۰٫۰۰۰ ریال خریدید و ۸۰٫۰۰۰ ریال بفروشید، عایدی سرمایه‌ای شما بالغ بر ۱۰٫۰۰۰ ریال می‌گردد. لیکن اگر بهای فروش هر سهم ۶۰٫۰۰۰ ریال باشد، با زیان سرمایه‌ای معادل ۱۰٫۰۰۰ ریال مواجه خواهید شد. در ایران از نظر مالیاتی فرقی نمی‌کند که این سهام را برای چه مدت نگاه داشته‌اید، اما اگر شما در بازارهای خارجی سهامی را بخرید و بیش از ۶ ماه نگاه دارید، عایدی یا زیان بلندمدت و در غیر این صورت کوتاه‌مدت خواهید داشت، و این تفاوت از نظر مالیاتی اهمیت دارد. اگر هر سهم را با قیمت ۷۰٫۰۰۰ ریال بفروشید، نه عایدی کسب کرده‌اید و نه زیانی را متحمل شده‌اید، بلکه فقط ۷۰٫۰۰۰ ریال خود را پس گرفته‌اید. تصریح کنیم تقسیم‌بندی عایدی کوتاه‌مدت و بلندمدت در قوانین ایران وجود ندارد.

در آمریکا از سال ۱۹۲۱ تا سال ۱۹۸۶ نرخ‌های مالیاتی اعمال‌شده بر عایدی سرمایه‌ای بلندمدت بسیار پایین‌تر از نرخ‌های مالیاتی درآمد عادی بود. مثلاً در سال ۱۹۸۶، نرخ مالیات عایدی بلندمدت فقط ۴۰٪ نرخ مالیات درآمد عادی بود. لیکن تغییرات قانون مالیات که از سال ۱۹۸۶ به‌مورد اجرا گذارده شد، این نرخ تفاضلی مالیات را حذف کرد و از آن تاریخ درآمد عایدی سرمایه‌ای با نرخ‌هایی همانند درآمد عادی مشمول مالیات گردید.

در مورد حذف نرخ ترجیحی مالیات عایدی سرمایه‌ای در آمریکا بحث‌های زیادی در گرفت. این‌گونه

۱. short-term gain or loss

۲. long-term gain or loss

استدلال می‌شد که اگر از عایدات سرمایه‌ای با نرخ مناسب و مطلوبی مالیات گرفته شود، کسب و کارها به‌منظور تأمین عایدی سرمایه‌ای برای سهامداران خود، به‌عوض تقسیم سود و پرداخت سود سهام که مشمول مالیات بالایی می‌شود، درصد بیشتری از سود را نگهداری خواهند کرد، و این حفظ درآمدها در بنگاه‌ها محرک سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خواهد شد.

در سال ۱۹۸۶ طرفداران نظریه‌ی نرخ تفاضلی مالیات برای عایدات سرمایه‌ای در بحث‌ها شکست خوردند. اما قانون جدید با چنان عباراتی تنظیم گردید که هر زمان شرایط، تشویق رشد اقتصادی را الزام‌آور کند، آسان‌تر بتوان نرخ تفاضلی را مجدداً برقرار کرد.

در زمانی که عایدات سرمایه‌ای با نرخ پایین‌تری مشمول مالیات شود، به‌طور ضمنی بر سیاست تقسیم سود سهام تأثیر می‌گذارد (نگهداشتن هرچه بیشتر سود و تقسیم هرچه کمتر سود سهام مطلوب است)، و هم‌چنین این امر سرمایه‌گذاری در سهام را نسبت به سرمایه‌گذاری در ابزار بدهی مطلوب‌تر می‌کند،^۱ چرا که بخشی از درآمد حاصله از سهام طبیعتاً ناشی از عایدات سرمایه‌ای است که مشمول مالیات با نرخ کمتری می‌شود. بنابراین، می‌توان تصور نمود که در نتیجه‌ی حذف این نرخ تفاضلی، تغییرات مشخصی در سیاست مالی شرکت‌های امریکایی به‌وجود آمد.

مالیات بر درآمد شرکت‌های سهامی

توجه خواننده را قبل از مطالعه‌ی ادامه‌ی مطلب مجدداً به این نکته جلب می‌کنیم که از مثال نظام مالیاتی ایالات متحده استفاده می‌کنیم تا وضعیت پیچیده‌تر مالیاتی آن کشور و کشورهای مشابه را نشان دهیم و آنچه در این جا می‌آوریم، وضعیت نظام مالیاتی ایران نیست.

جدول ۲-۲. نرخ‌های مالیات شرکت‌های سهامی در امریکا

درآمد مشمول مالیات در سال (دلار)	نرخ مالیات	جمع مالیات تا این طبقه (دلار)	نرخ متوسط مالیات
----------------------------------	------------	-------------------------------	------------------

۱. می‌دانیم که این وضعیت در مورد ایران معکوس است. سپرده‌ی بانکی و اوراق مشارکت از پرداخت مالیات معاف است، اما خرید و فروش سهام مشمول مالیات است.

تا ۵۰,۰۰۰	۱۵٪	۷,۵۰۰	۱۵٪
از ۵۰,۰۰۰ تا ۷۵,۰۰۰ نسبت به مازاد ۵۰,۰۰۰	۲۵٪	۱۳,۷۵۰	۱۸٪
از ۷۵,۰۰۰ تا ۱۰۰,۰۰۰ نسبت به مازاد ۷۵,۰۰۰	۳۴٪	۲۲,۲۵۰	۲۲٪
از ۱۰۰,۰۰۰ تا ۳۳۵,۰۰۰ نسبت به مازاد ۱۰۰,۰۰۰	۳۹٪	۱۱۳,۹۰۰	۳۴٪
نسبت به مازاد ۳۳۵,۰۰۰	۳۴٪		۳۴٪

توضیح:

الف. نرخ‌های مندرج در جدول از سال ۱۹۸۸ به بعد اجرا شده است.

ب. برای درآمدهای بین ۱۰۰,۰۰۰ تا ۳۳۵,۰۰۰ دلار، مالیات مازادی به نرخ ۵٪ به نرخ پایه‌ی ۳۴٪ اضافه می‌شود. این مالیات مازاد که اثرات نرخ‌های پایین‌تر مالیات در درآمدهای زیر ۷۵,۰۰۰ دلار را حذف می‌کند، نرخ نهایی مالیات در طبقه‌ی درآمدی ۱۰۰,۰۰۰ تا ۳۳۵,۰۰۰ دلار را به ۳۹٪ می‌رساند.

ساختار مالیات بر درآمد شرکت‌ها که در جدول ۲-۲ نشان داده شده نسبتاً ساده است. برای روشن شدن موضوع، مالیات شرکتی که ۱۰۰,۰۰۰ دلار درآمد (سود) مشمول مالیات داشته باشد، برابر ۲۲,۲۵۰ دلار بوده که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{جمع مالیات} = ۰/۱۵(۵۰,۰۰۰) + ۰/۲۵(۲۵,۰۰۰) + ۰/۳۴(۲۵,۰۰۰) = ۲۲,۲۵۰ \text{ دلار}$$

$$\text{نرخ متوسط مالیات} = ۲۲,۲۵۰ \div ۱۰۰,۰۰۰ = ۲۲/۲۵ \text{ درصد}$$

وضعیت مالیاتی شرکت اگر ۲۰۰,۰۰۰ دلار درآمد (سود) داشته باشد، به صورت زیر خواهد بود:

$$\text{دلار} = ۰/۱۵(۵۰,۰۰۰) + ۰/۲۵(۲۵,۰۰۰) + ۰/۳۴(۲۵,۰۰۰) + ۰/۳۹(۱۰۰,۰۰۰) = ۶۱,۲۵۰$$

$$\text{نرخ متوسط مالیات} = ۶۱,۲۵۰ \div ۲۰۰,۰۰۰ = ۳۰/۶۳ \text{ درصد}$$

و برای درآمد (سود) معادل ۴۰۰,۰۰۰ دلار مالیات چنین محاسبه می‌گردد:

$$\text{دلار} = ۰/۱۵(۵۰,۰۰۰) + ۰/۲۵(۲۵,۰۰۰) + ۰/۳۴(۲۵,۰۰۰) + ۰/۳۹(۲۳۵,۰۰۰) + ۰/۳۴(۶۵,۰۰۰) = ۱۳۶,۰۰۰$$

$$\text{نرخ متوسط مالیات} = ۱۳۶,۰۰۰ \div ۴۰۰,۰۰۰ = ۳۴ \text{ درصد}$$

درواقع در تمام سطوح درآمدی بیش از ۳۳۵,۰۰۰ دلار، لازم نیست به مالیات اضافی توجه شود، و کافی

است که مالیات را به نرخ ۳۴٪ برای کل درآمد (سود) محاسبه نماییم. به بیان دیگر، نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها تا میزان ۳۳۵٫۰۰۰ دلار صعودی بوده، و پس از آن ثابت باقی می‌ماند.^۱

درآمد بهره و سود سهام دریافتی شرکت

تقریباً در بیشتر نقاط جهان، درآمد بهره‌ای که توسط شرکت دریافت می‌شود مانند درآمد (سود) عادی و به‌نرخ معمول درآمد شرکت‌ها مشمول مالیات می‌شود. لیکن ۸۰ درصد سود سهام دریافتی یک شرکت از شرکت دیگر از مالیات معاف بوده و مالیات ۲۰ درصد باقی‌مانده با نرخ‌های معمول مورد محاسبه قرار می‌گیرد.^۲ بنابراین، شرکتی که درآمدی بیش از ۳۳۵٫۰۰۰ دلار داشته و مشمول نرخ نهایی مالیات به‌میزان ۳۴٪ است، $\frac{6}{8}$ درصد $(\frac{6}{8} = \frac{0.34 \times 0.2}{0.2})$ درآمد حاصل از سود سهام دریافتی خود را به‌صورت مالیات پرداخت خواهد نمود، یعنی نرخ مؤثر مالیات^۳ این شرکت روی سود سهام دریافتی $\frac{6}{8}$ درصد خواهد بود. اگر این شرکت درآمدی معادل ۱۰٫۰۰۰ دلار از سود سهام دریافتی از شرکت روی سود سهام دیگر داشته باشد، درآمد بعد از مالیات شرکت برابر خواهد بود با:

مالیات - درآمد قبل از کسر مالیات = درآمد پس از کسر مالیات

(نرخ مؤثر مالیات) \times (درآمد قبل از کسر مالیات) = مالیات

(نرخ مؤثر مالیات - ۱) درآمد قبل از کسر مالیات = درآمد پس از کسر مالیات

۱. پیش از سال ۱۹۸۷ بسیاری از شرکت‌های معظم سودآور، هیچ‌گونه مالیاتی پرداخت نمی‌کردند. این دو علت داشت: (۱) هزینه‌ها، به‌خصوص استهلاک، برای مقاصد مالیاتی (تعیین سود مشمول مالیات) و برای مقاصد گزارشگری (اعلام عایدات شرکت به سهام‌داران) به روش‌های متفاوتی تعریف و محاسبه می‌شد. برخی از شرکت‌ها در گزارش‌های مالی خود به سهام‌داران سود نشان می‌دادند درحالی‌که اظهارنامه‌ی مالیاتی آن‌ها حاکی از زیان بود که طبعاً مالیاتی نیز پرداخت نمی‌شد؛ علت به استفاده از دو روش مختلف محاسبه‌ی استهلاک برمی‌گشت. (۲) بعضی از شرکت‌ها که تعهدات مالیاتی داشتند برای خنثی کردن آن از بستن‌کاری‌های مالیاتی متعددی، از جمله بستن‌کاری مالیاتی سرمایه‌گذاری (که بعداً در این فصل راجع به آن صحبت خواهد شد) استفاده می‌کردند.

۲. در ایران درآمد بهره (مثلاً سود سپرده‌ها) از پرداخت مالیات معاف است. به‌علاوه، در ایران مالیات شرکت‌ها در منشاء پرداخت‌شده و سود سهام دریافتی از شرکت اول توسط شرکت دوم، از مالیات معاف است.

۳. effective tax rate

$$= 10,000 (1 - 0.068)$$

$$= 9,320 \text{ دلار} \quad (0.932) = 10,000$$

اگر این شرکت درآمد پس از کسر مالیات خود را به عنوان سود سهام بین سهامدارانش تقسیم کند، این درآمد نهایتاً مشمول مالیات سه باره^۱ می گردد: (۱) ابتدا شرکت اصلی مالیات آن را پرداخت می کند، (۲) آن گاه شرکت دوم نسبت به سود سهام دریافتی از شرکت اصلی مالیات می دهد، و (۳) اشخاصی که سود سهام نهایی را دریافت می کنند مالیات آن را می پردازند. به دلیل تعهد اخذ مالیات است که ۸۰ درصد درآمد سود سهام بین شرکت‌ها، از مالیات معاف گردیده است.^۲

با توجه به آن چه گفتیم، در پاره‌ای کشورها و از جمله ایالات متحده، اگر شرکتی دارای وجوه مازاد برای سرمایه گذاری در اوراق بهادار قابل معامله باشد، عامل مالیات به سرمایه گذاری در سهام که بازدهی آن به صورت سود سهام است، مطلوبیت بیشتری می دهد تا سرمایه گذاری در اوراق قرضه که بازدهی آن به صورت بهره است. مثلاً، فرض کنید شرکت آی.بی.ام. ۱۰۰,۰۰۰ دلار داشته باشد که بتواند با آن یا اوراق قرضه بخرد که بهره‌ای برابر ۱۰,۰۰۰ دلار در سال داشته باشد و یا سهامی را خریداری کند که معادل همین مبلغ را به صورت سود سهام عاید آن شرکت می کند. اگر شرکت آی.بی.ام. در طبقه‌ی مالیاتی با نرخ ۳۴٪ باشد، در صورت خرید اوراق قرضه، مالیات بر درآمد شرکت ۳,۴۰۰ دلار (دلار ۳,۴۰۰ = ۱۰,۰۰۰ × ۰/۳۴) و درآمد پس از کسر مالیاتش ۶,۶۰۰ دلار خواهد بود. اما در صورت خرید سهام مالیات شرکت ۶۸۰ دلار [دلار ۶۸۰ = (۱۰,۰۰۰) × (۰/۳۴) × ۰/۲] و درآمد پس از کسر مالیات ۹,۳۲۰ دلار خواهد شد.

۱. triple taxation

۲. تکرار می کنیم که در ایران، طبق قوانین جاری، وضعیت فرق می کند. هر شرکت که سود می کند، ۲۵٪ آن را به عنوان مالیات شرکت و سهام دار هر دو می پردازد، و بقیه‌ی سود (۷۵٪) بین سهام داران توزیع می شود. اگر این شرکت از سایر شرکت‌ها سود دریافت کند، سود دریافتی دیگر مشمول مالیات جدید نیست، و ۲۵٪ مالیات پرداختی در شرکت سرمایه پذیر، بقیه‌ی سود (۷۵٪) را معاف از مالیات مضاعف می کند.

ممکن است عوامل دیگری شرکت آی.بی.ام. را به سوی سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه سوق دهند، اما وقتی سرمایه‌گذار شخصیت حقوقی باشد، عامل مالیات قطعاً سرمایه‌گذاری در سهام را مطلوب‌تر می‌کند. البته، گفتیم که در ایران با قوانین جاری، این وضعیت معکوس است. سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی با درآمد ثابت، غالباً از مالیات معاف است.

بهره و سود سهام پرداختی شرکت

هر بنگاه اقتصادی می‌تواند دارایی‌های خود را یا از طریق بدهی^۱ و یا از طریق حقوق صاحبان سهام^۲ تأمین مالی کند. اگر از ابزار بدهی استفاده نماید، در مقابل می‌باید بهره پرداخت کند، درحالی‌که اگر ابزار سرمایه را به کار گیرد، به سرمایه‌گذاران (سهامداران) سود سهام پرداخت خواهد کرد. برای محاسبه‌ی درآمد مشمول مالیات شرکت، بهره‌ی پرداختی از درآمد عملیاتی کسر می‌گردد، اما سود سهام پرداختی قابل کسر از درآمد عملیاتی نیست. بنابراین، هر بنگاه برای پرداخت ۱ دلار بهره نیاز به ۱ دلار درآمد قبل از کسر مالیات دارد، اما اگر به فرض نرخ مالیات ۳۴ درصد باشد، طبق محاسبات زیر با ۱/۵۱۵۲ دلار درآمد قبل از کسر مالیات، می‌تواند ۱ دلار سود سهام پرداخت نماید:

$$\frac{۱ \text{ دلار}}{\text{نرخ مالیات} - ۱} = \frac{۱ \text{ دلار}}{۰/۶۶} = ۱/۵۱۵۲ \text{ دلار}$$

جدول شماره‌ی ۳-۲ وضعیت بنگاهی را نشان می‌دهد که با به کارانداختن دارایی‌های خود، ۱ میلیارد ریال درآمد قبل از کسر مالیات ایجاد کرده است. اگر بنگاه از طریق استقراض و ایجاد بدهی تأمین مالی شده باشد و به ۱ میلیارد ریال برای پرداخت بهره‌ی وام خود نیاز داشته باشد، درآمد مشمول مالیاتش صفر بوده و مالیاتی پرداخت نمی‌کند، و قرض‌دهندگان تمامی ۱ میلیارد ریال را دریافت می‌کنند. معهداً، اگر بنگاه هیچ بدهی نداشته باشد و

۱. debt capital

۲. equity capital

به طور کامل وجوه لازم را از طریق تأمین مالی با سهام^۱ به دست آورده باشد، تمام ۱ میلیارد ریال درآمد عملیاتی، به عنوان درآمد مشمول مالیات تلقی می شود. با فرض نرخ مالیات ۲۵٪، تعهد مالیاتی شرکت به ۲۵۰ میلیون ریال بالغ می شود. بنابراین، سهامداران در مقابل ۱ میلیارد ریال که قرض دهندگان در حالت قبلی دریافت می کنند، فقط ۷۵۰ میلیون ریال دریافت خواهند کرد.

جدول ۳-۲. جریان های نقدی سرمایه گذاران تأمین کننده ی وجوه از طریق بدهی یا سرمایه

ارقام به میلیون ریال		
از طریق سرمایه	از طریق بدهی	
۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	درآمد قبل از کسر مالیات
۰	۱,۰۰۰	بهره
۱,۰۰۰	۰	درآمد مشمول مالیات
۲۵۰	۰	مالیات به نرخ ۲۵٪
۷۵۰	۰	درآمد پس از کسر مالیات
	۱,۰۰۰	درآمد تأمین کنندگان وجوه از طریق بدهی
۷۵۰		درآمد تأمین کنندگان وجوه از طریق سرمایه
	۲۵۰	مزیت تأمین مالی از طریق بدهی

اگرچه ریسک مالی^۲ و امی که مستلزم پرداخت ۱ میلیارد ریال بهره است در نظر گرفته نشده است، اما این مثال تأکید دارد که بهره به عنوان هزینه ی قابل قبول و قابل کسر از مالیات، تأثیر ژرفی بر نحوه ی تأمین مالی کسب و کارها دارد، چرا که نظام مالیاتی ایالات متحده، و نیز بسیاری از کشورها و از جمله ایران، تأمین مالی از طریق بدهی را در مقایسه با تأمین مالی با سهام مطلوب تر و مناسب تر ساخته است.

عایدات سرمایه ای شرکتها

در امریکا، پیش از تجدیدنظر سال ۱۹۸۶ در قانون مالیات، عایدات سرمایه ای بلندمدت شرکتها، همانند درآمد اشخاص، مشمول مالیاتی با نرخ کمتری از درآمد عادی شرکتها می گردید. معهدنا بر طبق قانون جدید،

۱. equity financing

۲. financial risk

عایدات سرمایه‌ای شرکت‌ها بسان درآمدهای عملیاتی آن‌ها تابع نرخ‌های مالیاتی یکسانی شد. این وضعیت در مورد ایران صادق نیست. درآمد عملیاتی شرکت‌ها مشمول ۲۵٪ مالیات است، اما عایدات سرمایه‌ای حاصل از فروش اوراق بهادار نرخ مالیاتی ثابت دارد. اگر اوراق سهام خارج از بورس باشد، ۴٪ کل ارزش اسمی سهام مالیات اخذ می‌شود؛ اگر اوراق بهادار در بورس معامله شود، ۵٪ درصد کل ارزش معاملاتی مالیات پرداخت می‌شود.

حذف زیان شرکت با انتقال زیان مالیاتی به سال‌های قبل^۱ و یا نقل به سال‌های بعد^۲

طبق قوانین ایالات متحده، زیان عملیاتی ناشی از فعالیت‌های عادی شرکت را می‌توان به ۳ سال ماقبل آخر و نیز به ۱۵ سال مابعد انتقال داد و با این کار درآمد مشمول مالیات آن سال‌ها را متعادل کرد. مثلاً، زیان عملیاتی سال ۲۰۱۱ را می‌توان به گذشته منتقل کرد، و درآمد مشمول مالیات سال‌های ۲۰۰۸، ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰ را کاهش داد، و یا به سال‌های ۲۰۱۱، ۲۰۱۲ و همین‌طور تا سال ۲۰۲۵ انتقال داد. انتقال زیان بایستی ابتدا از اولین سال نزدیک به سال وقوع زیان شروع شده و سپس به سال بعد و سال‌های بعد تعمیم داده شود تا زیان به‌طور کامل مستهلک گردد و یا محدودیت ۱۵ سال به پایان برسد.

برای روشن شدن موضوع، فرض کنید شرکت وایلدکت^۳، در سال‌های ۲۰۰۷، ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، هر ساله مبلغ ۱ میلیون دلار درآمد (سود) قبل از کسر مالیات داشته، اما در سال ۲۰۱۰ با وضع بدی مواجه شده و ۷ میلیون دلار زیان کرده است. شرکت وایلدکت می‌تواند با استفاده از ویژگی انتقال زیان مالیاتی به سال‌های قبل، مالیات سال ۲۰۰۹ خود را مجدداً محاسبه نماید، به این ترتیب که ۱ میلیون دلار از ۷ میلیون دلار زیان عملیاتی سال ۲۰۱۰ را برای کاهش و به صفر رساندن درآمد قبل از مالیات سال ۲۰۰۹ استفاده کند. این کار به شرکت اجازه می‌دهد تا مالیات پرداختی سال ۲۰۰۹ را بازیافت نماید. بنابراین، در سال ۲۰۱۰ شرکت وایلدکت می‌تواند مالیات پرداختی

۱. carry-back

۲. carry-forward

۳. Wildcat Drilling Supply

سال ۲۰۰۹ خود را به خاطر زیان واقع شده در سال ۲۰۱۰ پس بگیرد. از آنجا که هنوز ۶ میلیون دلار زیان جبران نشده وجود دارد، شرکت وایلدکت می تواند همین کار را برای سال های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۷ هم انجام دهد. پس در سال ۲۰۱۰ او تمامی مالیاتی را که براساس ۳ میلیون دلار سود سال های ۲۰۰۷ لغایت ۲۰۰۹ پرداخت نموده، بازپس خواهد گرفت. شرکت وایلدکت هنوز ۴ میلیون دلار زیان فاقد پوشش دارد که می تواند با توجه به محدودیت ۱۵ ساله، به سال های آینده انتقال داده و سالیانه مورد استفاده قرار دهد. البته مقصود از ترتیبات انتقال زیان مالیاتی به سال های قبل یا بعد این است که شرکت هایی که درآمدهای آن ها سال به سال با نوسانات معتنا بهی مواجه است، مجازات مالی نشوند.^۱ چنین مقرراتی در ایران وجود ندارد. در این کشور تنها می توان از محل مالیات سود سال های آتی، زیان سال جاری را پوشش داد، و این زیان حداقل باید از محل مالیات سه سال بعد پوشش داده شود.

انباشت نادرست^۲ برای اجتناب از پرداخت سود سهام

شرکت ها می توانند به منظور اجتناب از پرداخت مالیات بر درآمد سود سهام خود، از پرداخت سود سهام خودداری نمایند. برای جلوگیری از این وضع، قانون مالیات امریکا قاعده ای تحت عنوان انباشت نادرست دارد که بیان می دارد اگر شرکتی به قصد فرار سهامداران خود از پرداخت مالیات به انباشت درآمد (سود) دست بزند، این درآمد مشمول نرخ های تنبیهی می شود. مبلغ انباشته شده تا ۲۵۰٫۰۰۰ دلار (که در ترازنامه تحت سرفصل «سود تقسیم نشده»^۳ نشان داده می شود)، طبق قانون از مالیات انباشت نادرست معاف است، و این اساساً مطلوب شرکت های کوچک است.

معهداً توجه داشته باشید که جریمه ی مربوط به انباشت نادرست تنها زمانی به مورد اجرا گذاشته می شود که

۱. یعنی که با استفاده از این قواعد، زیان این گونه شرکت ها در طی یک دوره ی بلندمدت چند ساله پخش شده، و مالیات پرداختی هر شرکت براساس مجموع نتیجه ی عملیات آن در بلندمدت محاسبه می شود (که عادلانه تر است)، و نه صرفاً براساس عملکرد در مقاطع کوتاه مدت یک ساله. در ایران زیان به درآمد گذشته تسری داده نمی شود، و می توان آن را از مالیات درآمد سال های آتی به ترتیب خاصی کسر کرد.

۲. improper accumulation

۳. retained earnings

سود تقسیم‌نشده بیش از ۲۵۰٫۰۰۰ دلار برای رفع نیازهای معقول و منطقی کسب و کار لازم تشخیص داده نشود. در واقع بسیاری از شرکت‌ها دلایل موجهی برای نگهداری بیش از ۲۵۰٫۰۰۰ دلار از درآمد خود در شرکت دارند. مثلاً درآمد می‌تواند برای مقاصدی نظیر تسویه‌ی بدهی، تأمین مالی در مسیر رشد شرکت، یا ایجاد تکیه‌گاهی در مقابل ضعف نقدینگی احتمالی ناشی از زیان نگهداری شود. این که میزان مناسب انباشت درآمد برای مقابله با رویدادهای احتمالی در یک شرکت چقدر باید باشد، موضوعی است که به قضاوت بستگی دارد.

در قوانین مالیاتی جاری ایران، همه‌ی انباشت‌ها نادرست تلقی می‌شود، و هر نوع سود تقسیم‌نشده مشمول مالیات شناخته می‌شود. یعنی از کل سود - فارغ از این که تقسیم می‌شود یا نمی‌شود - ۲۵٪ مالیات اخذ می‌شود.

اظهارنامه‌ی مالیاتی تلفیقی^۱

در ایالات متحده اگر شرکتی مالکیت ۸۰ درصد یا بیش از ۸۰ درصد از سهام شرکت دیگری را داشته باشد، می‌تواند درآمدها را تجمیع^۲ کرده و یک اظهارنامه‌ی تلفیقی ارائه دهد؛^۳ به این ترتیب، زیان هر شرکت می‌تواند برای تعدیل سود شرکت دیگر مورد استفاده واقع شود. (مشابه این که زیان یک بخش داخلی شرکت می‌تواند برای تعدیل سود بخش دیگری به کار رود). هیچ کسب و کاری هیچ‌گاه طالب زیان نیست، هر شرکتی هم که برای ۳۴ سنت صرفه‌جویی در مالیات، حاضر به تحمل ۱ دلار ضرر باشد به افلاس کشیده خواهد شد. البته، امکان تعدیلات مالیاتی برای شرکت‌های بزرگ بیشتر رسته‌ای^۴ دست‌زدن به عملیات مخاطره‌آمیز جدید یا فعالیت‌هایی را که در خلال دوران توسعه و گسترش خود زیان‌ده خواهند بود، عملی‌تر می‌نماید.

در ایران، هر چند که تهیه‌ی صورت‌های مالی تلفیقی ضرورت دارد، اما اظهارنامه‌ی مالیاتی تلفیقی جنبه‌ی

۱. consolidated tax return

۲. aggregate

۳. این درصد در ایران معمولاً ۵۰٪ است، هر چند که استانداردهای حسابداری ایران شرکت‌ها را ملزم کرده است که در صورت وجود نفوذ مؤثر، حتی در شرکت‌هایی که کمتر از ۵۰٪ آن در اختیار شرکت مادر است، حساب‌ها را تلفیق کنند.

۴. conglomerate

قانونی ندارد، و شرکت نمی‌تواند به دلیل زیان شرکت‌های تابعه‌ی خود، مالیات کمتری بردارد. به‌علاوه، تلفیق در سطح مالکیت ۵۰٪ و نفوذ موثر انجام می‌شود.

استهلاک^۱

فرض کنید شرکتی یک دستگاه آسیاب را به قیمت ۱۰۰ میلیون ریال می‌خرد، ۵ سال از آن استفاده می‌کند و پس از این مدت آسیاب فرسوده شده و کنار گذاشته می‌شود. بهای تمام‌شده‌ی کالاهایی که توسط این ماشین تولید شده است می‌باید سهمی از مخارج ماشین را در خود داشته باشد؛ این مخارج، استهلاک نامیده می‌شود. از آن‌جا که استهلاک سودی را که توسط حسابداران محاسبه می‌شود کاهش می‌دهد، هر قدر هزینه‌های استهلاک^۲ شرکت بیشتر باشد، سود خالص گزارش‌شده‌ی آن کمتر خواهد بود.

استهلاک هزینه‌ی نقدی^۳ نیست، یعنی با ثبت استهلاک در دفاتر، پولی از شرکت خارج نمی‌شود؛ بنابراین، افزایش استهلاک موجب کاهش جریان‌های نقدی نخواهد شد. در واقع، سطوح بالاتر استهلاک جریان‌های وجوه نقد را افزایش می‌دهد زیرا که هر چه استهلاک شرکت بیشتر باشد، مالیات آن کمتر خواهد بود. شرکت‌ها عموماً برای محاسبه‌ی مالیات و برای گزارش‌دهی سود به سرمایه‌گذاران از دو روش متفاوت استهلاک‌گیری استفاده می‌کنند. اکثر آن‌ها جهت گزارش به سهامداران (یا دفترداری) روش خط مستقیم^۴ را به کار گرفته، و برای مقاصد مالیاتی از بالاترین نرخ‌هایی استفاده می‌نمایند که قانون مجاز شمرده و ارزش دفتری دارایی را سریع‌تر به صفر می‌رساند.

کنگره‌ی امریکا، روش‌های مجاز محاسبه‌ی استهلاک برای مقاصد مالیاتی را گاه‌به‌گاه تغییر می‌دهد. قبل از

۱. depreciation

۲. depreciation charges

۳. cash charge

۴. straight line method

سال ۱۹۵۴، استفاده از روش خط مستقیم الزامی بود، اما در سال ۱۹۵۴ روش‌های سریع^۱ (مانده‌ی نزولی مضاعف^۲ و مجموع سنوات^۳) مجاز شناخته شد. بعد در سال ۱۹۸۱ روش‌های قدیمی استهلاک سریع با دستورالعمل سهل‌تری که با نام سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک^۴ (ACRS اک‌رس) شناخته می‌شود جایگزین گردید. ACRS دوباره در سال ۱۹۸۶ به‌عنوان بخشی از اصلاحات قانون مالیات دستخوش تغییر گردید.

در ایران، روش‌های استهلاک مورد قبول دستگاه مالیاتی پیچیدگی چندانی ندارد. مقررات حداقل سال‌هایی را که می‌توان طی آن دارایی را مستهلک کرد، تعیین کرده است. این تعداد سال‌ها برای دارایی‌های مختلف متفاوت است. مثلاً، نرم‌افزار و لوازم اداری را می‌توان در مدتی کوتاه‌تر از ماشین‌آلات و ساختمان مستهلک کرد.

دوره‌ی استهلاک^۵ برای مقاصد مالیاتی

برای مقاصد مالیاتی، بهای تمام‌شده‌ی هر دارایی به تدریج طی دوره‌ی استهلاک‌پذیری^۶ آن هزینه می‌گردد. این گونه مرسوم بود که دوره‌ی استهلاک‌پذیری هر دارایی با برآورد عمر مفید اقتصادی^۷ آن تعیین می‌گردید. چنین در نظر گرفته می‌شد که هر دارایی تقریباً هم‌زمان با رسیدن به پایان عمر مفید اقتصادی خود به‌طور کامل مستهلک می‌گردد. سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک به‌طور کامل این نحوه‌ی عمل را کنار گذاشت، بدین گونه که در این روش دارایی‌ها به چند گروه تقسیم شدند و برای هر گروه نیز عمر مفیدی کم‌وبیش به‌طور اختیاری اختصاص داده شد که دوره‌ی بازیافت^۸ نامیده می‌شود. در ایالات متحده، این دوره‌های بازیافت به‌نحوی تعیین شده‌اند که

۱. accelerated methods

۲. double declining balance

۳. sum-of-years-digits

۴. accelerated cost recovery systems (ACRS)

۵. depreciation life

۶. depreciable life

۷. useful economic life

۸. recovery period/class life

کوتاه‌تر از عمر مولد اقتصادی^۱ دارایی‌ها باشند. در روش اصلی سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک، دوره‌های بازیافت (یا دوره‌های استهلاک‌پذیری) برای اکثریت دارایی‌های مورد استفاده در کسب‌وکار بین ۳ تا ۵ سال بود. اما طبق اصلاحیه‌ی سال ۱۹۸۶ قانون مالیات‌ها، اغلب دارایی‌ها به‌صورتی ملموس دوره‌های بازیافت طولانی‌تری دارند. در امریکا، اکثر دارایی‌های استهلاک‌پذیر در کسب‌وکار که از سال ۱۹۸۷ و پس از آن مورد استفاده قرار گرفته‌اند، دوره‌های بازیافت ۵ تا ۷ ساله خواهند داشت.

حتی با وجود این افزایش ناچیز در دوره‌های بازیافت، سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک با کاهش دوره‌ی استهلاک دارایی‌ها و از آن طریق افزودن بر ارقام کاهنده‌ی مالیات کسب‌وکارها و افزایش جریان‌های نقدی در دسترس برای سرمایه‌گذاری مجدد، اثر اصلی خود را برجای نهاده است. جدول ۴-۲ انواع دارایی‌ها و دوره‌های بازیافت آن‌ها را براساس اصلاحیه‌ی سال ۱۹۸۶ قانون مالیات‌های ایالات متحده نشان می‌دهد. اولین ستون این جدول، دوره‌های بازیافت و ستون بعدی انواع دارایی‌های متناظر با آن‌ها را در معرض نمایش قرار می‌دهد.

