

افته‌هایی در مالی شرکت‌ها

Cases in Corporate Finance

حسین عبده تبریزی

انتشارات دانایان

تهران ۱۴۰۲

افته‌هایی در مالی شرکت‌ها

Cases in Corporate Finance

تألیف: حسین عبده تبریزی

ناشر: انتشارات دانایان

حروف‌نگار و صفحه‌آرا: سمیرا سبزی

تیراژ: ۳۰۰ جلد

نوبت چاپ: دوم، پاییز ۱۴۰۲

نشانی انتشارات دانایان: خیابان ملاصدرا، خیابان شیرازی شمالی، کوچه زاینده‌رود غربی، پلاک ۳

تلفن: ۸۸۶۲۱۸۹۰

پیشگفتار

افته‌هایی در مالی شرکت‌ها را هم می‌توان ویراست سوم کتابی دانست که مؤلف در سال ۱۳۵۵-۶ منتشر کرده است، و هم جلد دوم آن کتاب به‌شمار آورد. ویراست دوم کتاب با عنوان *افته‌هایی در مدیریت مالی* در سال ۱۳۷۵ انتشار یافته است. ویژگی ویراست‌های جدید آن است که بر تعداد افته‌های فارسی افزوده، و از افته‌های خارجی کاسته شده است.

چارچوب موضوعی افته‌های این کتاب «مالی شرکت‌ها» است؛ یعنی کتاب به مسائل مالی بنگاه‌های غیرمالی می‌پردازد. از این‌رو، تدریس این افته‌ها در کلاس پایه‌ای «مدیریت مالی» و «مالی شرکت‌ها» ممکن است.

این کتاب به نوعی تألیف و ترجمه است. آقای میثم رادپور نقش عمده‌ای در انتخاب و ترجمه‌ی عمده‌ی افته‌ها داشته‌اند، به گونه‌ای که می‌توان ایشان را حتی مؤلف دوم کتاب تلقی کرد. آقای دکتر سعید اسلامی بیدگلی در انتخاب برخی افته‌های خارجی به مؤلفان یاری رسانده‌اند، و ترجمه‌ی اولیه‌ی دو افته‌ی ای‌بی و کراون از ایشان است.

حسین عبده تبریزی

مهرماه ۱۴۰۲

افته‌هایی در مالی شرکت‌ها

مقدمه‌ای بر افته‌کاوی در مالی شرکت‌ها

فصل ۱. سرمایه در گردش

۱-۱. شرکت فراز سیستم پیشرو

۱-۲. شرکت پوشاک همیار

۱-۳. شرکت میعادگاه آزمایش

۱-۴. شرکت دارویی مشعل فروزان

۱-۵. گروه تولیدی سیستم ذوق

۱-۶. شرکت تولیدی تحرک

فصل ۲. بررسی طرح‌های سرمایه‌گذاری و جیره‌بندی سرمایه

۲-۱. آبنبات ناستی

۲-۲. شرکت جهانی کاغذ (Worldwide Paper Company)

۲-۳. شرکت یورولند فودز اس.ای.

۲-۴. شرکت کاغذ فارابی

۲-۵. شرکت صنایع غذایی نور

فصل ۳. هزینه‌ی سرمایه و ساختار مالی

۳-۱. شرکت تولیدی صنعت آفرینان

۳-۲. شرکت نایک

۳-۳. شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی

۳-۴. شرکت داروسازی دانا (ددانا)

فصل ۴. تأمین مالی و افزایش سرمایه

۴-۱. شرکت قطعات فلزی کوچک

۴-۲. تجارت ناهام

۴-۳. شرکت بسته‌بندی جمشید

۴-۴. تأمین مالی طرح ذخیره‌ی گاز

۴-۵. شرکت سیمان آذربایجان

۴-۶. شرکت ابزار فنی پزشکی

۴-۷. شرکت صنایع پتروشیمی کرمانشاه (کرماشا)

۴-۸. شرکت فراورده‌های لبنی کاله

۴-۹. شرکت بزرگراهی صدف

فصل ۵. تقسیم سود

۵-۱. شرکت گینزبورو

۵-۲. شرکت باغمیشه

فصل ۶. ارزش‌گذاری کسب‌وکار و عرضه‌ی اولیه

۶-۱. فروشگاه یراق‌آلات صداقت

۶-۲. شرکت لیستون

۶-۳. شرکت کراون در مقابل شرکت سیرا

۶-۴. شرکت ای‌بی (الفوب)

۶-۵. شرکت پالامون کاپیتال پارتنرز

۶-۶. شرکت صنایع پتروشیمی زنجان

۶-۷. شرکت تولید انرژی مزید

۶-۸. شرکت بهداشتی صنم مدرن

۶-۹. شرکت صنعتی و معدنی خورشید

۶-۱۰. شرکت پیشگامان فن‌آوری و دانش آرامیس (تپسی)

فصل ۷. مدیریت ریسک

۷-۱. راه‌آهن J&L

فصل ۸. مدیریت سرمایه‌گذاری

۸-۱. شرکت بیمه‌ی سامان (بساما)

۸-۲. تحلیل صنعت کاشی - بررسی ۵ نماد کپارس، کلوند، کسترآم، کحافظ و کساوه برای سرمایه‌گذاری

فصل ۹. مالی زمین و ساختمان

۹-۱. شرکت مسکن آفرین

۹-۲. شرکت توسعه‌ی فضاهای ورزشی و تفریحی (پروژه‌ی مای‌لند)

۹-۳. شرکت ساختمانی ابنیه‌گستران روشن

فصل ۱۰. حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی بنگاه

۱۰-۱. شرکت سهامی بن‌اندجری

۱۰-۲. شرکت سرمایه‌گذاری آپادانا ایساتیس

فصل ۱۱. ادغام و تملک

۱۱-۱. تملک سهام معادن و فلزات

۱۱-۲. شرکت کراون در مقابل شرکت سیرا

فصل ۱۲. سایر مطالب

۱۲-۱. شرکت بزرگ تولید انرژی

۱۲-۲. گروه سرمایه‌گذاری صنایع و معادن فلات ایرانیان (فلات)

افته کاوی در مالی شرکت‌ها

Case Analysis in Corporate Financial

Case یا شکل قدیمی آن Case از ریشه لاتینی Casus است که صورت فعلی آن Cadere به معنی افتادن و بیشتر «برحسب تصادف روی دادن» است. منظور از Case، «مجموعه معینی از اوضاع و شرایط است... وضعیتی ویژه از یک شخص، شیء یا کنش خاص. اوضاع و وضعیتی که نیاز به بررسی و اخذ تصمیم دارد... آنچه واقعاً وجود دارد یا به وقوع می‌پیوندد: وضعیت موجود... و نیز مجموعه شواهدی که به نتیجه یا قضاوتی می‌انجامد... مجموعه اوضاعی که مسئله‌ای را تشکیل می‌دهد: موضوعی برای بذل توجه یا تصمیم‌گیری»^۱. در اصطلاح روش‌شناسی اجتماعی و در فرایند آموزش، Case سرگذشت، تاریخچه، و رشته وقایعی است که برای تحلیل، بررسی و نتیجه‌گیری درباره یک فرد، یک سازمان و به طور کلی یک پدیده گردآوری شده است. در اینجا است که از برابری اُفته^۲ برای Case استفاده شده است.

در مفهوم مورد نظر ما، افته شرح وقایع رخ داده در یک شرکت معین، ظرف مدتی معین است. خواننده با تحلیل و موشکافی اطلاعات مندرج در افته، وضعیت شرکت را درمی‌یابد و از روند حوادث جمع‌بندی می‌کند و رهنمودی برای آینده فعالیت‌های شرکت ارائه می‌دهد.

هر افته ضمن ارائه اطلاعات و توصیف شرکت برای خواننده، وی را در موضع تصمیم‌گیری قرار می‌دهد. خواندن و فهمیدن مطالب منعکس در افته، قدم اول است. خواننده باید از انبوه داده‌ها درباره گذشته شرکت، اطلاعات مربوط^۳ را استخراج، تلخیص و طبقه‌بندی کند؛ روندهای گذشته را دریابد؛ محاسبه‌های لازم را انجام دهد؛ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری‌های لازم را به عمل آورد؛ در نتیجه برخورد نقادانه با وقایع گذشته، در مورد آنها قضاوت کند؛ و آنگاه درباره آنچه باید در آینده صورت بگیرد، تصمیم‌گیری کند و رهنمود بدهد.

هر افته نقطه ثقلی دارد، یعنی موضوع آن به گونه‌ای حول یک یا چند محور معین دور می‌زند، بر نکات خاصی تأکید

^۱. merriam-webster.com launched in 1996.

^۲. اُفته بر وزن گفته اشتقاقی از افت، افتادن (و اتفاق افتادن). بعضی از معانی افتادن در فارسی که دال بر تناسب و بسامدی واژه «افته» است از لغت‌نامه دهخدا نقل می‌شود: «لازم‌شدن، وجود پیداکردن... مجازاً به معنی اتفاق هم آمده... روی دادن: پدیدآمدن: تن و جان چرا سازگار آمدند چه افتاد تا هر دو یار آمدند (اسدی) صیاد نه هر بار شکاری گیرد افتد که یکی روز پلنگش بدرد (سعدی)... واقع‌شدن... چه افتاده است تو را که دوستی مرا به دشمنی بدل کردی... کجا بودم اکنون فدام کجا (فردوسی)... یک هجر به سر نامده هجری دگر افتاد یک غم سپری نشده غمی دگر آمد (مسعود سعد)... آخر صلح افتاد بر هشتصد هزار درم (تاریخ سیستان)... روی دادن. واقع‌شدن... ما گفتیم چه افتاده است (مجمل‌التواریخ)... فراغم ده ز کار این جهانی چو افتد کار با تو خود تو دانی (نظامی). چه بد کردم که با من کینه‌جویی بد افتد گر بدی کردم نگویی (نظامی)... جدایی تا نیفتد دوست قدر دوستی کی داند شکسته استخوان داند بهای مومیایی را (حافظ)»

^۳. relevant information

^۴. trend

دارد و می‌خواهد مطلب مشخصی را آموزش دهد. افته‌نویس^۱، موضوع ویژه‌ای را دستمایه کار می‌کند. او هر چه را در مورد شرکتی می‌داند در افته نمی‌آورد. افته اگر محور معینی نداشته باشد و بر موضوع‌های خاصی تأکید نکند، هدف آموزشی ندارد و چندان به کار نمی‌آید^۲. چنین است که افته‌نویسی کاری تخصصی است و زمان زیادی می‌برد. مثلاً، در یک افته مالی^۳ افته‌نویس ضمن اشاره به چارچوب کلی فعالیت شرکت، گوشه‌ای از مسائل مالی شرکت را می‌شکافد و ضمن ارائه اطلاعات لازم، خواننده را به نتیجه‌گیری، اظهارنظر، اخذ تصمیم و ارائه رهنمود در زمینه مالی خاصی از قبیل وضع نقدینگی یا نحوه تأمین مالی شرکت ترغیب می‌کند.

پس در هر افته، خواننده که می‌توانیم او را افته‌خوان^۴ و فراتر از آن افته‌کاو^۵ بنامیم، در مسند تصمیم‌گیری می‌نشیند. او به جای مدیرعامل، مالک، عضو هیأت‌مدیره، یکی از مدیران اجرایی و یا صرفاً کارشناس شرکت باید تصمیم بگیرد. از میان انبوه اطلاعات موجود، باید داده‌های مربوط را جدا کند، بدیل‌های مختلف را با هم مقایسه کند، و بهترین بدیل یا راه کار را برگزیند. مثلاً، از بین دو بدیل سرمایه‌گذاری مختلف، طرح سرمایه‌گذاری در خرید ماشین‌آلات را انتخاب کند و یا از بین دو بدیل تأمین مالی مختلف، بدیل وام‌گیری را بر بدیل انتشار سهام ترجیح دهد.

روش افته‌کاوی^۶

بارزترین ویژگی روش افته‌کاوی بر دیگر روش‌های آموزشی، تعلیم نحوه بکارگیری نظریه در حیطه عمل است. هر افته نشان می‌دهد که از نظریه، مدل، مبحث، فن، محاسبه عددی، و حتی روش طبقه‌بندی یا تعریف چگونه می‌توان در جریان کار روزانه یک شرکت و در فرایند برنامه‌ریزی و کنترل فعالیت‌های آتی آن استفاده کرد. برای مثال، در یک افته مالی، خواننده ممکن است این امکان را بیابد که آموخته خود در زمینه بودجه‌بندی سرمایه‌ای^۷ را در مورد یک شرکت تولیدی مواد غذایی به آزمون بگذارد، افته‌خوانی دیگر می‌تواند نحوه محاسبه هزینه سرمایه^۸ شرکت بزرگ خدماتی دیگری را تجربه کند، و افته‌کاو سوم درجه کارآمد بودن نظریه بافت سرمایه مودیلیانی و میلر را در مورد شرکت تولیدی تحت پوشش ایرانی به نقد خواهد کشید.

^۱. case writer

^۲. البته، برخی افته‌ها طیف وسیع‌تری از مطالب را دربرمی‌گیرند. مثلاً، افته‌هایی که برای درس خط‌مشی سازمانی (business policy) نوشته می‌شود، وظیفه‌های مدیریتی (management functions) متنوعی، از بازاریابی گرفته تا تولید و کنترل‌های حسابداری را شامل می‌شوند. حتی می‌توان افته‌هایی نوشت که به اصطلاح میان‌رشته‌ای (interdisciplinary) باشند، یعنی به یک حوزه از علوم محدود نباشد: برای مثال، افته‌ای که مسائل مهندسی، مباحث مدیریت، موضوعات حقوقی و مشکلات آلودگی محیط همه را دربر بگیرد. در دوره‌های کوتاه‌مدتی که برای مدیران ارشد طراحی می‌شود، به کارگیری افته‌هایی از این دست معمول است.

^۳. financial case

^۴. case reader

^۵. case analyst

^۶. case-analysis method

^۷. capital budgeting

^۸. cost of capital

افته‌پژوهشی، به‌ویژه در حوزه علوم مدیریت، خطر ساده‌انگاری، سهل‌انگاری، تجربه و تعمیم نادرست، قضاوت‌های سطحی، و نظریه‌زدگی را بسیار کاهش می‌دهد؛ دانشجویی که هزینه متوسط سرمایه را در یک تمرین یا مسئله محاسبه می‌کند، هرگز دشواری‌های کار را تا شروع فعالیت در یک مؤسسه اقتصادی در نمی‌یابد. وقتی در یک بانک تجاری شروع به کار می‌کند، تازه درمی‌یابد که جمع‌آوری اطلاعات برای یک میانگین موزون ساده حساب کردن تا چه حد پیچیده است.

افته‌ها این امکان را فراهم می‌آورند که برای درک پیچیدگی دنیای واقعی کسب‌وکار، دانشجو مجبور نباشد تا زمان تصدی شغل اول خود انتظار بکشد. در روش افته‌پژوهشی مقدار زیادی از واقعیت‌های مدیریت اقتضایی آموزش داده می‌شود: دانشجو درمی‌یابد که نمی‌توان به پرسش‌های مدیریت پاسخ‌های «آری» یا «نه» داد. حتی با این واقعیت تلخ آشنا می‌شود که تقریباً هرگز مدیر نمی‌تواند از صحت تصمیمی که گرفته است، اطمینان یابد، و ممکن است چندین راه کار برای یک وضعیت واحد پیشنهاد شود و هیچ کدام قابل اثبات یا نفی نباشد.

اگر بخواهیم اسلوب آموزشی خود را با این آموزه متناسب کنیم که حتی در حوزه علوم دقیقی چون فیزیک، چه رسد به علوم مدیریت، «شناخت یا معرفت... به مفهومی که مستلزم قطعیت باشد وجود ندارد... آنچه معمولاً «شناخت یا معرفت علمی» نام می‌گیرد، قاعدتاً معرفت به آن مفهوم نیست، اطلاعاتی است درباره فرضیه‌های مختلف رقیب و اینکه هر یک از بوتۀ آزمون چگونه بیرون آمده است، ... اطلاعاتی است راجع به جدیدترین گمان علمی که از همه بهتر آزمون را گذرانده است»، در آن صورت روش افته‌کاوی به نحو شگرفی مؤثر خواهد بود. افته‌کاوی به عنوان روش علمی تحقیق و آموزش، نخست در رشته پزشکی و پس از آن در رشته حقوق متداول شد. دانشگاه هاروارد استفاده از این روش را در دانشکده بازرگانی خود باب کرد و اکنون سال‌هاست که از این شیوه آموزشی به‌طور گسترده‌ای در دانشکده‌های بازرگانی، مدیریت، حسابداری، و ... بسیاری از کشورها استفاده می‌شود. در ایران به‌کارگیری وسیع روش افته‌کاوی در حوزه آموزش مدیریت از سال ۱۳۵۱ در مرکز مطالعات مدیریت ایران آغاز شد که با دانشگاه هاروارد ارتباط داشت. این مرکز در سال ۱۳۵۸ تعطیل شد و کار تهیه افته‌های ایرانی در زمینه‌های مختلف مدیریت که در این مرکز به‌طور گسترده و منظم آغاز شده بود، متوقف ماند.

با این همه، این روش آموزشی، به‌ویژه در سطح کارشناسی ارشد، در بسیاری از مؤسسه‌های آموزش عالی رسوخ کرد. در کتاب‌های درسی مدیریت به زبان فارسی نیز نقل افته‌ها معمول شد. در حوزه مدیریت مالی، نویسنده این سطور/افته‌هایی در مدیریت مالی را انتشار داد. به‌رغم تمامی ضعف‌ها، غلط‌ها، و لغزش‌های جدی، و نیز نقص عمده فقدان افته‌های ایرانی در آن، این

کتاب در بسیاری از مراکز آموزشی و به‌ویژه در درس کارشناسی «موارد خاص در مدیریت» تدریس شد، و هنوز هم تنها مرجع موجود است. این کتاب را در سایت www.finance.ir بیابید.

چگونه افته کاوی کنیم؟

هر افته را باید دقیق خواند و کلیه داده‌های مندرج در آن، از سیر وقایع گذشته تا اصطلاح‌ها و محاسبه‌ها را کاملاً درک کرد. بعضی دانشجویان عادت دارند زیر داده‌های مربوط افته خط بکشند و نکات ضروری را جداگانه یادداشت کنند تا مرور مطالب افته با سرعت بیشتری امکان‌پذیر باشد.

گفتیم که هر افته بر موضوع خاصی تأکید دارد. افته‌خوان طبعاً باید با مطالب نظری مربوط به موضوع افته آشنا باشد. مثلاً، اگر افته «شرکت تولیدی تهران» بر مسئله سودآوری شرکت تکیه دارد، اطلاع از مباحث نظری برنامه‌ریزی سود و رابطه حجم و سود ضرورت دارد.

در فرایند افته کاوی، افته‌خوان باید روند وقایع مطرح شده در افته را دریابد: چرا این اتفاق‌ها رخ داد؟ و مشکل چیست؟ البته، به مشکل باید از دید شخص یا اشخاص تصمیم‌گیرنده در افته نگریست. در مورد اغلب افته‌های مالی، انجام محاسبه ضرورت دارد، و از این‌رو ماشین حساب موبایل یا کامپیوتر شخصی خود را باید در دسترس داشته باشید. بی‌شک استفاده از مدل‌های ریاضی برای توضیح وقایع رخ داده و یا پیش‌بینی سیر حوادث آینده در شرکت و ارائه طریق به مدیران، کاری دشوارتر است؛ وارد کردن داده‌های افته در هر مدل به دقت و ظرافت‌های بسیار نیازمند است. کار با عدد، ذهن افته‌خوان را نظم می‌بخشد و امکان روندیابی را تسهیل می‌کند. در عین حال، شیفته روش‌های ریاضی شدن، و با محاسبه‌های زائد و نامربوط اتلاف وقت کردن هم امری نادرست است. ریاضیات محض به ما اطلاعاتی درباره جهان نمی‌دهد، بلکه فقط ابزاری برای توصیف جهان فراهم می‌آورد. در حوزه امور مالی، عدد بازی، بندبازی آماری، چشم‌بندی‌های ریاضی، استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی مالی و حتی فیزیک معمول شده است. تعداد تحلیل‌گرانی که امور مالی را عرصه تاخت‌وتاز و معرکه‌گیری روش‌های بسیار پیچیده ریاضی، آمار و فیزیک کرده‌اند، کم نیست. برخی از این افراد اصل مطلب را پاک فراموش کرده‌اند: ظاهراً، قرار بوده است که این روش‌های مقداری، تحلیل بهتر موضوع‌های مالی را میسر کنند، نه اینکه خواننده را در چم‌وخم محاسبه گرفتار کرده، از جاده تحلیل مالی یکسره دور کنند.

سؤال‌هایی که معمولاً در انتهای هر افته مطرح می‌شوند، تنها نقطه شروعی برای تحلیل افته کاو است. هدف آن است که

افته خوان در مسیر صحیح تحلیل قرار بگیرد و به بیراهه نرود. اما، این سؤال‌ها تمام سؤال‌هایی نیستند که افته کاو می‌باید پاسخگوی آنها باشد. در بعضی موارد، حتی مهم‌ترین سؤال‌ها هم نیستند؛ اینها فقط نقطه عزیمت در مسیر تحلیل‌اند. با مطالعه دوباره افته، سؤال‌های بیشتری در ذهن خواننده نقش می‌بندد. نباید فکر کرد که می‌توان به این سؤال‌ها، پاسخ‌های «آری» یا «نه» داد. هر افته راه حل خاصی ندارد. کمتر ممکن است دو نفر به یک افته پاسخی یکسان بدهند. هر چند که جهت عمومی محاسبه‌ها و پاسخ‌ها باید مشابه باشد، اما بسته به دیدگاه افته کاو، مفروضات ویژه او، و برداشت‌های خاصش، جواب‌ها متفاوت خواهند بود. اگر دو خواننده یک افته بودجه‌بندی سرمایه‌ای، به‌رغم محاسبه‌های کاملاً مشابه، به پاسخ‌های متفاوت و حتی متضاد برسند، جای شگفتی نیست، چرا که خطرپذیری مختلف آنان، مثلاً اولی را خواهان اجرای طرح سرمایه‌گذاری و دومی را طرفدار عدم اجرای آن کرده است.

کارگروهی در افته کاوی بسیار مؤثر است. به‌ویژه در اوایل آشنایی با روش افته‌پژوهشی، به خوانندگان باید توصیه شود که چند نفری روی افته‌ها کار کنند. با این شیوه کار، کلیه جنبه‌های یک افته بررسی شده و کلیه پرسش‌ها طرح می‌شود. افته‌خوان دیدگاه‌های مختلف را درمی‌یابد، تحلیل و ارزیابی می‌کند، و به راه حل مستقل خود می‌رسد. گاهی حل معضلات منعکس در افته، از طریق گفتگوی چندجانبه آسان‌تر است. به علاوه، کارگروهی به دلیل دیدگاه‌ها، تخصص‌ها، و توان‌های متفاوت افراد گروه احتمال دستیابی به پاسخ‌های بهتر و راه‌یابی قطعی را افزایش می‌دهد.

معمولاً، اطلاعات لازم برای تحلیل افته‌ها در خود افته نهفته است، اما بسیار اتفاق می‌افتد که داده‌های عمومی‌تر در متن نیامده باشد. بنابراین افته کاو هم اطلاعات خاصی را از خارج باید گردآوری کند و هم مفروضات خاصی را باید لحاظ کند. مثلاً، باید فرض بگیرد که نرخ بهره بازار ۱۲ درصد است یا قیمت سهام شرکت دیگری ۱۲٫۰۰۰ ریال است. این داده‌ها مستقیماً از افته استخراج نمی‌شود و افته کاو باید این اطلاعات را از منابع مربوط بیابد. بدیهی است که مفروضات تا حد امکان باید با اوضاع و احوال مشروح در افته همخوانی داشته باشد.

مفروضات مندرج در خود افته و فرض‌هایی که افته کاو مبنای تحلیل خود می‌گیرد، در دستیابی به پاسخ‌های نهایی بسیار مؤثر است. اگر مفروضات و پیش‌بینی‌ها به واقعیت نزدیک نباشد، استنتاج‌ها و رهنمودها حتی می‌تواند گمراه‌کننده باشد. اینجاست که پای اسلوب «تحلیل حساسیت‌ها» به میان می‌آید. منظور از تجزیه و تحلیل حساسیت‌ها آن است که دریابیم تا چه حد نتیجه‌های به دست آمده به مفروضات و پیش‌بینی‌های انجام شده بستگی دارد: اگر فرضی عوض شود، نتیجه تحلیل چه خواهد شد؟ اگر یک

پیش‌بینی درست نباشد، چه اثری بر نتیجه‌گیری‌های انجام شده خواهد داشت؟ و اگر مفروضاتی چند تغییر کنند، مسائل به چه شکلی درخواهند آمد؟ برای مثال، اگر ۱۰ درصد کمتر از حد پیش‌بینی شده بفروشیم، وضع نقدینه شرکت چگونه خواهد بود؟ اگر ماشین‌آلات به جای ۱۰ سال در ۸ سال مستهلک شوند، چه تغییری در نرخ بازده به وجود می‌آید و اگر نرخ بهره به جای ۱۲ درصد برابر ۱۵ درصد باشد، آیا انتشار سهام بر وام‌گیری مزیت ندارد؟ در تحلیل حساسیت‌ها، معمولاً اندازه کلیه متغیرها را ثابت فرض کرده، مقدار یکی را تغییر می‌دهیم تا نتیجه کار را مشاهده کنیم.

نیاز به افته‌های ایرانی

اگر بپذیریم که مزیت اصلی روش افته‌کاوی تسهیل در به‌کارگیری نظریه‌ها و مدل‌ها در عرصه عمل است، در آن صورت استفاده از افته‌های ترجمه که منعکس‌کننده روند وقایع در شرایطی بیگانه برای افته‌خوان ایرانی است، نمی‌تواند چندان ویژگی آموزش و یادگیری داشته باشد. افته باید کمکی در تصمیم‌گیری باشد و افته‌کاو ایرانی دشوار بتواند تصویری جامع از اوضاع کشور بیگانه داشته باشد، تا رهنمود بدهد، و حتی اگر مشکل را در آن شرایط ویژه تشخیص هم بدهد، انطباق آن تشخیص با شرایط ایران، خود کاری دشوار است. تنها در صورت استفاده از افته‌های به دقت طراحی‌شده ایرانی است که ممکن است خواننده نحوه کاربرد نظریه را در اوضاع ویژه کشور خود به‌درستی فرا بگیرد.

مدیری که مدل‌های ارزشیابی شرکت را در میدان عمل شرکت‌هایی چون کرایسلر یا بایر بیازماید، بعید است هرگز تصویری روشن از نحوه به‌کارگیری آنها در عرصه عمل شرکت‌های ایرانی - که با بورس کمتر سازمان‌یافته‌تری روبه‌رو هستند - پیدا کند. کتاب *افته‌هایی در مدیریت مالی* تألیف حسین عبده تبریزی که اولین تجربه کتابی مختص به افته‌ها در حوزه علوم مالی به زبان فارسی به حساب می‌آید، فاقد افته‌های مناسب ایرانی بوده، و ایرادهای بسیاری بر نحوه تنظیم چند افته ایرانی آن وارد است. از این‌رو، وی در سال ۱۴۰۱ به طور اختصاصی ۵ افته جدید را برای طرح در کلاسی که شما عضو آن هستید، تهیه کرده است.