جدول ۴-۲. انواع دارایی‌ها و دوره‌های بازیافت آن‌ها برای استفاده از سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک براساس اصلاحیه‌ی سال ۱۹۸۶ قانون مالیات‌های امریکا

دوره‌ی بازیافت	نوع دارایی
۳ سال	کامپیوترها و تجهیزاتی که در امور تحقیقاتی مورد استفاده واقع می‌شوند.
۵ سال	اتوموبیل‌ها، تراکتورها، کامیون‌های سبک، کامپیوترهای در خط تولید و بعضی ابزارآلات تولیدی خاص
۷ سال	اکثر تجهیزات صنعتی، لوازم و اثاثیه‌ی اداری و منصوبات
۱۰ سال	برخی از انواع تجهیزات با دوام
۲۷/۵ سال	اموال غیرمنقول مسکونی استیجاری مانند واحدهای ساختمانی آپارتمانی
۳۱/۵ سال	اموال غیرمنقول غیرمسکونی شامل ساختمان‌های تجاری و تولیدی

در روش خط مستقیم، هزینه‌ی استهلاک سالیانه یکنواخت و مساوی از تقسیم کردن بهای تمام‌شده‌ی دارایی به تعداد سال‌های عمر یا دوره‌ی بازیافت آن به‌دست می‌آید. نرخ‌های بازیافت^۲ در سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک آن‌گونه که به تصویب کنگره‌ی امریکا رسیده، همیشه مساوی یا افزون‌تر از نرخ‌های روش خط

۱. economically productive life

۲. recovery allowances

مستقیم است.^۱ بدین ترتیب در صورتی که شرکت مجاز به انتخاب یکی از این دو روش باشد، همیشه با استفاده از سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک می‌تواند در زمان کوتاه‌تری دارایی‌های خود را صد درصد مستهلک نماید.^۲

در ایران جدول مشابه با جدول ۴-۲ که انواع دارایی‌ها و دوره‌ی استهلاک مورد قبول قانون‌گذار را ارائه می‌کند به شرح جدول ۵-۲ است.

۱. در ایران، براساس جدول استهلاکات موضوع ماده‌ی ۱۵۱ قانون مالیات‌های مستقیم، انواع دارایی‌ها براساس صناعی که در آن‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند به ۳۹ گروه تقسیم شده‌اند (گروه ۳۸ اختصاص به حقوق مالی دارد). روش استهلاک دارایی‌هایی که در این جدول نرخ استهلاک آن‌ها به درصد بیان شده نزولی، و روش استهلاک دارایی‌هایی که نرخ استهلاک آن‌ها به سال بیان شده خط مستقیم می‌باشد.

۲. قانون مالیات در ایالات متحده‌ی امریکا برای کمک به شرکت‌های بسیار کوچک به آن‌ها اجازه می‌دهد که صد درصد بهای تجهیزاتی را که تا ۱۰,۰۰۰ دلار ارزش دارند، در همان سال خرید آن‌ها به حساب هزینه منظور نمایند، یعنی آن‌ها را در عرض یک سال مستهلک کنند.

جدول ۵-۲. انواع دارایی‌ها و دوره‌ی استهلاك مورد پذیرش
از نظر ماده‌ی ۱۵۱ قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۸۰/۱۱/۲۷ در ایران

نوع دارایی	دوره بازیافت	گروه
صنایع مشترک و تجهیزات خدمات و پشتیبانی	۴ تا ۱۰ سال	۱
صنایع فلزی	۴ تا ۱۲ سال	۲
صنایع حمل و نقل	۱۰ تا ۱۵ سال	۳
وسایط نقلیه	۳ تا ۷ سال	۴
ماشین‌آلات ساختمانی و راه‌سازی	۴ سال	۵
ابزار کار	۱ سال	۶
ماشین‌آلات معدنی	۲ تا ۵ سال	۷
ساختمان‌ها و راه‌ها	۵ تا ۱۰ سال	۸
صنایع نساجی و پوشاک	۸ سال	۹
صنایع پلاستیک	۱ تا ۸ سال	۱۰
صنایع دارویی، بهداشتی، و پزشکی	۸ تا ۱۰ سال	۱۱
⋮	⋮	
دارایی‌های صنعت آب و برق	۳ تا ۷۵ سال	۳۹

محاسبه‌ی استهلاك در سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاك

در روش‌های ابتدایی‌تر محاسبه‌ی استهلاك، نرخ کاهش ارزش دارایی به صورت برآوردی تعیین و سپس جهت مقاصد مالیاتی مورد استفاده قرار می‌گرفت. بدین ترتیب، دارایی‌های گوناگون در طول مدت‌های متفاوتی مستهلك می‌گردیدند. در امریکا برای اکثر دارایی‌هایی که پس از ۳۱ دسامبر ۱۹۸۶ به خدمت گرفته شده‌اند، از روش مانده‌ی نزولی با نرخ ۲۰۰ درصد (با تعدیلات معینی که بعداً راجع به آن بحث خواهیم کرد) استفاده می‌شود. برای دارایی‌هایی که در خلال سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۶ خریداری شده‌اند، نرخ‌های استهلاك یا هزینه‌های بازیافت چاپ و منتشر شده‌اند. اگرچه در حال حاضر نرخ‌های استهلاك رسمی وجود ندارد، جدول ۶-۲ براساس روش‌های توصیه‌شده‌ی محاسبه‌ی استهلاك تنظیم شده است. با استفاده از این جدول، هزینه‌ی استهلاك یا بازیافت سالیانه از حاصل ضرب مبنای استهلاك^۱ دارایی در نرخ استهلاك قابل اعمال به دست می‌آید.

۱. depreciable basis

جدول ۶-۲. نرخ‌های استهلاك دارایی‌های غیرملکی براساس اصلاحیه‌ی قانون مالیات سال ۱۹۸۶ آمریکا

سال مالیات	سال ۳	سال ۵	سال ۷	سال ۱۰
۱	٪۳۳	٪۲۰	٪۱۴	٪۱۰
۲	۴۵	۳۲	۲۵	۱۸
۳	۱۵	۱۹	۱۷	۱۴
۴	۷	۱۲	۱۳	۱۲
۵		۱۱	۹	۹
۶		۶	۹	۷
۷			۹	۷
۸			۴	۷
۹				۷
۱۰				۶
۱۱				۳
	٪۱۰۰	٪۱۰۰	٪۱۰۰	٪۱۰۰

توضیح جدول ۶-۲:

الف. با تصویب کنگره، نرخ‌های استهلاك که با روش مانده‌ی نزولی با نرخ ۲۰ درصد محاسبه شده - زمانی که به نفع شرکت‌ها باشد - می‌تواند به روش خط مستقیم تغییر یابد. به عنوان مثال اگر یک دارایی با عمر ۱۰ ساله را در نظر بگیریم، نرخ استهلاك به این شرح محاسبه شده است: اول، نرخ استهلاك سالانه براساس روش خط مستقیم ۱۰ درصد است که با اعمال ضریب ۲۰ درصد مانده‌ی نزولی برابر $20\% \times 10\% = 2\%$ خواهد بود. معه‌ذا با در نظر گرفتن قاعده‌ی نیمه‌ی سال، نرخ استهلاك با سیستم باز یافت سریع هزینه‌ی استهلاك، نصف این رقم یعنی ۱۰ درصد می‌گردد. برای سال دوم از مبنای استهلاكی دارایی هنوز ۹۰ درصد مستهلك نشده باقی است، پس نرخ استهلاك برابر $90\% \times 2\% = 1.8\%$ خواهد بود. تا سال سوم $1.8\% + 10\% = 11.8\%$ استهلاك کسر شده و ۷۲٪ باقی مانده، پس نرخ استهلاك $72\% \times 2\% = 1.44\%$ می‌گردد که به ۱۴٪ گرد شده است. مشابه این روش برای سال‌های بعد نیز تکرار می‌شود. بعد از ۵ سال، چون استهلاك با روش خط مستقیم از نرخ استهلاك با روش مانده‌ی نزولی پیشی می‌گیرد، روش به صورت خودکار به خط مستقیم تبدیل می‌گردد. از آن‌جا که محاسبه‌ی استهلاك سال اول با قاعده‌ی نیمه‌ی سال محاسبه شده، و دارایی در طول بیش از ۱۰ سال مستهلك می‌گردد، استهلاكی معادل نصف استهلاك یک سال در سال ۱۱ به حساب منظور خواهد شد. ارقام جدول به نزدیک‌ترین رقم صحیح گرد شده است.

ب. برای سایر انواع دارایی‌ها، دوره‌های استهلاك دیگری وجود دارد. مثلاً املاک مسکونی (آپارتمان‌ها) در طول ۲۷/۵ سال مستهلك می‌شوند، درحالی‌که ساختمان‌های تجاری و تولیدی دوره‌ی استهلاكی معادل ۳۱/۵ سال دارند.

قاعده‌ی نیمه‌ی سال^۱

نرخ‌های استهلاك که به صورت درصد در جدول ۶-۲ نشان داده شده، با استفاده از قاعده‌ی نیمه‌ی سال محاسبه شده است. قاعده‌ی نیمه‌ی سال به این معنی است که فرض می‌شود همه‌ی دارایی‌هایی که در یک سال خریداری می‌شود، فارغ از این که واقعاً در چه مقطعی از آن سال مورد استفاده و بهره‌برداری قرار گیرند، در وسط

۱. half-year convention

سال به خدمت گرفته شده‌اند. بدین ترتیب، هزینه‌ی استهلاک سال اول آن‌ها نصف می‌گردد.^۱ از آن‌جا که فرض می‌شود هر دارایی در وسط سال مورد خریداری به کار گرفته شده است، در پایان دوره هنوز هزینه‌ی استهلاکی معادل نصف هزینه‌ی استهلاک یک سال باقی می‌ماند. بنابراین، دوره‌ی بازیافت یا استهلاک برای یک دارایی مثلاً با طول عمر ۵ سال از نیمه‌ی یک سال شروع شده و ۵ سال پس از آن کامل می‌شود.^۲ این قاعده در محاسبات به صورت افزایش یک سال به دوره‌ی استهلاک خود را نشان می‌دهد. به همین دلیل، همان‌طور که در جدول ۶-۲ نیز مشخص است، تعداد سال‌های واقعی دوره‌های استهلاک، ۴، ۶، ۸ و ۱۱ سال است.^۳ قاعده‌ی نیمه‌ی سال در روش خط مستقیم نیز - اگر حق انتخاب وجود داشته باشد - کاربرد دارد. در این صورت در سال اول نصف استهلاک یک سال کامل محاسبه شده و نیمه‌ی باقی‌مانده در اولین سال پس از اتمام عمر دارایی یا دوره‌ی بازیافت به حساب منظور می‌گردد.

مبنای استهلاکی

در سیستم بازیافت سریع بهای تمام‌شده، مبنای استهلاکی عامل مهمی است، چرا که هزینه‌ی استهلاک هر سال به مبنای دارایی بستگی^۴ دارد. مبنای دارایی عبارت است از حاصل جمع بهای تمام‌شده‌ی^۵ دارایی و هرگونه هزینه‌ای که برای عملیاتی کردن دارایی لازم است، مانند هزینه‌های حمل و نصب. در تعیین مبنای دارایی، ارزش اسقاط^۶ دارایی (اگر دارای ارزش اسقاط باشد) در نظر گرفته نمی‌شود. پس همه‌ی دارایی‌ها چنان مستهلک

۱. باید توجه داشت که اگر شرکتی در آمریکا بیش از ۴۰ درصد دارایی‌های استهلاک‌پذیر خود را در سه ماهه‌ی چهارم سال مالیاتی خریداری کرده باشد، این فرض تغییر کرده و استهلاک سال اول معادل یک‌چهارم استهلاک کامل یک سال محاسبه می‌شود.

۲. در ایران، براساس مفاد بند ۳ از ماده‌ی ۱۴۹ قانون مالیات‌های مستقیم، استهلاک از تاریخی قابل محاسبه است که دارایی قابل استهلاک آمادگی بهره‌برداری در اختیار مؤسسه قرار می‌گیرد. ماهی از سال که در آن دارایی قابل استهلاک در اختیار مؤسسه قرار می‌گیرد، در محاسبه منظور نشده و محاسبه‌ی استهلاک از ماه بعد آغاز می‌شود.

۳. در این کتاب، از آن‌جا که هدف ما آموزش امور مالی است و نه قوانین مالیاتی، در اغلب مثال‌ها و مسایل، قاعده‌ی نیمه‌ی سال را تا حدودی نادیده گرفته و آن را ساده‌تر می‌کنیم. مثلاً نرخ‌های استهلاک یک دارایی با عمر مفید ۳ سال را برای سال اول ۳۳٪، سال دوم ۴۵٪ و سال سوم ۲۲٪ در نظر می‌گیریم.

۴. assets basis

۵. cost

۶. salvage value

می‌گردند که انگار در پایان دوره‌ی استفاده از آن‌ها، فاقد ارزش اسقاط‌اند. اگر یک دارایی صد درصد مستهلک شده و قابل فروش باشد، ارزش اسقاط آن به‌عنوان بازیافت مجدد استهلاک تلقی شده و مانند درآمد عادی مشمول مالیات می‌گردد.

بستانکاری مالیاتی ناشی از سرمایه‌گذاری^۱

این نوع از بستانکاری مالیاتی به‌طور مستقیم سبب کاهش مالیات‌ها شده و هدف آن ترغیب سرمایه‌گذاری در کسب‌وکار است. در امریکا بستانکاری‌های مالیاتی ناشی از سرمایه‌گذاری اولین بار در دوران ریاست جمهوری کندی در سال ۱۹۶۱ به مرحله‌ی عمل درآمد و از آن پس حسب تشخیص و نظر کنگره در مورد اولویت نیاز به ترغیب سرمایه‌گذاری یا نیاز دولت به درآمد، در نظام مالیاتی وارد شده و یا از آن حذف گردیده است. پیش از اصلاح قانون مالیات‌ها در سال ۱۹۸۶، این بستانکاری در مورد دارایی‌های غیرملکی با عمر (دوره‌ی استهلاک) ۳ سال یا بیشتر اعمال می‌گردید که ۶ درصد دارایی‌های با عمر کوتاه و ۱۰ درصد دارایی‌های با عمر طولانی‌تر را دربر می‌گرفت. اگرچه با تجدیدنظر در قانون مالیات‌ها در سال ۱۹۸۶ این بستانکاری‌ها حذف شده‌اند، اما به‌دلیل امکان برقراری مجدد، آگاهی داشتن از آن‌ها لازم است.^۲

تحلیل جریان‌های نقدی

به‌طوری که قبلاً اشاره شد، هدف اولیه‌ی مدیریت به حداکثر رساندن ارزش سهم^۳ است. همان‌طور که خواهیم دید، مبنای بهای هر سهم ارزش فعلی جریان‌های نقدی است که سهامداران انتظار دارند در آینده عاید آنان شود. اگرچه هر سرمایه‌گذار خود می‌تواند این سهم را در ازای دریافت وجه نقد به فروش رساند، لیکن آن جریان وجوه نقدی که توسط خود سهم تأمین می‌گردد، سودهای سهام مورد انتظار در آینده است، و این جریان سود سهام

۱. investment tax credit

۲. در قوانین ایران تسهیلات تولیدی جدید معمولاً مشمول چند سال معافیت مالیاتی می‌شوند. به‌ویژه اگر این امکانات در مناطق محروم کشور ایجاد شده باشند، مدت معافیت معمولاً با ضریب ۱/۵ برابر اعمال می‌شود.

۳. stock price maximization

مبنای اساسی تعیین ارزش سهم می‌باشد.

چون سود سهام به صورت نقدی پرداخت می‌شود، توانایی هر بنگاه در پرداخت سود سهام به جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده‌ی آن بستگی دارد. جریان‌های نقدی عموماً به سود حسابداری^۱ وابسته است، یعنی همان سود خالصی که در صورت سود و زیان^۲ محاسبه می‌شود. شرکت‌های با سودهای حسابداری بالنسبه زیاد عموماً جریان‌های نقدی نسبتاً بالایی دارند، اما این ارتباط دقیق نیست. بنابراین، سرمایه‌گذاران در کنار علاقه‌مندی به پیش‌بینی‌های سود، به پیش‌بینی‌های جریان‌های نقدی نیز توجه نشان می‌دهند.

علاوه بر این، باید توجه داشت که می‌توان شرکت‌ها را به‌عنوان دارندگان دو مبنای ارزش جداگانه ولی مرتبط به هم تصور کرد: یکی دارایی‌های موجود که تأمین‌کننده‌ی سود و جریان نقدی است، و دیگری فرصت‌های رشد^۳، یا بخت سرمایه‌گذاری‌های مجدد که سودها و جریان‌های نقدی آینده را افزایش خواهد داد. به‌علاوه، توانایی بهره‌بردن از فرصت‌های رشد اغلب به در دسترس بودن وجه نقد جهت خرید دارایی‌های جدید بستگی دارد، و جریان نقد حاصل از دارایی‌های موجود غالباً منبع اولیه‌ی وجوه مورد نیاز جهت سرمایه‌گذاری‌های سودآور جدید است. هم برای سرمایه‌گذاران و هم برای مدیران این دلیل دیگری است که علاوه بر سود، دل‌نگران جریان‌های نقدی نیز باشند.

اگر جریان‌های نقد را به دو گروه تقسیم کنیم، مفید خواهد بود: جریان‌های نقدی عملیاتی^۴ و سایر جریان‌های نقدی. جریان‌های نقدی عملیاتی از عملیات عادی نتیجه می‌شود و در یک کلام مابه‌التفاوت درآمدهای فروش و هزینه‌های نقدی به‌علاوه‌ی مالیات‌های پرداختی است. سایر جریان‌های نقد از انتشار سهام جدید، استقراض، یا فروش دارایی‌های ثابت ناشی می‌گردد. تأکید، در این جا بر جریان‌های نقدی عملیاتی است.

۱. accounting profit

۲. income statement

۳. growth opportunities

۴. operating cash flows

به سه دلیل اساسی جریان‌های نقدی عملیاتی ممکن است با سود حسابداری (یا سود خالص) تفاوت داشته

باشد:

۱. ممکن است در سال جاری اجباری به پرداخت تمام مالیاتی که در صورت حساب سود و زیان گزارش شده نباشد، و یا تحت شرایط خاصی، پرداخت‌های نقدی واقعی برای مالیات از رقم مالیاتی تجاوز کند که در محاسبه‌ی سود خالص از فروش کسر گردیده. دلایل این مغایرت‌های جریان‌های نقدی مالیاتی به‌طور مشروح در دروس حسابداری توضیح داده می‌شود.
۲. برخی از فروش‌ها ممکن است اعتباری (نسیه) باشند، بنابراین معرف وجه نقد نیستند، و برخی مخارج یا هزینه‌هایی که در هنگام محاسبه‌ی سود از فروش کسر می‌گردد، ممکن است هزینه‌های نقدی نباشند. بدین ترتیب، در هر سال مالی مفروض، جریان‌های نقدی عملیاتی می‌تواند بزرگ‌تر یا کوچک‌تر از سود حسابداری باشد.
۳. استهلاک که شرح آن در ادامه آمده است.

استهلاک و جریان‌های نقدی

جدول شماره‌ی ۷-۲ نحوه‌ی تأثیر استهلاک در جریان‌های نقدی عملیاتی را نشان می‌دهد. ستون ۱ صورت سود و زیان شرکت ایران آذربایجان را برای سال مالی ۱۳۹۰ به همان نحوی نشان می‌دهد که می‌توانست در گزارش مالی به سهامداران شرکت درج گردد. ستون ۲ همین صورت سود و زیان را بر مبنای جریان‌های نقدی نشان می‌دهد، با این فرض که (۱) تمام فروش‌ها نقدی بوده، (۲) مالیات و تمام هزینه‌ها به‌جز استهلاک در سال ۱۳۹۰ نقداً پرداخت شده، و (۳) هیچ‌گونه افزایشی در موجودی کالا یا سایر دارایی‌ها واقع نشده باشد. چقدر وجه نقد از عملیات به‌دست آمده است؟ در جدول ۷-۲ مشاهده می‌کنیم که پاسخ ۱۹/۳ میلیارد ریال است. این رقم می‌تواند از تنظیم یک صورت جریان‌های نقدی مشابه ستون ۲ به‌دست آید و یا با استفاده از صورت سود و زیان با جمع کردن

سود خالص و استهلاک. با فرض نقدی بودن تمام فروش‌ها، ۴۰۱ میلیارد ریال وجه نقد به شرکت وارد شده است.

جدول ۲-۲. سود حسابداری و صورت جریان‌های نقدی شرکت ایران - آذربایجان برای سال ۱۳۹۰

ارقام به میلیارد ریال		
سود حسابداری	جریان‌های نقدی عملیاتی	
(۱)	(۲)	
۴۰۱/۰	۴۰۱/۰	فروش
۲۸۰/۷	۲۸۰/۷	بهای تمام‌شده‌ی کالاهای فروش‌رفته
۷۹/۶	۷۹/۶	هزینه‌های عملیاتی
۴/۹	-	استهلاک
۳۶۵/۲	۳۶۰/۳	کل هزینه‌ها
۳۵/۸	۴۰/۷	فروش پس از کسر هزینه‌ها
۱۲/۶	۱۲/۶	هزینه‌های بهره
۲۳/۲	۲۸/۱	سود خالص قبل از کسر مالیات
۷/۹	۷/۹	مالیات
۱۵/۳	۲۰/۲	سود خالص قبل از تقسیم سود سهام ممتاز
۰/۹	۰/۹	سود سهام ممتاز
۱۴/۴	۱۹/۳	سود خالص قابل تقسیم بین سهام عادی
۴/۹	-	اضافه می‌شود استهلاک
۱۹/۳	۱۹/۳	جریان نقد

هزینه‌ها به جز استهلاک ۳۶۰/۳ میلیارد ریال و تماماً نقدی بوده، پس ۴۰/۷ میلیارد ریال وجه نقد در شرکت باقی مانده است. استهلاک هزینه‌ی نقدی نیست - شرکت ۴/۹ میلیارد ریال هزینه‌ی استهلاک را پرداخت نمی‌کند - بنابراین پس از استهلاک هنوز ۴۰/۷ میلیارد ریال وجه نقد در شرکت باقی است. با این وجود، مالیات و بهره‌ی نقدی پرداخت می‌شوند، بنابراین ۱۲/۶ میلیارد ریال برای بهره و ۷/۹ میلیارد ریال برای مالیات از ۴۰/۷ میلیارد ریال عایدات قبل از بهره و مالیات^۱ که به صورت نقد است کسر می‌گردد؛ حاصل ۲۰/۲ میلیارد ریال جریان نقدی عملیاتی است. بالاخره ۰/۹ میلیارد ریال سود سهام به صورت نقد پرداخت و از شرکت خارج شده است. در نتیجه، جریان نقدی خالص برابر ۱۹/۳ میلیارد ریال حاصل می‌شود. این همان رقمی است که در ستون ۱ با جمع کردن ۱۴/۴

۱. earnings before interest and taxes (EBIT)

میلیارد ریال سود خالص و ۴/۹ میلیارد ریال هزینه‌ی استهلاک محاسبه کردیم. بنابراین، چون استهلاک هزینه‌ای غیرنقدی^۱ است، مجدداً با سود خالص جمع می‌شود تا رقم آن را به جریان وجوه نقد خالص نزدیک‌تر کند.

خلاصه

این فصل اطلاعاتی در زمینه‌ی اشکال مختلف کسب و کار و مالیات بر درآمد اشخاص و کسب و کارها ارائه کرد. در ابتدا ملاحظه کردیم که بنگاه‌ها ممکن است به صورت مؤسسات انفرادی، شرکت‌های تضامنی و یا شرکت‌های سهامی سازمان داده شوند. دو گونه‌ی اول به آسانی و با هزینه‌ی کم تأسیس می‌گردند. معهدا، شرکت‌های سهامی مزایای عمده‌ای از نظر کاهش ریسک، توانایی در افزایش سرمایه، و نقدشوندگی سرمایه‌گذاری دارند و این ویژگی‌ها امکان می‌دهد که با استفاده از قالب شرکت سهامی، ارزش هر کسب و کار را، مگر از نوع خیلی کوچک آن، به حداکثر رسانند. به همین دلیل شرکت‌های سهامی شکل غالب و مسلط در کسب و کارها هستند.

ارزش هر دارایی به درآمد مؤثری^۲ بستگی دارد که برای دارنده‌اش ایجاد می‌کند. درآمد مؤثر به معنی درآمد پس از کسر مالیات است. از آن‌جا که مثلاً در امریکا درآمد شرکت‌ها مشمول مالیات بر درآمد دولت فدرال است که تا نرخ ۳۹ درصد نیز می‌رسد، و درآمد اشخاص با نرخ مضاعف مالیات دولت فدرال محاسبه می‌گردد که به ۳۳ درصد هم می‌رسد، و اوضاع در همه‌ی کشورها نیز کم‌وبیش به همین شکل است، نتایج مالیاتی تصمیمات مختلف، اثرات عمده‌ای بر ارزش شرکت‌ها می‌گذارد. لزومی ندارد همه چیز را در مورد مالیات‌ها به حافظه بسپاریم (درواقع این کار امکان‌پذیر نیست)، لیکن باید اختلاف اساسی بین مالیات بر درآمد اشخاص و مالیات بر درآمد شرکت‌ها را بدانیم و با مسایلی از قبیل این که بهره برای پرداخت‌کننده‌ی آن عاملی در جهت کاهش مالیات است، و یا استهلاک مورد قبول از نظر قوانین مالیاتی چگونه محاسبه می‌شود، و نظایر آن‌ها آشنا باشیم. این موضوعات البته

۱. noncash charge

۲. effective income

آن جا که انواع مختلف تصمیمات مالی را در این کتاب مورد بررسی قرار می‌دهیم، به پیش کشیده شده و مورد بحث قرار می‌گیرند. در این فصل به‌طور خلاصه به ویژگی‌های نظام مالیاتی ایران هم اشاره شد و توضیح داده شد که در حال حاضر، مالیات شرکت و سهامدار تلفیق شده و این دو مالیات با کسر ۲۵٪ از سود، یک‌جا محاسبه و کسر می‌شود.

قوانین مالیاتی بسیاری کشورها اجازه می‌دهد که دارایی‌های ثابت در طول زمان مستهلک شوند، و هزینه‌ی استهلاک سالیانه یک قلم کاهنده‌ی مالیات باشد. روش جاری محاسبه‌ی استهلاک در بسیاری کشورها به‌نام سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک خوانده می‌شود.

در پایان فصل، سود حسابداری (سود خالص) را از جریان‌های نقدی متمایز کردیم؛ این دو مفهوم هر دو پر است. سود گزارش شده اطلاعاتی در مورد نحوه‌ی سودآوری شرکت در خلال دورانی در گذشته و میزان احتمالی موفقیت آن در آینده در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد، درحالی‌که جریان‌های نقدی ذهن سرمایه‌گذاران و مدیران را روشن می‌کند که کسب و کار چه میزان وجه نقد قابل دسترس فراهم کرده تا بتوان بین سرمایه‌گذاران توزیع کرد و یا در طرح‌های سودآور جدید سرمایه‌گذاری کرد.

پرسش‌های فصل دوم

۱. سه شکل اصلی سازمان کسب و کار کدام‌اند؟ مزایا و معایب هریک چیست؟
۲. فرض کنید مالک ۱۰۰ سهم از سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری هستید که عایدی هر سهم آن ۶۰۰۰ ریال است. باز هم فرض کنید شرکت می‌تواند تمام عایدی سهام را به‌صورت سود سهم پرداخت نماید (که در این صورت شما ۶۰۰۰ ریال دریافت می‌کنید) و یا با نگهداشتن این عایدی در شرکت و خرید دارایی‌های بیشتر، سبب افزایش بهای هر سهم به میزان ۶۰۰۰ ریال می‌گردد (که در این حالت به ارزش سهام شما ۶۰۰۰ ریال افزوده می‌شود).

الف. قوانین مالیاتی بر تمایل شما به عنوان سهامدار در مورد این که شرکت کدام یک از این دو راه را

انتخاب کند، چگونه تأثیر می گذارد؟

ب. آیا انتخاب شما تحت تأثیر میزان سایر درآمدهایی قرار می گیرد که کسب کرده اید؟

ج. چگونه ممکن است تصمیم شرکت، با توجه به سیاست تقسیم سود آن، بر بهای سهام آن اثر گذارد؟

۳. مفهوم «مالیات مضاعف سود شرکت‌ها» چیست؟

۴. اگر می خواستید کسب و کاری به راه اندازید، چه ملاحظات مالیاتی سبب می شد ترجیح دهید به جای شرکت

سهامی، مؤسسه‌ی انفرادی یا شرکت تضامنی تشکیل دهید؟

۵. توضیح دهید ساختار مالیات بر درآمد چگونه بر انتخاب شرکت‌ها از بین دو شیوه‌ی تأمین مالی (از طریق صدور

سهام یا از طریق اخذ وام) تأثیر می گذارد.

۶. قاعده‌ی نیمه‌ی سال را توضیح دهید و بیان کنید چگونه در محاسبات استهلاک به روش جاری (بازیافت بهای

تمام شده) به کار گرفته می شود.

۷. تشریح کنید که دولت‌ها چگونه با تنظیم و تعدیل «بستانکاری مالیاتی ناشی از سرمایه گذاری» که گهگاهی نیز

به آن مبادرت می ورزند، می توانند بر سطح فعالیت کسب و کار اثر بگذارند؟

۸. برای کسی که در فکر شروع کسب و کار جدیدی است، کدام نرخ مالیات - نرخ متوسط یا نرخ نهایی - بیشتر بر

تصمیمات او مؤثر است؟

مسأله‌ها

۱. در سال ۲۰۱۱، درآمد مشمول مالیات شرکت صنایع رنو^۱ در آمریکا برابر ۲ میلیارد دلار بود.

الف. میزان مالیات شرکت براساس مقررات مالیاتی جاری دولت فدرال چقدر است؟

ب. نرخ متوسط مالیات چقدر است؟

ج. نرخ نهایی مالیات چقدر است؟

۲. درآمد ناشی از عملیات شرکتی در سال ۱۳۹۰ پس از کسر تمامی هزینه‌های عملیاتی و قبل از (۱) مبلغ ۱۰۰

میلیون ریال هزینه‌ی بهره، (۲) پرداخت ۲۰۰ میلیون ریال سود سهام و (۳) مالیات بر درآمد، بالغ بر ۲۵۰۰

میلیون ریال بود. تعهدات مالیاتی شرکت چقدر است؟

۳. در نتیجه‌ی فعالیت شرکت ایران زمین در سال ۱۳۹۰، مبلغ ۲ میلیارد ریال درآمد مشمول مالیات حاصل شده

است.

الف. مالیات بر درآمد شرکت در این سال براساس قوانین جاری چقدر است؟

ب. فرض کنید شرکت مبلغ ۲۰۰ میلیون ریال اضافی از محل سود اوراق مشارکتی که دارد به‌دست

می‌آورد. مالیات این درآمد اضافی چقدر است؟

ج. حال فرض کنید این شرکت به‌جای دریافت سود اوراق مشارکت، همان ۲۰۰ میلیون ریال را به‌عنوان

سود سهام حاصل از سرمایه‌گذاری خود در شرکت دیگر دریافت می‌کرد. مالیات این درآمد ناشی از سود سهام

چقدر است؟

۴. شرکت آمو^۱ در خلال ۱۵ سال گذشته، هر سال ۲۰۰٫۰۰۰ دلار درآمد قبل از کسر مالیات داشته و انتظار دارد

که همین سطح را در سال‌های آینده نیز حفظ کند. لیکن امسال (سال ۲۰۱۱) با زیانی معادل ۱۲۰۰٫۰۰۰ دلار مواجه شده است. شرکت در هنگام تسلیم اظهارنامه‌ی مالیاتی امسال خود با مطالبه‌ی بستانکاری مالیاتی، یک برگ چک از خزانه‌داری ایالات متحده دریافت می‌دارد. نشان دهید شرکت آلمو این بستانکاری مالیاتی را چگونه محاسبه می‌کند، و سپس تعهدات مالیاتی سالیانه‌ی شرکت را در ۵ سال آتی مشخص کنید. برای سهولت در محاسبات، نرخ مالیات را به‌طور مقطوع ۳۰ درصد برای تمامی سطوح درآمدی در نظر بگیرید. این وضعیت را با شرایط مشابه در ایران مقایسه کنید.

۵. وضعیت درآمدهای خانم کاترین چپمن^۲ در سال ۲۰۱۱ به این قرار است: حقوق ۶۰٫۰۰۰ دلار؛ درآمد سود سهام ۱۰٫۰۰۰ دلار؛ بهره‌ی اوراق قرضه‌ی شرکت جنرال موتورز ۵٫۰۰۰ دلار، بهره‌ی اوراق قرضه‌ی محلی ایالت کالیفرنیا (محل سکونت خانم چپمن) ۱۰٫۰۰۰ دلار؛ عواید ناشی از فروش سهام شرکت آی‌بی‌ام به‌میزان ۲۲٫۰۰۰ دلار که این سهام در سال ۲۰۰۶ به بهای ۹٫۰۰۰ دلار خریداری شده بود؛ و عواید ناشی از فروش سهام شرکت آی‌بی‌ام در نوامبر سال ۲۰۱۱ به مبلغ ۲۲٫۰۰۰ دلار که این سهام در اکتبر سال ۲۰۱۱ به بهای ۲۱٫۰۰۰ دلار خریداری شده بود. خانم چپمن از ۱٫۹۵۰ دلار معافیت مالیاتی و ۵٫۰۰۰ دلار کسورات قابل قبول مالیاتی استفاده می‌نماید که با کسر این مبالغ از درآمد ناخالص، درآمد مشمول مالیات او تعیین می‌گردد.

الف. اگر خانم چپمن اظهارنامه‌ی مالیاتی خود را به‌صورت انفرادی تنظیم کند، تعهدات مالیاتی او برای

سال ۲۰۱۱ چقدر است؟

ب. نرخ‌های نهایی و متوسط مالیات برای او چقدر است؟

ج. اگر او پول اضافه‌ای برای سرمایه‌گذاری داشت و در مقابل با دو پیشنهاد خرید اوراق قرضه‌ی محلی

۱. Almo Steel

۲. Katharine Chapman

ایالت کالیفرنیا با بهره‌ی ۹ درصد و یا اوراق قرضه‌ی شرکت جنرال موتورز با بهره‌ی ۱۱ درصد روبه‌رو بود، کدام یک را انتخاب می‌کرد و چرا؟

د. نرخ نهایی مالیات چقدر باید باشد تا خانم چاپمن در انتخاب هر یک از دو پیشنهاد فوق بی تفاوت باشد، به عبارت دیگر هیچ یک از دو پیشنهاد بر دیگری ارجحیت نداشته باشد.

ه. وضع سرمایه‌گذاری مشابه را در ایران در نظر بگیرید، و به همه سؤال‌های بالا پاسخ دهید.

۶. شرکت کاپلان در سال ۲۰۱۱ دو قلم دارایی جدید خریداری کرد. با استفاده از سیستم بازیافت سریع هزینه‌ی استهلاک، یکی از این دارایی‌ها ۳ ساله و دیگری ۵ ساله مستهلک می‌گردد. بهای تمام‌شده‌ی هر یک از دارایی‌ها ۱ میلیارد دلار بوده و استهلاک تحت سیستم بازیافت سریع بهای تمام‌شده با روش مانده‌ی نزولی با نرخ ۲۰۰ درصد محاسبه می‌گردد. (برای سهولت محاسبات فرض کنید ۲۲ درصد بهای تمام‌شده دارایی اول در سال سوم و ۱۷ درصد بهای تمام‌شده‌ی دارایی دیگر در سال پنجم مستهلک می‌شود.)

الف. اگر هر دو دارایی فاقد ارزش اسقاط باشد، هزینه‌های استهلاک طی دوره‌ی ۵ ساله چقدر است؟

ب. اگر هر یک از دارایی‌ها ارزش اسقاطی برابر ۲۰۰ میلیون دلار داشته باشد، پاسخ قسمت الف چگونه

تغییر می‌کند؟

۷. شرکت کویرساز فعالیت خود را در روز هفتم فروردین سال ۱۳۹۱ آغاز خواهد کرد. این شرکت انتظار دارد ۲ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۱، ۲/۵ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۲، و ۴ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۳ فروش داشته باشد. هم‌چنین پیش‌بینی می‌شود طی این دوره‌ی ۳ ساله، هزینه‌های عملیاتی به‌جز استهلاک معادل ۶۰ درصد فروش هر سال بوده، و هزینه‌های بهره ۱۲۰ میلیون ریال برای سال ۱۳۹۱، ۱۵۰ میلیون ریال برای سال ۱۳۹۲، و ۲۰۰ میلیون ریال برای سال ۱۳۹۳ باشد. شرکت کویرساز در روز دهم فروردین سال ۱۳۹۱ مبلغ ۱ میلیارد ریال در

دارایی‌های ثابت سرمایه‌گذاری می‌کند. دارایی‌های خریداری‌شده تحت سیستم استهلاک مستقیم و با روش مانده‌ی نزولی با نرخ ۲۰۰ درصد طی ۳ سال مستهلک می‌شوند. برای محاسبه‌ی مالیات شرکت از جدول مالیاتی جاری کشور استفاده کنید.

الف. هزینه‌ی استهلاک در هر سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ چقدر است؟

ب. تعهدات مالیاتی شرکت در هر سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ چقدر است؟

ج. جریان‌های نقدی شرکت در هر سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ چقدر است؟

۸. آقای مکنزی سال‌هاست در شهری کوچک در جنوب ایالت کالیفرنیا در کار انتشار یک مجله‌ی تبلیغاتی هفتگی است، و در این سال‌ها کسب و کار خود را به‌صورت مؤسسه‌ی انفرادی اداره کرده است. اما پیش‌بینی تغییرات در درآمد کسب و کارش او را به تفکر درباره‌ی تغییر وضعیت و ایجاد یک شرکت سهامی واداشته است.

آقای مکنزی ازدواج کرده و یک دختر دارد. تنها درآمد خانواده حقوق ماهیانه‌ی ۱۰,۰۰۰ دلار است که از مؤسسه برداشت می‌نماید. (کسب و کار آقای مکنزی بیش از این رقم عایدی دارد، لیکن او مازاد این رقم را مجدداً در مؤسسه‌اش سرمایه‌گذاری می‌کند.) او می‌تواند از ۶۰۰ دلار معافیت مالیاتی استفاده کند. به‌علاوه، وی از معافیت‌های مالیاتی افراد تحت تکفل (برای سه نفر اعضای خانواده) استفاده می‌کند. البته در صورتی که آقای مکنزی شکل کسب و کار خود را از مؤسسه‌ی انفرادی به شرکت تبدیل کند، با احتساب مبالغی که صرف سرمایه‌گذاری مجدد در مؤسسه می‌کند، احتمال می‌دهد درآمد مشمول مالیاتش کاهش یابد. آقای مکنزی برآورد کرده است که عایدات حاصله در دوره‌ی ۳ ساله‌ی ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۳ قبل از برداشت حقوق و پرداخت مالیات به‌صورت زیر باشد:

سال	مبلغ به هزار دلار
اول	۲۵۰

دوم ۳۷۰

سوم ۴۹۰

الف. کل مالیات سالیانه‌ی آقای سعادت‌ی (شامل مالیات بر درآمد اشخاص و مالیات بر درآمد شرکت) در

سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۳ تحت هر یک از شرایط زیر چقدر است؟

• در صورت تأسیس شرکت سهامی؟

• در صورت ادامه‌ی کار به صورت مؤسسه‌ی انفرادی؟

ب. آیا آقای مکنزی می‌باید نسبت به ایجاد شرکت سهامی اقدام کند؟ توضیح دهید.

فصل سوم:

بازارهای مالی

شاید بتوان با اندکی رواداری، آن وظایف مدیر مالی را که در فصل اول مورد بحث قرار دادیم، در دو تصمیم اساسی (۱) سرمایه گذاری بنگاه در دارایی‌ها و (۲) نحوه‌ی تأمین مالی این دارایی‌ها خلاصه نمود. در این فصل، روش‌های تأمین، و بخصوص نقش بازارهای سهام و اوراق قرضه در گردآوری پول برای کسب و کارها را مورد بحث قرار می‌دهیم.

نقش بازارهای مالی^۱

تعریف ساده‌ی بازار مالی آن بازاری است که برای تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری‌های مولد به وجود آمده است. در غیبت بازارهای مالی، هر واحد اقتصادی^۲ به ناچار می‌باید از نظر مالی خودکفا می‌شد. یعنی در غیاب بازارهای مالی، استفاده از هر فرصت سرمایه‌گذاری به توانایی خود واحد اقتصادی به پس‌انداز کردن بستگی پیدا می‌کرد. بدین ترتیب، هیچ کسب و کاری نمی‌توانست به تنهایی برای خرید دارایی‌های جدید سرمایه‌گذاری کند، مگر این که وجوه لازم را از طریق پس‌اندازهای جاری خود تأمین می‌نمود.

اکثر واحدهای اقتصادی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مولد دارند، ذخیره‌ی کافی برای تأمین مالی طرح‌های خود ندارند. مثلاً، فرض کنید شرکت برق منطقه‌ای فارس با پیش‌بینی افزایش تقاضای برق مصرفی در منطقه‌ی خود، تصمیم می‌گیرد نیروگاه جدیدی بسازد. از آن‌جا که شرکت مطمئناً ۱۰۰۰ میلیارد تومان لازم برای ساخت این نیروگاه را در اختیار ندارد، می‌باید این وجوه را اگر دولت نمی‌دهد، با مراجعه به بازار مالی جمع‌آوری

۱. financial markets

۲. مهم‌ترین واحدهای اقتصادی در محدوده‌ی اقتصاد داخلی عبارت‌اند از: بنگاه‌های کسب و کار، اشخاص (که اغلب به‌عنوان خانوارها از آنان نام برده می‌شود)، و دولت (محلی، ایالتی و ملی). اگرچه بحث ما مستقیماً به بنگاه‌های کسب و کار مربوط می‌شود، این توضیحات در مورد سایر واحدهای اقتصادی نیز اعتبار دارد.

کند. یا فرض کنید آقای اصلانی مالک فروشگاه لوازم آشپزخانه‌ی بیتا، تصمیم می‌گیرد لوازم برقی خانگی را نیز در فروشگاه خود عرضه کند. او پول لازم برای خرید موجودی اولیه‌ی چند دستگاه تلویزیون، ماشین لباسشویی و فریزر را از کجا فراهم خواهد کرد؟ به‌طور مشابه، اگر خانواده‌ی پورقربان بخواهد با پس‌انداز ۴۰ میلیون تومانی خود، خانه‌ای ۱۰۰ میلیون تومانی خریداری کند، چگونه می‌تواند کسری خود را تأمین نماید؟ هم‌چنین، اگر شرکت آب و فاضلاب تهران برای طرح جدید فاضلاب شهری ۲۰۰ میلیارد تومان نیاز داشته باشد، و یا اگر دولت برای تأمین کسری بودجه‌ی ۴۰۰۰ میلیارد تومان احتیاج داشته باشد، برای گردآوردن این وجوه، باید به کدام منابع رجوع کنند؟

از سوی دیگر، به‌دلیل این که برخی اشخاص و بنگاه‌ها درآمدهای مازاد بر هزینه‌های جاری خود دارند، وجوهی آماده برای سرمایه‌گذاری در اختیار آن‌هاست. مثلاً، درآمد خانم عرب ۲۰۰ میلیون ریال در سال است، درحالی که فقط ۱۵۰ میلیون ریال آن را خرج می‌کند؛ یا شرکت سرمایه‌گذاری ایران در سال ۱۳۹۰، مبلغ ۲۵ میلیارد ریال وجوه نقد مازاد انباشته نموده که می‌تواند به سرمایه‌گذاری اختصاص یابد.

نقش بازارهای مالی گردآوردن اشخاصی که تمایل به دریافت وجوه دارند در کنار اشخاصی است که وجوه مازاد دارند. توجه داشته باشید که ما به عمد از واژه‌ی بازارها (به حالت جمع) استفاده کرده‌ایم، چرا که در اقتصادهای پیشرفته، انواع بسیار زیادی از بازارهای مالی وجود دارند، و هریک نیز شامل نهادهای متعددی می‌شوند. هر بازار با اوراق بهادار کم‌وبیش متفاوتی سر و کار دارد، به مشتریان متفاوتی خدمت ارائه می‌کند، یا در نقاط مختلف کشور فعالیت می‌نماید. برخی از انواع با اهمیت بازارها به‌شرح زیر است.

بازارهای دارایی فیزیکی^۱ و بازارهای دارایی مالی^۲

دارایی فیزیکی و دارایی مالی می‌باید از یکدیگر تمیز داده شوند. دارایی‌های فیزیکی (که به آن دارایی‌های

۱. physical assets

۲. financial assets

مشهود^۱ یا دارایی واقعی^۲ نیز گفته می‌شود) شامل اقلامی چون گندم، اتوموبیل، مستغلات، ماشین‌آلات، کامپیوتر، و نظایر آن‌هاست. دارایی‌های مالی عبارت‌اند از سهام، قرضه، وام‌های رهنی، و سایر ادعاهای بر دارایی‌ها^۳ (مطالبات بر دارایی‌ها).

بازارهای تحویل آتی (نقدی) و بازارهای آتی^۴

این اصطلاحات به این موضوع معطوف می‌گردند که آیا دارایی‌ها برای تحویل فوری (به‌طور دقیق‌تر در خلال چند روز) و یا برای تحویل در تاریخی در آینده، مثلاً شش ماه آینده، مورد خرید یا فروش قرار می‌گیرند. اهمیت بازارهای آتی (که بازارهای معاملات اختیار خرید و فروش^۵ را نیز در بر می‌گیرد) در حال افزایش است.

بازارهای پول^۶

این بازارها مختص اوراق بدهی^۷ کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال) است. بزرگ‌ترین این بازارها، بازار پول نیویورک است که تحت سلطه‌ی بانک‌های اصلی ایالات متحده می‌باشد، اگرچه شعب بانک‌های خارجی نیز در آن به‌طور فعال حضور دارند. لندن، توکیو، فرانکفورت و پاریس دیگر مراکز اصلی بازار پول‌اند.

بازارهای سرمایه^۸

در این بازارها بدهی‌های بلندمدت و سهام شرکت‌ها مورد معامله قرار می‌گیرند. بورس اوراق بهادار نیویورک^۹ که در آن سهام و اوراق قرضه‌ی بزرگ‌ترین شرکت‌ها مورد دادوستد قرار می‌گیرد، مثال خوبی از بازار

۱. tangible assets

۲. real assets

۳. claims on assets

۴. future markets

۵. option

۶. money markets

۷. debt securities

۸. capital markets

۹. New York Stock Exchange (NYSE)

سرمایه است. سهام و اوراق قرضه‌ی شرکت‌های کوچک‌تر در فرابورس‌ها معامله می‌شوند. بورس اوراق بهادار تهران نمونه‌ای از بازار سرمایه‌ی کوچکی است که در آن عمدتاً سهام مورد معامله قرار می‌گیرد.

بازارهای رهنی^۱

در این بازارها وام‌های املاک و مستغلات مسکونی، تجاری، و صنعتی و همچنین وام‌های اراضی کشاورزی ردوبدل می‌شود.

بازارهای اعتبارات مصرفی^۲

در این بازارها وام‌های اتوموبیل و لوازم خانگی و همچنین وام‌های تحصیلی، سیاحتی و نظایر آن‌ها اعطا می‌شود.

بازارهای جهانی، منطقه‌ای، ملی و محلی

هر سازمانی بسته به اندازه و وسعت فعالیتش ممکن است بتواند برای رفع نیازهای مالی خود از منابعی در سرتاسر دنیا استقراض کند، یا در سطح ملی و منطقه‌ای به دنبال تأمین مالی باشد. اما ممکن است سازمانی کوچک باشد که به بازارهای محلی یا مجاور خود بسنده کند. این به وضعیت و موقعیت آن سازمان بستگی دارد.

بازارهای اولیه^۳

بازارهای اولیه بازارهایی است که در آن‌ها اوراق بهاداری که به تازگی منتشر شده‌اند، برای اولین بار خرید و فروش می‌شوند. مثلاً اگر پتروشیمی ایران بخواهد برای افزایش سرمایه‌ی خود سهام عادی جدیدی را به فروش برساند، این معامله در بازار اولیه صورت می‌گیرد.

۱. mortgage markets

۲. consumer credit markets

۳. primary markets

بازارهای ثانویه^۱

در این بازارها اوراق بهادار موجود که قبلاً انتشار یافته‌اند، در معرض خرید و فروش قرار می‌گیرند. بورس نیویورک به دلیل سروکار داشتن با سهام و اوراق قرضه‌ی دست‌دوم (به مفهوم مخالف سهام و اوراق قرضه‌ی جدید) بازار ثانویه محسوب می‌شود؛ چنین است بورس اوراق بهادار تهران، هرچند که گاهی با معامله‌ی حق تقدم در آن، بورس تهران هم چون بازار اولیه عمل می‌کند. بنگاه صادرکننده‌ی سهم از بابت فروش سهامش در بازار ثانویه هیچ وجهی دریافت نمی‌کند، با این حال وجود این بازار ثانویه خود تضمین‌کننده‌ی بازار فعالی برای سهام جدیدالانتشار است. بعدها خواهیم دید که بدون بازار ثانویه‌ی قدرتمند، بازار اولیه به‌درستی منابع را تخصیص نخواهد داد.

اگرچه پس‌انداز می‌باید با سرمایه‌گذاری مساوی باشد، اما بازارهای مالی امکان جدایی فرایند پس‌انداز و فرایند سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورند. بدین ترتیب، پس‌اندازکنندگان الزاماً نباید خود فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذاری مولد داشته باشند. از آن‌جا که برابری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری برای هر فرد یا بنگاه اقتصادی به‌ندرت اتفاق می‌افتد، هر اقتصاد سالم اساساً به انتقال کارآمد وجوه از پس‌اندازکنندگان به بنگاه‌ها و اشخاص نیازمند به سرمایه‌ی محتاج است. به دیگر سخن، اقتصاد کشورها به بازارهای مالی کارا^۲ محتاج است. بدون این نقل و انتقالات، اقتصاد نمی‌تواند به‌درستی کار کند. در این صورت شرکت برق منطقه‌ای فارس قادر به گردآوری سرمایه نخواهد بود؛ بنابراین، اهالی فارس هم نیروی برق کافی در اختیار نخواهند داشت. خانواده‌ی پورقربان مالک مسکن مناسبی نمی‌گردد. خانم عرب جایی برای سرمایه‌گذاری وجوه پس‌اندازشده‌ی خود نخواهد یافت؛ و نظایر آن‌ها. روشن است که به این ترتیب سطح بهره‌وری و به تبع آن سطح زندگی در کشور بسیار پایین‌تر خواهد بود. بنابراین، ضروری است بازارهای مالی عملکرد کارا داشته باشند. کارایی عملکرد نه فقط به سرعت عملیات که به

۱. secondary markets

۲. efficient financial markets

کم هزینه بودن آن نیز اشاره دارد.^۱

نقش واسطه‌های مالی^۲

قبلاً گفتیم که پس انداز باید برابر سرمایه‌گذاری باشد، اما از نحوه‌ی اجرای این فرایند ذکر می‌کنیم به میان نیاوردیم. اساساً، انتقال وجوه از واحدهای پس انداز کننده به واحدهای دارای فرصت‌های مولد (ولی فاقد پس انداز کافی) توسط واسطه‌های مالی تسهیل می‌گردد و بدین ترتیب فرایند سرمایه‌گذاری آغاز می‌شود. واسطه‌های مالی شامل بانک‌های تجاری^۳، مؤسسات پس انداز و وام^۴، تعاونی‌های اعتباری^۵، صندوق‌های بازنشستگی^۶، شرکت‌های بیمه‌ی عمر^۷، و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۸ می‌باشد. این واسطه‌ها به فرایند تخصیص سرمایه از راه‌های گوناگونی یاری می‌رسانند.^۹

در توضیح مطلب اجازه دهید اقتصادی بدون واسطه‌های مالی را در نظر بگیریم. علاوه بر این، فرض کنیم محقق جوانی به نام آقای دکتر اعتماد دارویی برای معالجه‌ی سرماخوردگی کشف کرده، اما برای فراهم کردن مقدمات تولید و توزیع این محصول، به ۴۰ میلیارد ریال نیاز دارد. ناچار است پس انداز کننده‌ای را برای سرمایه‌گذاری در طرح خود پیدا کند.

۱. وقتی سازمان‌هایی چون سازمان ملل متحد طرح‌هایی برای کمک به کشورهای در حال توسعه طرح‌ریزی می‌نمایند، به همان میزان که به نیروی برق، حمل و نقل، ارتباطات، و سایر نظام‌های زیربنایی توجه می‌شود، باید به تأسیس و ایجاد بازارهای مالی توجه گردد که کارایی در هزینه‌ها را به همراه دارد. کارایی اقتصادی بدون وجود نظامی سنجیده جهت تخصیص سرمایه در داخل اقتصاد امکان‌پذیر نیست.

۲. financial intermediaries

۳. commercial banks

۴. savings and loan associations

۵. credit unions

هرچند در دنیا این نهاد‌های مالی لزوماً به شکل شرکت تعاونی ثبت نشده است، اما در ایران این نهادها به شکل تعاونی ثبت شده و به تعاونی‌های اعتباری معروف‌اند.

۶. pension funds

۷. life insurance companies

۸. mutual funds

۹. بحث جامعی در مورد این نهادها را در مأخذ زیر بیابید: فبوزی، فری و مودیلیانی، *بازارها و نهاد‌های مالی*، ترجمه‌ی حسین عبده تبریزی، انتشارات آگه، چاپ سوم، تهران ۱۳۸۹.

اگر هیچ واسطه‌ی مالی وجود نداشته باشد، دکتر اعتماد با مسایل متعددی روبه‌رو خواهد شد. اول یافتن کسی که پس‌اندازی دارد. در بین خویشاوندان و دوستان، آقای سبزواری فرد موردنظر است. اما دردسر آقای اعتماد تمام نشده است. برای ترغیب سبزواری به سرمایه‌گذاری با چند مانع مواجه است. اول، ممکن است پس‌انداز آقای سبزواری برای تأمین همه‌ی ۴۰ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری کافی نباشد، پس دکتر اعتماد می‌باید در پی سرمایه‌گذاران بیشتری باشد. دوم، آقای سبزواری متوجه می‌شود که با سرمایه‌گذاری تمام پول خود در یک طرح، به‌جای این که آن را تقسیم کرده و هر قسمت را در یک طرح سرمایه‌گذاری کند، با ریسک بیشتری روبه‌رو است.^۱ آقای سبزواری به‌خاطر این ریسک بیشتر ممکن است بازدهی بیش از آن چیزی طلب کند که دکتر اعتماد مایل به پرداخت آن است. سوم، اگر آقای سبزواری به‌دلیل بازنشستگی یا نیازهای مالی غیرمترقبه قبل از اتمام و خاتمه‌ی این طرح به پول خود احتیاج پیدا کند، آقای اعتماد را برای سرمایه‌گذاری مجدد با مشکلاتی مواجه خواهد کرد. تمام این مسایل یا هر یک از آن‌ها - جستجوی سرمایه‌گذاران، تقسیم پس‌انداز (پس‌اندازکننده ممکن است بخواهد بیشتر یا کمتر از میزانی که برای یک طرح لازم است سرمایه‌گذاری کند)، ریسک (که بازدهی مورد تقاضای سرمایه‌گذار را افزایش خواهد داد)، و نقدشوندگی - ممکن است طرح سرمایه‌گذاری را پیش از آغاز به پایان برساند. پس، ملاحظه می‌کنیم اگر امکان تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های مولد وجود نداشته باشد، رشد اقتصادی به رکود خواهد گرایید.

شکل ۱-۳. نمودار فرایند تشکیل سرمایه

برای انتقال سرمایه بین پس‌اندازکنندگان و متقاضیان وجوه، سه راه سنتی وجود دارد: انتقال مستقیم بدون وجود واسطه‌ها ممکن است، اما کارایی و امنیت ندارد. دو شکل از انتقال غیرمستقیم وجود دارد. در نوع اول انتقال غیرمستقیم، بانک‌های سرمایه‌گذاری^۲ نقش واسطه را بازی نموده و بنابراین خود ادعای مالی خلق نمی‌نمایند. اما در نوع دوم، واسطه‌های مالی با انتقال وجوه پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران از طریق ابزارهایی چون قراردادهای رهنی، سهام، و اوراق قرضه در واقع محصولات مالی جدیدی خلق می‌کنند. این

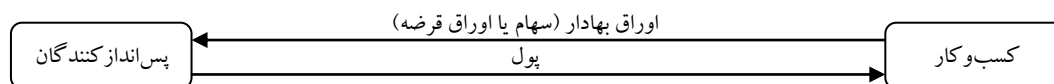
۱. برای بررسی مفصل‌تر رجوع کنید به: ر. بریلی، *خطر و بازده*، ترجمه‌ی حسین عبده تبریزی و عبدالله کوثری، انتشارات آگاه، ۱۳۷۷، تهران. در فصل‌های بعدی کتاب درباره‌ی این موضوع که تنوع‌بخشی (diversification) نام دارد و این که چگونه ریسک را کاهش می‌دهد به اختصار صحبت شده است.

۲. investment banks

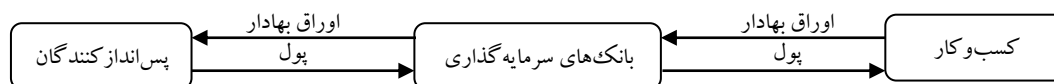
در ایران بانک‌های سرمایه‌گذاری را «شرکت‌های تأمین سرمایه» نامیده‌اند.

واسطه‌ها اوراق بهادار خود را مانند حساب‌های جاری و پس‌انداز، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، و قراردادهای بیمه‌ی عمر انتشار داده و در اختیار پس‌اندازکنندگان قرار می‌دهند.

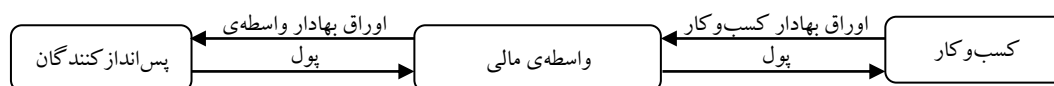
۱. انتقال مستقیم



۲. انتقال غیرمستقیم از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه)



۳. انتقال غیرمستقیم از طریق واسطه‌ی مالی (مثلاً بانک تجاری)



در اقتصادهای پیشرفته، واسطه‌های مالی بسیاری از مشکلاتی را رفع می‌کنند که کارآفرینانی چون دکتر اعتماد با آن مواجه‌اند. البته الزامی به استفاده از خدمات واسطه‌ی مالی در تمام معاملات، حتی در اقتصاد پیچیده‌ی پیشرفته، وجود ندارد. انتقال سرمایه بین پس‌اندازکنندگان و آن‌هایی که نیازمند وجوه هستند، همان‌طور که در شکل ۱-۳ نشان داده شده است، می‌تواند از سه راه متفاوت انجام گیرد:

۱. انتقال مستقیم همان‌طور که در قسمت بالای شکل نشان داده شده وضعیت است که در آن کسب و کار بدون وجود هر نوع واسطه‌ای سهام یا اوراق قرضه‌ی خود را به پس‌اندازکنندگان می‌فروشد، و یا صرفاً از آن‌ها وام می‌گیرد.

۲. انتقال غیرمستقیم ممکن است از طریق یک بانک سرمایه‌گذاری مثل شرکت تأمین سرمایه‌ی نوین انجام گیرد که نقش میانجی یا دلال انتشار اوراق بهادار را تسهیل می‌کند. اگرچه ممکن است خدمات بانک‌های سرمایه‌گذاری در بسیاری از جهات به مثابه‌ی واسطه‌های مالی باشد، لیکن این شرکت‌ها واسطه‌های مالی

نیستند، چرا که ادعای مالی خود را خلق نمی کنند، یعنی اوراق بهادار خودشان را منتشر نمی کنند. اوراق بهادار کسب و کارها و پول پس انداز کنندگان صرفاً از یک طرف وارد بانک سرمایه گذاری شده و از سوی دیگر خارج می شود.

۳. قسمت پایین شکل ۱-۳ نشان می دهد که انتقال وجوه ممکن است از طریق واسطه‌ی مالی مانند بانک تجاری یا صندوق سرمایه گذاری مشترک انجام گردد؛ این مؤسسات وجوه پس انداز کنندگان را دریافت و در ازای آن، اوراق بهادار خود را انتشار می دهند. مثلاً، پس انداز کننده‌ی پول خود را به بانک داده و گواهی سپرده^۱ دریافت می دارد، و آن گاه این بانک همین پول را به کسب و کار کوچکی به صورت وام رهنی قرض می دهد. پس واسطه‌ها شکل های جدیدی از سرمایه را ایجاد می کنند - در مثال ما گواهی سپرده‌ای که ایجاد می شود، نقدینگی بیشتری از وام رهنی دارد. این تغییر شکل یک ادعای مالی به ادعای مالی دیگری که با میزان ریسک و بازدهی مورد نظر پس انداز کننده تطبیق بیشتری دارد، کارایی عمومی بازار را افزایش می دهد. واسطه‌های مالی ابزارهای مالی^۲ جدید خلق می کنند.

در مثال بالا، برای سادگی فرض شد واحدی که به سرمایه نیاز دارد یک کسب و کار و بخصوص یک شرکت سهامی است، معهداً به سهولت می توان متقاضی سرمایه را در قالب خریدار بالقوه‌ی خانه، اداره‌ای دولتی، و نظایر آن در نظر آورد.

انتقال مستقیم بین کسب و کارها و پس انداز کنندگان امکان پذیر بوده و گاه نیز انجام می پذیرد، اما استفاده از خدمات مؤسسه‌ی مالی تخصصی با عنوان بانک سرمایه گذاری برای کسب و کار با کارایی بیشتری همراه است. در امریکا، مریل لینچ^۳، سولومون برادرز^۱، و ای.اف.هاتون^۲ نمونه‌هایی از شرکت‌های خدمات مالی اند که

۱. certificate of deposit

۲. financial instruments

۳. Merrill Lynch

خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهند. در ایران، این شرکت‌ها را شرکت‌های تأمین سرمایه می‌نامند. این چنین سازمان‌هایی (۱) به شرکت‌ها برای طراحی اوراق بهادار با ویژگی‌های جذاب برای سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند، (۲) این اوراق بهادار را از شرکت انتشاردهنده‌ی آن‌ها می‌خرند، و آن‌گاه (۳) همین اوراق را در بازارهای اولیه به پس‌اندازکنندگان می‌فروشند. بدین ترتیب، در فرایند انتقال سرمایه از پس‌اندازکنندگان به کسب‌وکارها، بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه) نقش دلال و میانجی را ایفا می‌کنند.

واسطه‌های مالی به‌نحوی که در پایین شکل ۱-۳ نشان داده شده است، کاری بیش از انتقال صرف پول و اوراق بهادار بین بنگاه‌ها و پس‌اندازکنندگان انجام می‌دهند - این واسطه‌ها به معنی واقعی کلمه محصولات مالی^۳ جدید خلق می‌کنند. مثلاً پس‌اندازکننده ممکن است شخصاً سرمایه‌ی کافی یا تمایلی به پرداخت وام رهنی برای خرید خانه به وام‌گیرنده نداشته باشد. وامی که این‌گونه به صورت مستقیم و بی‌واسطه پرداخت می‌شود، کاملاً با ریسک همراه است، چرا که ممکن است با عدم‌بازپرداخت توسط وام‌گیرنده مواجه گردد، و هم به این دلیل که پس‌اندازی که به این ترتیب وام داده شده را نمی‌توان یک‌باره و به‌طور کامل به پس‌اندازکننده مسترد داشت و استرداد کامل آن سال‌ها به طول می‌انجامد. معهداً، پس‌اندازکننده‌ای که نزد بانک مسکن معینی سپرده‌گذاری می‌کند، در واقع به‌طور غیرمستقیم به خریدار خانه وام می‌دهد. این پس‌اندازکننده با افتتاح حساب پس‌انداز به جای پرداخت وام به صورت انفرادی از چند مزیت استفاده می‌کند: او نیازی به ارزیابی وضعیت وام‌گیرندگان ندارد؛ پولش به محض مطالبه در دسترس است؛ سپرده‌اش توسط دستگاهی دولتی تا میزان معینی بیمه شده است، یا هم‌چون بانک‌های دولتی در ایران، پولش در آن بانک‌ها سوخت نخواهد شد. بنابراین، واسطه‌ها ادعاهای مالی قرض‌گیرندگان اصلی را در دل ادعاهای مالی خودشان می‌گذارند. تعهدات مالی واسطه‌ها «اوراق بهادار

۱. Solomon Brothers

۲. E.F. Hutton

۳. financial products

غیرمستقیم^۱ نیز خوانده می‌شود: این اوراق بیانگر تغییر تعهد اصلی پرداخت توسط قرض گیرنده به تعهد پرداخت دیگری است که با نیازهای پس انداز کننده در مورد امنیت، بازدهی، نقدشوندگی و سررسید تطابق بیشتری دارد. این ادعاهای غیرمستقیم شامل حساب‌های جاری، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، حساب‌های بازار پول، پس اندازهای دفترچه‌ای، و قراردادهای بیمه‌ی عمر می‌شوند.

علاوه بر این، هزینه‌ی تأمین وجوه برای قرض گیرنده از طریق واسطه‌ها کمتر از زمانی است که وام مستقیماً از پس انداز کننده‌ی اصلی اخذ می‌گردد. از آن‌جا که واسطه‌ها عموماً مؤسسات بزرگی هستند، در تحلیل ظرفیت اعتباری وام گیرندگان بالقوه، در پردازش و جمع‌آوری اقساط وام‌ها، و در تجمیع^۲ ریسک از صرفه‌های مقیاس انبوه بهره می‌برند. بنابراین، به پس انداز کنندگان کمک می‌کنند تا همه‌ی تخم‌مرغ‌های مالی خود را در سبد یک وام گیرنده قرار ندهند. این عوامل به واسطه‌ها امکان می‌دهد نرخ‌هایی برای وام اعمال کنند که کمتر از نرخ‌هایی است که پس انداز کنندگان خود به تنهایی می‌توانند وام دهند. یعنی، به علت کاهش خطر، نرخ‌ها کاهش می‌یابد. به علاوه، واسطه‌ها توانایی بهتری در جذب وجوه دارند، زیرا نظامی متشکل از واسطه‌های متخصص کاری می‌کنند که فراتر از صرف پرداخت بهره است. بدین ترتیب، مردم می‌توانند پول خود را در بانک بگذارند، هم از بهره‌ی آن استفاده کنند و هم به روشی مناسب برای پرداخت‌های خود (از طریق چک) به آن وجوه دسترسی پیدا نمایند؛ مردم می‌توانند با تنظیم قرارداد بیمه‌ی عمر هم بهره دریافت کنند و هم در صورت مرگ زودرس، بازماندگان آن‌ها پشتوانه‌ی مالی داشته باشند، و نظایر این‌ها.

در اقتصادهای پیشرفته، گروه وسیعی از واسطه‌های مالی متخصص و کارا بسط و توسعه یافته‌اند. معهدا، این وضعیت به سرعت در حال دگرگونی است، و خدماتی که در گذشته توسط برخی از مؤسسات انجام می‌شد، اکنون توسط مؤسسات دیگری انجام می‌گیرد که این موضوع وجوه تمایز نهادی واسطه‌های مالی را کم‌رنگ کرده است.

۱. indirect securities

۲. pooling

تغییرات آن چنان سریع است که تفکیک نهادهای مالی از یکدیگر به دشواری صورت می‌گیرد. با این همه هنوز شناسایی و تفکیک انواع این مؤسسات تا حدی امکان‌پذیر می‌باشد. واسطه‌های مالی به چند دسته‌ی اصلی به شرح ذیل تقسیم می‌شوند.

بانک‌های تجاری

بانک‌های تجاری که طیف وسیعی از خدمات به پس‌اندازکنندگان و متقاضیان وجوه عرضه می‌دارند را می‌توان به‌طور سنتی «فروشگاه‌های بزرگ» در عرصه‌ی امور مالی دانست. در واقع، بانک‌های تجاری هم‌چنان در حال گسترش این خدمات هستند، و حتی خدمات خود را به کارگزاری سهام^۱ و بیمه نیز بسط داده‌اند. به‌طور تاریخی بانک‌های تجاری عمده‌ترین نهاد مالی بوده‌اند که حساب‌های جاری را نگاه می‌داشته‌اند، و در انقباض و انبساط عرضه‌ی پول با هدایت بانک مرکزی نقش اصلی را داشته‌اند. معهدا، امروزه برخی از نهادهایی که در این جا مورد بحث قرار می‌گیرند نیز به کار نقل و انتقال وجوه از طریق چک مبادرت ورزیده، و بر عرضه‌ی مؤثر پول، تأثیر می‌گذارند. به‌دلیل نقش مهم بانک‌های تجاری و بانک‌های مرکزی در کل اقتصاد، کارکردهای آن‌ها به‌طور جداگانه در فصل چهارم مورد بررسی قرار می‌گیرد.