فصل اول:

سرمایه در گردش

افته‌ی ۱-۱: شرکت فراز سیستم پیشرو^۱

شرکت فراز سیستم پیشرو در سال ۱۳۸۵ توسط آقای مجید توسلی در شهرک صنعتی واوان تأسیس شد. او که مدیر تولید سابق شرکت صنعتی ساوه خودرو بود، در مقطع شکل‌گیری شرکت تصمیم داشت بر پایه‌ی تجربه‌های خود به تولید ماشین‌آلات صنعتی بپردازد. با وجود این که تعداد معدودی شرکت در داخل کشور تولیداتی مشابه فراز سیستم داشتند، به خاطر کاهش رقابت‌پذیری ماشین‌آلات صنعتی داخلی، عمدتاً به دلیل ثابت ماندن قیمت ارز در طول سالیان متوالی، فراز سیستم رفته‌رفته تولید ماشین‌آلات صنعتی را کنار گذاشت و از سال ۸۷ به ساخت قطعات خودرو روی آورد.

قطعات خودرو عموماً توسط قطعه‌سازان داخلی، واردکنندگان و برخی از شرکت‌های خودروساز تأمین می‌شد. قطعه‌سازان داخلی و تولیدکنندگان خودرو نسبت به شرکت‌های خارجی، قطعات را با قیمت‌های نسبتاً بالا تولید می‌کردند. به همین دلیل، سهم واردکنندگان از بازار قطعات در حال افزایش بود. پیش از ورود به بازار، قطعات توسط بازرسان مؤسسه‌ی استاندارد ایران ارزیابی می‌شد، و چنان‌چه از استانداردهای لازم برخوردار نبود، از ورود آن‌ها به بازار ممانعت می‌شد. سخت‌گیری‌های مؤسسه‌ی استاندارد هزینه‌های تولید را خصوصاً برای تازه‌واردان افزایش می‌داد.

حاشیه‌ی سود قطعه‌سازی نسبتاً خوب بود، ولی حجم سفارش‌های شرکت چنگی به دل نمی‌زد. اغلب خودروسازان و نیز عمده‌فروشان سفارش‌های خود را به قطعه‌سازان شناخته‌شده می‌دادند؛ به همین دلیل دو سال پس از ورود به حوزه‌ی قطعه‌سازی، فرا سیستم هنوز نتوانسته بود در بازار برای خود جایگاهی دست و پا کند. تا اواخر سال ۱۳۸۶، شرکت عملکرد قابل‌قبولی از خود نشان نداده بود، و تنها توانسته بود با انعقاد قرارداد با برخی خرده‌فروشان داخلی، کسب و کار خود را حفظ کند. در سال مالی منتهی به اسفندماه ۱۳۸۹، زیان انباشته‌ی ناچیزی در صورت‌های مالی خود گزارش کرد.

به تدریج دغدغه‌های تولید از یک طرف، و حاشیه‌ی سود نسبتاً بالاتر واردکنندگان قطعات از طرف دیگر، آقای توسلی را بر آن داشت تا تولید را به نفع فعالیت بازرگانی قطعات خودرو ترک کند. او که دیگر به واردکننده‌ی قطعات بدل شده بود، قطعات را از دیگر کشورها وارد می‌کرد، و به توزیع کنندگان داخلی می‌فروخت. شرکت هنوز نتوانسته بود به خودروسازان و حتی عمده‌فروشان قطعه بفروشد. با این وجود، حجم فروش اندکی بهبود یافته بود و همین باعث شد که شرکت سال ۱۳۹۰ را با سود ناچیزی به پایان رساند.

^۱. این افته بر اساس مسائل شرکتهای ایرانی در سال ۱۳۹۴ نوشته شده است و هدف از تهیه آن صرفاً تأمین اهداف آموزشی بوده است.

در سال ۱۳۹۱ آقای توسلی با یکی از شرکت‌های قطعه‌ساز چینی وارد مذاکره شد، و پس از اطمینان از توانایی شرکت برای تولید قطعات استاندارد، قراردادی با آن شرکت منعقد کرد. شرکت چینی قطعات را با هزینه‌های بسیار پایین‌تری تولید می‌کرد، و این امر مزیت محوری مهمی برای آقای توسلی در بازار قطعات خودروی ایران ایجاد کرد. در اولین معامله، به‌منظور آزمودن بازار، و نیز دریافت گواهی استاندارد، آقای توسلی نمونه‌ای کوچک از قطعات را وارد کشور کرد. شرکت‌های خودروسازی به‌شدت از قطعات کم‌هزینه و استاندارد شرکت فرازسیستم استقبال کردند، و به‌سرعت سیل سفارش‌ها به شرکت سرازیر شد.

فراز سیستم قراردادهای منصفانه‌ای را با شرکت‌های خودروسازی مانند ایران‌خودرو و سایپا منعقد کرد. هم‌چنین، برای حفظ موقعیت رقابتی خود، قراردادهایی با شرایط ویژه با بسیاری از عمده‌فروشان معتبر قطعات خودرو منعقد نمود. طبق عرف بازار قطعات خودرو، مشتریان حساب‌های خود را طی ۳ تا ۶ ماه تسویه می‌کردند. آقای توسلی به سرعت متوجه شد که جهت افزایش قدرت‌چانی‌زنی خود با شرکت چینی و نیز کاهش هزینه‌های انبارداری، باید در حجم هر سفارش را افزایش دهد. بدین ترتیب او می‌توانست ضمن افزایش حاشیه سود شرکت، با سرعت بیش‌تری قطعات را به مشتریان تحویل دهد. با توسعه‌ی روزافزون شرکت فراز سیستم، نیاز به بالابردن سطح موجودی انبار نیز افزایش یافت. این افزایش برای تأمین سفارش‌های مشتریان ضروری به‌نظر می‌رسید، اما شرکت را به‌طور جدی با مشکل کمبود نقدینگی مواجه نمود.

در پاییز سال ۱۳۹۲، تأمین وجه نقد بزرگ‌ترین مسأله‌ی شرکت بود. شرکت در آن زمان سفارش‌های زیادی داشت، و خیل عظیمی از مشتریان راضی برای خود فراهم کرده بود، و سابقه‌ی درخشانی از خود به‌جای گذاشته بود؛ اما نمی‌توانست رشد کند، چرا که وجه نقد کافی در اختیار نداشت.

آقای توسلی برای تأمین مالی خریدهای خود، بارها به بانک خود مراجعه کرد، ولی با وجود رشد سریع، شرکت از حداقل شرایط لازم برای دریافت تسهیلات برخوردار نبود. برای دریافت وام بانکی، شرکت باید سابقه‌ی فعالیت طولانی‌تری می‌داشت، و نسبت‌های نقدینگی مساعدتری را به بانک عرضه می‌کرد.

سؤالات

۱. با استفاده از نمودار دوپان نسبت‌های مالی شرکت را قبل و بعد از سال ۱۳۹۱ مقایسه و تحلیل کنید.
۲. آیا راجع به مدیریت سرمایه در گردش در شرکت فراز سیستم، پیشنهادی دارید؟
۳. با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی در کشور، چه پیشنهادهایی برای تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت دارید؟

افته ۱-۲. شرکت پوشاک همیار^۱

در اواسط فروردین سال ۱۳۹۰، آقای وثیق یکی از رؤسای شعب بانک ایران، تقاضای اعتبار اخیر شرکت همیار را در دست بررسی داشت. این شرکت چندین فروشگاه خرده‌فروشی لباس کودکان به شکل فروشگاه‌های زنجیره‌ای دایر کرده بود. از آبان ماه سال ۱۳۸۶ که آقای علی تجدد، پایه‌گذار و مدیر شرکت، برای دریافت اعتباری به مبلغ ۱۰ میلیارد ریال به بانک مراجعه کرده بود تا نیازهای مالی فصل پاییز را تأمین کند، رئیس شعبه خود به دقت این حساب را زیر نظر داشت: با اعتبار اولیه به شکل مضاربه‌ی عام (اعتبار در حساب جاری) موافقت شده بود و از آن زمان نیاز شرکت به پول بیش‌تر همواره در حال افزایش بود. بدهی شرکت همیار به بانک به طور دائمی تمدید شده و افزایش یافته بود. درخواست اخیر آقای تجدد برای ۱۰ میلیارد ریال اعتبار جدید بود که می‌خواست صرف تأمین مالی نیازهای پیش‌بینی‌نشده‌ی موجودی در هفته‌های آینده کند. حال آقای وثیق قصد داشت تغییرات حساب شرکت همیار را از آغاز کار، یعنی از سال ۱۳۸۶، مورد بررسی قرار دهد.

تأسیس شرکت در آبان ۱۳۸۶

آقای تجدد در پاییز سال ۱۳۸۶ با ۱۵ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری فروشگاه همیار را افتتاح کرد. در آن تاریخ، وی تجربه‌ی خاصی در کار خرده‌فروشی لباس کودکان نداشت، اما در امر خرید و فروش و توزیع کالاهای مصرفی، تجربه‌های وسیعی داشت. تجربه در سطح خرده‌فروشی حاصل کار با چندین شرکت در سرتاسر منطقه‌های جنوبی کشور بود. هنگامی که آقای تجدد تصمیم گرفت خود فروشگاه‌های باز کند، فعالیت‌های مختلف خرده‌فروشی را زیر نظر گرفت، و نهایتاً رشته‌ی لباس کودک را برگزید، چرا که به نظر او تقاضای ارضاننده در این بازار فراوان بود.

آقای تجدد عملاً کار را با افتتاح سه فروشگاه در شمال شهر تهران آغاز کرد. شش هفته بعد از این تاریخ، وی پنج مغازه‌ی دیگر، یکی در خود تهران و چهار فروشگاه در شهرهای بزرگ کشور، افتتاح کرد. آقای تجدد خود از تولیدی‌ها و واردکنندگان پوشاک تهران خرید می‌کرد، و در مورد نحوه‌ی خرید یا فروش، قیمت‌گذاری و سیاست‌های بازاریابی تصمیم می‌گرفت. هم‌چنین، وی شخصاً در مورد چگونگی تزئین دکور فروشگاه‌ها نظر می‌داد. هر فروشگاه با دو کارمند اداره می‌شد؛ خود آقای تجدد کارمندان را با توجه به سابقه‌ی کار، وضع ظاهری و توانایی‌های فروش آنان استخدام می‌کرد. فروشگاه‌ها گنجایش آن را نداشت که مقدار زیادی موجودی در آن‌ها انبار شود؛ درواقع، فقط به میزان مصرف کوتاه‌مدت، موجودی به

^۱. آخرین ویرایش این افته در اول مهرماه سال ۱۳۹۸ انجام شده است.

مغازه‌ها انتقال می‌یافت. مغازه‌ها همه استیجاری بودند و سرقفلی پرداخت نشده بود. اجاره‌ی متوسط ماهانه‌ی هر مغازه حدود ۱۰۰ میلیون ریال بود.

فروش لباس بچه نیز هم‌چون هر نوع پوشاک دیگری فصلی بود، فروش نقد انجام می‌شد و به هیچ نوع سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت نیازی نبود. عمده‌ی سرمایه‌گذاری در موجودی کالا بود، زیرا که انواع مختلف پوشاک باید مطابق عادت، فصل و تغییر در مد، خریداری و انبار می‌شد و به مشتریان فروخته می‌شد. برای رفع نیازهای فصلی، هر سال باید مقدار زیادی موجودی قبل از ۱۵ خرداد و ۳۰ آذرماه گردآوری می‌شد. در فروشگاه‌های زنجیره‌ای همیار، پوشاک نوزاد نیز به فروش می‌رسید؛ حدود ۱۵٪ کل فروش و ارزش موجودی‌ها را این اقلام تشکیل می‌داد. بیشتر تولیدکنندگان و واردکنندگان لباس بچه برای فروش نقدی تخفیف می‌دادند؛ نرخ تخفیف گاهی حتی به ۴٪ در ماه می‌رسید. در مورد لباس نوزاد، نرخ تخفیف بین ۳ تا ۴ درصد بود.

اولین اعتبار - آبان ۱۳۸۷

در فرم درخواست اولین اعتبار در آبان ماه سال ۱۳۸۷، آقای تجدد عملیات ۶ ماه اول سال ۱۳۸۷ را بسیار خوب گزارش کرد؛ صورت سود و زیان و ترازنامه را همان زمان به بانک ارائه داد. بیش‌تر فروش مربوط به سه فروشگاه شمال شهر تهران بود، چرا که از تاریخ افتتاح دیگر مغازه‌ها فقط ۲ یا ۳ ماه می‌گذشت. غیر از سرمایه‌گذاری در کار شرکت همیار، آقای تجدد ساختمانی در خیابان شریعتی داشت که قیمت بازار آن ۲۵ میلیارد ریال بود؛ این ساختمان در گرو ۱۵ میلیارد ریال بود. ارزش سایر دارایی‌های شخصی آقای تجدد حدود ۱۵ میلیارد ریال بود. آقای تجدد در جلسه‌ی ملاقات با آقای وثیق برای وی توضیح داد که در رشته‌ی لباس کودک رقابت کم و سود زیاد است. آقای وثیق به این نتیجه رسید که اعطای اعتبار ۱۵ میلیارد ریالی به شرکت جوان و درحال رشد همیار کار خطرناکی نیست، و سعی کرد نظر مساعد رئیس منطقه را برای اعطای اعتبار جلب کند. البته، شرط وی با آقای تجدد آن بود که مانده‌ی حساب در پایان سال ۱۳۸۷ کلاً صفر شود. آقای وثیق با شناخت روحیه‌ی متهور و زیاده‌طلب آقای تجدد، از وی قول گرفت که بدون مشورت بانک، شرکت هیچ فروشگاه جدیدی باز نکند.