مؤسسات پس‌انداز و وام

مؤسسات پس‌انداز و وام با جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و وام‌دادن به خریداران خانه و سایر وام‌گیرندگان، از یک طرف در خدمت پس‌اندازکنندگان انفرادی و از طرف مقابل در خدمت متقاضیان وام‌های رهنی برای واحدهای مسکونی و تجاری هستند. پس‌اندازکنندگان با سپردن پول خود به این مؤسسات به درجه‌ای از نقدشوندگی دست می‌یابند که با خرید مستقیم اوراق رهنی یا سایر اوراق بهادار به آن نمی‌رسیدند. بنابراین، کارکرد عمده‌ی اقتصادی این مؤسسات «خلق نقدینگی» و اعطای تسهیلات تخصصی است. با توجه به این که مؤسسات

۱. stock brokerage

پس انداز و وام نسبت به پس انداز کنندگان انفرادی از تخصص بیشتری در تحلیل وضعیت اعتباری، پرداخت و اداره‌ی وام، و وصول اقساط برخوردارند، هزینه‌ی پرداخت وام‌های مستغلات را کاهش و امکان پرداخت تسهیلات را افزایش می‌دهند. آن‌ها با داشتن سبد متنوع و بزرگی از انواع وام‌ها و سایر دارایی‌ها، ریسک را چنان توزیع می‌کنند که برای پس انداز کنندگان کوچک (در مقام وام‌دهندگان مستقیم) امکان‌پذیر نیست. بدین ترتیب، پس انداز کنندگان با سرمایه‌گذاری در حساب‌هایی با نقدشوندگی بیشتر، اداره و ترتیب بهتر، و ریسک کمتر منتفع می‌گردند، و قرض‌گیرندگان از مزایایی چون امکان گردآوری سرمایه‌ی بیشتر با هزینه‌ای کمتر در مقایسه با سایر منابع، بهره می‌برند.

بانک‌های تعاونی پس انداز^۱

این بانک‌ها که بیشتر در ایالات شمال شرقی امریکا فعالیت می‌کنند، عمدتاً از اشخاص سپرده می‌گیرند و به خریداران خانه و مصرف کنندگان وام‌های بلندمدت اعطا می‌کنند. بانک‌های تعاونی پس انداز بسیار شبیه مؤسسات پس انداز و وام می‌باشند.

تعاونی‌های اعتبار^۲

این نهادها تعاونی‌هایی است که اعضای آن‌ها با یکدیگر وجه مشترکی دارند، مثلاً همگی کارکنان سازمانی واحدند. پس انداز اعضا برای خرید اتوموبیل، بهسازی منزل مسکونی، و مصارف مشابه فقط به دیگر اعضا وام داده می‌شود. وام این تعاونی‌ها اغلب کم‌هزینه‌ترین منبع وجوه برای تسهیلات مصرفی است. این نوع تعاونی‌های اعتبار بسیار شبیه مؤسسات قرض‌الحسنه می‌باشند. در ایران نوعی تعاونی اعتبار به نام تعاونی اعتبار عام نیز رایج شده که عملاً فعالیت بانکی می‌کند و از سال ۱۳۸۹، بانک مرکزی به شدت تلاش می‌کند آن‌ها را تحت نظارت درآورد و به مؤسسات مالی و اعتباری تبدیل کند.

۱. mutual savings banks

۲. credit unions

توجه به این مسأله حائز اهمیت است که در دنیا بانک‌های تعاونی پس‌انداز، تعاونی‌های اعتبار، و صندوق‌ها و مؤسسات قرض‌الحسنه همه سازمان‌های متعلق به اعضا^۱ هستند، و به افراد خارج از سازمان خدمات نمی‌دهند. هر سازمانی که mutual باشد چنین وضعیتی دارد. یعنی، اگر صحبت از صندوق قرض‌الحسنه می‌شود، این سازمانی mutual یا متعلق به اعضا است. چنین سازمانی معمولاً کوچک است و نیاز به دخالت مقام ناظر ندارد. اما وقتی فارغ از عنوان، سازمانی به خارج از اعضا خدمات بدهد و اصطلاحاً demutual^۲ بشود، نیاز به نظارت مقام ناظر دارد، چرا که عامه‌ی مردم را مخاطب قرار می‌دهد. بنابراین، تعاونی‌های اعتبار و صندوق‌های قرض‌الحسنه در ایران دهه‌ی ۸۰ و ۹۰ شمسی عملاً و برخلاف نام و عنوان، سازمان‌هایی بوده‌اند که به خارج از اعضا خدمات می‌داده‌اند، و بنابراین می‌باید تحت نظارت بانک مرکزی قرار می‌گرفتند، و اسامی خود را تصحیح می‌کردند. آن‌ها عملاً بانک بودند، هر چند که خود را صندوق قرض‌الحسنه یا تعاونی اعتبار می‌نامیدند.

صندوق‌های بازنشستگی

صندوق‌های بازنشستگی طرح‌هایی مالی است که به کمک شرکت‌های دولتی یا خصوصی برای تأمین بازنشستگی کارکنان آن‌ها ایجاد، و عمدتاً توسط ادارات تخصصی بانک‌های تجاری یا شرکت‌های بیمه‌ی عمر طراحی و اداره می‌شوند. این صندوق‌ها اغلب در اوراق قرضه، سهام، قراردادهای رهنی و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین، صندوق‌های بازنشستگی معمولاً فقط در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند، اما در ایران این قاعده حاکم نیست و بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های واقعی سرمایه‌گذاری می‌کنند و به بنگاه‌داری مشغول‌اند.

شرکت‌های بیمه‌ی عمر

این شرکت‌ها پس‌اندازها را به صورت حق بیمه‌ی سالیانه جمع‌آوری کرده؛ وجوه دریافتی را در سهام،

۱. mutual

۲. متعلق به غیر اعضا

اوراق قرضه، مستغلات، و قراردادهای رهنی سرمایه‌گذاری می‌کنند، و بدین ترتیب منابع لازم جهت پرداخت به اشخاص ذی‌نفع را فراهم می‌آورند. در سال‌های اخیر شرکت‌های بیمه‌ی عمر در بعضی کشورها طرح‌های پس‌انداز را با مالیات تأخیری طراحی کرده‌اند که مزایای آن‌ها در هنگام بازنشستگی به افراد می‌رسد. در ایران عمدتاً به دلیل نرخ تورم بالا، طرح‌های بیمه‌ی عمر چندان توسعه نیافته است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

این صندوق‌ها هم‌چون شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجوه دریافتی از پس‌اندازکنندگان را صرف خرید سهام، اوراق قرضه‌ی بلندمدت، یا ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت شرکت‌ها می‌کنند. این نهادهای مالی وجوه را یک کاسه می‌نمایند و بدین ترتیب با تنوع‌بخشی، ریسک را کاهش می‌دهند. آن‌ها هم‌چنین با استفاده از صرفه‌جویی در مقیاس انبوه، هزینه‌های تحلیل و بررسی اوراق بهادار، اداره‌ی سبد اوراق بهادار^۱ و معاملات سهام و اوراق قرضه را کاهش می‌دهند. انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برای پس‌اندازکنندگان با اهداف گوناگون پایه‌ریزی شده است. از این رو صندوق‌های اوراق قرضه^۲ برای کسانی که طالب امنیت هستند؛ صندوق‌های سهام^۳ برای پس‌اندازکنندگانی که تمایل به قبول ریسک زیاد به امید بازده‌های بسیار بالا دارند؛ و هم‌چنین صندوق‌های دیگری که حساب‌های جاری با بهره عرضه می‌کنند (صندوق‌های بازار پول)^۴ به فعالیت مشغول هستند. به معنی واقعی کلمه، صدها نوع مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با اهداف و مقاصد گوناگون وجود دارند.

شرکت‌های خدمات مالی

از گذشته‌ها مقررات سختی بر نهادهای مالی حاکم بوده است؛ هدف غایی این مقررات حفاظت از سرمایه‌ی پس‌اندازکنندگان بوده است. معهدنا، عده‌ای معتقدند مقررات مذکور - که خود را به شکل ممنوعیت ایجاد

۱. portfolio

۲. bond funds

۳. stock funds

۴. money market funds

شعب سراسری در کشور، محدودیت در خرید و تملک برخی از انواع دارایی‌ها، تعیین سقف بهره‌های پرداختی، و تحدید انواع خدمات قابل ارائه نشان داده است. بر سر راه جریان آزاد سرمایه مانع ایجاد کرده و به کارایی بازارهای مالی آسیب رسانده است. برعکس، بعضی صاحب‌نظران معتقدند بحران‌هایی چون بحران مالی سال ۲۰۰۷ بیانگر آن است که کنترل‌ها کافی نیست، و نظارت مقام ناظر باید فراگیرتر شود. در کشورهای غربی با درک این واقعیت‌ها، اجازه‌ی انجام تغییرات مهمی صادر شده و دگرگونی‌های بیشتری نیز در راه است.

اصلی‌ترین نتیجه‌ی این تغییرات مداوم، کم‌رنگ‌شدن وجوه تمایز میان نهادهای مختلف است. در واقع، امروزه در ایالات متحده، اروپا و حتی کشورهای در حال توسعه این صنعت به‌سوی شکل‌گیری شرکت‌های خدمات مالی^۱ بسیار عظیم حرکت کرده است؛ شرکت‌هایی که مالک بانک‌ها، شرکت‌های پس‌انداز و وام، بانک‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی متعدد، و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بسیاراند، و در سراسر کشور شعبه دارند یا از طریق اینترنت به طیف وسیعی از مشتریان خدمات می‌دهند. مثلاً، شرکت سیرز - ری‌باک^۲ که از معظم‌ترین شرکت‌های خدمات مالی است، مالک آل‌استیت اینشورنس^۳ است که شرکت بیمه‌ی عظیمی است؛ دین ویتز^۴ را دارد که مؤسسه‌ی کارگزاری معتبر و بانک سرمایه‌گذاری بزرگی است؛ مالک کولدول بانک^۵ است که بزرگ‌ترین شرکت در صنعت واسطه‌گری مستغلات در ایالات متحده است؛ به‌علاوه، کسب‌وکار عظیمی در کارت‌های اعتباری دارد و به انبوهی از فعالیت‌های دیگر نیز می‌پردازد. سایر شرکت‌های خدمات مالی در امریکا که اکثراً در ابتدا فعالیت خود را در حیطه‌ای خاص آغاز کرده، و اکنون با تنوع‌بخشی به فعالیت خود در طیف وسیعی از امور مالی فعالیت دارند، عبارت‌اند از ترانس امریکا^۶، مریل لینچ،

۱. financial services corporation

۲. Sears, Reebok

۳. Allstate Insurance

۴. Dean Witter

۵. Coldwell Bankers

۶. Transamerica

امریکن اکسپرس^۱، سیتی کورپ^۲، و پرودنشال^۳.

در ایران نیز از سال ۱۳۸۰، همین نوع سازماندهی رایج شده است و بانک‌ها به شکل هلدینگ‌های مالی بزرگ تعریف می‌شوند که شرکت‌های مالی بسیاری را تحت پوشش دارند.

انواع بازارها از منظری دیگر^۴

چهار نوع بازار از یکدیگر تفکیک پذیر است: بازارهای جستجوی مستقیم^۵، بازارهای با کارگزار^۶، بازارهای معامله‌گران^۷، و بازارهای حراج^۸.

بازارهای جستجوی مستقیم. این بازارها کمتر از بقیه‌ی بازارها سازمان یافته است. خریداران و فروشندگان می‌باید به طور مستقیم یکدیگر را پیدا کنند. نمونه‌ای از چنین معاملات را می‌توان در بازاری یافت که در آن مثلاً یخچال دست‌دو و کهنه‌ی خود را با تبلیغی در روزنامه‌ی محله‌ی خود می‌فروشید. ویژگی این بازارها آن است که مشتریان پراکنده‌ای دارد، قیمت‌های آن نازل است، و کالاهای غیراستاندارد در آن عرضه می‌شود. اگر شرکت‌ها و افراد بخواهند از چنین محیطی سود به دست آورند، کار آسانی نخواهد بود.

بازارهای با کارگزار. سطح بعدی سازمان‌یافتگی را در بازارهای با کارگزار می‌باید جستجو کرد. در بازارهایی که معامله‌ی کالا یا خدمتی در آن پررونق است، برای کارگزاران صرف می‌کند که خدمات جستجو را برای خریداران و فروشندگان دنبال کنند. مثال خوبی از این بازارها، بازار مستغلات است. صرفه‌های به مقیاس جهت

۱. American Express

۲. Citicorp

۳. Prudential

۴. این نوشته از کتاب زیر برگرفته شده است:

Investments, Bodi, Kane, Marcus, McGraw-Hill, 2011.

۵. direct search markets

۶. brokered markets

۷. dealer markets

۸. auction markets

جستجوی واحدهای مسکونی در دسترس و خریداران بالقوه‌ی واحدها آنقدر هست که شرکت‌کنندگان در بازار بپذیرند برای اقدام به جستجو دستمزدی به کارگزاران پرداخت کنند. در بعضی از این بازارها، کارگزاران به دانش ارزشیابی دارایی‌های مورد معامله در بازار نیز مجهزند.

در حوزه‌ی معاملات اوراق بهادار، بازار اولیه یکی از مهم‌ترین بازارهای با کارگزار است. «بازار اولیه» جایی است که انتشارهای جدید اوراق بهادار به عموم مردم ارائه می‌شود. در بازار اولیه، شرکت‌های تأمین سرمایه که اوراق بهادار شرکتی را بازاریابی می‌کنند و به عموم سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند، نقش کارگزار دارند؛ آن‌ها به‌دنبال سرمایه‌گذارانی هستند که اوراق بهادار را مستقیم از شرکت صادرکننده خریداری کنند.

بازار با کارگزار دیگر به معاملات بلوکی سهام مربوط می‌شود؛ در این بازار حجم‌های بزرگ سهام خرید و فروش می‌شود. این حجم‌ها آنقدر بالاست (۱٪ یا بیشتر از کل سهام هر شرکت در عرف معمول بازار سهام ایران) که غالباً کارگزاران برای معامله‌ی آن سهام خود مستقیم به دنبال خریداران و یا معامله‌گران بزرگی می‌گردند.

بازار معامله‌گران. هنگامی که حجم معاملات نوعی خاص از دارایی افزایش می‌یابد، بازارهای معامله‌گران شکل می‌گیرد. معامله‌گران در دارایی‌های مختلف تخصص می‌یابند، آن‌ها را به حساب خود می‌خرند و بعداً با لحاظ مقداری سود، از موجودی خود می‌فروشند. دامنگ بین قیمت‌های خرید (درخواستی) و قیمت فروش (پیشنهادی) محل کسب سود آن معامله‌گران است. چنین بازاری هزینه‌های جستجو برای دست‌اندرکاران را کاهش می‌دهد، چرا که آن‌ها به‌سادگی می‌توانند قیمت‌های خرید و فروش معامله‌گران را ملاحظه کنند. برای این که معامله در چنین بازارهایی برای معامله‌گران سودآور باشد، لازم است فعالیت و حجم عملیات بازار گسترده شده باشد. بازار اوراق بهادار خارج از بورس (OTC) مثالی از بازار معامله‌گران است.

بازارهای حراج. این بازارها از سایر بازارهای مورد اشاره در بالا منسجم‌تر و سازمان‌یافته‌تر است. در این بازارها همه‌ی معامله‌گران در محل واحدی (فیزیکی یا الکترونیکی) جمع می‌آیند و به خرید و فروش دارایی‌ها

می‌پردازند. بورس سهام نیویورک مثالی از بازار حراج است. مزیت بازار حراج بر بازار معامله‌گران آن است که برای یافتن بهترین قیمت، نیازی به بررسی قیمت تک‌تک معامله‌گران نیست. اگر همه‌ی دست‌اندرکاران بازار گرد آیند و به نتیجه‌ی مشابهی برسند، می‌توانند به قیمت‌هایی دست یابند که مورد قبول همه‌ی آنهاست و هزینه‌ی دامنگیر قیمت‌های خرید و فروش را به حداقل برسانند.

بازار سهام

چنان‌که پیش از این اشاره کردیم، بازار ثانویه بازاری است که در آن اوراق بهاداری معامله می‌شود که قبلاً منتشر شده و اکنون در دست مردم است. فعال‌ترین و مهم‌ترین بازار مالی بازار سهام است. در این جاست که قیمت هر سهم، و در نتیجه ارزش هر بنگاه تعیین می‌شود. از آن‌جا که اولین هدف مدیران مالی حداکثر کردن قیمت سهام بنگاه است، آگاهی از بازاری که این قیمت در آن تعیین می‌شود بی‌گمان برای هر کسی که درگیر مدیریت بنگاهی است، اهمیت اساسی دارد.

بورس سهام

بازار سهام بر دو نوع است: بورس سازمان‌یافته‌ی اوراق بهادار که نمونه‌ی آن بورس سهام نیویورک (NYSE) و بورس امریکا (AMEX) است، و بازارهای خارج از بورس^۱ که مقررات محدودکننده‌ی کمتری دارند. البته، از دهه‌ی ۸۰ قرن گذشته، جدا کردن بورس‌های سازمان‌یافته از بازارهای خارج از بورس چندان آسان نبوده است. از آن‌جا که توضیح و درک بورس سازمان‌یافته ساده‌تر است، نخست به شرح این بازار می‌پردازیم.

بورس سازمان‌یافته‌ی اوراق بهادار موجودیتی عینی و ملموس دارد. هر یک از این بازارهای بزرگ ساختمانی از آن خود، اعضای مشخص از آن خود و هیأت‌مدیره‌ی برگزیده‌ای از آن خود دارد. اعضا دارای لوح^۲

۱. over-the-counter market (OTC)

۲. seat

یا «کرسی‌هایی» در بورس هستند، هرچند که اغلب افراد در بورس‌هایی چون بورس نیویورک برپا ایستاده معامله می‌کنند. این کرسی‌ها که خرید و فروش می‌شوند، بیانگر حق معامله در بورس‌اند. در همین اواخر، سال ۲۰۱۱، کرسی‌های بورس نیویورک به قیمتی در حدود ۳/۵ میلیون دلار خرید و فروش می‌شد. لوح کارگزاری در بورس اوراق بهادار تهران نیز در سال ۱۳۹۱ حدود ۱۵ میلیارد ریال معامله شده است.

بورس در همه‌ی روزهای عادی هفته باز است و اعضا در سالن بزرگی که مجهز به سامانه‌ی معاملات، اینترنت، تلفن و سایر وسایل ارتباطی است گرد می‌آیند و از طریق این امکانات، هر عضو دفاتر کارگزاری می‌تواند با زیرمجموعه‌ی بنگاه خود در سراسر کشور ارتباط برقرار کند. بسیاری از معامله‌گران کارگزاری‌ها از طریق دفاتر پراکنده‌ی خود معاملات را انجام می‌دهند، و در محل مشخصی گرد هم نمی‌آیند.

بورس اوراق بهادار، مثل سایر بازارها، ارتباط میان خریدار و فروشنده را تسهیل می‌کند. برای مثال، شرکت مریل لینچ ممکن است سفارشی از شعبه‌ی خود در آتلانتا دریافت کند که یک مشتری خواستار خرید ۱۰۰ سهم جنرال موتورز شده است. در همین زمان یک شعبه‌ی ای.اف.هاتن دنور، ممکن است سفارشی حاکی از این دریافت کند که یک مشتری می‌خواهد ۱۰۰ سهم جنرال موتورز را بفروشد. هر یک از کارگزاران با نمایندگان بنگاه خود در بورس نیویورک تماس می‌گیرند. سایر کارگزاران در سراسر کشور نیز با اعضای خود در بورس تماس دارند. اعضای که سفارش فروش دارند سهام خود را برای فروش عرضه می‌کنند و اعضای دارای سفارش خرید به آن‌ها قیمت پیشنهاد می‌کنند. بدین ترتیب، بورس به صورت «بازار حراج» عمل می‌کند. در بسیاری از کشورهای جهان و از جمله در ایران، سرمایه‌گذاران می‌توانند معاملات خود را از طریق اینترنت نیز انجام دهند.

سازوکار معاملات در بورس متشکل از اجزای زیر است: (۱) معدود معامله‌گران که موجودی سهام نگاه می‌دارند و در اصطلاح برای این اوراق بهادار «بازارگردانی» می‌کنند، (۲) هزاران کارگزار که در مقام عواملی برای

گرد آوردن سرمایه‌ی سرمایه‌گذاران عمل کنند و (۳) کامپیوترها، پایانه‌ها و شبکه‌های الکترونیکی که ارتباط میان معامله‌گران و کارگزاران را تسهیل می‌کنند. معامله‌گرانی که بازارگردان سهامی خاص‌اند، اغلب قیمتی را که برای خرید سهام می‌پذیرند (قیمت پیشنهادی) اعلام می‌کنند. این قیمت‌ها را که با تغییر شرایط عرضه و تقاضا تغییر می‌کند، می‌توان بر صفحه‌ی مانیتورها در سراسر کشور مشاهده کرد. تفاوت میان قیمت پیشنهادی و قیمت درخواستی سود معامله‌گر است. به این فاصله دامنگ^۱ نام می‌نهند.

بازارهای خارج از بورس

برخلاف بورس اوراق بهادار، معمولاً بازارهای خارج از بورس موجودیتی غیرملموس دارند. بورس به صورت بازار حراج عمل می‌کند، یعنی سفارش‌های خرید و فروش کم‌وبیش هم‌زمان به آنجا می‌رسد و کار بورس این است که این سفارش‌ها را با هم سازگاری بخشد. اما اگر سهامی به دفعات کمتر معامله شود، مثلاً به این دلیل که جدید است یا مال بنگاه کوچکی است، سفارش‌های خرید و فروش آن هم محدود خواهد بود و انطباق آن‌ها در محدوده‌ی زمانی منطقی دشوار می‌شود. برای پرهیز از این مشکل، بنگاه‌های کارگزاری در امریکا، موجودی سهام نگاه می‌دارند. این بنگاه‌ها وقتی سرمایه‌گذاران خواستار فروش باشند، می‌خرند و وقتی سرمایه‌گذاران مایل به خرید باشند، می‌فروشند. زمانی بود که این موجودی‌ها را در گاو صندوقی نگاه می‌داشتند و وقتی سهام خرید و فروش می‌شد، عملاً از پیشخوان یا باجه می‌گذشت. چنین است که در زبان انگلیسی بازار خارج از بورس را بازاری می‌خوانند که سهام روی پیشخوان (OTC) دارد.

امروز اصطلاح بازار خارج از بورس به سازوکارهایی اطلاق می‌شود که امکان معاملات اوراق بهاداری را فراهم می‌آورد که در بورس سازمان‌یافته معامله نمی‌شود.

۱. spread

برحسب تعداد موارد عرضه، اکثریت سهام خارج از بورس‌ها معامله می‌شود. اما از آن‌جا که سهام شرکت‌های بزرگ در بورس‌ها پذیرفته می‌شود، در اقتصادهای پیشرفته، برآورد آن است که حدود دو سوم ارزش دلاری سهام در بورس‌های سازمان‌یافته معامله می‌شود.

البته، در ایران هنوز بازار خارج از بورس شناخته‌شده و تحت نظارت نداریم. سازوکار فعالیت فرابورس در ایران شبیه بازارهای خارج از بورس نبوده و بسیار شبیه بورس است. این بازار هنوز بازارگردان ندارد، و خرید و فروش سهام توسط کارگزاران درست به همان شیوه‌ای انجام می‌شود که در بورس سازمان‌یافته‌ی کشور (شرکت بورس اوراق بهادار تهران) انجام می‌شود. تنها تفاوت این دو بازار در حوزه‌ی سهام در حال حاضر (سال ۱۳۹۱) آن است که شرایط پذیرش اوراق بهادار در فرابورس آسان‌تر است. در واقع، فرابورس ایران گام اول برای پذیرش شرکت‌هایی است که نهایتاً سر از بورس سازمان‌یافته‌ی کشور درخواهند آورد.

برخی روندها در شیوه‌ی معامله‌ی اوراق بهادار

از آغاز کار بورس نیویورک در اوایل قرن ۱۹ تا سال ۱۹۷۰، اکثر معاملات سهام آمریکا در این بورس انجام می‌شد و فعالان در آن، بنگاه‌های عضو بورس بودند. بورس نیویورک حداقل نرخ کارمزد را تعیین کرده و هیچ‌یک از بنگاه‌های عضو بورس نمی‌توانستند کارمزدی کمتر از این نرخ مطالبه کنند. اما در ۱ مه ۱۹۷۵، کمیسیون اوراق بهادار با هدف جلوگیری از فعالیت‌های انحصاری، بورس نیویورک را واداشت تا نرخ‌های ثابت کارمزد را کنار بگذارد. از آن تاریخ به بعد، نرخ‌های کارمزد به تدریج کاهش یافت، و تا آن‌جا پیش‌رفت که کارمزدها به سطح ۲۰٪ نرخ‌های قبلی رسید. این تغییرات البته برای سرمایه‌گذاران موهبتی بود، اما طبعاً به نفع کارگزاران نبود. برخی از کارگزاران ورشکست شدند و برخی از بنگاه‌های کارگزاری کوچک‌تر ادغام در بنگاه‌های بزرگ‌تر را به‌ناچار پذیرفتند. در سال ۲۰۱۲، تعداد بنگاه‌های کارگزاری بزرگ و مستقل در آمریکا به چند ده بنگاه تقلیل یافته است، و بیشتر کارگزاران بزرگ به نهادهای مالی چنددسته‌ای و معظم وابسته‌اند. در ایران نیز با آزاد کردن کارمزدها

و پیچیدگی بازار، کارگزاری‌های شخصی کوچک، عملاً جای خود را به شرکت‌های کارگزاری بزرگ‌تری داده‌اند که عمدتاً زیر مجموعه‌ی بنگاه‌های مالی بزرگ‌اند.

گزارش‌دهی در بازار سهام

اطلاعات مربوط به معاملات در بورس‌های سازمان‌یافته و خارج از بورس‌ها در رسانه‌های صوتی و تصویری، شبکه‌های مجازی، روزنامه‌ها و نشریات تخصصی منتشر می‌شود. گرچه بررسی دقیق شیوه‌ی گزارش‌دهی مالی در مجال این کتاب نمی‌گنجد و بیشتر در قلمرو تحلیل سرمایه‌گذاری است، ذکر چند نمونه در این بخش تصویری اولیه از نوع اطلاعات منتشره در اختیار خوانندگان کتاب می‌گذارد.

جدول ۱-۳. معاملات بازار سهام، ۲۰ اوت ۲۰۱۱

52 weeks										
High	Low	Stock	Div.	Yld. (%)	P/E Ratio	Sales (100s)	High	Low	Close	Net Change
33 ^{5/8}	20 ^{1/8}	AARs	.50	1.7	20	381	29 ^{3/8}	27 ^{3/4}	29	- 1/4
37	21 ^{7/8}	ADT	.92	2.9	18	317	31 ^{3/8}	30 ^{3/8}	31 ^{1/4}	+1 ^{1/4}
41 ^{1/2}	23 ^{5/8}	AFG	.12e	.3	11	1129	38 ^{3/4}	38	38 ^{1/2}	+ 5/8
42	16 ^{3/4}	AGS		...	21	864	42	40 ^{1/2}	41 ^{1/2}	+ 5/8
13 ^{3/4}	6 ^{3/4}	AMCA		...	...	12	7 ^{1/2}	7 ^{1/2}	7 ^{1/2}	...
9 ^{3/8}	4 ^{7/8}	AM Intl		...	...	1507	6 ^{5/8}	6 ^{3/8}	6 ^{1/2}	- 1/4
33 ^{3/4}	24 ^{1/2}	AM Int pf	2.00	7.5	...	29	26 ^{5/8}	26 ^{1/2}	26 ^{1/2}	- 1/4
62 ^{1/8}	47 ^{1/4}	AMR		...	12	7845	55 ^{7/8}	54	55 ^{7/8}	+2 1/2
12 ^{3/8}	8	ARXs		...	12	76	10 ^{1/4}	10	10 ^{1/4}	+ 1/8
73 ^{1/2}	28 ^{3/4}	ASA	2.00a	3.1	...	740	66 ^{1/2}	65 ^{1/8}	65 ^{1/2}	- 3/4
20	9 ^{3/4}	AVX		1.7	96	202	19 ^{1/8}	18 ^{1/2}	19 ^{1/8}	- 3/4
67	41	AbtLbs	1.00	1.6	25	7345	61 ^{3/8}	59 ^{5/8}	61 ^{3/8}	+ 1 ^{7/8}

جدول ۱-۳ بخشی از اطلاعات مربوط به بازار سهام در بورس سهام نیویورک است که از *وال استریت*

ژورنال مورخ چهارشنبه ۲۰ اوت ۲۰۱۱ برداشته شده است. این صفحه برای هر یک از سهام فهرست شده داده‌هایی

اختصاصی می‌آورد که به معاملات روی داده در روز پیش (سه‌شنبه ۱۹ اوت ۲۰۱۱) مربوط می‌شود، و اطلاعات

عام‌تری نیز به خواننده می‌دهد. اطلاعاتی مشابه این را می‌توان در مورد سایر بورس‌ها یا خارج از بورس‌ها به دست

آورد. سهام فهرست شده ترتیب الفبایی دارند، از صنایع AAR تا صندوق تسوایگ! داده‌های جدول ۱-۳ از بالای

صفحه (۱۲ مورد اول) برداشت شده. دو ستون سمت چپ نشان‌دهنده‌ی بالاترین و پایین‌ترین قیمت سهام در طول ۵۲ هفته‌ی اخیر است. برای مثال سهام صنایع AAR، نخستین سهام در فهرست، در سال گذشته با طیف قیمتی از $\frac{۳۳}{۸}$ تا $۲۰\frac{۱}{۸}$ (یعنی از بالاترین قیمت ۳۳/۶۲۵ دلار تا پایین‌ترین قیمت ۲۰/۱۲۵ دلار) معامله شده است. عددی که سمت راست ستون نام شرکت قرار دارد رقم سود سهام است. برای شرکت AAR، سود سهام جاری معادل ۰/۵۰ دلار برای هر سهم است و ثمر^۱ سود سهام آن ۱/۷ در سال ۲۰۱۱ است. ستون بعد نسبت قیمت سهام به عایدی سالانه‌ی آن (نسبت P/E) است. هرچند تحلیل‌گران درباره‌ی ارزش ذاتی نسبت P/E به‌عنوان ابزاری تحلیلی توافق نظر ندارند، وجود این ستون در این جدول، محاسبه‌ی عایدات تقریبی بنگاه را میسر می‌کند. در این مورد خاص، عایدات AAR به‌ازای هر سهم در این دوره تقریباً ۱/۴۵ دلار بوده است. بعد از ستون نسبت P/E حجم معامله در روز قرار دارد؛ ۳۸۱۰۰ سهم عادی AAR در ۱۹ اوت ۲۰۱۱ معامله شده است. بعد از حجم معاملات، بالاترین و پایین‌ترین قیمت در معاملات و قیمت پایانی سهم در پایان روز جاری آمده است. بدین ترتیب، در ۱۹ اوت ۲۰۱۱ بالاترین قیمت سهم عادی AAR، ۲۹/۳۷۵ دلار و کمترین قیمت آن ۲۷/۷۵ دلار بوده است. آخرین معامله‌ی روز که قیمت پایانی نام دارد، با قیمت ۲۹ دلار انجام یافته. آخرین ستون تغییر قیمت پایانی را نسبت به روز قبل نشان می‌دهد. از آن‌جا که قیمت سهام AAR برابر ۰/۲۵ دلار کاهش داشته، قیمت پایانی روز قبل، یعنی ۱۸ اوت ۲۰۱۱ باید ۲۹/۲۵ دلار بوده باشد.

این داده‌های مربوط به بازار سهام، اطلاعاتی نیز درباره‌ی برخی ابزارهای مربوط به سهام ارائه می‌دهد. برای مثال، حرف s که بعد از نام AAR، ARX و AbLtd (آزمایشگاه‌های ابوت) آمده، نشانه‌ی این است که این بنگاه‌ها در طول ۵۲ هفته‌ی گذشته تجزیه‌ی سهام، صدور حق خرید سهام^۲ و انتشار حق تقدم^۳ معادل ۲۵ درصد یا بیشتر

۱. yield

۲. warrant

۳. rights issues

داشته‌اند. مظنه‌ی قیمت سایر انواع سهام مثل سهام ممتاز نیز انتشار می‌یابد. برای مثال، اگر جدول قیمت‌های سهام در ۲۰ اوت ۲۰۱۱ را با دقت بیشتری بررسی کنیم، درمی‌یابیم که شرکت ای.ام.اینترنشنال، علاوه بر سهام عادی، برای سهام ممتاز نیز مظنه‌ی قیمت دارد و سودی معادل ۲ دلار می‌پردازد. درباره‌ی سهام ممتاز در فصل ۲۲ جلد دوم این کتاب سخن خواهیم گفت.

جدول زیر اطلاعات مشابهی در مورد سهام شرکت‌های ایرانی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در تاریخ ۱۳۹۱/۰۷/۲۶ به نقل از سایت بورس (www.tse.ir) نشان می‌دهد. در این جا فقط ۱۰ اوراق بهاداری را آورده‌ایم که حجم معاملاتی بالاتری در این روز داشته‌اند. ارزش معامله به میلیون ریال، ارزش بازار به میلیارد ریال و سایر قیمت‌ها به ریال گزارش شده است.

نام	فولاد مبارکه	توسعه معادن و فلزات	سرمایه گذاری سید	مخابرات	ملی مس	گل گهر	غلیبر	ایران خودرو دیزل	نفت بندرعباس	ح. ماشین سازی اراک
حجم	۲۹,۳۸۴,۵۷۰	۲۰,۸۷۰,۳۸۵	۱۸,۶۸۶,۱۲۵	۱۵,۶۰۰,۶۰۲	۱۱,۸۵۸,۱۳۳	۱۰,۴۵۲,۹۲۸	۱۰,۱۵۸,۲۵۲	۹,۹۷۷,۴۵	۹,۷۰۷,۳۳۷	۵۳,۱۸۴,۹۰۰
ارزش	۹۳,۳۳۷	۸۲,۷۴۴	۲۷,۹۱۳	۳۴,۳۵۲	۷۰,۶۴۴	۸۶,۶۸۸	۴۲,۶۲۰	۱۰,۱۷۳	۲۱,۴۱۹	۱۰,۳۳۱
تعداد	۲,۰۸۶	۱,۴۸۹	۹۲۳	۴۴۶	۱,۳۰۵	۶۶۹	۷۱۹	۶۱۲	۸۵۰	۱,۰۶۴
بیشترین قیمت	۳,۲۸۰	۳,۹۹۷	۱,۵۰۵	۲,۲۲۹	۶,۰۱۳	۸,۳۰۸	۴,۲۲۹	۱,۰۶۷	۲,۲۴۰	۱۹۵
کمترین قیمت	۳,۱۰۱	۳,۸۵۵	۱,۴۵۷	۲,۱۳۶	۵,۸۰۰	۸,۱۰۰	۴,۱۰۶	۱,۰۱۱	۲,۱۶۲	۱۹۵
قیمت ابتدا	۳,۱۲۳	۳,۹۲۰	۱,۴۷۹	۲,۱۳۶	۵,۸۰۰	۸,۲۵۰	۴,۲۰۰	۱,۰۶۷	۲,۱۸۰	۱۹۵
آخرین قیمت	۳,۲۶۷	۳,۹۹۷	۱,۵۰۵	۲,۱۹۶	۶,۰۱۳	۸,۳۰۸	۴,۱۹۵	۱,۰۴۲	۲,۳۳۵	۱۹۵
تغییر قیمت	۱۴۴	۱۵۳	۵۷	۱	۲۲۱	۳۱۹	۲۰	-۱۱	۲۰	-۵
درصد تغییر	٪۴.۵۲	٪۳.۹۸	٪۳.۹۴	٪۰.۰۵	٪۴.۰۰	٪۳.۹۹	٪۰.۴۸	٪-۱.۰۴	٪۰.۹۰	٪-۲.۵۰
قیمت پایانی	۳,۱۹۰	۳,۹۶۵	۱,۴۹۴	۲,۲۰۲	۵,۹۵۷	۸,۲۷۴	۴,۱۹۶	۱,۰۲۰	۲,۳۰۷	۱۹۵
تغییر قیمت	۳۴	۱۲۱	۴۶	۷	۱۷۵	۲۸۵	۲۱	-۳۳	-۸	-۵
درصد تغییر	٪۱.۰۸	٪۳.۱۵	٪۳.۱۸	٪۰.۳۲	٪۳.۰۳	٪۳.۵۷	٪۰.۵۰	٪-۳.۱۳	٪-۰.۳۶	٪-۲.۵۰
قیمت دیروز	۳,۱۵۶	۳,۸۴۴	۱,۴۴۸	۲,۱۹۵	۵,۷۸۲	۷,۹۸۹	۴,۱۷۵	۱,۰۵۳	۲,۳۱۵	۲۰۰
بهترین تقاضا	۳,۳۷۰	۳,۹۹۷	۱,۵۰۵	۲,۱۸۲	۶,۰۱۳	۸,۳۰۸	۴,۳۰۰	۱,۰۲۷	۲,۳۳۶	۱۸۴
بهترین عرضه	۳,۲۷۴	۵,۰۰۰	۱,۵۴۰	۲,۱۹۹	۷,۹۰۰	۱۰,۳۰۰	۴,۳۲۰	۱,۰۵۰	۲,۳۳۸	۰
تاثیر بر شاخص	۱۹.۳۳	۱۷.۳۳	۲.۴۲	۷.۰۷	۶۶.۹۷	۳۷.۶۸	۵.۵۵	-۱.۱۶	-۲.۴۳	-
ارزش بازار	۸۲,۳۰۲	۲۵,۷۷۲	۳,۵۷۳	۱۰,۱۰۱,۱۱۳	۱۰,۳,۶۶۶	۴۹,۶۴۴	۵۰,۳۵۲	۱,۶۳۲	۳۰,۴۵۶	۸۹
P/E	۷.۸	۸.۱	۶.۵	۵.۳	۷.۷	۷.۵	۳.۶	۳.۹	۱۵.۵	۰
EPS	۴.۷	۴.۸۷	۳.۰	۴.۱۶	۷.۶۹	۱,۱۰۰	۱,۱۶۰	۲.۶۰	۱.۴۲	۰

بیشترین حجم معامله در این روز مربوط به سهام فولاد مبارکه است که بیش از ۲۹ میلیون سهم این شرکت با نماد «فولاد» در این تاریخ معامله شده است. این مقدار سهام به ۹۳۷۳۷ میلیون ریال معامله شده و قیمت هر برگ سهام بین ۳۱۰۱ و ۳۲۸۰ ریال نوسان کرده است. قیمت پایانی ۳۱۹۰ ریال برای هر سهم بوده است. این رقم نسبت به روز قبل فقط ۳۴ ریال برای هر سهم تغییر کرده که معادل ۱/۰۸ درصد ارزش سهم است. قیمت پایانی از فرمول محاسبه می شود و با آخرین قیمت معامله شده فرق دارد که ۳۲۶۷ ریال برای هر سهم است. رقم ۱۹/۳۳ نشان می دهد که معاملات این سهام چه تأثیری بر شاخص داشته است. این تأثیر در عین حال به ارزش کل بازار هر سهم بستگی دارد. هرچه ارزش کل سهام بزرگتر باشد (مثل ارزش سهام مخابرات ایران که بیش از ۱۰۱ هزار میلیارد ریال است) تأثیر ۱ ریال تغییر قیمت سهام بر شاخص بزرگتر می شود. نسبت قیمت سهام به عایدی (P/E) ۷/۸ برابر است. این رقم از تقسیم قیمت ۳۱۹۰ ریال برای هر سهم بر ۴۰۷ ریال عایدی هر سهم (EPS) نتیجه می شود. بهترین قیمت های عرضه و تقاضا برای این سهم نیز در ردیف های پایین تر جدول آمده است.

جالب است توجه شود که از ۱۰ اوراق بهاداری که در روز ۱۳۹۱/۰۷/۲۶ حجم ریالی معاملاتی بزرگتری داشته اند، عمده مربوط به صنعت فلزات اساسی است و این نشان دهنده ی موقعیت ممتاز این گروه از سهام در سال ۱۳۹۱ در بورس تهران است.

البته، همه ی ۱۰ عنوانی که گزارش کرده ایم، سهام نیست. کلمه ی ح در پایان نماد ماشین سازی اراک بیانگر معاملات حق تقدم است.

«فاراک» نماد سهام ماشین سازی اراک و «فاراکح» نماد حق تقدم سهام این شرکت است. در حالی که هر سهم این شرکت در روز ۱۳۹۱/۰۷/۲۶ برابر ۱۲۴۵ ریال معامله می شود، حق تقدم این سهم در آن روز برابر ۱۹۵ ریال معامله می شود. علت این که قیمت اسمی ۱۰۰۰ ریال هر سهم به علاوه ی ۱۹۵ ریال که جمعاً ۱۱۹۵ ریال می شود با ۱۲۴۵ ریال متفاوت است را در جلد دوم این کتاب، در قسمت مربوط به حق تقدم، توضیح داده ایم.

از مجموع ۱۰ اوراق بهادار گزارش شده در این جدول، قیمت سهام ایران خودرو دیزل، سهام نفت بندر عباس و حق تقدم ماشین سازی اراک نسبت به روز قبل کاهش یافته است، در حالی که قیمت هفت سهم دیگر نسبت به روز قبل افزایش داشته است.

اطلاعات معاملات بورس اوراق بهادار تهران را در روزنامه‌های اقتصادی و نیز سایت‌های پردازش اطلاعات مالی می‌توانید بیابید.

بازار اوراق قرضه

اوراق قرضه‌ی شرکت‌ها به دفعاتی بسیار کمتر از سهام عادی معامله می‌شوند، و در امریکا بیش از ۹۵ درصد معاملات اوراق قرضه در خارج از بورس روی می‌دهد. دلیل این وضع آن است که در قیاس با سهام عادی، اوراق قرضه بیش‌تر میان مؤسسات بزرگ مالی نظیر شرکت‌های بیمه‌ی عمر و صندوق‌های بازنشستگی معامله می‌شود؛ این مؤسسات حجم بزرگی از اوراق بهادار را معامله می‌کنند. برای معامله‌گران اوراق قرضه به نسبت ساده است که حجم‌های بزرگی از اوراق قرضه را در میان تعداد به نسبت اندک دارندگان این اوراق انتقال دهند. دست‌زدن به اقدامی مشابه در مورد سهام عادی و در میان میلیون‌ها سهامدار بزرگ و کوچک ناممکن است.

در ایران تا امروز اوراق مشارکت که شکل شرعی و مقبول اوراق قرضه است، عمدتاً از طریق شبکه‌ی بانکی توزیع شده است. در سال ۱۳۹۱، هرچند بازار چهارم فرابورس معاملات اوراق مشارکت را انجام می‌دهد، اما هنوز عمده‌ی معاملات ثانویه‌ی اوراق مشارکت از طریق بانک‌ها انجام می‌شود. البته، انتظار می‌رود در سال‌های آتی، با توجه به گسترش شبکه‌ی کارگزاری (به‌ویژه کارگزاری‌های متعلق به بانک‌های تجاری) عمده‌ی معاملات ثانویه‌ی اوراق مشارکت از طریق کارگزاری‌ها در بورس انجام شود.

اطلاعات مربوط به معاملات خارج از بورس اوراق قرضه در امریکا منتشر نمی‌شود. اما اطلاعات آن بخش کمتری از اوراق قرضه که در بورس نیویورک فهرست و معامله می‌شود، روزانه انتشار می‌یابد و این اطلاعات تا

حدی بیانگر شرایط معاملات بزرگ‌تر در خارج از بورس است.

جدول ۳-۳ قسمتی از صفحه‌ی مربوط به اوراق قرضه در ۲۲ سپتامبر ۲۰۱۱ را که در *وال استریت ژورنال* آمده نشان می‌دهد. این صفحه گزارشی است از معاملات روز ۲۱ سپتامبر ۲۰۱۱ در زمینه‌ی اوراق قرضه‌های پرمعامله‌تر شرکت‌هایی که رتبه‌ی اعتباری بالایی دارند. رتبه‌بندی هر شرکت مربوط به سه شرکت معتبر رتبه‌بندی‌کننده یعنی شرکت‌های مودیز^۱، استاندارد اند پورز^۲ و فیچ^۳ است. اوراق قرضه‌ی گلدمن ساکس^۴ رتبه‌ی A1 از مودیز، رتبه‌ی A از استاندارد اند پورز و رتبه‌ی A⁺ از شرکت رتبه‌بندی فیچ دارد. اوراق قرضه ممکن است هر ارزش اسمی‌ای داشته باشد، اما بیشتر آن‌ها ارزش اسمی (یا ارزش در سررسید) ۱۰۰ دلاری دارند. اوراق قرضه‌ی منتشره توسط گلدمن ساکس ارزشی اسمی معادل ۱۰۰ دلار دارد؛ این رقم و تعداد اوراق منتشره نشان می‌دهد شرکت چه مقدار قرض کرده و چه مقدار باید در سررسید پردازد. اما از آن‌جا که ارزش‌های اسمی دیگر نیز امکان‌پذیر است، در مواردی برای مقاصد گزارش‌دهی و معامله، قیمت اوراق قرضه برحسب درصدی از ارزش اسمی بیان می‌شود. ستون سوم، نرخ کوپن اوراق را نشان می‌دهد. این نرخ برای گلدمن ساکس ۳/۶۲۵ درصد در سال است. بدین ترتیب، بهره‌ی سالانه‌ی این اوراق [دلار ۳/۶۲۵ = (دلار ۱۰۰) × ۳/۶۲۵٪] خواهد بود.^۵ این ۳/۶۲۵ درصد را نرخ کوپن^۶ اوراق قرضه می‌گویند. در ستون چهارم سررسید اوراق آمده است. در مورد نخستین اوراق قرضه، بازپرداخت اصل وجه باید در فوریه‌ی ۲۰۱۶ انجام شود. اگرچه در جدول نشان داده نشده، اما این اوراق باید مدت‌ها قبل منتشر شده باشد. مثلاً، اگر اوراق در سال ۱۹۸۶ منتشر شده باشد، بنابراین به‌هنگام انتشار سررسید ۳۰

۱. Moody's

۲. Standard & Poor's (S&P)

۳. Fitch

۴. Goldman Sachs

۵. معمولاً اوراق قرضه‌ی شرکت‌ها در ایالات متحده، پرداخت نیم‌سالانه دارد، بنابراین شرکت هر شش ماه برای هر برگ اوراق قرضه‌ی گلدمن ساکس، ۱/۸۱۲۵ دلار به حساب دارنده‌ی اوراق منظور می‌کند.

۶. coupon rate

ساله داشته است. رقم ۴/۰۲۴ در ستون آخر ثمر جاری^۱ اوراق قرضه است؛ نحوه‌ی محاسبه‌ی ثمر را در جای دیگر این کتاب شرح داده‌ایم. در این جا نیز مثل مورد سهام عادی، ستون تغییر به تغییر قیمت نسبت به قیمت پایانی در روز قبل اشاره دارد. در مورد اوراق قرضه‌ی گلدمن ساکس این تغییر منفی است.

جدول ۳-۳. معاملات بازار اوراق قرضه‌ی فعال تو با رتبه‌بندی بالا
مستخرجه از وال استریت ژورنال به تاریخ ۲۲ سپتامبر ۲۰۱۱

اسم شرکت	نشانه	کوپن (%)	سررسید	رتبه‌بندی (مودیز/استانداردوپورز/فیچ)	بالا ترین	پایین ترین	آخرین	تغییر	ثمر (درصد)
GOLDMAN SACHS GP	GS.JBZ	۳/۶۲۵	Feb2016	A1/A/A+	۱۰۰/۰۰۰	۹۷/۶۲۲	۹۸/۴۱۵	-۱/۶۵۸	۴/۰۲۴
MERRILL LYNCH & CO	BAC.HQL	۶/۰۵۰	Aug2012	A2/A/A+	۱۰۲/۵۷۰	۹۹/۷۵۰	۱۰۱/۶۵۰	-۰/۱۰۰	۴/۱۲۲
CITIGROUP	C.AKF	۳/۹۵۳	Jun2016	A3/A/A+	۱۰۰/۱۵۲	۹۹/۶۱۶	۱۰۰/۰۵۹	-۰/۶۶۹	۳/۹۳۸
GOLDMAN SACHS GP	GS.AOK	۵/۲۵۰	Jul2021	A1/A/A+	۱۰۱/۸۸۹	۹۹/۱۲۲	۹۹/۹۵۴	-۰/۳۳۶	۵/۲۵۵
BERKSHIRE HATHAWAY	BRKA.JX	۲/۱۲۵	Feb2013	Aa2/AA+/A+	۱۰۱/۸۷۳	۱۰۱/۴۷۸	۱۰۱/۵۹۵	-۰/۲۹۴	۰/۹۵۲
MORGAN STANLEY	MS.MHU	۵/۵۰۰	Jul2021	A2/A/--	۱۰۱/۸۷۰	۹۵/۹۶۲	۹۹/۰۹۱	-۱/۷۴۲	۵/۶۲۰
ABBOTT LABORATORIES	ABT.HB	۵/۳۰۰	May2040	A1/AA/A+	۱۲۰/۱۳۸	۱۱۷/۲۷۴	۱۱۹/۹۲۸	۳/۰۹۶	۴/۱۱۰
GENERAL ELECTRIC CAPITAL CORP	GE.ASS	۴/۶۲۵	Jan2021	Aa2/AA+/-	۱۰۵/۹۸۰	۱۰۳/۸۸۷	۱۰۴/۳۵۷	۰/۱۴۸	۴/۰۵۶
MERRILL LYNCH & CO	BAC.HOM	۶/۱۱۰	Jan2037	A3/A-/A	۸۸/۵۰۰	۸۳/۰۶۳	۸۵/۰۲۰	۰/۷۶۰	۷/۴۳۰
GENERAL ELECTRIC CAPITAL CORP	GE.AT	۲/۹۵۰	May2016	Aa2/AA+/-	۱۰۱/۹۴۸	۱۰۰/۱۰۴	۱۰۰/۴۴۱	-۰/۷۱۴	۲/۸۴۷

۱. وال استریت ژورنال فقط آن بخشی از اوراق قرضه را در این جدول فهرست کرده که در روز ۲۱ سپتامبر در بورس فعالانه معامله شده و حجم بالایی داشته است. این اوراق در عین حال رتبه‌ی اعتباری بالایی داشته است.

شرکت گلدمن ساکس برای تأمین مالی، اوراق قرضه‌ی متنوعی منتشر کرده و فروخته است. چنانچه در

جدول می‌بینیم، این شرکت در ردیف چهار جدول، اوراق دیگری دارد که سررسید آن‌ها سال ۲۰۲۱ است و کوپن ۵/۲۵ درصدی دارد. نرخ بهره در طول زمان تغییر می‌کند و شرکت‌ها عموماً نرخ کوپن خود را در سطحی تعیین می‌کنند که بازتاب نرخ بهره‌ی متغیر بازار باشد. اگر نرخ اوراق شرکت پایین تر از این سطح باشد، سرمایه‌گذاران اوراق قرضه را نمی‌خرند و شرکت قادر نخواهد بود در صورت نیاز قرض بگیرد. بعد از انتشار اوراق، اگر نرخ جاری بهره از نرخ کوپن اوراق بالاتر رود، قیمت اوراق تنزل خواهد یافت و برعکس.

قیمت اوراق قرضه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران آماده‌اند چه مبلغی برای این اوراق بپردازند، و این مبلغ با توجه به نرخ کوپن، ریسک این اوراق و نرخ بازده در دسترس در جاهای دیگر اقتصاد تعیین می‌شود. درباره‌ی نرخ بهره در فصل ۵ و در مورد قیمت‌گذاری این اسناد بدهی در فصل ۲۲ سخن خواهیم گفت.

در ایران تاکنون (سال ۱۳۹۱) چهار گروه اوراق مشارکت منتشر شده است:

- اوراق مشارکت دولت
- اوراق مشارکت شهرداری‌ها
- اوراق مشارکت شرکت‌ها
- و اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران که به‌عنوان ابزار سیاست پولی برای گردآوری وجوه از جامعه منتشر می‌شود.

طبق تعریف، همه‌ی اوراق مشارکت می‌باید برای طرح‌های خاصی منتشر شود، اما در مورد اوراق بانک مرکزی این موضوع صادق نیست.

نخستین اوراق قرضه در ایران در زمان نخست‌وزیری دکتر محمد مصدق منتشر شد و بعدها انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه و عرضه‌ی آن اوراق در بورس اوراق بهادار تهران بسیار معمول شد. اوراق اصلاحات ارضی، قرضه‌ی عباس‌آباد، و اوراق قرضه‌ی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی همه دولتی بودند و معاملات اوراق قرضه‌ی دولتی تا سال ۱۳۵۷ حدود ۴۰ درصد معاملات بورس را تشکیل می‌دادند.

اولین اوراق مشارکت در ایران بعد از انقلاب اسلامی در سال ۱۳۷۳ منتشر شد که مربوط به طرح خیابان نواب تهران بود و شهرداری تهران آن را با نرخ کوپن ۲۰ درصد منتشر کرد. در طول سال‌های گذشته از سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۹۱ بسیاری از شهرداری‌ها، و حتی شهرداری شهرهای کوچک‌تر، فراگرفتند که با انتشار اوراق مشارکت

طرح‌های خود را تأمین مالی کنند. در هر دوره، مقررات خاصی برای صدور اوراق مشارکت وجود داشته، و انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های غیردولتی بعد از قانون بازار سرمایه‌ی سال ۱۳۸۴ معمول شد. قبل از آن فقط یک انتشار توسط ایران‌خودرو گزارش شده است که منابع مالی را برای واحد تولیدی آن شرکت در مشهد تأمین می‌کرد. وزارت مسکن اولین اوراق مشارکت دولتی را در سال ۱۳۷۴ برای تأمین مالی طرح‌های بیمارستانی منتشر کرد. طی سال‌های ۱۳۷۴ تا پایان ۱۳۹۰ یعنی طی ۱۶ سال جمعاً ۱۰۲ فقره اوراق مشارکت دولتی انتشار یافت. آمار اوراق منتشره در جدول ۳-۴ آمده است:

جدول ۳-۴ - اوراق مشارکت منتشره از سال ۱۳۷۳ تا پایان سال ۱۳۹۰ (میلیارد ریال)

ناشر	کل مبلغ	دفعات انتشار
شهرداری‌ها	۱۳۵۶۳	۱۷
وزارتخانه‌های دولتی	۷۳۹۳۵	۵۲
شرکت‌های دولتی	۱۱۱۸۳۰	۵۰
شرکت‌های خصوصی	۲۶۲۹۳	۱۹
بانک مرکزی	۱۲۲۰۳۸	۳۴
جمع کل	۳۴۷۶۵۹	۱۷۲

ماخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار و گردآوری مؤلفان

جدول ۳-۴-۱ - شهرداری‌ها

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار
شهرداری تهران	۴۳۲۰	۷
شهرداری مشهد	۳۷۹۳	۵
شهرداری تبریز	۹۵۰	۲
شهرداری کاشان	۳۰۰	۱
شهرداری اصفهان	۲۰۰	۱
شهرداری قم	۴۰۰۰	۱
جمع کل	۱۳۵۶۳	۱۷

جدول ۳-۴-۲ - وزارتخانه‌های دولتی

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار
اقتصاد	۴۷۴۶۹	۱۷
نیرو	۱۷۰۹۹	۱۶
مسکن	۱۱۳۱	۴
جهاد کشاورزی	۷۰۰	۳
راه و ترابری	۷۵۳۵	۱۲
جمع کل	۷۳۹۳۵	۵۲

جدول ۳-۴-۳- شرکت های دولتی

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار
صنعت پتروشیمی	۱۸٫۹۳۰	۲۲
صنعت نیرو	۳۸٫۴۴۷	۱۲
صنعت راه	۲۲٫۳۵۸	۷
صنعت مسکن	۱۳۰	۴
صنعت نفت	۳۱٫۵۱۰	۳
صنعت فولاد	۷۰	۱
صنعت آب	۳۸۵	۱
جمع کل	۱۱۱٫۸۳۰	۵۰

جدول ۳-۴-۴- شرکت های بخش خصوصی و تعاونی

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار
صنعت معدن و صنایع وابسته	۱۲٫۰۰۰	۳
صنعت نفت و صنایع وابسته	۸٫۶۷۰	۵
صنعت خودرو	۲٫۸۱۳	۵
بخش تعاونی	۱٫۵۰۰	۱
صنعت ساختمان	۱٫۰۰۰	۲
صنعت لیزینگ	۸۰	۱
صنعت رادیاتور	۲۰۰	۱
صنعت دارو	۳۰	۱
جمع کل	۲۶٫۲۹۳	۱۹

اوراق قرضه‌ی ارزی در ایران بعد از انقلاب نیز منتشر شد و در مرحله‌ی اول برای دولت حدود ۶۲۵ میلیون دلار گردآوری شد. نرخ این اوراق ۸ درصدی بود. در سال‌های اخیر نیز انتشار اوراق مشارکت ارزی توسط شرکت‌های دولتی معمول شد و شرکت نفت و گاز پارس این اوراق را برای طرح‌های نفت و گاز انتشار داد.

بانک مرکزی اول بار در سال ۱۳۷۸ اوراق مشارکت منتشر کرد و هدف از انتشار را کنترل تورم ذکر نمود. با این همه، کم نبودند اقتصاددانانی که این نحوه‌ی انتشار را قبول نداشته و آثار کنترل تورم آن را محدود می‌دانستند. بانک مرکزی تا پایان سال ۱۳۹۰ جمعاً ۳۴ فقره اوراق مشارکت منتشر کرده است.

مقررات بازار اوراق بهادار

فروش اوراق بهادار موجود در بورس‌های سازمان‌یافته و بازارهای خارج از بورس مقرراتی دارد که مقامات ناظر بر بورس‌ها (در آمریکا، کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱ SEC؛ در ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار) و تا اندازه‌ای کمتر، سایر مقامات و از جمله بانک‌های مرکزی آن‌ها را تعیین می‌کنند. انتشار اوراق جدید قواعد خاص خود را دارد و برای اوراق موجود که در بازارهای ثانویه خرید و فروش می‌شود نیز قواعد دیگری وجود دارد.

۱. عوامل عمده در مقررات مربوط به اوراق جدید (بازار اولیه) – آمریکا

الف. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) بر تمامی اوراق عرضه‌شده به مردم در ایالات که کل ارزش آن‌ها به ۱۵۰۰۰۰ دلار یا بیشتر می‌رسد، نظارت می‌کند. در ایران نیز عرضه‌ی اولیه‌ی سهام شرکت‌های سهامی عامی که کل سرمایه‌ی آن‌ها از ۱۰ میلیارد ریال متجاوز است، تحت کنترل سازمان بورس و اوراق بهادار است.

ب. اوراق بهادار باید دست‌کم ۲۰ روز پیش از عرضه به مردم در فهرست SEC ثبت شوند. بیانیه‌ی ثبت^۲ اطلاعات مالی، قانونی و فنی درباره‌ی شرکت را نشان می‌دهد. امیدنامه‌ی^۳ اوراق خلاصه‌ای از این اطلاعات است که در فروش اوراق بهادار به کار می‌رود. حقوق‌دانان SEC و حسابداران بیانیه‌ی ثبت و امیدنامه‌ی انتشار را تحلیل می‌کنند. اگر اطلاعات ناقص یا گمراه‌کننده باشد، SEC عرضه‌ی عمومی اوراق را متوقف می‌کند یا به تعویق می‌اندازد.

ج. بعد از پذیرش و ثبت اوراق، می‌توان آن‌ها را عرضه کرد، اما درخواست هر فروش می‌باید با انتشار امیدنامه همراه باشد. امیدنامه‌ی مقدماتی^۴ را می‌توان در طول دوره‌ی ۲۰ روزه‌ی انتظار میان خریداران بالقوه توزیع کرد، اما هیچ فروشی در طول این دوره صورت نهایی نمی‌یابد. امیدنامه به‌جز قیمت همه‌ی اطلاعات اساسی را که

۱. Securities & Exchange Commission (SEC)

۲. registration statement

۳. prospectus

۴. red herring

در آگهی نهایی می‌آید، دربر دارد.

د. اگر بیانیه‌ی ثبت یا امیدنامه اطلاعات نادرست یا موارد حذف‌شده‌ای داشته باشد، هر خریداری که زیان دیده باشد، می‌تواند در این مورد شکایت کند. در صورت وارد بودن شکایت برای شرکت ناشر اوراق، مقامات شرکت، مدیران، حسابداران، ارزشیابان، پذیرهنویسان، ظهنویسان و سایر افراد مؤثر در آماده‌سازی بیانیه‌ی ثبت، مجازات‌های سنگین تعیین شده است.

۲. عوامل عمده در مقررات مربوط به اوراق بهادار موجود در دست مردم (بازار ثانویه) – آمریکا

الف. در آمریکا، SEC بر همه‌ی بورس‌های اوراق بهادار در کل کشور نظارت می‌کند. شرکت‌هایی که اوراقشان در بورس پذیرفته شده، باید گزارش‌های استاندارد دوره‌ای تعهدشده در بیانیه‌ی ثبت را برای SEC و بورس سهام و نیز گزارش‌هایی موردی تهیه کنند. در ایران نیز وضعیت بسیار شبیه امریکاست و سازمان بورس و اوراق بهادار بر همه‌ی بورس‌ها نظارت دارد. شرکت‌ها نیز مراحل مشابهی برای ارائه‌ی اوراق بهادار خود از طریق بورس‌ها طی می‌کنند.

ب. SEC بر دارندگان اطلاعات نهانی^۱ در هر شرکت نظارت دارد. مقامات شرکت، مدیران و سهامداران عمده‌ی شرکت باید گزارش‌هایی ماهانه درباره‌ی مقدار سهام متعلق به خود ارائه دهند. هر نوع سود کوتاه‌مدت از این گونه معاملات باید به شرکت پرداخت شود. ممنوعیت معامله بر سر اطلاعاتی که در اختیار عموم قرار نمی‌گیرد تنها محدود به اطلاعات مرتبط با بنگاه نمی‌شود. هر کسی که اطلاعاتی دور از دسترس عموم مردم را از این گونه افراد به دست آورد، از معامله بر سر این اطلاعات برای کسب سود منع شده است. در طی سال‌های طولانی جنجال‌هایی که بر سر معامله بر اساس اطلاعات نهانی برپا شد نشان می‌دهد که SEC در یافتن کسانی که می‌کوشند از معامله‌ی اطلاعات نهانی سود ببرند کاملاً جدی است. در ایران نیز سازمان بورس و اوراق بهادار طبق قانون مسئول

۱. insider information

است از انجام معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی جلوگیری کند.

ج. SEC این قدرت را دارد که دستکاری در بازار از طریق ابزارهایی چون تجمیع منابع^۱ (به منظور تغییر مصنوعی قیمت‌ها) یا معاملات ساختگی^۲ (فروش میان اعضای گروهی واحد به منظور ثبت قیمت‌های مصنوعی) را کنترل و منع کند.

د. SEC بر اقدامات مربوط به نظام و کالتمه‌ای^۳ نظارت می‌کند.

ه. SEC از طریق تعیین حداقل ودیعه^۴ بر معاملات اعتباری سهام نظارت می‌کند؛ این نظارت تعیین‌کننده‌ی درصدی از قیمت خرید سهام است که باید از منابع سرمایه‌ی خریداران اوراق بهادار تأمین شود. بنابراین، اگر حداقل ودیعه ۶۰ درصد باشد، خریدار باید در آغاز کار ۶۰ درصد از وجوه لازم برای این اوراق را تأمین کند و می‌تواند ۴۰ درصد بقیه (نرخ حداقل ودیعه - ۱) را وام بگیرد. از سال ۱۹۷۴، نرخ حداقل ودیعه در امریکا ۵۰ درصد بوده است. در ایران در سال ۱۳۹۱، هنوز مقررات خاصی در این زمینه حاکم نیست، و بانک‌ها از اعطای تسهیلات مستقیم برای خرید سهام منع شده‌اند.

کاهش قیمت سهام ممکن است باعث شود وجوه خریدار سهام برای تأمین حداقل ودیعه ناکافی باشد و کارگزاران سهام مجبور شوند اخطار کسری ودیعه^۵ بدهند و از سرمایه‌گذاران بخواهند پول بیشتری برای تأمین حداقل ودیعه بیاورند. اگر پول تأمین نشود، موجودی سهام مشتری به فروش می‌رسد تا وام او بازپرداخت شود و سطح وام به سطح پوشش‌دهنده‌ی حداقل ودیعه برسد. اگر کارگزار برای تأمین حداقل ودیعه ناچار شود سهام را به‌طور اجباری بفروشد، این‌گونه فروش‌های اجباری قیمت سهام را پایین می‌آورد و به روند مارپیچ نزولی

۱. pool

۲. wash sales

۳. proxy machinery

۴. margin requirement

۵. margin call

فاجعه باری می انجامد.

پیش از سقوط بزرگ سال ۱۹۲۹، هیچ مقرراتی برای حداقل ودیعه‌ی خرید سهام وجود نداشت؛ از این رو، بسیاری از سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهادار، حتی ۱۰۰ درصد وام می‌گرفتند. وقتی قیمت این اوراق سقوط می‌کرد، این سرمایه‌گذاران از بازپرداخت وام خود ناتوان می‌شدند و ناچار بودند سهام خود را با ارزشی به‌فروش رسانند که پیوسته پایین‌تر می‌آمد. بنابراین، نبود نظام حداقل ودیعه برای خرید سهام و نبود سازوکار اخطار دریافت کسری ودیعه دور باطل کاهش قیمت‌ها و ماریج سقوط قیمت‌ها را دامن می‌زد، و در سقوط بازار سهام در سال ۱۹۲۹ نقش عمده‌ای داشت.

در کشورهایی که نظام ایالتی دارند، هم‌چون آمریکا و آلمان، ایالت‌ها نیز قوانین و مقررات نظارتی خود را دارند و پاره‌ای از اوراق بهادار نیز با مصوبه‌ی ایالت‌ها منتشر می‌شود.

به‌طور کلی، قانون و مقررات معامله‌ی اوراق بهادار بدین منظور تدوین شده که تضمین کند سرمایه‌گذاران در حد امکان اطلاعاتی دقیق به‌دست می‌آورند و هیچ‌کس به‌طور مصنوعی قیمت بازار را بالا و پایین نمی‌برد، و مدیران شرکت از موقعیت خود برای سودبردن از معامله‌ی سهام شرکت به هزینه‌ی سهامداران سوءاستفاده نمی‌کنند. روشن است نه دولت و نه SEC نمی‌توانند سهامداران را از بدیاری و تصمیمات نابخردانه بازدارند، اما می‌توانند به سرمایه‌گذاران در دستیابی به بهترین اطلاعات ممکن برای تصمیم‌گیری معقول کمک کنند.

کارایی بازار^۱

طی سال‌هایی طولانی، پژوهش‌های مالی بر مسأله‌ی کارایی بازار سرمایه تمرکز داشته است. بررسی کارایی بیشتر متوجه این پرسش بوده که قیمت سهام تا چه حد ارزش آن‌ها را بازتاب می‌دهد. کارایی در این زمینه به واکنش سریع نسبت به اطلاعات جدید و این که آیا بازار همه‌ی اطلاعات موجود درباره‌ی اوراق بهادار را بازتاب

۱. market efficiency

می دهد یا نه برمی گردد.

در دنیای سرمایه گذاری امروز، ضروریات بازار سرمایه ی کارا به نسبت دست یافتنی است. نخست، و شاید مهم تر از همه، این که باید شمار زیادی (در حد معقول) از افرادی که در پی سود هستند، در تحلیل اوراق بهادار درگیر باشند، و این افراد مستقل از هم فعالیت کنند. دوم، سرمایه گذاران باید دسترسی سریع و کامل به همه ی اطلاعات موجود یا احتمالی سرمایه گذاری ها داشته باشند. اطلاعات جدید باید قبل از آن منتشر شود که به بیرون درز کند و هیچ کس قبل از دیگران نباید به اطلاعات دسترسی یابد. سرانجام، فرضیه ی بازار کارا بر این پایه استوار است که سرمایه گذاران آن قدر منطقی هستند که در پرتو اطلاعات جدید نسبت به تعدیل قیمت اوراق بهادار اقدام کنند.

یکی از پیش نیازهای مهم بازار کارا جریان آزاد اطلاعات است. مقامات ناظر بازار تلاش کرده اند تا اطلاعات دقیق به سرعت منتشر شود و هیچ گروه ذی نفع خاصی نتواند از امکان دسترسی به اطلاعات غیرعمومی سود برد. اغلب بررسی های دانشگاهی منعکس در کتاب های درسی نشان می دهد در کشورهای با بازار سرمایه ی پر عمق بازارهای مالی به نسبت کارا هستند. بنابراین، بازار کارا بازاری است که در آن قیمت اوراق بهادار به سرعت با اطلاعات تازه تعدیل می شود و همه ی اطلاعات موجود در مورد آن اوراق و از جمله ریسک آن را نشان می دهد.