رویدادهای ۶ ماه اول سال ۱۳۸۸

در مراجعه به بانک در فروردین ۱۳۸۸، آقای تجدد صورت‌های مالی سال ۱۳۸۷ را به همراه آورد. آقای تجدد به رئیس شعبه اطلاع داد که مانده‌ی موجودی کالای پایان سال ۸ میلیارد ریال بیش از رقم پیش‌بینی شده بوده، زیرا که فروش بهمن و اسفند کمتر از برآورد بوده است. برای ۶ ماه اول سال ۱۳۸۸، آقای تجدد فروش را معادل ۲۲۳ میلیارد ریال و سود قبل از مالیات و

برداشت را ۲۵ میلیارد ریال برآورد کرد. پیش‌بینی می‌شد موجودی کالا در خرداد به بالاترین رقم یعنی ۷۵ میلیارد ریال رسیده و بعد کاهش یافته و در ۲۰ مهر ماه به ۲۹ میلیارد ریال برسد. هرچند مانده‌ی بدهی به بانک در پایان سال ۱۳۸۷ معادل ۱۵ میلیارد ریال بود (جدول ۱)، اما این مانده در اوایل فروردین کاهش یافته و به ۱۰ میلیارد ریال می‌رسید. درخواست آقای تجدد از بانک این بود که برای پرداخت بدهی مالیاتی شرکت، بانک اعتبار ۱۰ میلیارد ریالی جدیدی را به شرکت اعطا کند که تا پایان شهریورماه بازپرداخت خواهد شد. آقای وثیق با توجه به این مسأله که کل اعتبار تا پایان ماه ۶ بازپرداخت خواهد شد، با درخواست ۵ میلیارد ریال اعتبار موافقت کرده و نظر مساعد سرپرست منطقه و اداره‌ی کل اعتبارات بانک را جلب کرد.

طی ماه بعد، آقای تجدد دوبار به شعبه مراجعه کرد و تقاضای ۵ میلیارد ریال اعتبار اضافی را مطرح کرد. صاحب مؤسسه گزارش کرد که در اواخر فروردین، فروشگاه دیگری در تهران افتتاح کرده و می‌خواهد شعبه‌ی دیگری در رشت باز کند. وی می‌خواست با اعتبار جدید موجودی کالایی را که قبلاً در فروشگاه‌ی در رشت انباشته شده بود، خریداری کرده و فروشگاه رشت را راه‌اندازی کند. آقای تجدد اطلاع داد که سود پیش‌بینی شده برای ۶ ماه اول سال ۱۳۸۸ بسیار پایین برآورد شده، و سود واقعی به مراتب بیش‌تر خواهد بود. با درخواست اعتبار ۵ میلیارد ریالی جدید موافقت شد، اما تأکید فراوان به عمل آمد که تا تهیه‌ی ارقام سود و زیان واقعی ۶ ماهه، هیچ فروشگاه جدیدی افتتاح نشود.

رویدادهای ۶ ماه دوم سال ۱۳۸۸

تا اواخر ماه مهر، تعداد فروشگاه‌های زنجیره‌ای به ۱۳ رسید. در این تاریخ، کل هزینه‌ی اجاره‌ی فروشگاه‌ها به ۲۰ میلیارد ریال در سال بالغ می‌شد. در مراجعه به بانک در این ماه، آقای تجدد اظهار داشت که سطح موجودی کالای مورد نیاز، متناسب با فروش جاری فروشگاه‌ها به رقم متوسط ۷۰ میلیارد ریال رسیده است. هرچند مؤسسه نمی‌توانست طبق قرار، تا پایان مهرماه، همه‌ی بدهی خود به بانک را پردازد، اما با پرداخت ۹ میلیارد ریال از یک تعهد ۱۰ میلیارد ریالی، دست‌کم مانده‌ی بدهی خود به بانک را در این تاریخ به ۱۶ میلیارد ریال کاهش داده بود (جدول ۱).

صورت‌های مالی فعالیت ۹ ماه از سال ۱۳۸۸، در اواسط آذرماه در اختیار بانک قرار گرفت. چند روز بعد، آقای تجدد از بانک خواست اعتبار ۱۶ میلیارد ریالی را تمدید کند و اعتبار جدیدی به مبلغ ۹ میلیارد ریال برای تأمین مالی افزایش فصلی موجودی کالا به وی اعطا شود. برآورد او این بود که در پایان آذرماه، مانده‌ی حساب موجودی کالا به ۷۵ میلیارد ریال می‌رسد. آقای تجدد گزارش کرد که رقم سود قبل از کسر برداشت از مهر تا دی ماه به ۳ تا ۵ میلیارد ریال در ماه بالغ می‌شد. آقای وثیق با درخواست

اعتبار اضافی موافقت کرد، مشروط بر آن که همیار تا پایان اسفندماه، کل بدهی خود به بانک را واريز نمايد.

رویدادهای ۶ ماه اول سال ۱۳۸۹

در اوایل فروردین ۱۳۸۹، آقای تجدد یک بار دیگر با ترازنامه‌ی پیش‌بینی شده به تاریخ پایان سال ۱۳۸۸ به بانک مراجعه کرد. هرچند موجودی کالا در پایان دی ماه به ۸۷ میلیارد ریال رسیده بود، اما طبق ارقام ترازنامه انتظار می‌رفت موجودی در پایان سال ۵/۶ میلیارد ریال کاهش یافته باشد. به علاوه، در همه‌ی فروشگاه‌ها، حسابرسی پایان سال در جریان بود.

هرچند آقای تجدد نتوانسته بود بدهی بانکی خود را طبق توافق کاملاً تسویه کند، ولی اشاره داشت که سودش به مراتب بهتر از انتظار بوده، و این که سرمایه در گردش شرکت نسبت به ۳۱ شهریور، ۱۸ میلیارد ریال افزایش یافته بود. آقای تجدد در مورد شروع فعالیت گسترده‌ای در زمینه‌ی واردات در اواخر ۱۳۸۸ نیز اطلاعاتی در اختیار بانک گذاشت. هدف از این فعالیت کاهش قیمت تمام‌شده‌ی کالاها بود.

مالک شرکت تصریح کرد که وی خود کار انتخاب پوشاک، سفارش خرید و ترتیب حمل و نقل را برعهده خواهد داشت، اما در مورد امور ترخیص کاری از خدمات شرکت‌های دیگر استفاده می‌کرد. آقای تجدد برآورد می‌کرد که سود قبل از مالیات عملیات واردات ظرف چند ماه گذشته برابر ۳/۷ میلیارد ریال بوده است. واردات فقط برای فروشگاه‌ها به منظور خرده‌فروشی صورت می‌گرفت، و وی امید آن داشت که ۶۰ درصد کل نیازهای خرده‌فروشی خود در فصل آتی را از این منبع تهیه کند. از آن جا که شرکت درگیر واردات شده بود، آقای تجدد نیاز فوری‌تر و بیش‌تری به منابع مالی داشت. از این‌رو، تقاضا می‌کرد ۱۰ میلیارد ریال به سقف اعتباری شرکت اضافه شود تا بتواند اعتبارات اسنادی خود را باز کند. چون سود شرکت افزایش یافته بود، آقای وثیق با این تقاضا موافقت کرد.

در اواسط اردیبهشت ماه ۱۳۸۹، بانک صورت‌های مالی سال ۱۳۸۸ را دریافت کرد. این صورت‌ها با گزارشی همراه بود که می‌گفت شرکت سه فروشگاه جدید دیگر، یکی در تهران و دو فروشگاه دیگر در اصفهان تأسیس کرده است. با افتتاح این سه، جمع کل فروشگاه‌های شرکت به ۱۶ واحد می‌رسید. بعد از بررسی گزارش مالی سال ۱۳۸۸، آقای تجدد از آقای وثیق ۱۵ میلیارد ریال اعتبار اضافی تقاضا کرد تا موجودی‌های لازم برای فصل بهار را تدارک ببیند. وی گزارش کرد که موجودی‌ها برابر ۸۰ میلیارد ریال بوده و اعتبار اضافی، کل بدهی شرکت به بانک را به ۳۵ میلیارد ریال می‌رساند (جدول ۱). آقای تجدد اعتقاد راسخ داشت که مبلغ مورد تقاضای وی فقط در فصل بهار ضرورت داشت (یعنی در فصلی که موجودی‌ها خیلی زیاد بود) و پس

از آن قابل بازپرداخت بود. بانک با تقاضای آقای تجدد موافقت کرد به شرط آن که کل بدهی تا پایان شهریور ماه به صفر برسد.

در اواسط تیر ماه، آقای تجدد به بانک رفت تا به اطلاع مدیر بانک برساند که فعالیت‌های تا ۳۱ خرداد با موفقیت کامل همراه بوده است، فروش به رقم ۱۵۵ میلیارد ریال و سود قبل از مالیات و برداشت به ۱۱/۷ میلیارد ریال رسیده بود؛ از این رقم سود، ۲ میلیارد ریال از خرده‌فروشی و ۹/۷ میلیارد ریال از واردات حاصل شده بود. پیش‌بینی می‌شد در سه ماهه‌ی بعدی، فروش خرده‌فروشی به ۱۸۰ میلیارد ریال برسد، و در عین حال، با کنترل دقیق موجودی‌ها، موجودی کالاهای خرده‌فروشی تا پایان شهریور ماه به ۶۰ میلیارد ریال کاهش یابد. در پاسخ به استعلام بانک، آقای تجدد موجودی‌های جاری خود را ۱۰۰ میلیارد ریال اعلام کرد که ۱۷ میلیارد ریال آن کالاهای در راه بود. آقای تجدد کماکان معتقد بود که تا پایان شهریور، کل بدهی خود را واریز خواهد کرد.

رویدادهای ۶ ماه دوم سال ۱۳۸۹

در شهریور ماه سال ۱۳۸۹، آقای وثیق دریافت که شرکت همیار بدهی خود را به ۱۵ میلیارد ریال کاهش داده بود (جدول ۱). وی در جریان گفت‌وگوهای خود با آقای تجدد در زمینه‌ی طرح‌های گسترش شرکت در فصل پاییز متوجه شد که شرکت در آن زمان ۱۸ شعبه داشته و سطح فعالیت وسیعی را برای پاییز تدارک دیده بود. خرده‌فروشی در آبان ماه به ۴۰ میلیارد ریال رسیده و انتظار می‌رفت که جمع فروش در آذر و دی ماه به ۱۰۰ میلیارد ریال برسد. آقای تجدد در این فاصله برای پوشاک وارداتی خود چند مشتری در جمهوری آذربایجان یافته بود. وی پیش‌بینی می‌کرد تا پایان آذر موجودی‌های کالاهای خرده‌فروشی او به بالاترین سطح رسیده و از این رو ۵ میلیارد ریال وام اضافی درخواست کرد.

در اواسط دی ماه، بانک صورت مالی خلاصه‌ای به تاریخ ۳۰ آذر دریافت کرد که نشان می‌داد موجودی‌ها به ۱۳۰/۹ میلیارد ریال افزایش یافته و از این رقم ۹۸/۶ میلیارد ریال مربوط به خرده‌فروشی بود. آقای تجدد به این صورت یادداشتی ضمیمه کرده بود که می‌گفت موجودی‌های خرده‌فروشی تا پایان سال به ۶۵ میلیارد ریال کاهش می‌یافت.

در جلسه‌ی ملاقات با آقای وثیق در تاریخ ۱۲ اسفند، آقای تجدد اظهار کرد که رقم ۶۵ میلیارد ریال حداقل موجودی، دیگر برای فعالیت شرکت ناکافی بوده و امکان گسترش را از شرکت می‌گرفت. وی در آن زمان رقم ۹۰ میلیارد ریال را صحیح‌تر می‌دانست. در این ملاقات، آقای تجدد اعتباری جدید به مبلغ ۱۰ میلیارد ریال برای تأمین مالی واردات و نیازهای خرده‌فروشی در فصل بهار تقاضا کرد. وی نسبت به آینده‌ی فعالیت‌های وارداتی بسیار امیدوار بود و بر سودآوری آن تأکید داشت. آقای تجدد به

رئیس بانک اطمینان داد که اعتبار ۱۰ میلیارد ریالی جدید که رقم کل بدهی شرکت به بانک را به ۳۰ میلیارد ریال می‌رساند، برای نیازهای جاری شرکت کاملاً کافی بوده و وی قصد تقاضای وام دیگری نخواهد داشت. این درخواست مورد تصویب بانک قرار گرفت.

آخرین تقاضای اعتبار - فروردین ۱۳۹۰

در اواسط فروردین ۱۳۹۰، آقای تجدد گزارش فعالیت‌های ۵ ماه آخر سال ۱۳۸۹ و ترازنامه‌ی پایان سال را به بانک آورد. وی پیش‌بینی می‌کرد که فروش پوشاک وارداتی در ۶ ماه اول سال ۱۳۹۰ به ۵۰ میلیارد ریال خواهد رسید. مدل‌های بهاره‌ی شرکت مورد استقبال فراوان قرار گرفته و خریداران بسیاری خواهان آن بودند. وی اظهار داشت که شرکت در آن زمان دیگر ۶۰٪ پوشاک خود را رأساً وارد می‌کرد و حتی به فروشگاه‌های دیگر نیز جنس می‌فروخت. آقای تجدد توضیح داد که اگر بر واردات خود بیفزاید، مشتری فراوانی برای کالاهای خود دارد، و افزایش واردات نیز کاملاً عملی است، و صرفاً به دلیل پیشنهاد و اصرار بانک است که آهسته پیش می‌رود. آقای تجدد از حجم فروش شرکت نیز راضی بود، چرا که معتقد بود به‌رغم شکوهی رقبا از کساد بازار، وی سطح فروش گذشته‌ی خود را هم‌چنان حفظ کرده است. با توجه به رشد مداوم شرکت و همکاری آن با بانک، آقای تجدد اظهار امیدواری می‌کرد که بانک از شرکت به‌طور کلی راضی باشد، و با تقاضای جدید وام موافقت کند.