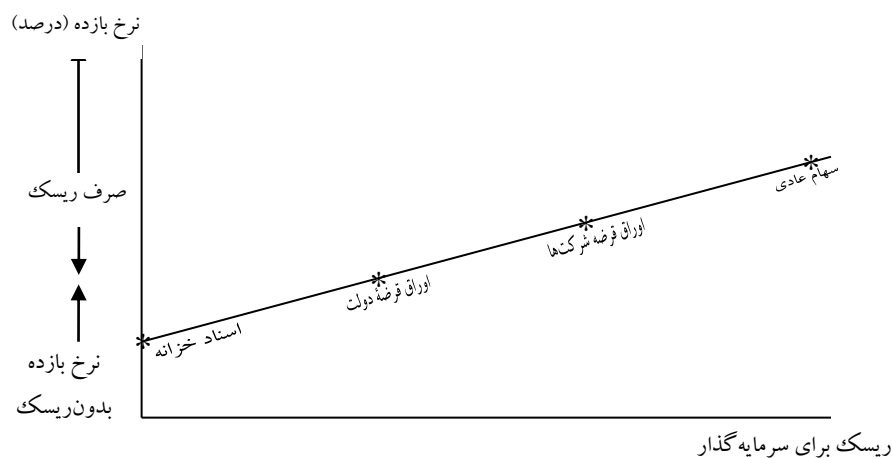
ماهیت بنیادی تصمیمات مالی بده-بستان ریسک احتمالی و بازده مورد انتظار است. در بازار کارا، اوراق بهادار متناسب با ریسک قیمت گذاری می شود: بدین ترتیب پرریسک ترین اوراق بالاترین بازده انتظاری را دارند (این را در شکل ۲-۳ می بینیم). این بدان معنی است که در محیط اقتصادی منطقی، بده-بستان بین ریسک و بازده حاکم است. اگر سرمایه گذاران به پذیرش ریسک مالی مایل نباشند، باید در اسناد خزانه سرمایه گذاری کنند که بازدهی کمی دارند، و در عین حال بدون ریسک اند. هرچه سرمایه گذاران از اسناد خزانه به سوی اوراق پرریسک می روند، به امید دریافت بازده بالاتر، ریسک بیشتری را پذیرا می شوند.

بررسی بازده های تحقق یافته اوراق بهادار در بازار سرمایه بده-بستان بین بازده و ریسک را تأیید می کند.

بسیاری مطالعات با بررسی ارقام در طی دوره‌ی سرمایه‌گذاری بلندمدت نتیجه می‌گیرند اوراق بهادار با کمترین ریسک (اسناد خزانه) کمترین بازده را دارند، درحالی‌که اوراق با بیشترین ریسک (سهام عادی) بالاترین بازده را داشته‌اند.^۱

شکل ۲-۳. ریسک و بازده مورد انتظار در رده‌های مختلف اوراق بهادار

بده - بستان ریسک و بازده را در این شکل می‌بینیم. سرمایه‌گذاری که حاضر است در پریسک‌ترین اوراق بهادار، یعنی سهام عادی سرمایه‌گذاری کند، احتمال دارد بیشترین بازده را دریافت کند. سرمایه‌گذاری در کم‌ریسک‌ترین اوراق، کم‌ترین بازده را به‌همراه دارد. فرضیه‌ی بده - بستان ریسک و بازده در بررسی‌های بسیاری به تجربه ثابت شده است.



تأمین مالی کسب‌وکارهای جدید: سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز^۲

مدیر بنگاه کوچکی که معتقد است کسب‌وکارش استعداد رشد دارد، ممکن است بخواهد نحوه‌ی استفاده از سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز را بررسی کند. بسیاری از بنگاه‌های کوچک ایرانی نمی‌دانند در دنیا عنوان مستقلی به‌نام تأمین سرمایه از طریق «سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز» برای شروع فعالیت کسب‌وکارها در مرحله‌ی آغازین^۳ وجود دارد. این‌ها نهادهای مالی‌اند که در ایران هنوز شکل نگرفته‌اند، و پیش‌بینی می‌شود در آینده سر و سامان بگیرند.

سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز به بنگاهی با توان بالقوه زیاد چه می‌دهد؟ سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز به‌مثابه‌ی نهاد مالی با

۱. دو مقاله‌ی ۱-۵ و ۹-۲ در کتاب مجموعه‌ی مقالات مالی و سرمایه‌گذاری (جلد اول)، حسین عبده تبریزی، انتشارات آگه و پیشبرد، ۱۳۷۷، به زبان ساده کارایی بازار را شرح می‌دهند (ر.ک. www.iranfinance.net).

۲. venture capital

۳. start-up

کیفیت بالا در صورتی که در مراحل اول فعالیت بنگاه کوچک با آن شریک باشد، امکان موفقیت آن را در آینده بالا می‌برد، چرا که سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز چیزی بیش از پول عرضه می‌کند: این سرمایه طیف وسیعی از تجربه‌ی کار در شرکت‌هایی را با خود می‌آورد که مورد نیاز بنگاه‌های کوچک است. این سرمایه به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بازارهای خود را توسعه دهند، امور مالی خود را کنترل کنند، کارکنان خوب را جذب کنند و نگاه دارند و خود را برای انتشار سهام یا فروش شرکت به شرکتی بزرگ‌تر آماده کنند. سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز پیش از آن که تأمین مالی‌کننده باشد، کارآفرین است. بیش‌تر شرکت‌های جدید در کشورهای دارای عمق مالی^۱ از این طریق شکل می‌گیرند.

یکی از موفق‌ترین نمونه‌های همکاری سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز سرمایه‌گذاری ۵۰۰٫۰۰۰ دلار سال ۱۹۸۱ شرکت تکنولوژی ونچر اینوستمنت^۲ (TVI) در شرکت مایکروسافت است. این نمونه‌ی تاریخی ایفای نقش موفق توسط سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز بود. شرکت مایکروسافت که شرکتی موفق در زمینه‌ی نرم‌افزار بود، به تأمین مالی نیازی نداشت. اما سرمایه‌گذاری TVI را به این امید قبول کرد که از کمک‌های آن در طراحی استراتژی‌های بنگاه بهره‌مند شود. در عوض TVI سهم کوچکی از سهام مایکروسافت را به دست آورد. با این کمک‌ها، سهام مایکروسافت در پایان قرن بیستم و آغاز قرن بیست‌ویکم گل سرسبد سهام‌وال استریت شد.

سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز چیزی فراتر از منبع تأمین مالی است. پس، دارنده‌ی بنگاه کوچک باید در جستجوی شریکی خوب، به چیزی فراتر از سطح ظاهری سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز بنگرد. شاید مهم‌تر از هر چیز، تناسب این دو شریک با هم است. آن‌ها باید با اهدافی مشترک برای بنگاه به فعالیت تشویق شوند. اگر در ایران از کارآفرینی صحبت می‌کنیم، باید به یاد بسپاریم که کارآفرینی بدون تأمین مالی کارآمد ممکن نیست. در این عرصه، روش کارآمد تأمین مالی، استفاده از خدمات شرکت‌های سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز است.

۱. financial depth

۲. Technology Venture Investment

سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز چیست؟

سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز، «سرمایه‌ای پیچیده در مشورت» است. وقتی بنگاهی با یک گروه سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز به توافق می‌رسد، منافع بسیار حاصل می‌شود. اصل مسأله این است: گروه سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز شریک بنگاه می‌شود. نخست این گروه پول خود را سرمایه‌گذاری می‌کند تا بخشی از بنگاه یا سهمی از عایدات یا سود آتی آن را به دست آورد. دیگر این که دارنده‌ی سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز شخصی را در هیأت مدیره‌ی بنگاه کوچک به کار می‌گمارد که تجربه‌ای را با خود می‌آورد که بنگاه فاقد آن است. بدیهی است این عضو هیأت مدیره در پی سود سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز است، اما در عین حال به بنگاه کوچک کمک می‌کند تا کارکنان لایق بیابد و در مقام مشاور بنگاه خدمت می‌کند؛ مشاوره‌ی کارش مدیریت سهمی از همان بنگاه است. این نماینده تجربه‌ی بنگاه‌داری دارد و غیر از تأمین مالی، به دارنده‌ی فکر در شرکت جدیدالتأسیس کمک می‌کند تا بنگاه خود را به کسب و کاری سودآور تبدیل کند.

پس سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز هم تأمین مالی می‌کند و هم خدماتی می‌دهد. این خدمات عبارت‌اند از ارائه‌ی تجربه‌ی مدیریت، کمک به ثبت و سازماندهی، کمک در طراحی استراتژی‌های مناسب بنگاه، و کمک در پرهیز از لغزش گاه‌هایی که سبب شکست بسیاری از بنگاه‌های جوان می‌شود. هم‌چنین، این خدمات شامل تعهدی است برای یافتن منابع مالی بعدی که وقتی آورندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز خود را کنار کشیدند، استفاده از این منابع ضروری می‌شود.

سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز چه گونه شکل می‌گیرد؟

هر شرکت برای جذب سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز باید کار را با برنامه‌ی فعالیت مدونی آغاز کند. از آن جا که دارندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز هر سال صدها طرح کسب و کار را بررسی می‌کنند، این طرح می‌باید بی‌آن که وارد جزئیات بیش از حد شود، شرکت را معرفی کند. رعایت ایجاز تضمینی است برای این که طرح مطالعه شود. اگر

عوامل اصلی را نتوان به اختصار شرح داد، باید در پیوست بیابند یا به گونه‌ای عرضه شوند که مطالب اصلی بدون آن‌ها هم قابل فهم باشد.

وقتی طرح کسب و کار بنگاه آماده شد و برخی از دست‌اندرکاران موفق آن را نقد کردند، می‌توان آن را بین سرمایه‌گذاران توزیع کرد. تخصص برخی شرکت‌های سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز مشارکت در اولین گام و آغاز فعالیت است، اما بیش‌تر آن‌ها مایلند مطمئن شوند ایده یا محصول این بنگاه دست کم به آن مرحله رسیده که بتواند به آزمون بازار درآید. اگر فعالیت بنگاه در طول چند سال سودآور و برای حرکت به سوی رشد بعدی آماده باشد، مشارکت سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز ساده‌تر می‌شود.

طرح کسب و کار بنگاه الزاماً مورد توجه هر سرمایه‌گذار مخاطره‌آمیز نخواهد بود. کارفرمای تازه‌کار بهتر است طرح خود را برای تعداد زیادی از شرکای احتمالی بفرستد تا یکی از آن‌ها به او وعده‌ی دیدار بدهد. امروز بسیاری از کشورها بازاری برای عرضه‌ی سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز دارند که کارفرمایان جدید می‌توانند پیشنهاد خود را به آن‌جا بدهند تا در اختیار شمار زیادی سرمایه‌گذار احتمالی قرار گیرد.

چرا پیشنهادها به جایی نمی‌رسد؟

پیشنهاد برای مشارکت سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز به دلایل بسیار رد می‌شود. رایج‌ترین دلیل این است که پیشنهاد بنگاه با منافع سرمایه‌دار همسو نیست. بنگاه‌های دارنده‌ی سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز اغلب در زمینه‌ای خاص تخصص دارند و مایل نیستند در خارج از این زمینه فعالیت کنند. برای مثال، برخی فقط در زمینه‌ی الکترونیک سرمایه‌گذاری می‌کنند و برخی دیگر حاضر نیستند در این زمینه مشارکت کنند، برخی در گام اول مشارکت می‌کنند و برخی دیگر آماده این کار نیستند.

دو دلیل رایج دیگر برای شکست پیشنهادها مربوط به مدیریت مالی است. فعالیت سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز بسیار پرمخاطره (ریسک) است. بخش عمده‌ای از آن‌ها با شکست کامل روبه‌رو می‌شوند، اگرچه با احتیاط کامل

وارد عمل شده‌اند. بنابراین، هر قرارداد صرفاً نوید بازدهی چشمگیر ندارد، بلکه بازدهی را نوید می‌دهد که همراه با ریسک زیادی با آن همراه است. نرخ بازده سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز البته بالاست و حتی در کشورهای اروپایی و امریکا که نرخ بازدهی ۵ تا ۷ درصد در سال مناسب به نظر می‌رسد، سرمایه‌گذاران پرمخاطره نرخ ۱۵ تا ۲۰ درصد را برای سرمایه‌گذاری خود انتظار دارند. به این دلیل، اگر سرمایه‌گذار بخواهد درآمدی «ایمن» داشته باشد، سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز منبع درآمدی مناسبی نیست.

دارندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز و دیگر تحلیل‌گران بنگاه‌های کوچک به این نتیجه رسیده‌اند که مدیریت نامناسب و نارسا یکی از مهم‌ترین دلایل شکست بنگاه‌هاست. بنابراین، دارندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز تحقیق کامل می‌کنند تا ببینند چه کسانی در رأس گروه مدیریت‌اند و تجربه‌ی آن‌ها تا چه حد است، قدرتشان چه گونه است، تا چه حد متعهد کار خویش‌اند و همکاری آن‌ها با دیگران به چه شکل است. مشکلات مدیریت اغلب از عوامل عمده در مشارکت یا عدم مشارکت سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز است.

ماهیت توافق

دارندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز با توافق‌های بسیار روبه‌رویند و شاهد شکست‌های فراوان بوده‌اند. بنابراین بدیهی است حاضر نیستند در هر توافق گنگ و بی‌معنی وارد شوند. آنان از آن‌جا که می‌دانند حتی طرح‌های متکی به پژوهش‌های ممتاز هم گاه شکست می‌خورند. از این‌رو، طرح‌های موفق جدیت بسیار می‌طلبند و با پشتکار باید آن طرح‌ها را دنبال کرد. دارندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز خواستار سهم مناسبی از بنگاه‌اند تا بتوانند در صورت موفقیت بنگاه، بازدهی با نرخ بالا کسب کنند. بسیاری از دارندگان طرح‌ها این شرایط را رد می‌کنند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذارانی هم که آزمندانه با این طرح‌ها روبه‌رو می‌شوند، بهتر است نمونه‌ی طرح‌های موفق را پیش چشم داشته باشند.

طرح‌های سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز علاوه بر درخواست سهمی قابل توجه از سود فعالیت بنگاه، از طریق بدهی

تبدیل پذیر نیز تأمین مالی شده‌اند. بدهی تبدیل پذیر برای دارندگان سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز بهتر از سهام مستقیم است، زیرا تبدیل پذیرها^۱ در شرایط بد اقتصادی نقش حمایت کننده دارد و در شرایط مناسب اقتصادی مشارکت سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز در سهام (از طریق تبدیل) را امکان پذیر می‌کند.

توافق با سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز ممکن است شامل شرطی برای اخراج مدیران فعلی باشد. چنین شرطی برای کارفرمایانی که خود بنگاه را ایجاد کرده‌اند، بسیار تلخ است. اما این پیشنهاد دلیلی منطقی دارد. اگر این مدیریت به هدف‌های منظور شده در توافق دست نیابد، برای همه طرف‌های ذی‌نفع بهتر است کنار بروند و جای را به کسانی بدهند که توانایی این کار را دارند. این پیشنهاد گرچه تلخ است، اما در پیروزی یا شکست بنگاه عاملی تعیین کننده خواهد بود.

سرمایه‌ی مخاطره‌آمیز پرریسک است. اگر این سرمایه بخواهد به بنگاهی جوان در رشد و شکوفایی کمک کند، باید تناسب کامل میان کارفرمای سرمایه‌پذیر و بنگاه سرمایه‌گذار برقرار باشد.

خلاصه

در هر اقتصاد پویا، وجود بازارهای مالی بدین دلیل است که پس‌اندازهای تک‌تک واحدهای اقتصادی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها به ندرت با هم برابر می‌شوند. از آنجا که تعداد کمی از واحدهای اقتصادی خود کفا هستند، بازارهای مالی باید پس‌اندازها را از واحدهای دارای مازاد به واحدهای گرفتار کسری که امکان سرمایه‌گذاری مولد دارند انتقال دهند.

واسطه‌های مالی انتقال پول از پس‌اندازکنندگان به بنگاه‌ها و افراد نیازمند به سرمایه را تسهیل می‌کنند. واسطه‌های مالی خدمات گوناگون دارند، از جمله (۱) گردآوردن پس‌اندازکنندگان و واحدهای نیازمند به سرمایه در یک جا و (۲) کاهش ریسک برای پس‌اندازکننده از طریق تبدیل تعهد نهایی وام‌گیرنده به دعاوی روشنی که با

نیازهای پس انداز کننده سازگاری بیشتری دارد.

برای بنگاه اقتصادی عایدات حاصل شده نماینده‌ی پس اندازهای شرکت از سالی به سال دیگر است. وقتی این پس اندازها برای سرمایه گذاری کافی نباشند، شرکت‌ها یا باید سهام بیشتری بفروشند یا در بازار پول یا سرمایه از وام دهندگان وام بگیرند.

بازار سرمایه بازاری است که در آن بدهی درازمدت و سرمایه‌ی مالی فراهم می‌شود. اگرچه برخی روش‌های مستقیم تأمین مالی وجود دارند، بیشتر معاملات یا در بورس سازمان یافته یا در بازارهای خارج از بورس صورت می‌پذیرد. فروش در بازار اولیه سرمایه‌ی جدید پدید می‌آورد و فروش در بازار ثانویه، نقدینگی برای سرمایه گذاران فعلی فراهم می‌کند.

بازار پول، یعنی بازار وجوه در کوتاه مدت، جزئی از سیستم مالی است. مهم ترین واسطه‌ی مالی در این بازار بانک تجاری است؛ در فصل بعد ما نقش بانک‌ها را در سیستم مالی بررسی می‌کنیم. هم چنین اقدامات بانک‌های مرکزی را برای کنترل اقتصاد با تنظیم عرضه‌ی پول، به طور عمده از طریق سیستم بانکی، توضیح می‌دهیم.

پرسش‌های فصل سوم

۱. اگر مردم اعتماد خود به امنیت مؤسسات مالی را از دست بدهند، سطح زندگی در کشورها چه تغییری می‌کند؟
۲. بازار سرمایه‌ای که از نظر هزینه کارآمد باشد، چگونه می‌تواند قیمت کالا و خدمات را پایین نگاه دارد؟
۳. بازار ثانویه از چه طریق به عملکرد مؤثر بازار اولیه کمک می‌کند؟
۴. نقش اساسی واسطه‌ی مالی در اقتصاد چیست؟
۵. مهم ترین خدماتی که واسطه‌ی مالی ارائه می‌کند کدام است؟
۶. اگر واسطه‌ی مالی وجود نداشته باشد، نرخ بازده مورد انتظار چه می‌شود؟

مسائل

۱. به روزنامه‌ی *وال استریت ژورنال* یا هر نشریه‌ی مالی دیگر مراجعه کنید و اطلاعات سهام عادی شرکت گوگل را پیدا کنید:

- ۱-۱. این سهام در کدام بورس پذیرفته شده است؟
 - ۱-۲. سود هر سهم برای آخرین پرداخت سه ماهه چقدر است؟
 - ۱-۳. ثمر سود سهام چیست؟
 - ۱-۴. نسبت قیمت به عایدات، براساس قیمت پایانی و آخرین عایدی ۱۲ ماهه‌ی هر سهم چیست؟
 - ۱-۵. براساس نسبت قیمت به عایدات، آخرین عایدی ۱۲ ماهه به‌ازای هر سهم بنگاه چیست؟
 - ۱-۶. در روز معاملاتی مورد بررسی شما، چند سهم فروخته شده است؟
 - ۱-۷. در قیاس با پایان روز معاملاتی قبل، قیمت سهام چقدر بالا یا پایین رفته است؟
 - ۱-۸. آیا قیمت پایانی سهام به بالاترین قیمت سال نزدیک‌تر است یا به پایین‌ترین قیمت سال؟
۲. به سایت بورس‌های اوراق بهادار فعال در کشور مراجعه و اطلاعات سهام مخابرات را پیدا کنید.

- ۲-۱. این سهام در کدام بورس پذیرفته شده است؟
- ۲-۲. سود هر سهم برای آخرین سال مالی چقدر است؟
- ۲-۳. ثمر سود سهام چیست؟
- ۲-۴. نسبت قیمت به عایدات، براساس قیمت پایانی و آخرین عایدی ۱۲ ماهه‌ی هر سهم چیست؟
- ۲-۵. براساس نسبت قیمت به عایدات، آخرین عایدی ۱۲ ماهه به‌ازای هر سهم بنگاه چیست؟

- ۲-۶. در روز معاملاتی مورد بررسی شما، چند سهم فروخته شده است؟
- ۲-۷. در قیاس با پایان روز معاملاتی قبل، قیمت سهام چقدر بالا یا پایین رفته است؟
- ۲-۸. آیا قیمت پایانی سهام به بالاترین قیمت سال نزدیک تر است یا به پایین ترین قیمت سال؟
۳. در *وال استریت ژورنال* یا هر نشریه‌ی مالی دیگر به آمار آخرین اوراق قرضه‌ی شرکت جنرال موتورز نگاه کنید. اوراق قرضه‌ی این شرکت با حروف "GMA" در فهرست اوراق قرضه‌ی *وال استریت ژورنال* مشخص شده‌اند.
- ۳-۱. این اوراق قرضه در کدام بورس پذیرفته شده است؟
- ۳-۲. سررسید این اوراق چند سال است؟
- ۳-۳. سرمایه‌گذاران در طول سال چقدر بهره دریافت می‌کنند؟
- ۳-۴. اگر سرمایه‌گذاری این اوراق را در پایان روز معاملاتی بخرد، چه قیمتی باید پردازد؟
- ۳-۵. قیمت این اوراق در پایان روز معاملاتی قبل چه بوده است؟
- ۳-۶. آیا این اوراق بالاتر، پایین تر یا برابر با ارزش اسمی فروخته شده است؟
- ۳-۷. اگر شرکت جنرال موتورز بخواهد اوراق قرضه‌ی جدیدی منتشر کند، به‌طور تقریبی چه نرخ کوپنی باید تعیین شود تا این اوراق به ارزش اسمی فروخته شود؟

فصل چهارم:

نظام بانکداری تجاری

در فصل گذشته، نقش واسطه‌های مالی را ارزیابی کردیم، خاصه آن واسطه‌هایی که وجوه درازمدت را از وام‌دهنده‌ی نهایی به وام‌گیرنده‌ی نهایی می‌رسانند. همه‌ی این واسطه‌ها نقشی مهم برعهده دارند، اما اگر قرار باشد مهم‌ترین واسطه‌ی مالی را معرفی کنیم، باید از بانک‌های تجاری نام ببریم، به‌ویژه در ایران که هنوز نظام مالی بانک‌محور است، و متکی به بازار سرمایه نشده است. بانک‌های تجاری برخلاف آن واسطه‌های مالی که در فصل ۳ بررسی کردیم، اغلب برای دوره‌های یک‌ساله یا کمتر وام می‌دهند، هرچند که وام‌های میان‌مدت از سه تا پنج سال و در بعضی موارد وام‌های درازمدت‌تر نیز ارائه می‌کنند.

در این فصل، گذشته از بحث درباره‌ی نقش نظام بانکداری تجاری که عاملی عمده در تهیه‌ی منابع مالی برای فعالیت‌های اقتصادی است، به اقدامات بانک‌های مرکزی برای تنظیم اقتصاد که به‌طور عمده از طریق نظام بانکی صورت می‌پذیرد نیز اشاره خواهیم کرد. بنابراین، مروری خواهیم داشت بر ابزاری که بانک مرکزی برای تأثیر نهادن بر دسترس‌پذیری پول و هزینه‌ی پول و اعتبار در اقتصاد کشور در اختیار دارد و بحث ما درباره‌ی تعیین نرخ بهره در فصل ۵ ادامه خواهد یافت.

نظام بانکداری

نظام بانکداری تجاری بزرگ‌ترین شبکه‌ی واسطه‌های مالی است. در واقع دارایی‌های نظام بانکی کم‌وبیش برابر با دارایی‌های سایر واسطه‌های مالی بر روی هم است. علاوه بر این، حجم عمده‌ی همه‌ی سپرده‌ها در نظام مالی بسیاری از کشورها، در نظام بانکی قرار دارد.

به خصوص بعد از لغو مقررات محدودکننده بانک‌های تجاری در سه دهه‌ی اخیر، بانک‌ها عملاً تبدیل به سوپرمارکت‌های مالی شده‌اند که گواهی سپرده^۱، طرح‌های بازنشستگی مختلف، خدمات امانی و لیزینگ، و انواع وام‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت برای افراد، بنگاه‌ها و دولت‌ها ارائه می‌کنند. بانک‌ها در عین حال از عوامل عمده‌ی تدارک وام‌های رهنی‌اند. در ایران نیز از شروع فعالیت بانک‌های غیردولتی در سال ۱۳۸۰، بانک‌ها به شکل هلدینگ‌های خدمات مالی فراگیر تعریف شدند که غیر از بانکداری تجاری با تأسیس شرکت‌های تابعه‌ی بیمه، کارگزاری، لیزینگ، صرافی، تأمین سرمایه، سرمایه‌گذاری و ... به ارائه‌ی طیف وسیع محصولات مالی اقدام می‌کنند.

با این همه، شاید آنچه بانک‌ها را از این جایگاه نمایان در نظام مالی برخوردار کرده، تنوع عظیم خدماتشان نیست، بلکه دو عامل عمده‌ی دیگر است: نخست، بانک تجاری از آن روی در اقتصاد اهمیت دارد که سپرده‌های دیداری عملاً چیزی جز پول نیست و بانک از طریق گسترش اعتبار با اعطای وام، سپرده‌ی دیداری ایجاد می‌کند. هرچند در این اواخر، سایر واسطه‌های مالی نیز حق خلق اعتبار و پول را به دست آورده‌اند، اما این فعالیت‌ها در مقایسه با نظام بانکی بسیار محدود است. دوم، بانک‌ها از آن روی اهمیت دارند که بانک‌های مرکزی برای تأثیر نهادن بر عرضه و تقاضای پول و در نتیجه‌ی نرخ بهره، اساساً از طریق شبکه‌ی بانک‌ها عمل می‌کنند. به دلیل استقرار نوع خاصی از بانکداری در ایران، در مورد اخیر، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران با محدودیت‌هایی روبه‌روست.

منابع و مصارف وجوه بانکی

مروری بر ترازنامه‌ی بانکی تجاری (ر.ک. جدول ۱-۴) اطلاعاتی درباره‌ی منابع وجوه بانک و مصارف این وجوه به ما می‌دهد.

۱. certificate of deposit

جدول ۱-۴. ترازنامه‌ی بانک تجاری نمونه

دارایی‌ها		بدهی‌ها	
درصد از کل		درصد از کل	
وجوه نقد و سپرده‌ی نقدی	۱۱/۳	سپرده‌های دیداری	۲۰/۸
سرمایه‌گذاری‌ها	۲۳/۸	سپرده‌های پس‌انداز	۱۵/۲
تسهیلات اعطایی (وام‌ها)	۵۸/۲	سپرده‌های مدت‌دار	۳۶/۵
سایر دارایی‌ها	۶/۷	وجوه استقراضی	۱۸/۳
		سایر بدهی‌ها	۲/۹
		سرمایه	۶/۳
کل دارایی‌ها	۱۰۰	کل بدهی‌ها و سرمایه	۱۰۰

سپرده‌های دیداری^۱

در هر زمان مشخص، منبع عمده‌ی وجوه بانک‌ها سپرده‌های افراد، واحدهای دولتی و بنگاه‌های اقتصادی است که به محض مطالبه و اغلب از طریق چک قابل وصول است. بنابراین، سپرده‌های دیداری مهم‌ترین منبع نقدینگی برای همه‌ی واحدهای اقتصادی است.

غیر از سپرده‌های دیداری، امروزه مهم‌ترین منبع وجوه بانک‌ها سپرده‌های پس‌انداز و سپرده‌های مدت‌دار است. حساب‌های پس‌انداز دفترچه‌ای^۲ سپرده‌هایی است که در طول زمان در دفترچه‌ی پس‌انداز به ثبت می‌رسند. اگرچه بانک‌ها این حق قانونی را دارند که خواستار اخطار ۳۰ روزه برای برداشت پول شوند، به ندرت خواستار اخطار قبلی می‌شوند و برداشت پول به محض مطالبه را مجاز می‌دارند. درواقع نوعی دیگر از حساب پس‌انداز دفترچه‌ای، دستور برداشت قابل انتقال^۳ (NOW) است که برداشت با چک را مجاز می‌دارد.

۱. demand deposit

۲. passbook savings account

۳. negotiable order of withdrawal account (NOW)

گواهی سپرده (CD) رسیدی است در مقابل وجوهی که با نرخ بهره و سررسیدی معین به مؤسسه‌ی مالی سپرده می‌شود. به‌طور کلی نرخ بهره‌ی گواهی سپرده همراه با سررسید افزایش می‌یابد. گواهی سپرده مدت‌ها شناخته شده بود، اما کاربرد وسیعی نداشت تا آن‌گاه که سیتی‌بانک نیویورک در ۱۹۶۱ اعلام کرد گواهی سپرده‌ی قابل انتقال^۱ منتشر خواهد کرد. قابلیت انتقال این گواهی‌ها به وجوه بنگاه‌های اقتصادی و سایر سپرده‌ها با ارزش اسمی زیاد برسند. این گواهی‌های سپرده به‌خصوص برای جذب وجوه بنگاه‌های اقتصادی و سایر سپرده‌ها با ارزش اسمی زیاد تا ۱۰۰٫۰۰۰ دلار طراحی شده است. گواهی‌های دیگر با ارزش اسمی کمتر برای افراد و سایر پس‌اندازکنندگان موجود است. این گواهی‌ها برخلاف گواهی‌های بزرگ ۱۰۰٫۰۰۰ دلاری قبل از سررسید قابل نقدشدن نیست.^۲ در ایران طی سال‌های اخیر (۵ سال منتهی به ۱۳۹۰) گواهی سپرده‌ی ریالی بسیاری توسط بانک‌های تجاری منتشر و عرضه شده و حتی در سال ۱۳۹۰، گواهی ارزی نیز صادر شده است. گواهی سپرده‌ی بانک‌های ایران عام و خاص منتشر می‌شود. در مورد گواهی‌های عام، وجوه صرف فعالیت عمومی بانک می‌شود. در صورت انتشار گواهی سپرده‌ی خاص، وجوه فقط صرف پروژه‌ی خاص می‌شود که اوراق بدان منظور منتشر شده است.

جدا از سپرده‌ها، بانک‌ها ممکن است بخواهند بخشی از دارایی‌های خود را با وجوه استقرایی تأمین مالی کنند. بخشی از این وام‌ها ممکن است از سایر بانک‌ها و یا حتی بانک مرکزی اخذ شده باشد. اما چنان‌که خواهیم دید، وام‌های بانک‌های مرکزی از لحاظ منظور و زمان محدودیت‌هایی دارد. بنابراین، بخش عمده‌ای از وام‌گیری بانک‌ها در بازار وجوه بین‌بانکی صورت می‌گیرد که در اساس، عامل ارتباط دادن بانک دارای مازاد به بانکی است که موقتاً نیاز به وجوه دارد.

۱. negotiable

۱.۲. اگر پس‌اندازکننده‌ای ناچار باشد گواهی را قبل از سررسید به نقد تبدیل کند، نرخ بهره‌ی پرداخت شده با کسر جریمه‌ی برداشت پیش از موعد به سطح بهره‌ی حساب پس‌انداز دفترچه‌ای برمی‌گردد. جریمه معمولاً سه ماه بهره است.

حساب سرمایه^۱

حساب سرمایه‌ی بانک مشابه حساب ارزش ویژه‌ی^۲ بنگاه اقتصادی است. این حساب سهم دارنده‌ی آن را در تأمین مالی وجوه بانک نشان می‌دهد که یا از طریق خرید سهام عادی و یا از طریق سود توزیع نشده که در بانک مانده است انجام می‌شود. کل دارایی‌های بانک منهای بدهی‌های آن برابر با سرمایه‌ی بانک است.

سرمایه‌ی بانک در حکم سپری است که از زیان دیدن سپرده‌گذاران جلوگیری می‌کند. زیان‌های بانک اغلب از وام‌هایی که بازپرداخت نمی‌شود، یا از سرمایه‌گذاری ناکافی سرچشمه می‌گیرد. این زیان‌ها نباید بر سپرده‌گذاران تحمیل شود (سپرده‌ی مشتریان در حکم بدهی بانک است)، بنابراین زیان باید از سرمایه‌ی بانک برداشت شود. پس، اگر بانک ۶۰ درصد سرمایه داشته باشد، اگر تا حد ۶۰ درصد از وام‌های بانک لاوصول^۳ شود، هنوز وجوه کافی برای پرداخت به سپرده‌گذاران وجود خواهد داشت. البته، بانک‌ها حساب سرمایه‌ای برابر با ۶۰ درصد دارایی‌های خود ندارند. هر بانک تجاری فقط ۶ تا ۷ درصد از دارایی‌هایش را از حساب سرمایه تأمین می‌کند.

در سال‌های اخیر مقررات بین‌المللی کمیته‌ی بال^۴ باعث شده که نرخ کفایت سرمایه افزایش یابد. بدین ترتیب، با افزایش سرمایه، محافظه‌کاری سنتی بانکداران هم به‌خوبی رعایت می‌شود. سطح پایین سرمایه‌ی بانک‌ها باعث نشده که بانکداری یکی از منظم‌ترین فعالیت‌های اقتصادی نباشد؛ در عین حال، این وضعیت باعث شده که بانک‌های تجاری یکی از صنعت‌های تحت نظارت و پایش دائم باشد، و کمتر رشته‌ای از فعالیت است که به اندازه‌ی بانکداری تجاری تحت مقررات باشد. اما با همه‌ی این مقررات، اوضاع در دهه‌ی ۸۰ و نیز دهه‌ی اول قرن بیست و یکم برای بانک‌ها مساعد نبود. آمار دقیقی وجود دارد که نشان می‌دهد بیشترین زیان سه ماهه در طول تاریخ

۱. capital account

۲. net worth

۳. uncollectable

۴. Basal Committee

بانکداری در دهه‌ی ۸۰ و در حدود سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ روی داده است. سرچشمه‌ی زیان‌های دهه‌ی ۸۰ وام به کشورهای در حال توسعه، صنعت نفت و کشاورزی بوده است. در مورد زیان‌های سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸، تسهیلات رهنی دون‌پایه^۱ اعطایی به خانوارها دلیل زیان بوده است.

در سمت چپ ترازنامه، اولین دارایی که به چشم می‌آید وجوه نقد است. باید توجه داشت که این حساب چیزی بیش از وجوه صندوق را شامل می‌شود. بخشی از حساب وجوه نقدی شامل «اقلام در حال وصول» است که معادل چک‌های کشیده‌شده در وجه دیگر بانک‌هاست، اما وجوه هنوز وصول نشده است. هم‌چنین، حساب وجوه نقدی شامل وجوهی می‌شود که به موجب قانون باید به صورت سپرده‌ی قانونی در بانک مرکزی نگاهداری شود.

از سه جزء تشکیل‌دهنده‌ی حساب وجوه نقدی، آن پول نقدی که برای مراجعات روزانه در بانک نگاهداری می‌شود معمولاً کوچک‌ترین بخش است. بانک‌ها به این دلیل می‌توانند مقادیر به نسبت اندکی ذخیره‌ی نقدی نگاه دارند که در معاملات عادی معمولاً همان مقدار که از بانک برداشت می‌گردد، به صورت سپرده وجوه وارد بانک می‌شود. به علاوه، بانک‌ها نیز مانند سایر بنگاه‌ها، مایلند پول خود را در دارایی‌های مولد با بازدهی بالا سرمایه‌گذاری کنند. بدین ترتیب، پول نقد اضافی به وام‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مولدتر راه می‌یابد.