انتظار می‌رفت اعتبار جدید مورد درخواست به مبلغ ۱۰ میلیارد ریال صرف تسویه‌ی اعتبار اسنادی مربوط به کالاهای رسیده به بندر ایران شود. آقای تجدد بر این اعتقاد بود که وی هیچ مشکلی برای بازپرداخت کامل بدهی خود به بانک تا اواسط تابستان نخواهد داشت. هرچند که در سال‌های گذشته سود شرکت از خرده‌فروشی حاصل شده بود، اما آقای تجدد مطمئن بود آینده به فعالیت عمده‌فروشی تعلق داشت. وی در هنگام ترک بانک تصریح کرد که اعتبار ۱۰ میلیارد ریالی جدید به شرکت کمک خواهد کرد تا قدرت بازپرداخت کل بدهی خود به بانک را بازیابد. از آن‌جا که کل اعتبار ۴۰ میلیارد ریالی امکان گسترش فعالیت‌های تولیدی را فراهم می‌آورد، آقای تجدد معتقد بود که جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت تولیدی در شش ماه آتی به مراتب بیش از مبلغ کل بدهی به بانک می‌شد.

سؤال‌ها

۱. آیا نحوه‌ی گسترش فعالیت‌های شرکت تولید و پخش پوشاک همیار مورد تأیید شماست؟ مدیریت آقای تجدد را چگونه ارزیابی می‌کنید و آیا با اقدامات وی موافق‌اید؟
۲. آیا تقاضای مکرر برای وام و تمدید اعتبارهای اعطایی امری خطرناک است؟ فکر می‌کنید شرکت بتواند بدهی خود به بانک را کلاً تسویه کند؟
۳. آقای وثیق در موارد متعدد با درخواست اعتبار جدید برای شرکت موافقت کرده است، آیا اقدام وی را تأیید می‌کنید؟
۴. آیا بانک باید با آخرین درخواست اعتبار ۱۰ میلیارد ریالی موافقت کند؟
۵. آقای تجدد بر این اعتقاد است که تا ۶ ماه دیگر جریان‌های نقدی ورودی آن قدر زیاد خواهد بود که واریز کل وام ممکن می‌شود؟ نظر شما در این مورد چیست؟

جدول ۱

شرکت پوشاک همیار

فهرست مانده‌ی اسناد پرداختنی به بانک در پایان ماه (ارقام به میلیارد ریال)

۱۳۸۹	۱۳۸۸	۱۳۸۷	
۲۰	۲۰		فروردین
۳۵	۲۵		اردیبهشت
۳۵	۲۵		خرداد
۳۵	۲۵		تیر
۲۵	۲۵		مرداد
۲۵	۱۶		شهریور
۱۵	۱۶		مهر
۱۵	۱۶	۱۱	آبان
۲۰	۲۵	۱۵	آذر
۲۰	۲۵	۱۵	دی
۲۰	۱۶	۱۵	بهمن
۳۰	۱۰	۱۵	اسفند

جدول ۲
شرکت پوشاک همیار
ترازنامه‌ی دوره‌های مختلف (ارقام به میلیون ریال)

تخمینی ۱۳۸۹/۱۲/۲۹	تخمینی ۱۳۸۹/۹/۳۰	حسابرسی شده ۱۳۸۹/۷/۳۰	تخمینی ۱۳۸۹/۴/۱۵	حسابرسی شده ۱۳۸۸/۱۲/۲۹	تخمینی ۱۳۸۸/۹/۳۰	حسابرسی شده ۱۳۸۸/۶/۳۰	حسابرسی شده ۱۳۸۷/۱۲/۲۹	حسابرسی شده ۱۳۸۷/۶/۳۰	
									دارایی‌ها
۸,۰۰۰	۱۴,۰۰۰	۸,۴۰۰	۶,۰۰۰	۴,۴۰۰	۱۶,۰۰۰	۱۰,۹۰۰	۸,۶۰۰	۴,۶۰۰	صندوق
۳,۰۱۰	۸,۳۰۰	۲,۲۰۰		۲,۸۰۰					بدهکاران
۱,۰۵۰,۰۰۰	۹۹,۹۰۰	۷۷,۲۰۰	۸۴,۰۰۰	۶۴,۵۰۰	۷۵,۰۰۰	۵۷,۹۰۰	۴۸,۲۰۰	۲۷,۰۰۰	موجودی کالاهای خرید و فروش شدنی
۴۱,۰۰۰	۳۱,۰۰۰	۲۵,۰۰۰	۱۷,۰۰۰	۱,۰۰۰					موجودی کالاهای عمده‌فروشی
۱۸۴,۱۰۰	۱۵۳,۲۰۰	۱۱۲,۸۰۰	۱۰۷,۰۰۰	۷۲,۷۰۰	۹۱,۰۰۰	۶۸,۸۰۰	۵۶,۸۰۰	۳۱,۶۰۰	دارایی‌های جاری
۳۵,۰۰۰	۳۱,۲۰۰	۳۲,۳۰۰	د.ان	۳,۶۰۰	د.ان	۲,۷۰۰	۱۷,۷۰۰	۱۳,۶۰۰	مبلمان و لوازم (خاص)
۲,۱۰۰	۴,۳۰۰	۴,۱۰۰	د.ان	۴,۱۰۰	د.ان	۷,۷۰۰	۲,۷۰۰	۲,۱۰۰	سایر دارایی‌ها
۲۲۱,۲۰۰	۱۸۸,۷۰۰	۱۴۹,۲۰۰	د.ان	۱۰۷,۴۰۰	د.ان	۹۷,۲۰۰	۷۷,۲۰۰	۴۷,۳۰۰	جمع دارایی‌ها
									بدهی‌ها و سرمایه
۳,۰۰۰	۲,۰۰۰	۱۵,۰۰۰	۳۵,۰۰۰	۱,۰۰۰	۲۵,۰۰۰	۱۶,۰۰۰	۱۵,۰۰۰		اسناد پرداختی - بانک
				۱,۷۰۰		۲,۶۰۰	۱,۱۰۰	۳,۱۰۰	اسناد پرداختی - دیگران
۴,۰۲۰	۴۲,۶۰۰	۳۵,۲۰۰	۲۲,۰۰۰	۱۵,۱۰۰	۲۶,۰۰۰	۲۲,۲۰۰	۱۱,۰۰۰	۱۰,۷۰۰	حساب‌های پرداختی
۱۱,۰۰۰	۱۴,۵۰۰	۱۲,۰۰۰	۳,۰۰۰	۴,۵۰۰	۲,۰۰۰	۳,۲۰۰	۴,۹۰۰	۲,۷۰۰	هزینه‌های معوق
۸۱,۲۰۰	۷۷,۱۰۰	۶۲,۲۰۰	۶۰,۰۰۰	۳۱,۳۰۰	۵۳,۰۰۰	۴۴,۰۰۰	۳۲,۰۰۰	۱۶,۵۰۰	بدهی‌های جاری
۱۴,۰۰۰	۱۱۱,۶۰۰	۸۷,۰۰۰	د.ان	۷۴,۱۰۰	د.ان	۵۳,۲۰۰	۴۵,۲۰۰	۳,۰۸۰	ارزش ویژه
۲۲۱,۲۰۰	۱۸۸,۷۰۰	۱۴۹,۲۰۰	د.ان	۱۰۷,۴۰۰	د.ان	۹۷,۲۰۰	۷۷,۲۰۰	۴۷,۳۰۰	جمع بدهی و سرمایه
۱۳۹۰/۱/۱۳	۱۳۸۹/۱۰/۱۱	۱۳۸۹/۹/۲	۱۳۸۹/۴/۱۸	۱۳۸۹/۲/۱۷	۱۳۸۸/۹/۲۱	۱۳۸۸/۹/۱۳	۱۳۸۸/۱/۲۵	۱۳۸۷/۸/۱۶	تاریخ وصول گزارش به بانک

* د.ان: در اختیار نیست

* شامل ۱۵۰ میلیارد ریال کالاهای تولیدی به سفارش فروشگاه‌ها در واحدهای تولیدی انبار شده است.

افته‌ی ۳-۱. شرکت میعادگاه آزمایش^۱ (سهامی عامی)

نصرالله صائبی، مدیر مالی شرکت صنایع غذایی میعادگاه آزمایش، نگران تغییرات دائمی نرخ ارز در روزهای پایانی سال ۱۴۰۱ بود. هر طرف که نگاه می‌کرد، مشکلی می‌دید: تولید با مشکل قیمت نهاده‌ها، فروش با مشکل تعیین قیمت رقابتی فروش، دستمزدها با تغییراتی که در قانون پیش‌بینی شده بود، نرخ خدمات دریافتی با تغییرات مورد انتظار در بازار، و ... مواجه بود. همه اینها روی نیازهای سرمایه در گردش شرکت در سال ۱۴۰۲ تأثیر می‌گذاشت، و صائبی می‌خواست این نیازها را برآورد کند و مطمئن شود که به قدر کافی منابع در شرکت وجود دارد، و اگر هم نیاز به منابع است، می‌خواست بداند که چگونه باید آن نیازها را مرتفع کند. از این رو، با دیگر مدیران دائماً صحبت می‌کرد.

آقای راویان حسنی، مدیر بازاریابی، همین دیروز به وی می‌گفت که بودجه‌های تبلیغات باید خیلی بالا رود، و قیمت فروش محصولات هم بعد از توافق با «سازمان حمایت از مصرف‌کننده» حداقل ۴۰ درصد بالا رود. آقای صائبی پرسید «آیا بازار مصرف‌کنش این قیمت‌ها را دارد؟» و جواب شنید که «فروش دشوارتر خواهد بود، و امید آن است که صادرات بیشتر انجام شود.»

سازمان حمایت از مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان سازمانی دولتی است که اهداف خود را حمایت از تولیدات داخلی، حمایت از مصرف‌کنندگان در قبال نوسانات غیرمعمول قیمت‌ها، و بازرسی و نظارت بر قیمت و توزیع کالاهای تولیدی اعلام کرده است، اما شرکت‌ها عمدتاً آن سازمان را به عنوان سازمان کنترل‌کننده قیمت‌ها می‌شناسند، و اغلب از دخالت بی‌رویه آن در قیمت‌های بازار گله‌مند هستند.

خانم سوسن صیادی، مدیر نیروی انسانی، به آقای صائبی گفته بود که «با تورم ۵۰ درصدی، افزایش حقوق ۲۰ درصدی دولتی برای کارکنان تحمل‌پذیر نیست، و شرکت در صورتی که توان داشته باشد، باید داوطلبانه حقوق و دستمزد را بیشتر افزایش دهد.» و پاسخ آقای صائبی آن بود «که حتی برای پرداخت طبق مصوبه شورای عالی کار هم جورکردن منابع سخت است.»

به موجب قانون کار، شورای عالی کار همه‌ساله با تصویب بخشنامه در رابطه با افزایش دستمزد سال بعد، حداقل دستمزد را تعیین می‌کند. این شورا برای سال ۱۴۰۲ هنوز حداقل دستمزد روزانه کارگران را اعلام نکرده، اما غیرمستقیم در میان صنایع و کسب‌وکارها از نرخ افزایش ۲۰٪ صحبت شده است.

^۱ این افته براساس اطلاعات شرکت پذیرفته‌شده در بورس ایرانی و فعال در تاریخ تهیه افته نگارش شده است. برخی اعداد تغییر کرده است، اما روابط نسبی ارقام حفظ شده است. مشابهت اسامی برحسب تصادف رخ داده، و هدف از افته صرفاً آموزشی است و هدف نقد و تحلیل شرکت یا شخص خاصی مدنظر نیست. این افته توسط حسین عبده تبریزی برای ارائه در کلاس «مالی شرکت‌ها در عمل» در اسفندماه ۱۴۰۱ تهیه شده است. همه حقوق اثر متعلق به آکادمی دانایان، (گروه مالی دانایان) است.

ضمناً خانم صیادی به مدیر مالی گفته است که حق بیمه مربوط به بیمه‌های تکمیلی در سال ۱۴۰۲ حداقل سه برابر خواهد شد. رضا یادگاریا، مدیر تدارکات، هم به آقای صائبی اطلاع داده که همه چیز گران شده است، «گران‌شدن یک موضوع، و نفروختن مهم‌تر. دیروز برای یک ترانس شهر را زیرورو کردم، و آخر سر هم با هزار مکافات آن را به قیمت دو برابر یکماه پیش خریدم.»

معرفی شرکت

میعادگاه آزمایش یکی از بزرگ‌ترین تولیدکنندگان مواد غذایی نظیر بیسکویت و پفک بود. شرکت در مناطق مرکزی کشور واقع شده و روی اراضی‌ای به وسعت ۲۰ هکتار خطوط تولید خود را ایجاد کرده است. ظرفیت تولید شرکت حدود ۶۷ تن در روز است. شرکت مدعی است که در برخی محصولات غذایی، به‌ویژه در تولید بیسکویت، موقعیت انحصاری دارد، و توانسته فرمول‌های جدیدی را در تولید محصولات به کار گیرد. شرکت کلاً ۱۰ نوع محصول به شرح زیر دارد:

- ❖ ۳ نوع بیسکویت کرمدار
- ❖ ۲ نوع بیسکویت ویتامینه
- ❖ ۳ نوع پفک (نمکی، پنیری و فلفی)
- ❖ ۲ نوع تافی

شرکت خود را موظف می‌داند که در هر سال حداقل یک محصول به سبد محصولات خود بیفزاید. شرکت از یک برند استفاده و کلیه محصولات خود را با برند «بی‌همتا» عرضه می‌کند.

شرکت در اواخر سال ۱۳۸۹ در فرابورس پذیرفته شد و از این سال فعالیت بی‌تنشی را در بورس آغاز کرد. صادرات شرکت به کشورهای همجوار محدود است، و موردی از صدور مستقیم محصولات به کشورهای اروپایی مشاهده نشده است. در سایت رسمی شرکت می‌خوانیم که «میعادگاه آزمایش متعهد به تولید و عرضه محصولات مرغوب است تا منافع شرکت و منافع ملی را تأمین کند. برای انجام این تعهد، شرکت با ارتقای سطح مهارت و تخصص کارکنان به عنوان مهم‌ترین سرمایه شرکت، با برگزاری دوره‌های آموزشی منظم، و با تلاش برای تولید محصولات جدید کوشیده است تا به طور دائم بهره‌وری را افزایش دهد. ناظران بیرونی معتقدند که کیفیت تولیدی محصولات شرکت متوسط است، هر چند که در سال‌های اخیر و به‌ویژه با تولید محصولات جدید، نوعی بهبود کیفی مداوم در محصولات شرکت مشاهده می‌شود.

ترکیب مالکیت سهام به گونه ای است که شرکت یک سهامدار عمده دارد، و این سهامدار با بیش از ۷۵ درصد سهام، عملاً می تواند به راحتی هر پنج عضو هیأت مدیره را منصوب کند. بقیه سهام به طور گسترده ای بیشتر بین افراد حقیقی توزیع شده است.

سایت سهام یاب که اطلاعات شرکت های بورسی را منتشر می کند، ارزش بازار شرکت را در پایان سال ۱۴۰۱ نزدیک به ۱۵۰۰ میلیارد تومان، و بیشتر خریداران سهام در معاملات سال ۱۴۰۱ را سهامداران حقیقی معرفی می کند.

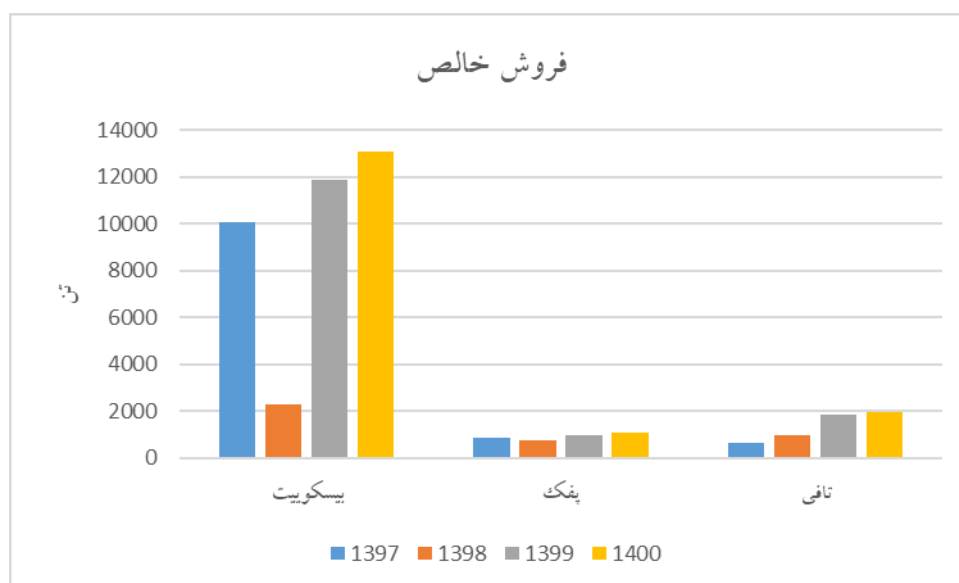
داده های مالی

صورت های مالی سال های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰ و نیز سه ماهه، شش ماه و نه ماهه اول سال ۱۴۰۱ در پیوست افته آمده است. به لحاظ اطلاع از وضعیت سود و زیان و دارایی های شرکت در سال های قبل از تورم های بالا، در زیر داده هایی از سال ۱۳۹۶ نیز ارائه شده است.

صورت سود و زیان

ارقام به میلیارد تومان	1396/12/29	1397/12/29
درآمدهای عملیاتی	52.9	71.1
بهای تمام شده درآمدهای عملیاتی	(45.5)	(57.6)
سود (زیان) ناخالص	7.4	13.5
هزینه های فروش، اداری و عمومی	(2.3)	(3.2)
سایر درآمدها و هزینه ها	0.2	0.1
سود (زیان) عملیاتی	5.3	10.4
هزینه های مالی	(0.9)	(0.5)
سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	0.2	0.3
سود (زیان) عملیاتی قبل از مالیات	4.6	10.1
هزینه مالیات بر درآمد	(0.9)	(1.5)
سود (زیان) خالص	3.7	8.6

آمار تعداد محصول تولید و فروش شده طی چهار سال گذشته را در نمودار زیر می یابید.



فروش خالص

1400	1399	1398	1397	مقادیر به تن
13111.2	11905.2	2275.2	10080	بیسکویت
1083.6	947.7	762.3	870.3	پنک
1951.2	1854.9	959.4	650.7	تافی

همچنین، ظرفیت‌های اسمی تولید طی چهار سال گذشته در جدول زیر قابل مشاهده است.

ظرفیت اسمی تولید

1400	1399	1398	1397	مقادیر به تن
13500	13500	12600	12600	بیسکویت
2250	2250	2250	2250	پنک
4500	3150	2700	2700	تافی

شرکت «تحلیل بازار» با انتشار مقاله‌ای در شروع سال ۱۴۰۱، وضع این شرکت را به شرح زیر گزارش کرده است:

«فروش شرکت در ۴ فصل اخیر حدود ۳۶۰ میلیارد تومان بوده است که نسبت به دوره قبل، ۸۰ درصد رشد داشته است و ۲۵ درصد از کل فروش صادراتی و مربوط به بیسکویت است. برابر ۸۰ درصد مبلغ ریالی فروش نیز مربوط به بیسکویت است. انجمن شیرینی و شکلات باید قیمت‌های فروش را تأیید کند و در چهار فصل اخیر نسبت به دوره مشابه قبل، قیمت‌ها ۵۰ درصد رشد داشته است.

«بهای تمام‌شده شرکت بیش از ۸۰ درصد مواد اولیه، ۱۰ درصد سربار، ۷ درصد دستمزد و ۳ درصد غیر از آنهاست. بخش عمده مواد اولیه آرد، روغن و شکر است که از داخل تأمین می‌شود. با توجه به حذف دلار ۴۲۰۰ تومانی برای دانه‌های روغنی و افزایش قیمت روغن، و نیز با احتمال آزادسازی قیمت شکر، بهای تمام‌شده تولیدات میعادگاه آزمایش به شدت افزایش خواهد یافت. طرح توسعه‌ای که به اتمام رسیده، تغییر اساسی در ظرفیت تولیدات داده و به طور متوسط ۴۶ درصد ظرفیت کل تولید را افزایش خواهد داد.»

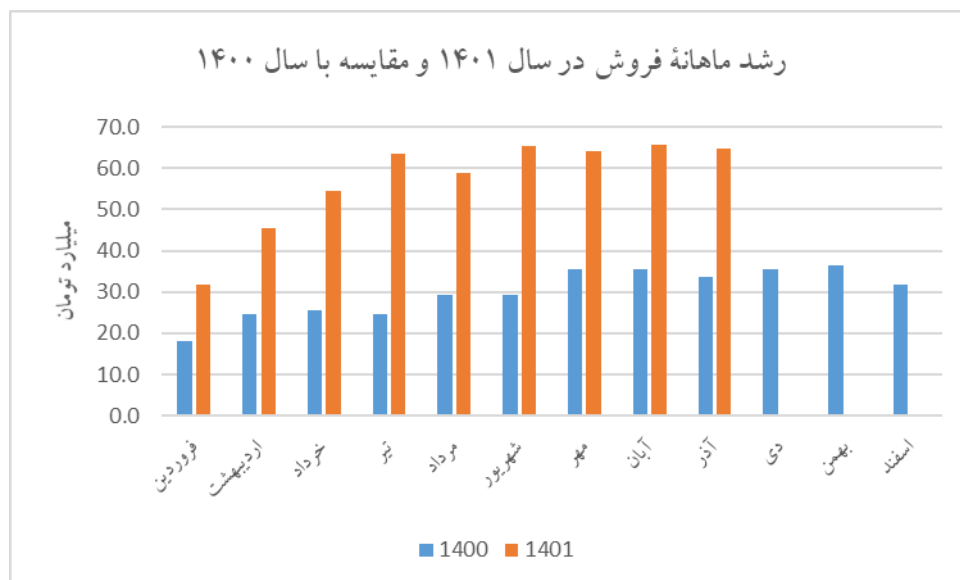
برآورد این تحلیلگر از حاشیه سود ناخالص و خالص شرکت برای دوره‌ای که آن را بررسی کرده به شرح زیر است:

نه	سال	سال	سال	سال	
ماهه ۱۴۰۱	مالی ۱۴۰۰	مالی ۱۳۹۹	مالی ۱۳۹۸	مالی ۱۳۹۷	
3 9.86%	30. 75%	28. 57%	23. 44%	18. 99%	حاشیه سود ناخالص
2 7.22%	21. 98%	26. 29%	19. 22%	12. 03%	حاشیه سود خالص

در مهر ماه سال ۱۴۰۱، سایت اقتصاد امروز ایران تحلیلی بنیادی از وضع این شرکت منتشر کرد. گزارش می‌گوید:

«میعادگاه آزمایش در صورت‌های مالی ۶ ماهه خود ۱۰۰ میلیارد تومان سود پیش‌بینی کرده است، و رشد درآمد خود را ۱۱۵ درصد می‌داند و رشد فروش از افزایش نرخ فروش محصولات این شرکت نشأت می‌گیرد که به دلیل رشد کمتر بهای تمام‌شده، باعث افزایش سودآوری شده است. افزایش سود ۲۰۰ درصدی شش ماهه اول سال ۱۴۰۱ نسبت به مدت مشابه در سال گذشته، یکی از عمده‌ترین رشدها در صنایع تبدیلی کشور است.»

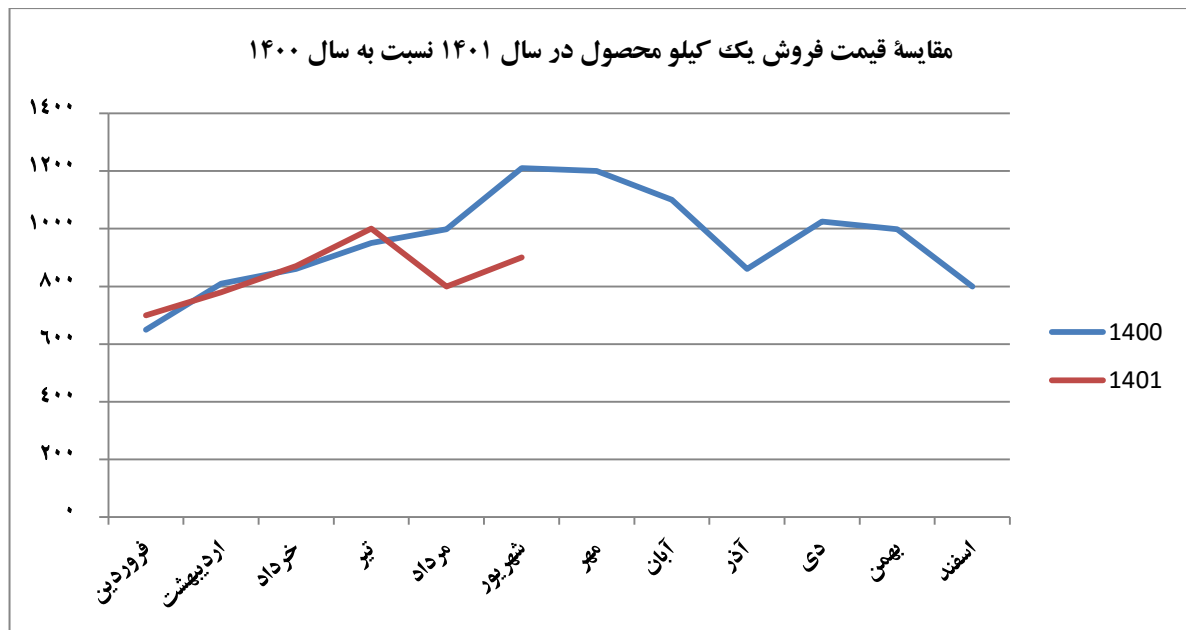
نمودار زیر رشد ماهانه درآمد شرکت در سال ۱۴۰۱ را نشان می‌دهد و آن را با فروش سال ۱۴۰۰ مقایسه می‌کند:



فروش خالص

ارقام به میلیارد تومان	۱۴۰۰	۱۴۰۱
فروردین	۱۸.۲	۳۱.۸
اردیبهشت	۲۴.۶	۴۵.۴
خرداد	۲۵.۵	۵۴.۵
تیر	۲۴.۶	۶۳.۵
مرداد	۲۹.۲	۵۹.۰
شهریور	۲۹.۲	۶۵.۴
مهر	۳۵.۵	۶۴.۳
آبان	۳۵.۵	۶۵.۸
آذر	۳۳.۷	۶۴.۹
دی	۳۵.۵	
بهمن	۳۶.۵	
اسفند	۳۱.۹	

نمودار زیر نیز قیمت فروش یک کیلو بیسکویت در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ را با یکدیگر مقایسه می‌کند.