کاربرد دوم این وجوه خرید اوراق بهادار به منظور سرمایه‌گذاری است. به موجب مقررات در بسیاری کشورها، این اوراق بهادار باید بهترین کیفیت سرمایه‌گذاری را داشته باشد. معمولاً بیشترین اوراق را اوراق قرضه‌ی دولتی (و یا ایالتی در مورد امریکا) تشکیل می‌دهد. هم‌چنین، بخش عمده‌ای از سبد سرمایه‌گذاری بانک اسناد خزانه‌ی دولت متبوع است. بدین ترتیب، بانک‌ها وجوه نقد خود را برای کوتاه‌مدت در این اوراق به اصطلاح پارک می‌کنند.

سرمایه‌گذاری‌ها بازدهی برای بانک دارند، اما این کارکرد عمده‌ی آن‌ها نیست. طبق مقررات، بانک‌ها

۱. subprime

موظف‌اند ذخیره‌ای برابر با درصدی از سپرده‌های خود نگاه دارند. عمده‌ی این ذخیره‌ی اجباری (سپرده‌ی قانونی) باید به صورت نقد نزد بانک مرکزی نگاهداری شود. نرخ سپرده‌ی قانونی سپرده‌های مختلف در سال ۱۳۹۰ در ایران بین ۱۰ تا ۱۷٪ تعریف شده است. یعنی، از هر ۱۰۰ ریال سپرده، ۱۰ تا ۱۷ ریال آن نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری می‌شود. بخشی نیز به شکل سپرده‌ی احتیاطی نزد خود بانک به شکل نقد نگاهداری می‌شود. در صورتی که ذخیره‌ی بیشتری لازم باشد، سبد سرمایه‌گذاری بانک نقدینگی لازم را فراهم می‌کند. سرمایه‌گذاری‌ها باید کیفیت بالایی داشته باشد تا با سرعت و احتمال زیان اندک به پول نقد تبدیل شود. فعالیت اصلی بانک‌ها وام‌دادن^۱ وجوه خود و از آن طریق حمایت از توسعه‌ی اقتصادی در حوزه‌ی جغرافیایی فعالیت خود است. خوشبختانه این وام‌ها خود در حکم سرمایه‌گذاری با بالاترین نرخ‌های بازده است. اگر تقاضا برای وام کافی نباشد، یا اگر کیفیت تقاضا مناسب نباشد، بانک به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، به عنوان محلی برای کسب عایدی، روی می‌آورد.

بانک‌ها مهم‌ترین منبع اعتبار کوتاه‌مدت برای بخش تجارت‌اند. از دیرباز بانک‌ها ترجیح می‌داده‌اند وام‌های نقدینه‌ساز عرضه کنند. در گذشته، کشاورزان برای خرید بذر وام می‌گرفتند و به هنگام برداشت محصول، وام را از محل درآمد فروش محصول بازپرداخت می‌کردند. معادل امروزی این وام نقدینه‌ساز وام‌گیری تاجری برای تکمیل موجودی خود پیش از ایام عید است. بعد از تعطیلات عید، این تاجر وام را از محل درآمد حاصل از فروش ایام تعطیل باز می‌پردازد. این وام‌های کوتاه‌مدت از دیرباز قاعده‌ای برای بانک‌ها بود، زیرا آن‌ها مهم‌ترین منبع سپرده‌های دیداری کوتاه‌مدت بودند. اما اکنون که بخش بزرگ‌تری از سپرده‌ها، به شکل سپرده‌های مدت‌دار و سپرده‌های پس‌انداز است، بانک‌ها بیش از پیش تمایل می‌یابند وام‌های میان‌مدت ۳ تا ۷ ساله عرضه کنند. برخی از وام‌ها، مثل وام مستغلات، دوره‌هایی طولانی‌تر نیز دارند، بنابراین، در طی دوره‌ای طولانی بانک‌های تجاری فراگرفته‌اند که از

۱. در ادبیات ۳۰ سال اخیر در ایران، و بعد از استقرار بانکداری بدون ربا، بانک‌ها به جای اصطلاح «وام» از اصطلاح «تسهیلات بانکی» استفاده می‌کنند. منظور از اعطای تسهیلات در ایران همان اعطای وام‌های مختلف در کشورهای دیگر است.

محل سپرده‌های کوتاه‌مدت تجدیدشونده، وام‌های بلندمدت اعطا کنند.

تقریباً ۸۰ تا ۸۵ درصد عایدات بانک از بهره‌ی وام‌ها به‌دست می‌آید. بخش عمده‌ای از بقیه‌ی عایدات برآمده از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار عمدتاً دولتی (در مورد امریکا و ایالتی) است. دریافت هزینه‌ی خدمات و مداخلی از سایر دارایی‌ها بخش کوچک اما فزاینده از عایدات بانک‌هاست. با شروع قرن ۲۱ و کاهش دامنگ‌نرخ بهره‌ی دریافتی و پرداختی، توجه بانک‌های تجاری به اخذ کارمزد به‌جای سود به‌عنوان عمده محل دریافت درآمدها جلب شده است. اکنون بانک‌های ایرانی نیز می‌کوشند سهم کارمزدهای بانکی را افزایش دهند، و کسری بهره‌ی دریافتی را از این محل جبران کنند.

خلق سپرده‌ی دیداری

اکنون در عمده‌ی کشورهای دنیا، مهم‌ترین شکل پول سپرده‌ی دیداری است و نه اسکناس و مسکوک رایج. این بدان معنی است که بانک‌های تجاری در کانون سیستم مالی کشور جای دارند. این جایگاه صرفاً به‌خاطر نقش بانک‌ها در مقام نگاهدارنده‌ی سپرده‌های دیداری در این سیستم نیست، بلکه به‌سبب توانایی سیستم بانکی در خلق پول است. در واقع، نقش اصلی بانک‌های تجاری در اقتصاد مدرن خلق پول به‌میزان مورد نیاز جامعه است.

هم‌چنان که در این فصل خواهیم دید، بانک مرکزی در ایران (و بانک فدرال رزرو در امریکا) بانک‌ها را موظف کرده تا بخش مشخصی از سپرده‌های دیداری، مدت‌دار و پس‌انداز خود را نزد آن بانک به‌صورت نقدی نگاه دارند. این بدان معنی است که بانک‌های تجاری ناچار نیستند بقیه‌ی وجوه را هم در بانک نگاهدارند، بلکه می‌توانند آن‌ها را به دیگران وام بدهند. برای مثال، اگر کل سپرده‌ی قانونی ۲۵ درصد باشد، از ۱۰۰۰ دلار سپرده‌ی دریافتی، بانک ۲۵۰ دلار را برای پوشش سپرده‌ی قانونی نزد خود در بانک نگاه دارد. اما ۷۵۰ دلار دیگر وجوه اضافی یا آزاد دارد که بانک می‌تواند آن وجوه را وام بدهد یا سرمایه‌گذاری کند. سود بانک از طریق این وام‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها حاصل می‌شود.

بانک‌ها با وام‌دادن ذخایر اضافی خود خلق پول می‌کنند. فرض کنید که در یک تاریخ معین، هیچ وجوه اضافی جاری در سیستم بانکی موجود نباشد. به‌علاوه، سپرده‌ی قانونی و احتیاطی که برای پاسخگویی به سپرده‌ها توسط بانک مرکزی (در مورد امریکا، بانک فدرال رزرو) تعیین شده است ۱۵ درصد باشد. نیز فرض کنید که مشتری جدیدی ۱۰۰۰ دلار به‌صورت سپرده در بانک می‌گذارد. در نتیجه‌ی این معامله، ترازنامه‌ی بانک تجاری به‌میزان ۱۰۰۰ دلار افزایش می‌یابد.

دارایی‌ها		بدهی‌ها	
ذخایر نقدی	۱۰۰۰ دلار	سپرده‌ی مشتری	۱۰۰۰ دلار

از آن‌جا که بانک باید فقط ۱۵ درصد این سپرده را به‌شکل سپرده‌ی قانونی و احتیاطی ذخیره نگاه دارد، ۸۵۰ دلار وجوه اضافی خواهد داشت. از آن‌جا که بانک‌ها هم مثل هر کسب‌وکار دیگر به‌دنبال سوداند، این پول را وام می‌دهند. البته، بانک پول نقد قرض نمی‌دهد، بلکه به‌میزان ۸۵۰ دلار به حساب مشتری اعتبار می‌دهد، یعنی حساب او را بستانکار می‌کند. بدین ترتیب، بانک از طریق اعطای وام، پول خلق می‌کند، و ترازنامه‌ی آن، بدین صورت خواهد بود:

دارایی‌ها		بدهی‌ها	
ذخایر نقدی	۱۰۰۰ دلار	سپرده‌ی مشتری	۱۰۰۰ دلار
			۸۵۰ دلار

ذخایر ۱۰۰۰ دلار بالا مرکب از دو رقم است: ۱۰۰۰ دلار وجوه نقد و ۸۵۰ دلار حساب بدهکاران که به وام اعطایی مربوط است.

این نخستین مرحله از فرایند گسترش سپرده است که می‌تواند بسیار وسیع باشد. در هر مرحله از این فرایند، کل وام‌ها و کل سپرده‌های سیستم بانکی به مبلغی برابر با وجوه نقد اضافی افزایش می‌یابند. افزایش سپرده‌های قانونی و احتیاطی با گسترش سپرده‌ی ۸۵۰ دلار، ۱۲۸ دلار است. بدین ترتیب:

کل ذخایر حاصل از سپرده‌ی اولیه	۱٫۰۰۰ دلار
ذخیره‌ی الزامی برای سپرده‌ی اولیه	۱۵۰ دلار
ذخیره‌ی الزامی برای وام اولیه	۱۲۸
ذخیره‌ی اضافی بعد از اعطای وام اولیه	۷۲۲ دلار

جدول ۳-۴. گسترش سپرده - سیستم بانک‌های تجاری

کل سپرده‌های دیداری	ذخایر		وام‌های جدید	سپرده‌ی دیداری جدید ۱٫۰۰۰ دلاری
	اضافی	الزامی		
۱۰۰۰	۸۵۰	۱۵۰		مرحله‌ی گسترش
۱۸۵۰	۷۲۲	۱۲۸	۸۵۰ دلار	۱
۲۵۷۲	۶۱۴	۱۰۸	۷۲۲	۲
۳۱۸۶	۵۲۲	۹۲	۶۱۴	۳
۳۷۰۸	۴۴۴	۷۸	۵۲۲	۴
۴۱۵۲	۳۷۷	۶۷	۴۴۴	۵
۴۵۲۹	۳۲۰	۵۷	۳۷۷	۶
۴۸۴۹	۲۷۲	۴۸	۳۲۰	۷
۵۱۲۱	۲۳۱	۴۱	۲۷۲	۸
.
.
.
۶٫۶۶۷ دلار	۰ دلار	۱٫۰۰۰ دلار	۵٫۶۶۷ دلار	آخرین مرحله‌ی گسترش

اکنون این ۷۲۲ دلار ذخیره‌ی اضافی را می‌توان به مشتری دیگری وام داد که تسهیلات می‌خواهد.

وقتی وجوه وام گرفته‌شده برای خرید به کار می‌رود، وام‌گیرنده چکی می‌کشد که می‌توان آن را در بانک دیگر سپرده کرد. اما انتقال ذخایر اضافی از یک بانک به بانک دیگر، فرایند گسترش در سیستم را پایان نمی‌دهد. هر بانکی که سپرده دریافت کند، به همان مقدار نیز ذخایر به‌دست می‌آورد که همه‌ی آن‌ها به‌جز ۱۵ درصد مبلغ، ذخیره‌ی اضافی خواهد بود. از لحاظ نظری این فرایند می‌تواند در مراحل مختلف ادامه یابد تا آن‌گاه که هیچ ذخیره‌ی اضافی باقی نماند.

فرایند گسترش سپرده را در جدول ۳-۴ نشان داده‌ایم. از لحاظ نظری این امکان وجود دارد که نظام

بانک‌های تجاری ۱۰۰۰ دلار سپرده‌ی اولیه را به ۵۶۶۷ دلار به صورت وام افزایش دهند، زیرا بانک‌ها می‌باید تنها ۱۵ درصد از هر دلار سپرده را به صورت ذخیره (سپرده‌ی قانونی و احتیاطی) نگاه دارند. برای تعیین حداکثر گسترش سپرده می‌توان از نسبت زیر استفاده کرد:

$$\frac{\text{سپرده‌ی دیداری}}{\text{ذخیره‌ی الزامی}} = \text{کل گسترش سپرده} = \text{اولیه}$$

در مثال ما

$$\text{کل گسترش ذخیره} = \frac{۱۰۰۰}{۰.۱۵} = ۶۶۶۷ \text{ دلار}$$

که شامل ۵۶۶۷ دلار به صورت وام و ۱۰۰۰ دلار سپرده‌ی اولیه است.

البته، اگر واقع‌بین باشیم، می‌دانیم بسیاری عوامل مانع گسترش سپرده تا این حد می‌شود. نخست، اگر مشتریان تصمیم بگیرند بخشی از سپرده‌های دیداری جدید را به جای گذاشتن در بانک، به صورت وجه نقد نگاه دارند، در آن صورت ذخایر اضافی کمتری برای وام‌دادن در اختیار بانک‌های تجاری خواهد بود. البته، در سال‌های اخیر چنین اتفاقی در کشورهای توسعه‌یافته چندان رخ نمی‌دهد و در کشورهای در حال توسعه نیز به میزان محدودی به وقوع می‌پیوندد. دوم، ممکن است بانک بنابر سیاست خود تصمیم بگیرد بخشی از ذخیره‌ی اضافی را برای پاسخگویی به برخی رویدادهای احتمالی نگاه دارد. یعنی، سپرده‌ی احتیاطی بیشتری در بانک نگاه دارد؛ یا به شکل نقد این ذخایر اضافی را در اوراق بهادار ممتاز، کوتاه‌مدت و قابل عرضه در بازار سرمایه گذاری کند. این اوراق بهادار که ذخایر ثانویه خوانده می‌شوند، برای بانک در آمد و نقدینگی می‌آورند. سوم، ممکن است بانک ذخایری اضافی داشته باشد و مایل باشد وام بدهد، اما نتواند وام‌گیرندگان مناسبی پیدا کند. هر یک از این عوامل و نیز همه‌ی آن‌ها بر روی هم، سبب «نشت» ذخایر می‌شوند که دامنه‌ی گسترش سپرده در سیستم بانک‌های تجاری را کاهش می‌دهد.

برقراری رابطه‌ی بانکی

برای بسیاری از بنگاه‌های کوچک، برقراری رابطه‌ی خوب با بانک می‌تواند بهتر از تفاوت میان شکست و بقا باشد. بانکداری به دو دلیل اهمیت دارد: روشن‌ترین دلیل این است که بانکداری می‌تواند برای سرمایه در گردش، گسترش فعالیت، تجهیزات لازم، و نظایر آن به بنگاه وام بدهد، و این همه سبب رشد بنگاه می‌شود. دلیل دیگر این که بانکدار می‌تواند مشاور مالی خوبی برای بنگاه بی‌تجربه باشد. وقتی بانک به بنگاه وام داد، دیگر موفقیت و بقای بنگاه هم به نفع خود او و هم به نفع بانک خواهد بود. پس بانکدار خوب به‌راستی به نحوه‌ی عملکرد بنگاه علاقه‌مند می‌شود.

اگرچه بانکدار به بقای بنگاه علاقه‌مند است، اغلب با خطر کردن بنگاه چندان موافقتی ندارد، زیرا بانک در زیان‌های ناشی از این خطر سهیم است، اما از موفقیت آن سودی نمی‌برد. اگر بنگاه شکست بخورد، کارفرما و بانک هر دو سرمایه‌ی خود را از دست می‌دهند. اگر بنگاه موفق شود، بانکدار تنها پول وام‌داده را به اضافه‌ی بهره‌ی آن پس می‌گیرد، اما موفقیت کارفرما بالقوه بی‌حد و مرز است. بنابراین، کارفرما ممکن است مایل باشد به امید پاداش بزرگ‌تر، خطر بزرگ‌تر را هم پذیرا شود، اما بانکدار می‌خواهد با احتیاط بیشتر عمل کند.

پس احتمال تضاد منافع میان بانکدار و بنگاه اقتصادی وجود دارد. به‌علت این تضاد منافع است که بانک اغلب محدودیت‌هایی در مورد نحوه‌ی کاربرد منافع یا عایدات بنگاه و این که بنگاه می‌تواند چه مقدار هزینه کند، و مواردی نظیر این، اعمال می‌کند. احتمال دارد بانک بخشی از دارایی بنگاه یا تمام آن را به‌عنوان وثیقه‌ی وام منظور دارد. با این همه، بانک در مورد یک چیز که بنگاه وام‌گیرنده هم بیش از هر چیز دیگر از آن می‌ترسد، مراقبت بیش از حد خواهد داشت و آن شکست بنگاه است. بدین منظور بانکدار همواره از نزدیک نگران سلامت وضع بنگاه است و این مراقبت دقیق منافع بسیار برای کارفرما دارد.

بسیاری از بنگاه‌های کوچک از وجود کارکنانی با تخصص مالی بی‌بهره‌اند. بانکدار می‌تواند در مقام

مشاور عمل کند و این کمبود دانش را تا حدی جبران کند. این توصیه‌ها با توجه به این که با هدف اجتناب بنگاه از خطر کردن به بنگاه ارائه می‌شود، باید مورد پذیرش قرار گیرد و مالکان بنگاه بدانند که پذیرفتن آن‌ها به نفع خودشان است.

یافتن بانکدار مناسب

اغلب پیش می‌آید که بنگاه به‌ویژه بنگاه کوچک نمی‌داند بانکدار مناسب را در کجا باید جستجو کرد. او که نیازمند پول است به نزدیک‌ترین بانک رجوع می‌کند تا برای تأمین مالی یک طرح یا یک پیشنهاد از آن بانک پول بگیرد. اگر بانک کوچک یا جدید باشد و کارمندی خبره در مسایل تجاری نداشته باشد، یکی از این دو حالت منفی پیش می‌آید:

۱. بانکدار از دادن وام خودداری می‌کند و اصولاً بررسی نمی‌کند تا ببیند این پیشنهاد مناسب است یا نه.

۲. بانکدار وامی می‌دهد که نباید داده می‌شد، چرا که طرح قادر به برگرداندن وجوه نیست و وضع کارفرما بدتر از وقتی می‌شود که وام نگرفته بود.

این دو حالت اجتناب‌پذیر است.

بانکدار مناسب دست کم باید سه شرط را برآورده کند. نخست، بانکدار باید با نوع فعالیت بنگاه مشتری آشنا باشد. دوم، بانکدار به فعالیت مشتری علاقه داشته و آن را از نزدیک تعقیب کند. سوم، بانکدار فردی با تجربه باشد تا لغزش‌های خطرناک بنگاه و به‌ویژه بنگاه‌های کوچک را بشناسد. علاوه بر این‌ها، بانک باید سرمایه‌ی کافی برای پاسخگویی به نیاز این بنگاه داشته باشد و باید بتواند خدمات دیگر (مثل مدیریت وجوه نقد و سیاهه‌پردازی^۱) را که احتمالاً مورد نیاز بنگاه است به آن بنگاه عرضه کند.

نکته‌ی مهم این است که بانکدار و بنگاه مشتری بتوانند با هم به‌خوبی ارتباط یابند. اگر این ارتباط برقرار

۱. factoring

نباشد، رابطه‌ی آن دو برای هیچ‌یک بهینه نخواهد بود.

نحوه‌ی مذاکره

در نخستین دیدار بنگاه مشتری و بانکدار باید از بحث دقیق درباره‌ی صورت‌های مالی بنگاه اجتناب کنند. این دیدار باید صرف آشنایی شود، بانکدار باید با بنگاه آشنا شود و مشتری نیز با بانکدار و بانک آشنایی به‌هم رساند. در نخستین دیدار، بنگاه مشتری باید صورت‌های مالی گذشته را برای مطالعه در اختیار بانکدار بگذارد. دو طرف با اجتناب از غرقه‌شدن در مشکلات و پیش‌بینی‌ها در دیدار اول، فرصت خواهند داشت با خیال آسوده با هم آشنا شوند. هم‌چنین در این دیدار، بنگاه مشتری باید این حس را در بانکدار پدید آورد که کاملاً بر کار خود سوار است و در هول و هراس حل کردن بحران مالی خود نیست. جلسه‌ی دوم (اگر اصولاً سر بگیرد) باید با بحث درباره‌ی سابقه‌ی صورت‌های مالی بنگاه آغاز شود و سپس به ارائه‌ی پیشنهادها برسد. بانکدار و بنگاه با هم درباره‌ی نیازهای مالی بنگاه بحث می‌کنند. بانکدار، اگر بانکدار با کفایتی باشد، پیشنهادهایی خواهد داد که طرح‌های بنگاه مشتری را بهبود می‌بخشد.

چگونگی ارزیابی بانکدار

بانکداران آموخته‌اند که در ارزیابی پیشنهاد وام این پنج مورد را در نظر بگیرند:

۱. شخصیت

۲. لیاقت (برای مدیریت)

۳. جریان نقدی

۴. وثیقه

۵. شرایط

عامل شخصیت مربوط به این است که آیا مدیر بنگاه فردی است که تعهدات خود را جدی بگیرد و درستکار و صریح باشد. عامل دوم، لیاقت مدیریت، مربوط به این پرسش است که آیا مالک می‌تواند مدیریت بنگاه را برعهده گیرد. سه مورد دیگر به مسایل مالی بنگاه مربوط می‌شود. بانکدار اول می‌پرسد، «آیا این بنگاه می‌تواند جریان نقدی برای بازپرداخت این وام ایجاد کند، یا در صورتی که وام به شکل خط اعتباری گردان^۱ باشد، بنگاه می‌تواند هزینه‌های بدهی را تحمل کند و آن وام را به شکل بدهی روز نگاه دارد و معوق نباشد؟ بسیاری از وام‌ها برای تأمین مالی دارایی‌های خاصی مثل تجهیزات و مطالبات از مشتریان است و این دارایی‌ها به صورت وثیقه به بانک سپرده می‌شود. آیا ارزش این وثیقه‌ها بانک را در برابر ریسک‌ها حفاظت خواهد کرد؟ سرانجام، برخی وام‌ها تحت مجموعه شرایط اقتصادی مشخصی کاملاً معتبر و پابرجایند، اما در شرایط دیگر چنین نیستند. برای مثال بانکداران مایل نیستند زمانی که عایدات طرحی غیرقابل پیش‌بینی است، به آن وام بدهند.

نکته‌هایی در مورد مدیر اداری اعتبارات

معمولاً از مدیر اداری اعتبارات در بانک بزرگ تجاری نظرخواهی می‌شود که عقیده او را درباره‌ی ایجاد رابطه‌ی بانکی با بنگاهی چیست. او نکاتی را که به کارمندان جدید می‌آموزد تا در بررسی پیشنهاد ارائه‌ی اعتبار در نظر بگیرند، به طور خلاصه شرح می‌دهد.

نخست از کارمندان می‌خواهد که خیلی ساده بپرسند «چرا به پول احتیاج دارید؟» او می‌خواهد بداند این وجوه به چه مصرفی می‌رسد و نیز علاقه‌مند است بدانند چرا بنگاه خود نمی‌تواند این پول را فراهم کند. این بدین معنی نیست که بانک از موضع بالا حرف می‌زند که «ما فقط به آن‌هایی وام می‌دهیم که به آن احتیاج ندارند.» مسأله این است که مدیر اعتبارات می‌خواهد اطمینان یابد کارفرما آن قدر کار خود را بلد است که به این پرسش پاسخ بدهد.

بعد، مدیر از کارمندش می‌خواهد که با احتیاط لازم بپرسد این وام چگونه بازپرداخت می‌شود. اگر قرار است بازپرداخت از جریان نقدی فعال باشد، طرح‌ها تا چه حد واقع‌بینانه است. اگر وام برای سرمایه‌ی فعال فصلی است، سابقه‌ی مدیریت موجودی و مطالبات بنگاه چگونه است؟ اگر فصلی نیست، آیا بنگاه آن قدر سودبخش است که بدهی را از سودهای فعال پردازد؟

بانکدار می‌داند که بخشی از سرمایه‌ی فعال در بنگاهی رو به رشد اساساً دائمی است. مسأله‌ی دیگر او این است که آیا مدیریت کنترل کامل بر فعالیت خود دارد و آیا این تأمین مالی پشتوانه‌ی دارایی دارد یا نه. آخرین پرسش مدیر اعتبارات که از نظر او مهم‌ترین پرسش است، این است «مهم‌ترین مشکل شما کدام است؟» مدیر باید توضیح دهد که به دنبال بنگاهی بدون مشکل نمی‌گردد و می‌داند هر بنگاهی مشکلاتی دارد. او واقعاً در پی این است که بداند آیا مدیر بنگاه:

۱. آدمی زیرک و مسلط بر کار خود است و

۲. با صراحت و سادگی حاضر است از مشکلات خود صحبت کند.

مدیر اعتبارات توضیح می‌دهد که بنگاه موفق مشکلات خود را خوب درمی‌یابد. اگر مالک و مدیر بنگاه از مشکلات خبر نداشته باشد، این مشکلات ممکن است بنگاه را به شکست بکشاند، اما اگر شناخته شده باشد احتمال برطرف کردن آن‌ها هست. این نکته اهمیت خاصی دارد که بنگاه وام‌گیرنده، مسأله‌ی جریان نقدی را درک کند. صراحت کلید اصلی است. مدیر اعتبارات تمایل مدیر بنگاه را به این که مشکلات و مسایل مشترک را آشکارا مطرح کند، مهم‌ترین عامل حفاظت بانک در برابر «غافلگیری» می‌داند.

برای بنگاه رابطه‌ی بانکی خوب می‌تواند به معنای تفاوت میان شکست و پیروزی باشد. برقراری چنین رابطه‌ای اهمیت بسیار دارد. اگر رابطه‌ی صادقانه باشد که در آن بانکدار و بنگاه مشتری مسایل یکدیگر را

می فهمند و با صداقت با هم گفت و گو می کنند و مشکلات بنگاهی رویه رشد را حل و فصل می کنند، این رابطه به نفع هر دو طرف خواهد بود.

سیمای متغیر بانکداری

شاید تا قبل از دهه ی ۸۰ قرن گذشته، بانکداری فعالیتی کاملاً کم در دسر بود. نه در کانون توجه خاص دولت ها بود و نه با رقابتی چندان زیاد مواجه بود. بانکداران می توانستند با تعیین صرفی^۱ مطمئن و قابل توجه برای وجوهی که وام می دهند و با پرداخت سودی ناچیز به سپرده ها، سود کلانی به جیب بزنند. تا همین اواخر، تنها چیزی که مایه ی نگرانی هر بانکدار می شد، فقط رقابت کم رنگ سایر بانکداران بودند. اما دیگر چنین نیست.

بانک های تجاری سخت گرفتار رقبا شده اند. بانک های خارجی، خاصه بانک های تازه سربر آورده ی چین هر روز سهم بیشتری از سفره ی بانکداری را از آن خود می کنند. ابزارهای مالی جدید در بازار سرمایه که ساحرانی به نام کارگزاران و معامله گران بازار سرمایه را از آستین بیرون می آورند، و رقابت بی امان بنگاه های مالی خارجی، برخی از بهترین مشتریان کوچک و بزرگ بانک های تجاری را از دست ایشان ربوده است. چیزی که وضع را باز هم بدتر کرده این است که وام گیرندگان داخلی و خارجی (با وام های بسیار سنگین) نیز گاه از بازپرداخت وام های خود طفره می روند و بدین ترتیب لطمه ی شدیدی بر سود بانک ها می زنند. شکل گیری ده ها بانک و مؤسسه ی مالی اعتباری جدید در ایران در دهه ی پایانی قرن ۱۵ هجری شمسی نیز آسودگی خیال را از بسیاری مدیران بانک های بزرگ عمدتاً دولتی خواهد گرفت.

اگرچه بانک ها همواره می توانستند به پشتیبانی دوستانه ی مجالس قانونگذاری دلگرم باشند، در این اواخر این متحد دیرین با آن ها چپ افتاده است. اگرچه اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۰ زیر بار معوقه های بانکی به کساد و رکود کشیده شده، مراجع قانونگذاری به بانک ها فشار می آورند تا امتیازات بیشتری به افراد مقروض بدهند. از سوی

۱. premium

دیگر، دولت یکسر این پا و آن پا می کند که بالاخره از نمد منابع بانک‌ها، چه کلاهی برای حل مشکلات دولت درست می شود.

شاید بانک‌های جهان با درهم آمیختن بانکداری تجاری و بانکداری سرمایه‌گذاری خود را در معرض بحران‌های جدید (از جمله بحران سال ۲۰۰۷) قرار دادند، اما این کار به هر حال صورت گرفته است، و اکنون نمی توان مرز فعالیت این دو گروه را به درستی مشخص کرد. بانک‌های تجاری در فعالیت‌های سودبخشی چون بیمه، ظهنویسی اوراق بهادار و تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک وارد شده‌اند و بانک‌های جدید غیردولتی ایرانی نیز به شکل هلدینگ‌هایی تعریف شده‌اند که همه‌ی فعالیت‌های بازار سرمایه را برعهده دارند. چنان که می توان انتظار داشت، بانک‌ها و همه‌ی هواداران گسترش خدمات مالی در محافل کسب و کار تأکید می کنند که افزایش رقابت فقط سبب کارایی بیشتر بازار می شود.

اگر دولت‌ها بانک‌ها را در رقابت بیشتر آزاد نگذارند، آن‌ها می توانند مدعی شوند دخالت دولت‌ها به عدم کارایی بانک‌ها انجامیده است. بسیاری از بانکداران امروزه معتقدند اساسنامه‌ی آن‌ها باید آن قدر انعطاف پذیر نوشته شود تا بتوانند در سایر عرصه‌های سودآور فعالیت کنند. حتی رؤسای بانک‌های مرکزی هم قبول دارند برای آن که سالم بمانند، بانک‌ها باید بتوانند در سایر فعالیت‌ها شرکت کنند. البته منتقدانی هم وجود دارند که به ویژه بعد از تجربه‌ی بحران سال ۲۰۰۷، معتقدند بانک‌ها چندان شکننده‌اند که نباید در فعالیت‌های پرخطر چون بیمه و ظهنویسی اوراق بهادار وارد شوند.

در ایران، تقریباً همه‌ی اقتصاددانان معتقد به بازار اذعان دارند که در مورد بانک‌ها باید کاری کرد. آنان می گویند برای این که اقتصاد شاهد دوره‌ای طولانی از گسترش مفید و سالم باشد، می باید تغییراتی در فعالیت بانک‌ها پدید آید. از این بدتر آن که ایران تنها کشوری در دنیا است که بانک‌های غیردولتی دارد، اما صندوق تضمین سپرده‌ها ندارد. اگر بانکی ورشکست شود، چه بر سر سپرده‌گذاران آن خواهد آمد؟

عمده‌ی مشکل عدم کسب سود بانک‌های ایرانی در سال ۱۳۹۰ را می‌توان ناشی از مشکلات معوقه‌های بانکی دانست. بنابر گزارشی که بانک مرکزی از فعالیت کل نظام بانکداری ایران ارائه داده، ظاهراً سودبخشی بانک‌ها ادامه دارد، اما رقم بالای معوقه‌های بانکی نیز بیانگر ریسک‌های عظیمی است که به‌ویژه بانک‌های جدیدالتأسیس با آن‌ها روبه‌رویند. ظاهراً بانک‌های بزرگ بیشتر از معوقه‌ها (عمدتاً ناشی از تسهیلات تکلیفی) صدمه دیده‌اند. ذخیره‌ی اضافی در ترازنامه‌ی بانک‌های تجاری در سال ۱۳۹۰ بدین معنی است که تعداد وام‌گیرندگان معتبر بسیار کم است و بانک‌ها بسیار نگران معوقه‌های جدیداند. در همین احوال، رقابت شدید بازار سرمایه نیز با بانک‌های تجاری بخشی از کسب و کار بانک‌ها را از ایشان گرفته است. قانون بازار سرمایه‌ی مصوب سال ۱۳۸۴ به بازار سرمایه اجازه داده است که در تخصیص منابع، با بانک‌ها رقابت کنند.

در عین حال هزینه‌های بانکداری در ایران بالا رفته است و دامنگر سود دریافتی و پرداختی کاهش یافته است. متأسفانه هنوز در سال ۱۳۹۰ در ایران نرخ بهره‌ای که بانک‌ها به سپرده‌گذاران می‌پردازند زیر نظر بانک مرکزی است. پیش‌بینی می‌شود این وضعیت تغییر کند و سقف نرخ بهره بالا رفته و بانک‌ها ناچار شوند با صندوق‌های بازار پول (صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت) رقابت کنند و برای تشویق سپرده‌گذاران، با لحاظ نرخ تورم، نرخ بهره‌ی واقعی بیشتری به آن‌ها بپردازند.

اما اگرچه بانک‌ها با تعداد زیادی مؤسسات مالی رقابت می‌کنند که کمتر از آن‌ها تابع مقررات گوناگون هستند، به سبب برخورداری از امتیاز بانک‌بودن، صرف هنگفتی می‌پردازند. بنابر حسابی سرانگشتی، بانک‌های جهان برای تأمین ذخایر خود، با توجه به بیمه‌ی سپرده‌ها و سایر الزامات قانونی، باید تا ۲ درصد اضافی نرخ بهره برای وام‌ها در نظر بگیرند؟

در سال‌های آینده، قابل‌پیش‌بینی است که بانک‌های ایرانی هم کسب و کار خود را به جاهای دیگری مثل عراق، افغانستان و تاجیکستان گسترش دهند. بانک‌های خارجی نیز در شرایط بهتری به ایران خواهند آمد و در

شرایطی که مقررات محدودکننده کمتر است، نرخ‌های پایین‌تر پیشنهاد خواهند کرد. بازار سرمایه‌ی ایران به شرکت‌های بزرگ امکان خواهد داد با فروش اوراق تجاری در کنار اوراق مشارکت و صکوک از طریق عرضه‌های عمومی از راه‌هایی ساده‌تر پول به‌دست آورند.

بانکدار ایرانی باید چه کار کند؟ امروز بانکداران سخت در تکیه‌بندند که اجازه یابند در سایر بازارهای سودبخش فعال شوند. در همین احوال بسیاری از بانک‌ها می‌کوشند خدمات سرمایه‌گذاری مثل توصیه در مورد ادغام بفروشند یا خرید شرکت‌ها از طریق وام را تأمین مالی کنند. برخی دیگر از فعالیت‌های خود می‌کاهند و در آن‌جا که دیگر قادر به رقابت نیستند، با بانک‌های کوچک دیگر ادغام می‌شوند. بانک‌های ایرانی حتی عرصه‌های نوینی چون بانکداری اختصاصی^۱ را شروع کرده‌اند.

به‌طور کلی فعالیت بانکداری ایران که زمانی قبل از سال ۱۳۸۰ ثابت و بی‌تغییر بود، امروز در توفان تغییرات گرفتار شده است. توانایی این نظام در مقابله با نیروهای متعارض از قبیل رقابت فزاینده، زیان‌دیدن به‌سبب وام‌های معوق و تغییر موانع قانونی، تعیین خواهد کرد که آیا بانک‌های ایرانی هم‌چنان معتبر باقی خواهند ماند یا نه.

بانک مرکزی (در امریکا، سیستم فدرال رزرو)

از آن‌جا که بانک‌های تجاری در کانون نظام مالی هر کشوراند، چندین مقام ناظر برای کنترل نظام بانکی و ظرفیت آن در خلق اعتبار فعالیت می‌کنند. مهم‌ترین این مقامات، بانک‌های مرکزی کشورها (در امریکا، سیستم فدرال رزرو) است. سیستم فدرال رزرو می‌کوشد بر توان خلق اعتبار بانک‌ها (و در نتیجه بر عرضه‌ی پول) تأثیر گذارد و این کار را معمولاً با افزایش یا کاهش ذخیره‌ی قابل‌دسترسی نظام بانکی انجام می‌دهد. ما در بخش‌های بعدی همین فصل سه ابزار عمده‌ای را که فدرال رزرو برای کنترل ذخایر به‌کار می‌گیرد بررسی خواهیم کرد. سایر بانک‌های مرکزی در دیگر کشورها نیز کم‌وبیش از همین ابزار استفاده می‌کنند.

۱. private banking

تشکیلات و ساختار

قانون فدرال رزرو سال ۱۹۱۳ مقرر داشت که ایالات متحده به ۱۲ منطقه‌ی فدرال رزرو تقسیم شود. فعالیت‌های هر منطقه در دست بانک فدرال رزرو مستقر در آن منطقه است. این بانک‌ها در بوستن، نیویورک، فیلادلفیا، کلیولند، ریچموند، آتلانتا، شیکاگو، سنت‌لوئیس، مینیاپولیس، کانزاس‌سیتی، دالاس و سان‌فرانسیسکو مستقر هستند. شعبه‌های این بانک‌های منطقه‌ای در ۲۴ شهر دیگر نیز پراکنده‌اند. از آن‌جا که ساختار فدرال در بسیاری از کشورها وجود ندارد، در بیشتر کشورها یک بانک مرکزی بر صنعت پولی کشور نظارت می‌کند؛ این موضوع در مورد ایران نیز صادق است.

مقام تصمیم‌گیرنده در سیستم فدرال رزرو هیأت‌مدیره‌ی آن در واشنگتن دی.سی. است. هفت عضو این هیأت را رئیس‌جمهور تعیین می‌کند که باید به تأیید سنا نیز برسند. با این همه، طراحان قانون فدرال رزرو خواهان آن بوده‌اند که این مدیران تا حد امکان از نفوذ سیاست برکنار باشند.^۱ هفت عضو هیأت‌مدیره برای دوره‌ی ۱۴ ساله انتخاب می‌شوند و دوره‌ی انتصابشان چنان تنظیم شده که هر دو سال زمان خدمت یکی از آن‌ها به سر آید. بدین ترتیب، رئیس‌جمهور از لحاظ نظری به دو دوره‌ی کامل نیاز دارد تا اکثریت هیأت‌مدیره را منصوب کند. اما استعفا یا مرگ می‌تواند سرعت تغییر اعضای هیأت را بیشتر کند. برای مثال، پرزیدنت کارتر در زمانی کمتر از سه سال، پنج عضو هیأت را منصوب کرد. بدین سان، اگرچه سیستم فدرال بنابر قانون مستقل از قوای مجریه و قانونگذاری است، بخش سیاسی کشور نفوذ زیادی بر سیاست‌های فدرال رزرو دارد.

بخش دیگر سیستم فدرال رزرو تشکیلات بانک‌های عضو است. به‌موجب قانون، همه‌ی بانک‌های فعال در سطح کشور باید عضو این سیستم باشند. علاوه بر این، تقریباً ۱۰ درصد از بانک‌های ایالتی داوطلبانه به سیستم فدرال

۱. بحث استقلال بانک‌های مرکزی در همه‌ی کشورها مطرح است. مدیریت بانک‌های مرکزی نباید تحت کنترل دولت‌ها باشند. این بانک‌ها می‌باید فارغ از خواست سیاستمداران، ارزش پول ملی را حفظ کنند و تصمیماتی بگیرند که به‌نفع اقتصاد ملی است، و نه دولت یا حزب سیاسی خاص. در ایران نیز طی دهه‌ی اخیر، بحث استقلال بانک مرکزی از دولت مطرح بوده است.

رزرو پیوسته‌اند. دلیل عمده‌ی این که تعداد بیشتری از بانک‌های ایالتی به این سیستم پیوسته‌اند این است که ذخیره‌ای که سیستم فدرال الزامی کرده، بیشتر از ذخیره‌ی تعیین شده در ایالت خودشان بوده است. قانون حذف مقررات مؤسسات سپرده‌پذیر و کنترل پول سال ۱۹۸۰ به همه‌ی مؤسسات سپرده‌پذیر در امریکا امکان داده با پرداخت دستمزدی از خدمات سیستم فدرال بهره‌مند گردند. همین قانون تفاوت میان ذخایر الزامی فدرال و ایالتی را از میان برداشت. بعد از یک دوره‌ی کوتاه، ذخیره‌ی الزامی (سپرده‌ی قانونی) برای همه‌ی مؤسسات سپرده‌پذیر، بی‌توجه به عضویت یا عدم‌عضویت آن‌ها در سیستم فدرال رزرو، یکسان شد.

بخش مهم دیگر در سیستم فدرال رزرو، کمیته‌ی بازار باز فدرال (FOMC)^۱ است که مسئول عملیات بازار باز است. عملیات بازار باز در واقع خرید و فروش اوراق بهادار دولت ایالات متحده است که از طریق بانک فدرال رزرو نیویورک صورت می‌گیرد. چنان که خواهیم دید، عملیات بازار باز مؤثرترین ابزار پولی برای فدرال رزرو است. بنابراین، کمیته‌ی بازار باز فدرال در کانون قدرت سیستم فدرال قرار دارد. این کمیته ۱۲ عضو دارد - ۷ عضو هیأت‌مدیره‌ی فدرال و نمایندگان ۵ منطقه از ۱۲ منطقه‌ی فدرال. یکی از این پنج نفر همیشه رئیس فدرال رزرو نیویورک است، زیرا این بانک مسئول معاملات انجام‌شده در چارچوب فعالیت‌های بازار باز است. عضویت چهار نفر دیگر میان رؤسای ۱۱ منطقه‌ی دیگر گردش می‌کند.

ابزارهای سیاست پولی

هیأت‌مدیره‌ی فدرال رزرو نمی‌تواند اهداف پولی خود را به سیستم بانکی تحمیل کند. اما با تأثیر نهادن بر ذخایر موجود در سیستم، بر عرضه‌ی پول و بدین ترتیب بر نرخ بهره اثر می‌گذارد.^۲ ابزار عمده عبارت است از تغییر ذخایر الزامی (سپرده‌های قانونی)، تغییر نرخ تنزیل و عملیات بازار باز. ذخیره‌ی الزامی (سپرده‌ی قانونی) همان

۱. Federal Open Market Committee (FOMC)

۲. روابط میان ذخایر، عرضه‌ی پول و نرخ بهره روابط ساده‌ای نیست و همواره مورد بحث و جدل بسیار بوده است. خواننده علاقه‌مند می‌تواند برای اطلاعات دقیق‌تر به متون اقتصادی درباره‌ی پول و بانکداری رجوع کند.

درصدی از هر نوع سپرده است که مؤسسات سپرده‌پذیر باید به صورت ذخیره نگاه دارند. نرخ تنزیل به شرایطی مربوط می‌شود که مؤسسات سپرده‌پذیر تحت آن شرایط از فدرال رزرو وام می‌گیرند. عملیات بازار باز به معنای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی است.

ذخایر الزامی (سپرده‌ی قانونی)

فدرال رزرو مثل سایر بانک‌های مرکزی جهان همه‌ی مؤسسات سپرده‌پذیر را موظف می‌کند ذخیره‌ای در برابر سپرده‌ها نگاه دارند. روش تعیین ذخایر در طول زمان تغییر می‌کند. قبل از سال ۱۹۹۰، بانک‌ها موظف بودند وضع ذخایر خود را براساس متوسط هفتگی مشخص کنند که از روی متوسط سپرده‌ها در دو هفته‌ی قبل از آن تعیین می‌شد. به سبب این فاصله، این سیستم را *ذخایر الزامی تأخیری* می‌نامیدند.

سیستم بعد از سال ۱۹۹۰، *ذخایر الزامی هم‌زمان* نام گرفته است؛ در این روش ذخیره‌ی الزامی براساس متوسط دو هفتگی حساب‌های جاری تعیین می‌شود که پایان آن در دومین دوشنبه‌ی این دوره است. بانک‌ها در امریکا باید ذخیره‌ی الزامی خود را در هر چهارشنبه کامل کنند. اما در سیستم هم‌زمان، دوره‌ی نگاهداری به جای دو هفته‌ای که در سیستم قبلی بود، بعد از دو روز آغاز می‌شود.

این سیستم جدید فقط برای حساب‌های جاری به کار می‌رود. ذخیره‌ی بقیه‌ی حساب‌های سپرده‌ی غیرمعاملاتی هم چنان براساس سیستم تأخیری محاسبه می‌شود. دو سوم از ۴۰٫۰۰۰ مؤسسه‌ی سپرده‌پذیر به سبب اندازه‌ی کوچکیشان از سیستم محاسبه‌ی ذخیره‌ی هم‌زمان معاف‌اند.

در ظاهر، ذخایر الزامی (سپرده‌های قانونی) ابزار مستقیم پر قدرتی در اداره‌ی ذخایر بانک‌های تجاری به نظر

می‌رسد. اما در واقع این ذخایر الزامی به ندرت به کار گرفته می‌شود. در امریکا در طول ۵۰ سال گذشته، نرخ ذخایر

الزامی برای سپرده‌های دیداری تنها پنج مرتبه و نرخ ذخایر برای سپرده‌های پس‌انداز دو بار عوض شده است.

خلاصه‌ای از وضع ذخایر الزامی در تاریخ مه‌ی ۱۹۸۷ در جدول ۴-۴ آمده است. (به روز شود)

جدول ۴-۴. ذخایر الزامی (سپرده‌ی قانونی) مؤسسات سپرده‌پذیر (به‌روز شود)

ذخایر الزامی مؤسسات سپرده‌پذیر بعد از سال ؟		نوع و مبلغ سپرده
تاریخ مؤثر	درصد سپرده	
۸۶/۱۲/۳۰	۳	حساب‌های غیرمعاملاتی ۵ میلیون - ۳۶/۷ میلیون
۸۶/۱۲/۳۰	۱۲	بیش از ۳۶/۷ میلیون سپرده‌های مدت‌دار غیرشخصی بنابر سررسید اولیه
۸۳/۱۰/۶	۳	کمتر از $1\frac{1}{2}$ سال
۸۳/۱۰/۶	۵	$1\frac{1}{2}$ سال یا بیشتر
۸۰/۱۱/۱۳	۳	بدهی‌های ارز اروپایی از همه‌ی انواع

تعیین ذخایر الزامی (سپرده‌ی قانونی) ابزار عمده‌ی سیستم فدرال رزرو برای تأثیر گذاشتن بر ذخایر مؤسسات سپرده‌پذیر است، اما فدرال رزرو مایل نیست ابزاری را به کار گیرد که مستقیماً بر ذخایر الزامی اثر می‌گذارد. چرا؟ اساساً عدم تمایل سیستم فدرال رزرو در به‌کارگیری ذخایر الزامی به‌صورت ابزاری فعال برای سیاست کنترل پول از آن‌جا سرچشمه می‌گیرد که این ابزار برای تعدیلات ظرفیت اقتصادی بیش از حد پر قدرت است. برای مثال، تأثیر افزایش ذخایر الزامی در یک دوره‌ی مضیق‌ی پولی را در نظر بگیرید. حتی یک درصد افزایش در ذخایر الزامی، ذخایر الزامی را به‌میزان صدها میلیون دلار افزایش می‌دهد. علاوه بر این، هم‌چنان که در مورد گسترش تصاعدی اعتبار به‌هنگام افزایش ذخایر دیدیم، کاهش در ذخایر اضافی باعث کاهش ذخایر دیداری به‌میزان چند برابر بیشتر از یک درصد کاهش اولیه در ذخایر خواهد بود، زیرا بانک‌ها ناچار می‌شوند وام‌هایی را پس بگیرند که دست مردم دارند. این کاهش نمایان پول و اعتبار بالقوه زیانبار است و به کل اقتصاد لطمه می‌زند. بنابراین، اثر بالقوه‌ی کمترین تغییر در ذخایر الزامی، آن را به ابزاری بدل می‌کند که به‌ناچار کمتر مورد استفاده‌ی سیستم فدرال رزرو قرار می‌گیرد.

در ایران نرخ سپرده‌های قانونی با تناوب بیشتری تغییر کرده است. جدول زیر تغییرات نرخ سپرده‌های

قانونی را نشان می‌دهد: (جدول این‌جا می‌آید)

متأسفانه اقتدار بانک مرکزی به حدی نیست که همه‌ی مؤسسات پولی سپرده‌پذیر را ملزم به نگاهداری سپرده‌ی قانونی نزد بانک مرکزی کند. هنگام نوشتن این بخش از کتاب در بهار ۱۳۹۱، بعضی از بانک‌های جدیدالتأسیس و بسیاری از مؤسسات مالی و اعتباری از تودیع سپرده‌ی قانونی خود سرباز زده‌اند.

نرخ تنزیل

نرخ تنزیل بهره‌ای است که فدرال رزرو از مؤسساتی مطالبه می‌کند که منابعی را از فدرال رزرو به وام می‌گیرند. احتمال دارد مؤسسات با کمبود موقت ذخایر روبه‌رو شوند و این معمولاً زمانی است که جابه‌جایی غیرمنتظره در ذخایر بانک پیش می‌آید که یک علت آن می‌تواند بیرون کشیدن سپرده‌ها در حدی وسیع باشد. هم‌چنین، مؤسسات ممکن است در روزهای تضییق پولی وام بگیرند تا با عدم توازن موقت ذخایر مقابله کنند.

باید توجه داشت که سیستم فدرال رزرو این وام‌ها را سازوکاری موقت برای تعدیل سپرده‌های مؤسسه‌ای خاص در نظر می‌گیرد. سیستم فدرال مؤسسه را از به کار انداختن این وجوه استقرایی برای کسب سود برحذر می‌دارد. علاوه بر این، این وام‌گیری‌ها را باید امتیازی به‌شمار آورد که فدرال رزرو به بانک‌های تجاری می‌دهد و برای آن‌ها ایجاد حق نمی‌کند. یعنی، فدرال رزرو مجبور نیست این وجوه را در اختیار بانک‌ها بگذارد. بنابراین، سیستم فدرال می‌تواند به مؤسسات فشار آورد که وام‌گیری خود را محدود کنند. هرچند امتیاز وام‌گیری راهی مناسب برای گریز از کمبود ذخایر به مؤسسات عرضه می‌کند، اما آن‌ها انگیزه‌هایی نیرومند برای بازپرداخت سریع این وام‌ها دارند. در ایران، طی ۲۰ سال اخیر منتهی به سال ۱۳۹۰، این وجوه آن‌چنان گران بوده است (جرایم تا نرخ ۳۶٪) که بانک‌ها فقط در شرایط اضطرار از آن استفاده می‌کنند و به‌اصطلاح قرمز شدن حساب بانک‌ها نزد بانک مرکزی امر مثبتی تلقی نمی‌شود.

بدین ترتیب، اگر کارنامه‌ی وام‌گیری مؤسسه‌ای مقروض بودن مداوم آن مؤسسه در دوره‌ای طولانی را آشکار کند، فدرال رزرو می‌تواند برای بازپرداخت وام‌ها به این مؤسسه فشار آورد، حتی اگر این کار نیازمند

پس گرفتن وام‌ها یا نقد کردن برخی از سرمایه‌گذاری‌های آن مؤسسه باشد. از این روست که بانک‌ها مایل نیستند از وجوه سیستم فدرال جز در موارد نیاز و آن هم به صورت موقت استفاده کنند. در واقع بسیاری بانک‌ها، به خصوص بانک‌های بزرگ، اصولاً تمایلی به رجوع به سیستم فدرال در مقام منبع اعتبار موقت ندارند.

در سال ۱۹۱۳ که سیستم فدرال تأسیس شد، نرخ تنزیل مهم‌ترین ابزار کنترل پول به شمار می‌آمد که مورد قبول کنگره هم بود. اما مسأله سال‌هاست که دیگر به آن صورت نیست. چنان‌که شکل ۱-۴ نشان می‌دهد، نرخ تنزیل از سایر نرخ‌های کوتاه‌مدت مثل نرخ اسناد خزانه عقب افتاده است. هم‌چنین، نرخ تنزیل اغلب از حرکات نرخ اولیه پیروی می‌کند. برای مثال نرخ اولیه در اواخر بهار ۱۹۸۷ در سه نوبت جداگانه بالا رفت، و از ۷/۵ درصد در اوایل آوریل به ۸/۲۵ در اواخر ماه مه رسید، اما نرخ تنزیل در این دوره در حد ۵/۵ درصد باقی ماند. روشن است که ابزار مالی مؤثر باید پیشرو نرخ بازار باشد نه پیرو آن.

اگرچه نرخ تنزیل آن ابزار قوی سیاست پولی که بنیان‌گذاران سیستم فدرال در نظر داشتند نیست، اعلام تغییر نرخ تنزیل اثرات روحی مهمی در محافل مالی داشته است. برای مثال، افزایش نرخ تنزیل نشانه‌ی حرکت به سوی سیاست پولی تضییقی است. اگر آگاهی از این تغییرات سبب شود مؤسسات مالی در سیاست‌های وام‌دهی خود با سخت‌گیری بیشتری عمل کنند، یا سبب شود بنگاه‌های تجاری طرح‌های توسعه را دیگر بار بررسی کنند، نرخ تنزیل به گونه‌ای غیرمستقیم بخشی از کار خود را انجام داده است.

شکل ۱-۴. نرخ تنزیل و نرخ اسناد خزانه، ۱۹۷۵-۱۹۸۷

سیستم فدرال رزور به بانک‌ها وام می‌دهد تا عدم توازن موقت در ذخایر الزامی خود را با نرخ بهره‌ای که به نرخ تنزیل مشهور است، برطرف کنند. نرخ تنزیل که قرار بود ابزاری عمده در کنترل پول باشد، نشان داده که برخلاف این تصور از نرخ‌های کوتاه‌مدت عقب می‌افتد. در این شکل می‌بینیم که چگونه نرخ اسناد خزانه از ۱۹۷۵ تا ۱۹۸۷ نرخ تنزیل را از پی خود کشیده است. (به‌روز شود)

عملیات بازار آزاد

امکان تغییر ذخایر الزامی (سپرده‌ی قانونی) و نرخ تنزیل هم‌چنان برای سیاست پولی فدرال رزور اهمیت

دارد، اما ندرت تغییر ذخیره‌ی الزامی و ماهیت تأخیری نرخ تنزیل نشان می‌دهد که این دو مهم‌ترین سلاح‌ها در زرادخانه‌ی فدرال رزرو نیستند. خرید و فروش اوراق بهادار دولتی که عملیات بازار آزاد خوانده می‌شود، سودمندترین ابزار سیاست پولی است که سیستم فدرال در اختیار دارد. برخلاف تغییرات ذخیره‌ی الزامی که سبب تغییرات عظیم در ذخایر بانکی می‌شود، اوراق بهادار دولتی را می‌توان خرید و فروش کرد و از این طریق تعدیلات ظریف و ملایم در اقتصاد به وجود آورد. تغییرات نرخ تنزیل ممکن است اثرات ناچیزی بر ذخایر داشته باشد، زیرا بانک می‌تواند در جای دیگر به دنبال پول برود، اما عملیات بازار آزاد وسیله‌ای مؤثر برای افزایش یا کاهش ذخایر بانکی است، حتی اگر بانک مستقیماً در معامله‌ی اوراق بهادار شرکت نکند، چون مشتریان بانک با خرید و فروش اوراق بهادار چک‌هایی صادر یا دریافت می‌کنند، اقدام آن‌ها بر ذخایر بانک اثر می‌گذارد.

فرض کنید کمیته‌ی بازار آزاد فدرال (FOMC) به این نتیجه رسیده که افزایش عرضه‌ی پول برای تحریک اقتصاد دچار رکود شده مناسب است. این کمیته به بانک فدرال رزرو نیویورک توصیه می‌کند اوراق بهادار دولتی را از کارگزاران دولتی بخرد.^۱ بانک فدرال رزور بهای این اوراق را با چکی می‌پردازد که برعهده‌ی خود آن بانک است. کارگزار اوراق این چک را در بانکی می‌گذارد و این بانک دارای ذخایر اضافی می‌شود. توجه کنید که این افزایش ذخیره چیزی از ذخایر بانکی دیگر کم نمی‌کند، بلکه از جوهی حاصل شده که فدرال رزرو با صدور چکی برعهده‌ی خود ایجاد کرده است. این اقدام به دو طریق نتایج طلب‌شده را حاصل کرده: نخست، وقتی بانک فدرال رزرو اوراق بهادار را می‌خرد، تقاضا از عرضه بیشتر می‌شود و قیمت اوراق بالا می‌رود. افزایش قیمت باعث کاهش ثمر این اوراق می‌شود.^۲ اثر نرخ بهره به سایر بخش‌های بازار مالی سرایت می‌کند و باعث کاهش ثمر سایر اوراق دارای بهره، از جمله نرخ بهره‌ی وام‌ها، می‌شود. هم‌زمان با این، بانک مایل است ذخایر اضافی را وام بدهد،

۱. فدرال رزرو این اوراق را مستقیماً از افراد و بانک‌ها نمی‌خرد و مستقیماً به آن‌ها نمی‌فروشد. کارگزاران اوراق دولتی این اوراق را به مردم یا بانک‌ها عرضه می‌کنند.

۲. رابطه‌ی معکوس میان قیمت و نرخ بازده را در فصل ۱۷ جلد دوم این کتاب بررسی می‌کنیم.

یعنی همان وجوهی که کارگزار اوراق دولتی به صورت چک فدرال رزرو در بانک سپرده گذاری کرده است. بانک برای تشویق وام گیری باز هم نرخ بهره‌ی وام‌های خود را پایین تر می‌آورد. بدین ترتیب، خرید اوراق بهادار دولتی به وسیله‌ی سیستم فدرال عرضه‌ی پول را بیشتر کرده و موجی از رویدادها را به جنبش درآورده که در نهایت سبب کاهش نرخ بهره‌ی شده است. این نرخ بهره‌ی کمتر وام‌گیری و به کار انداختن وجوه وام را تشویق می‌کند و برای اقتصاد دچار رکود شده سودبخش است.

در دوره‌ی افزایش بیش از حد تورم، کمیته‌ی بازار آزاد، اوراق بهادار را می‌فروشد تا ذخایر بانک‌ها را کاهش دهد. بدیهی است وقتی عرضه‌ی اوراق بهادار از تقاضا بیشتر می‌شود، قیمت اوراق پایین می‌آید و در نتیجه نرخ بهره بالا می‌رود. اما این فقط نخستین مرحله‌ی تلاش فدرال رزرو برای کند کردن رشد اقتصادی است. آن‌گاه که کارگزار اوراق دولتی برای خرید این اوراق چک می‌کشد، ذخایر بانک‌های تجاری کاهش می‌یابد. اثرات کسری ذخیره‌ی تک‌تک بانک‌ها به سرعت در کل نظام بانکی پراکنده می‌شود. بانک‌ها ممکن است برای تکمیل ذخایر از طریق بازار وجوه بین بانکی وام بگیرند. وقتی تقاضا برای ذخایر اضافی بالا می‌رود، نرخ بهره‌ی این وجوه بیشتر می‌شود و دیگر دسترسی به ذخایر چندان ساده نخواهد بود. بانک‌ها ناچار می‌شوند اوراق بهادار را بفروشند و سبد وام‌های خود را کاهش دهند تا ذخایر مورد نیاز را تأمین کنند. وقتی بانک‌ها اوراق بهادار را می‌فروشند و فدرال رزرو نیز اوراق بهادار دولتی را به فروش می‌رساند، نرخ بهره باز هم بالاتر می‌رود، زیرا عرضه‌ی زیادی نسبت به تقاضا قیمت را پایین می‌آورد. از آن‌جا که بانک‌ها دیگر ذخیره‌ی اضافی کمتری دارند، دسترس پذیری اعتبار تغییر می‌کند، و باز هم نرخ بهره بالاتر می‌رود. بدین ترتیب، فروش اوراق بهادار از جانب فدرال رزرو توانایی بانک‌ها را در وام‌دادن کاهش می‌دهد و نرخ بهره را بالاتر می‌برد و سایر بانک‌ها را از وام گرفتن دلسرد می‌کند. کاهش مخارجی که وجوهش از وام حاصل می‌شود، برای اقتصادی که با بسط تورمی بیش از حد روبه‌روست، سودمند خواهد بود.

مسئولیت‌های رئیس بانک مرکزی

سیستم فدرال رزرو مهم‌ترین ابزار دولت در تنظیم نظام بانکی ایالات متحده است. اگرچه عملکرد این سیستم ایجاد شرایطی برای دوام رشد اقتصادی از طریق فعالیت بانک‌های تجاری در ایجاد اعتبار است، اثرات اقدامات آن بسی فراتر از سیستم بانکی بازتاب می‌یابد. فدرال رزرو یکی از ستون‌های اصلی اقتصاد امریکا و عاملی مهم در مالیه‌ی جهانی است. به همان سیاق، بانک‌های مرکزی نیز در سایر کشورها یکی از ستون‌های اصلی اقتصاد آن کشورهایند.

بدین ترتیب است که مسئولیت عمده‌ی پاکسازی اقتصاد بعد از هر بحران از قبیل «دوشنبه‌ی سیاه» یا بحران سال ۲۰۰۷ به‌عهده‌ی رئیس فدرال رزرو گذاشته می‌شود، و اگر آنان در حل و فصل مشکلات بانک مرکزی موفق شوند، اعتبار فراوان به هم می‌زنند. رئیس فدرال رزرو و سایر مقامات فدرال رزرو واکنشی سریع در برابر سقوط بازار سهام نشان می‌دهند و تمامی قدرت فدرال رزرو را برای جلوگیری از این که سقوط بازار تا حد کنترل‌ناپذیری پیش برود به کار می‌گیرند. این وضعیت را در هر بحرانی شاهد بوده‌ایم.

درک عمیق و واقع‌بینانه از اقتصاد مورد نیاز است. رئیس فدرال رزرو با آرامش طرح‌های ضدبحران خود را پیاده می‌کند تا نقاط ضعف اقتصاد کشور را بیابد و راه‌حلهایی برای انواع فاجعه‌های مالی، از ناتوانی بانک‌ها گرفته تا سقوط بازار سهام، تدوین کند. بنابراین، مقامات فدرال رزرو نباید در برابر رویدادهایی هم‌چون بحران سال ۲۰۰۷ غافلگیر شوند.

در روزهای بعد از بحران، فدرال رزرو به‌سرعت اقدام می‌کند تا اطمینان یابد بانک‌ها آن قدر پول دارند که از کمبود اعتبار که سبب بالارفتن نرخ بهره‌ی کوتاه‌مدت می‌شود، اجتناب شود؛ چرا که این افزایش نرخ بهره خود به رکود می‌انجامد. هم‌چنین، فدرال رزور با فشارهای تورمی‌ای مقابله می‌کند که نرخ بهره را بالا می‌برد.

بانک فدرال رزرو هرچند هم که بحرانی را به‌خوبی از سر گذارند، هنوز با بحران‌ها و ریسک‌های زیادی

روبه‌روست. رئیس فدرال رزرو به‌مثابه‌ی سیاستمداری قابل می‌باید بکوشد تا حمایت سایر اعضای هیأت‌مدیره را در تلاش برای جلوگیری از برخوردهایی جلب کند که دست و پای فدرال رزرو را می‌بندد. اما وی در عین حال ناچار است پاسخگوی منتقدانی باشد که توانایی او را در فعالیتی مستقل از دولت آماج تردید قرار می‌دهند. بسیاری از صاحب‌نظران از این می‌ترسند که با آغاز فشارهای انتخاباتی، رئیس فدرال رزرو نیز ناچار شود فدرال رزرو را به سیاست‌هایی بکشاند که رشد کوتاه‌مدت را در برابر پیشرفت پایدار در مقابل تورم، تشویق می‌کند تا بدین ترتیب کارنامه‌ی سیاستمداران را بهتر جلوه دهد. این خطری است که در هر کشور و از جمله ایران رؤسای بانک‌های مرکزی را تهدید می‌کند.

در ایران ۳۰ سال اخیر، با توجه به استقرار نظام بانکداری بدون ربا (فارغ از این که در عمل چه قدر این نظام استقرار یافته یا هنوز بانکداری سنتی با تغییر اسامی در کشور حاکم است) بانک مرکزی هرگز نتوانسته است از ابزارهای سه‌گانه‌ی بالا به‌طور مؤثری برای کنترل حجم پول و تورم در کشور استفاده کند. حتی عده‌ای از اقتصاددانان نسبت به انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی معترض بوده‌اند و نقش آن را در گردآوری پول مؤثر نمی‌دانسته‌اند. بنابراین، می‌توان گفت که ظرفیت‌های مربوط به استفاده از ابزارهای تنظیم حجم پول یعنی سپرده‌ی قانونی، نرخ تنزیل، و عملیات بازار آزاد در کشور ما کمتر رعایت شده است.

خلاصه

در این فصل کانون توجه ما پرداختن به بزرگ‌ترین واسطه‌ی مالی یعنی سیستم بانک‌های تجاری بود. قدرت سیستم بانکی در ایجاد پول از طریق ایجاد سپرده‌ی دیداری، بانک را از سایر واسطه‌ها متمایز می‌کند. تبدیل منابع وجوه بانک‌ها از سپرده‌های دیداری کوتاه‌مدت به سپرده‌های مدت‌دار و پس‌انداز با مدت بلندتر، به بانک‌ها امکان داده سررسید وام‌های خود را افزایش دهند. اما هنوز هم وام‌های کوتاه‌مدت کمتر از یک سال مهم‌ترین بخش سپد وام‌های بانک‌هاست.

بانک‌های مرکزی و در امریکا سیستم فدرال رزرو می‌کوشد از طریق کنترل ذخایر بانک‌ها سلامت اقتصاد را تضمین کند. مهم‌ترین ابزار فدرال رزرو در سیاست پولی عملیات بازار آزاد است. فدرال رزرو با خرید اوراق بهادار دولتی عرضه‌ی پول را افزایش می‌دهد و با فروش این اوراق، سبب کاهش عرضه‌ی پول می‌شود. فدرال رزرو به‌ندرت ذخیره‌ی الزامی را تغییر می‌دهد، زیرا با عملیات بازار آزاد به همان هدف‌ها می‌رسد، بی‌آن‌که پیامدهای نامناسب تغییر ذخیره‌ی الزامی (سپرده‌ی قانونی) را تحمل کرده باشد. به همین ترتیب، فدرال رزرو نرخ تنزیل را ابزار عمده‌ای در سیاست پولی به‌شمار می‌آورد. نرخ تنزیل ابزاری با تأثیر کمتر است، زیرا بانک‌ها می‌توانند با وام‌گیری از بازار وجوه فدرال، از وام‌گرفتن از فدرال رزرو اجتناب کنند.

قدرت فدرال رزرو در افزایش یا کاهش ذخایر بانک‌ها تنها بخشی از معادله در تعیین نرخ بهره است. در فصل بعد نشان می‌دهیم که نرخ بهره چگونه تعیین می‌شود.

پرسش‌های فصل چهارم

۱. سه ابزار عمده‌ای که فدرال رزرو برای تأثیرنهادن بر عرضه‌ی پول در کشور امریکا به‌کار می‌گیرد کدامند؟
۲. وقتی فدرال رزرو اوراق بهادار دولتی را می‌خرد، می‌خواهد عرضه‌ی پول را افزایش بدهد یا کاهش؟
۳. چرا فدرال رزرو علاقه‌ای به استفاده از ذخایر الزامی (سپرده‌ی قانونی) به‌عنوان ابزاری مؤثر در سیاست پولی ندارد؟
۴. از دیدگاه ترازنامه‌ی بانک تجاری، این گفته را ارزیابی کنید: «دارایی یک مؤسسه مالی، بدهی مؤسسه دیگر است.»
۵. مهم‌ترین هدف مدیر مالی حداکثر کردن ثروت سهامداران است. مهم‌ترین هدف مدیر بانک چیست؟
۶. چرا بانک‌ها می‌کوشند سرمایه‌گذاری در ذخایر اضافی را به حداقل برسانند؟

۷. ویژگی اوراق بهاداری که بانک‌ها برای سبد سرمایه‌گذاری خود خریداری می‌کنند چیست؟
۸. چرا بانک‌ها، در میان همه‌ی مؤسسات مالی، از دیرباز مهم‌ترین عرضه‌کننده‌ی وجوه کوتاه‌مدت به وام‌گیرندگان بوده‌اند؟
۹. اهمیت قانون حذف مقررات مؤسسات سپرده‌پذیر و کنترل پولی سال ۱۹۸۰ در چیست؟ (توجه: این پرسش به مطالعه‌ی منابعی غیر از این متن درسی نیاز دارد.)
۱۰. استفاده از سه ابزار در اختیار بانک‌های مرکزی برای کنترل حجم پول و تورم در ایران چه گونه بوده است؟

مسایل

۱. در عملیات بازار آزاد، فدرال رزرو ۵ میلیون دلار اوراق بهادار دولتی می‌خرد.
الف. عرضه‌ی پول بیشتر می‌شود یا کمتر؟
ب. اگر ذخیره‌ی الزامی ۱۰ درصد باشد، افزایش (یا کاهش) بالقوه در سپرده‌های دیداری چقدر خواهد بود؟
۲. در عملیات بازار آزاد، فدرال رزرو ۸ میلیون دلار اوراق بهادار دولتی را می‌فروشد.
الف. عرضه‌ی پول بیشتر می‌شود یا کمتر؟
ب. اگر ذخیره‌ی الزامی ۱۲/۵ درصد باشد، افزایش (یا کاهش) بالقوه در سپرده‌های دیداری چقدر خواهد بود؟
۳. صورت‌های مالی یکی از بانک‌های تجاری غیردولتی را به دست آورید. ترازنامه‌ی بانک را با ترازنامه‌ی یک تولیدکننده (مثلاً ترازنامه‌ی یادشده در فصل ۶) مقایسه کنید. تفاوت‌های عمده‌ی این دو کدامند؟