آقای صائبی که برای تهیه گزارش در مورد نیازهای مالی سال آینده آماده می‌شد، پس از مطالعه کامل گزارش‌هایی که از آنها در این افته نقل شده است، در جلسه ۷ اسفند ۱۴۰۱ به مدیرعامل گفت: «هر چقدر امسال بتوانیم با توجه به افزایش ظرفیت بیشتر جنس بفروشیم طبعاً خوشحال‌تر می‌شویم، اما تأمین مالی فروش هم خود داستانی است. بانک‌ها که تحت فشار هستند، و رویه‌های فروش هم که تغییر نکرده است، اما قیمت‌های اجناسی که باید بخریم پرواز کرده و همه پول می‌خواهند. سال ۱۴۰۲ باید مواظب حجم پولی که لازم داریم باشیم.»

سؤال‌ها

۱. با توجه به صورت‌های مالی ارائه‌شده، برآوردی از نیازهای مالی میعادگاه آزمایش برای سال جدید داشته باشید.

۲. آیا شرکت باید نگران تأمین منابع مالی برای تداوم و گسترش فعالیت خود باشد؟

۳. کدام منابع را برای تأمین نیازهای مالی میعادگاه آزمایش توصیه می‌کنید؟ چرا؟

پیوست‌ها

صورت سود و زیان

ارقام به میلیارد تومان	۱۳۹۷/۱۲/۲۹	۱۳۹۸/۱۲/۲۹	۱۳۹۹/۱۲/۲۹	۱۴۰۰/۱۲/۲۹	۱۴۰۱/۰۳/۲۹	۱۴۰۱/۰۶/۲۹	۱۴۰۱/۰۹/۲۹
درآمدهای عملیاتی	۷۱.۱	۱۱۵.۲	۲۰۱.۶	۲۶۰.۰	۱۲۹.۶	۳۱۹.۵	۵۱۴.۸
بهای تمام‌شده درآمدهای عملیاتی	(۵۷.۶)	(۸۸.۲)	(۱۴۴.۰)	(۲۴۹.۳)	(۷۳.۸)	(۱۸۴.۵)	(۳۰۹.۶)
سود (زیان) ناخالص	۱۳.۵	۲۷.۰	۵۷.۶	۱۱۰.۷	۵۵.۸	۱۳۵.۰	۲۰۵.۲
هزینه‌های فروش، اداری و عمومی	(۳.۲)	(۵.۸)	(۸.۱)	(۱۴.۴)	(۵.۸)	(۲۸.۵)	(۴۱.۸)
سایر درآمدها و هزینه‌ها	۰.۱	۰.۲	۰.۶	۰.۹	۰.۳	۰.۵	۰.۷
سود (زیان) عملیاتی	۱۰.۴	۲۱.۴	۵۰.۱	۹۷.۲	۵۰.۳	۱۰۷.۰	۱۶۴.۲
هزینه‌های مالی	(۰.۵)	(۰.۶)	(۲.۲)	(۴.۱)	(۱.۳)	(۲.۴)	(۳.۷)
سایر درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی	۰.۳	۵.۰	۱۳.۱	(۱.۸)	۲.۰	۱.۳	۱.۵
سود (زیان) عملیاتی قبل از مالیات	۱۰.۱	۲۵.۸	۶۱.۱	۹۱.۳	۵۱.۰	۱۰۵.۸	۱۶۲.۰
هزینه مالیات بر درآمد	(۱.۵)	(۳.۷)	(۸.۱)	(۱۲.۲)	(۱۰.۴)	(۱۴.۲)	(۲۱.۹)
سود (زیان) خالص	۸.۶	۲۲.۱	۵۳.۰	۷۹.۱	۴۰.۷	۹۱.۶	۱۴۰.۱

صورت وضعیت مالی

1401/09/29	1401/06/29	1401/03/29	1400/12/29	1399/12/29	1398/12/29	1397/12/29	ارقام به میلیارد تومان
دارایی‌ها							
دارایی‌های غیر جاری							
130.3	131.1	127.1	126.5	103.1	50.8	9.0	دارایی‌های ثابت مشهود
0.1	0.1	0.1	0.1	-	-	-	دارایی‌های نامشهود
27.3	27.3	27.3	27.3	0.1	0.1	0.1	سرمایه گذاری‌های بلندمدت
0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	دریافتی‌های بلندمدت
-	-	-	-	-	0.9	-	سایر دارایی‌ها
158.0	158.7	154.6	154.0	103.4	51.9	9.3	جمع دارایی‌های غیر جاری
دارایی‌های جاری							
7.2	1.2	7.1	17.4	2.8	2.5	2.9	سفارشات و پیش‌پرداخت‌ها
122.8	120.3	117.4	91.4	55.8	41.9	22.0	موجودی مواد و کالا
171.6	167.4	114.1	82.3	64.8	14.8	13.0	دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها
9.0	6.3	6.3	6.3	3.8	2.5	0.5	سرمایه گذاری‌های کوتاه‌مدت
34.9	8.5	14.1	3.9	23.1	3.8	3.6	موجودی نقد
345.5	303.7	259.0	201.2	150.3	65.4	41.9	جمع دارایی‌های جاری
503.5	462.3	413.6	355.2	253.7	117.4	51.2	جمع دارایی‌ها
حقوق مالکانه و بدهی‌ها							
حقوق مالکانه							
135.0	135.0	135.0	135.0	50.8	50.8	16.2	سرمایه
-	-	-	-	20.6	-	-	افزایش سرمایه در جریان
9.0	9.0	9.0	9.0	5.0	2.5	1.4	اندوخته قانونی
-	-	-	-	-	-	-	سایر اندوخته‌ها
165.0	112.7	65.5	79.6	71.1	25.2	8.7	سود (زیان) انباشته
309.0	256.7	209.5	223.6	147.5	78.5	26.3	جمع حقوق مالکانه
بدهی‌ها							
بدهی‌های غیر جاری							
-	-	-	-	-	-	-	پرداختی‌های بلندمدت
-	-	-	-	-	-	-	تسهیلات مالی بلندمدت
8.5	7.7	8.1	4.3	2.5	1.4	1.1	ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
8.5	7.7	8.1	4.3	2.5	1.4	1.1	جمع بدهی‌های غیر جاری
بدهی‌های جاری							
121.9	109.3	84.4	68.8	61.2	26.5	19.4	پرداختی‌های تجاری و سایر پرداختی‌ها
23.4	19.8	23.6	13.2	8.3	3.7	1.3	مالیات پرداختنی
11.9	57.2	57.0	2.6	1.4	0.5	0.3	سود سهام پرداختنی
27.0	10.8	28.5	42.8	28.2	6.5	2.7	تسهیلات مالی
-	-	-	-	-	0.3	0.2	ذخایر
1.9	0.9	2.5	-	4.6	0.1	0.1	پیش‌دریافت‌ها
186.0	198.0	196.0	127.4	103.7	37.5	23.9	جمع بدهی‌های جاری
194.5	205.7	204.1	131.7	106.2	38.9	24.9	جمع بدهی‌ها
503.5	462.3	413.6	355.2	253.7	117.4	51.2	جمع حقوق مالکانه و بدهی‌ها

افته‌ی ۴-۱. شرکت دارویی مشعل فروزان^۱ (سهامی خاص)

تاریخچه

شرکت سهامی خاص دارویی مشعل فروزان در دهه ۴۰ قرن گذشته (شمسی) تحت شماره ۷۸۴۰- الف و به نام شرکت سهامی خاص گودلایف در اداره ثبت شرکت‌ها و مالکیت صنعتی به ثبت رسیده است. موضوع فعالیت شرکت شامل ساخت و خرید و فروش انواع دارو، مواد شیمیایی و دارویی بود. به استناد مصوبه مورخ ۵۹/۰۳/۰۳ شورای انقلاب اسلامی ایران تحت عنوان «لایحه قانونی راجع به تعیین مدیر برای شرکت‌های دارویی چند ملیتی و شرکت‌های بازرگانی آنها به وسیله وزارت صنایع و معادن با نظر وزارت بهداشتی و بهزیستی» اولین مدیران منتخب دولت از اوایل تابستان ۱۳۵۹ عهده‌دار امور شرکت شدند. تغییر نام شرکت به دارویی مشعل فروزان در همان سال صورت گرفت.

طبق مصوبه مورخ ۱۳۵۹/۱۱/۰۵، هیأت ۵ نفری موضوع ماده ۲ لایحه قانونی متمم قانون «حفاظت و توسعه صنایع ایران» تصویب شد که شرکت گودلایف به تملک دولت درآمد. با توجه به این مصوبه، در فروردین ماه سال ۱۳۶۲، بین نمایندگان دولت ایران و شرکت گودلانگ (سهامدار سابق شرکت) موافقت‌نامه‌ای تحت عنوان «درخواست مشترک برای صدور رأی دآوری بر مبنای شرایط مرضی‌الطرفین» به امضا رسید. طبق بند ۵ این موافقت‌نامه، برای تسویه کامل و نهایی حساب‌های شرکت گودلایف و شرکت‌های وابسته آن، دولت جمهوری اسلامی متعهد شد مبلغ ۳۶۴۲۸۷۰ دلار به آن شرکت بپردازد. این مبلغ از طریق بانک مرکزی ایران در وجه آن شرکت واریز شد.

خلاصه‌ای از فعالیت گذشته

در طی سال‌های بعد از انقلاب، تولیدات شرکت متناسب با سیاست‌گذاری‌های وزارت بهداشتی و ارزش تخصیصی انجام پذیرفت. به‌رغم بسیاری از مشکلات، در دهه ۶۰، شرکت توانست با خرید چندین دستگاه ماشین‌آلات داروسازی، تا حدی سطح اتوماسیون در تولید خود را بالا ببرد. طرح خطوط تولید و سیستم انبارها و خدمات در همان سال‌ها به عنوان طرح توسعه

^۱. این افته براساس اطلاعات واقعی در مورد یک شرکت ایرانی تهیه شده است. اسم‌ها و رقم‌ها همه تغییر کرده است. هدف افته طرح و آموزش مباحث و موضوع‌های مالی است و به هیچ وجه قصد انتقاد از مدیر یا مدیرانی در کار نبوده است. تشابه اسامی تصادفی است. افته در اسفند ماه سال ۱۴۰۱ توسط حسین عبده تبریزی برای تدریس نگاشته شده، و کلیه حقوق این اثر به آکادمی دانایان متعلق است.

عمده شرکت به اجرا درآمد. به علاوه، ساختمان اداری جدیدی نیز ساخته شد. اجرای این طرح در دهه ۶۰ امکانات تولیدی را تا دو برابر بالا برد. این نوع گسترش‌ها در دهه‌های ۷۰ به بعد هم ادامه یافت.

در دهه ۷۰، سهام این شرکت جزو اولین طرح‌های خصوصی‌سازی کشور به بخش خصوصی واگذار شد. در طی سه دهه پس از آن، شرکت به طور قابل ملاحظه‌ای رشد کرد، و تولیدات آن تنوع یافت، به گونه‌ای که امروزه شرکت بخش مهمی از محصولات دارویی ایران را تولید می‌کند.

در زمستان ۱۴۰۱، بعد از نزدیک به دو سال مطالعه، شرکت علاقه‌مند به اجرای طرح توسعه عمده‌ای شده است. هزینه اجرای این پروژه ۳۵۰ میلیارد تومان پیش‌بینی می‌شود و به نظر مدیران با هر سال تأخیر، این هزینه‌ها ۴۰ درصد افزایش می‌یابد. آقای رازقی، مدیرعامل شرکت، می‌گوید: «مشکل بتوانیم از وام یا اعتباری استفاده کنیم و حتی الامکان از محل سوددهی فرآورده‌های دارویی خود سرمایه‌گذاری خواهیم کرد».

فروش شرکت در سال مالی ۱۴۰۲ برابر ۱۵۲۰ میلیارد تومان برآورد می‌شود. این سطح فروش بدون هیچ افزایشی در هزینه‌های ثابت بدست خواهد آمد. البته، قیمت‌های فروش محصولات دارویی که کماکان به تصویب دولت می‌رسد، در نیمه دوم سال ۱۴۰۱ رشد قابل ملاحظه‌ای داشته است.

آقای رازقی همچنین می‌گوید: «هر چند که شرکت به دلیل کنترل قیمت‌های دارو محدود است، اما امسال به دنبال بدهکارشدن بیشتر به بانک‌ها هستیم، چرا که همه مشاوران معتقدند با تورم بالا، این کار به نفع شرکت است.» صورت‌های مالی شرکت در جدول‌های ۱ تا ۳ این افته خلاصه شده است.

مطلوب است:

۱. با توجه به ارقام مندرج در صورت‌های مالی، وضع مالی و سودآوری کلی شرکت را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ با استفاده دقیق از نسبت‌های مالی، ارزیابی خود را کامل کنید.
۲. صورت پیش‌بینی سود و زیان و ترازنامه را برای سال مالی منتهی به ۱۴۰۲/۰۶/۳۱ تهیه کنید. این صورت را به فرض عدم اجرای طرح سرمایه‌گذاری تهیه کنید.
۳. ویژگی‌های مالی این شرکت را به عنوان یک شرکت محکوم به کنترل قیمت برشمرد. به‌ویژه در مورد سرمایه در گردش توضیح دهید. چرا وضع تولید و ارقام ترازنامه به گونه‌ای است که می‌بینیم؟ آیا در صورت عدم کنترل قیمت‌ها، وضع تولید، سودآوری و مالی بهتری فراهم می‌شد؟
۴. آیا بدهی منعکس در ترازنامه نقطه قوت است؟ توضیح دهید.
۵. اجرای طرح توسعه نیاز به منابع مالی دارد. آیا شرکت منابع مالی لازم برای این پرداخت‌ها را در اختیار دارد؟ توضیح دهید.

جدول ۱. صورت وضعیت مالی
شرکت دارویی مشعل فروزان
(سهامی خاص)

ارقام – میلیارد تومان

شرح	سال مالی منتهی به ۱۳۹۸/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱
دارایی‌ها				
دارایی‌های جاری:				
وجوه نقد و موجودی بانک‌ها	۱	۲۲	۵	۱۶
حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری	۱۹۰	۱۸۹	۸۱	۱۲۸
سایر حساب‌ها و اسناد دریافتی	۵۳	۴۲	۹۸	۸۲
سپرده‌ها و پیش‌پرداخت‌ها	۳۷	۳۴	۳۹	۵۸
موجودی کالا و مواد	۲۸۰	۲۵۳	۲۹۶	۳۹۷
سفارش‌های کالا و مواد	—	—	۴۱	۹۹
جمع دارایی‌های جاری	۵۶۱	۵۴۰	۵۶۰	۷۸۰
سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت	۱۶	۴۷	۴۷	۴۷
خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	۲۲۸	۲۶۳	۲۸۶	۲۸۲
سایر دارایی‌ها	—	—	—	۱۱
جمع دارایی‌ها	۸۰۵	۸۵۰	۸۹۳	۱۰۱۲۰
بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام				
بدهی‌های جاری:				
اسناد پرداختی	۱۵۹	۴۰	۱۴۶	۲۲۰
بستانکاران — بانک‌ها	۳۱۲	۳۱۲	۳۸۱	۴۰۵
حساب‌های پرداختی تجاری	—	—	۳	۲۸
ذخیره مالیات بر درآمد	۲۵	۲۲	۳۲	۹۰
سود سهام پرداختی و پیشنهادی	—	۲۲	۱۸	۲۰
سایر حساب‌های پرداختی و ذخیره	۵۸	۹۳	۱۱۰	۱۴۸
هزینه‌های معوق	—	—	—	—
جمع بدهی‌های جاری	۵۵۴	۴۸۹	۶۹۰	۹۱۱
ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان	۵۱	۶۸	۸۲	۹۶
حقوق صاحبان سهام				
سرمایه (۹۰۰۰۰۰۰ سهم ۱۰ هزار تومانی با نام)	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
اندوخته قانونی	۹	۹	۹	۹
اندوخته احتیاطی	—	۶۷	۱۶۲	۱۰۹
سود (زیان) انباشته	۱۰۱	۱۲۷	(۱۴۰)	(۱۱۳)
اندوخته جبران زیان سنواتی	—	—	—	۱۸
جمع حقوق صاحبان سهام	۲۰۰	۲۹۳	۱۲۱	۱۱۳
جمع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام	۸۰۵	۸۵۰	۸۹۳	۱۰۱۲۰

جدول ۲. صورت سودوزیان
شرکت دارویی مشعل فروزان
(سهامی خاص)

ارقام - میلیارد تومان

شرح	سال مالی منتهی به ۱۳۹۸/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱
فروش خالص	۹۱۱	۱,۰۵۵	۷۷۰	۹۸۶
کسر می شود: بهای تمام شده کالاهای	۷۰۲	۷۹۱	۷۵۰	۸۱۹
فروش رفته				
سود ناخالص	۲۰۹	۲۶۴	۲۰	۱۶۷
کسر می شود:				
هزینه های اداری و تشکیلاتی	۴۴	۵۷	۴۵	۵۵
هزینه های مالی و تحقیقاتی	۱۰	۱۱	۲۴	۴۶
جمع هزینه ها	۵۴	۶۸	۶۹	۱۰۱
سود خالص قبل از درآمدها و	۱۵۵	۱۹۶	(۴۹)	۶۶
هزینه های متفرقه				
خالص درآمدها و هزینه های متفرقه	۷	(۱)	(۱)	(۱۱)
سود خالص قبل از کسر مالیات	۱۶۲	۱۹۵	(۵۰)	۵۵
کسر می شود: مالیات بر درآمد	۱۶	۵۴	۰	۵
سود خالص	۱۴۶	۱۴۱	(۵۰)	۵۰
مانده سود (زیان) انباشته آغاز سال	(۴۱)	۳۴	-	(۱۴۰)
تعدیلات مربوط به دوره های قبل	۴	(۶۶)	(۹۰)	(۲)
	(۴۵)	(۳۲)	(۹۰)	(۱۴۲)
سود قابل تخصیص	۱۰۱	۱۰۹	(۱۴۰)	(۹۱)
اندوخته احتیاطی	(۶۰)	(۹۵)	-	-
اندوخته جبران زیان سنواتی	-	-	-	(۱۹)
سود سهام پیشنهادی	(۷)	(۱۴)	-	(۳)
سود (زیان) انباشته پایان سال	۳۴	۰	(۱۴۰)	۱۱۳

جدول ۳. صورت تغییرات در وضعیت مالی
شرکت دارویی مشعل فروزان
(سهامی خاص)

ارقام – میلیارد تومان

شرح	سال مالی منتهی به ۱۳۹۸/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱	سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱
منابع مالی				
سرمایه در گردش حاصل از عملیات:				
سود (زیان) خالص	۱۴۶	۱۴۱	(۵۰)	۵۰
اضافه (کسر) می شود اقلامی که سود را کاهش (افزایش) داده، اما تأثیری بر سرمایه در گردش نداشته است:				
هزینه استهلاک اموال، ماشین آلات و تجهیزات	۲۵	۳۴	۳۹	۴۲
ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان	۷	۱۶	۱۴	۱۴
سود حاصل از فروش دارایی ها	(۳)	(۵)	(۱)	(۳)
جمع	۲۹	۴۵	۵۲	۵۳
سرمایه در گردش حاصل از عملیات مستمر	۱۷۵	۱۸۶	۲	۱۰۳
سرمایه در گردش حاصل از سایر منابع:				
درآمد حاصل از فروش ماشین آلات و تجهیزات	۳	۵	۲	۳
تعدیل اموال، ماشین آلات و تجهیزات	۰	۲	۱	۲
تعدیل ذخیره استهلاک	۵	۰	۰	۰
	۸	۷	۳	۵
جمع منابع	۱۸۳	۱۹۳	۵	۱۰۸
مصارف مالی				
سرمایه در گردش مصرف شده برای:				
خرید اموال، ماشین آلات و تجهیزات	۱۱۸	۷۰	۶۳	۴۰
سرمایه در گردش مصرف شده برای:				
سایر دارایی ها	۱۶	۳۰	۰	۱۱
سود سهام پیشنهادی	۰	۱۴	۰	۳
تعدیل سود (زیان) انباشته	۴	۶۷	۹۰	۲
ذخیره مالیات بر درآمد	۰	۰	۰	۵۳
تعدیل ذخیره استهلاک	۰	۰	۱	۰
سرمایه گذاری	۰	۰	۰	۰
جمع مصارف مالی	۱۳۸	۱۸۱	۱۵۴	۱۰۹
افزایش (کاهش) سرمایه در گردش	۴۵	۱۲	(۱۴۹)	(۱)
افزایش (کاهش) در دارایی های جاری:				
موجودی نقد	(۹)	۲۰	(۱۶)	۱۱
حساب ها و اسناد دریافتی تجاری	۱۹	(۱)	(۱۰۴)	۴۷
سایر حساب ها و اسناد دریافتی	۹۵	(۱۰)	۳۴	(۱۵)
موجودی مواد و کالا	۳۸	(۱۹)	۶۳	۱۰۰
سفارش های مواد و کالا	۲۳	(۸)	۲۱	۵۹
پیش پرداخت ها	(۳)	(۳)	۲۳	۱۸

۱۶۳	(۲۱)	۲۱	۲۲۰	افزایش (کاهش) در دارایی‌های جاری
(۱۰۶)	۱۲۰	(۱۰۶)	(۷۴)	کاهش (افزایش) در بدهی‌های جاری:
				اسناد پرداختنی
(۲۱)	۰	۲	(۲۶)	حساب‌های پرداختنی - تجاری
۰	(۳۶)	(۲۱)	(۳۸)	سایر حساب‌های پرداختنی
۰	۰	(۷۰)	(۲۳)	بستانکاران - بانک‌ها
۰	(۲۳)	۴	(۲)	سود سهام پیشنهادی پرداختنی
۹	(۲۸)	۲۲	(۵۸)	ذخیره مالیات
(۱۱۸)	۳۳	(۱۶۹)	(۲۲۱)	کاهش (افزایش) در بدهی‌های جاری)
۴۵	۱۲	(۱۴۹)	(۱)	کاهش سرمایه در گردش

افته‌ی ۵-۱. گروه تولیدی سیستم ذوق^۱

روز استثنایی بارانی در پاییز سال بسیار خشک ۱۴۰۱ در شهر سمنان بود؛ به‌رغم بارندگی مناسب در سایر شهرهای استان، در شهر سمنان میزان بارندگی کم بود. آقای رسول کرامتیان، مدیرعامل و یکی از برادران مالک شرکت تولیدات صنعتی سیستم ذوق، با مدیرمالی شرکت خود در محل رستوران شرکت نشسته و در مورد طرح توسعه خرید ماشین‌آلات جدید صحبت می‌کردند.

آقای کرامتیان وضع بانک‌ها را خراب‌تر از آن می‌دانست که به تعهدات خود برای تأمین مالی طرح توسعه شرکت عمل کنند.

کرامتیان: باید مثل چند ماه اخیر خودمان پول کم کم بدیم. طرح طول کشیده و نباید بیش از این منتظر بمانیم. اگر سال ۹۹ همه ماشین‌آلات را خریده بودیم، $\frac{1}{8}$ امروز پول می‌دادیم. دلار معلوم نیست کجا داره می‌ره. باید خودمان پول بدیم.

اصغر اصلانی (مدیر مالی): یک کمی دشواره. باید سعی کنیم این‌ور آن‌ور صرفه‌جویی کنیم. شاید هم نشه. کار درست پول از بانک گرفته.

کرامتیان: حالا که نشده. هزار جور سند و مدرک خواستند دادیم. پول می‌گن ندارند. بانک مرکزی فشار میاره که پول ندن.

اصلانی: من باهاشون صحبت می‌کنم. قول ۲۵ میلیارد این طرف سال داده بودند. من دنبال می‌کنم.

کرامتیان: هر روز قیمت آهن با دلار بالا می‌ره. تعلل نکنیم. تو شرکت‌ها نگاه کن بین پول پیدا می‌کنی. یه کمی پروژه رو هل بدیم جلو.

سابقه فعالیت خانواده کرامتیان

برادران کرامتیان از اواسط دهه ۷۰ قرن ۱۴ شمسی فعالیت خود را در شهر صنعتی سمنان آغاز کردند. در ابتدا، شرکت شکل حقوقی تعاونی داشت و در سال ۱۳۸۷ عنوان شرکت تولیدات صنعتی سیستم ذوق (سهامی خاص) را به خود گرفت. در

۱. این آفته براساس اطلاعات واقعی شرکتی ایرانی تهیه شده و در آن نام‌ها و برخی اطلاعات دیگر تغییر کرده است، بدون این‌که روابط نسبی اعداد بر هم بریزد. هر نوع مشابهت نام اتفاقی است و هدف از تهیه آفته انتقاد از یا ارائه طریق به شرکت خاصی نیست و بلکه صرفاً اهداف آموزشی دنبال می‌شود. آفته در بهمن‌ماه ۱۴۰۱ توسط حسین عبده تبریزی نگاشته شده، و کلیه حقوق این اثر به آکادمی دانایان متعلق است.

آغاز، فعالیت شرکت عمدتاً معطوف به بسته‌بندی انواع میوه‌های خشک بود، و بعدها طیف گسترده‌ای از مواد خوراکی و نوشیدنی را شامل شد. کار اصلی شرکت بسته‌بندی هر نوع مواد خوراکی بود. مواد اولیه را می‌خرید و با برند خود بسته‌بندی کرده و می‌فروخت. البته کار آسانی نبود، چرا که انواع دستگاه‌های بسته‌بندی جامد و مایع، میوه و سبزیجات، مواد پروتئینی نیازمند سردخانه باید تهیه می‌شد.

در سال ۱۳۸۲، شرکت دومین کارخانه خود را در همان اراضی شرکت تولیدات صنعتی سیستم ذوق تأسیس کرد. شرکت گروه کارخانجات سیستم ذوق (سهامی خاص) نیز همچون کارخانه اول در کار بسته‌بندی محصولات غذایی فعالیت می‌کرد، و کمتر به امر تولید مواد و محصولات غذایی می‌پرداخت.

سه سال طول کشید تا برادران کرامتیان به این نتیجه برسند که باید شرکت پخش خود را ایجاد کنند. شرکت پخش سراسری سیستم ذوق (سهامی خاص) در اواسط دهه ۸۰ شکل گرفت. غیر از زمین تخصیص یافته به شرکت در اراضی شهر صنعتی سمنان، شرکت پخش انبار نسبتاً بزرگی به نام و در مالکیت برادران کرامتیان داشت که در ۳۵ کیلومتری غرب شهر تهران واقع بود. شرکت بابت این سالن انبار که به سردخانه مجهز بود به آقایان اصغر و نصرت کرامتیان اجاره می‌پرداخت. کامیون‌ها و سایر خودروهای کار در اختیار شرکت به شکل اجاره بود و در مالکیت شرکت نبود.

شرکت توسعه تولید سیستم ذوق (سهامی خاص) شرکت سومی بود که در همان سایت سمنان در سال ۱۳۸۴ شکل گرفت و عمدتاً به بسته‌بندی مواد غذایی و خوراکی دیگری مشغول شد. در شروع فعالیت هر شرکت، معمولاً کادر فنی و مهندسی شرکت‌های قبلی نقش مؤثری ایفا می‌کردند، و تجارب خود را با مدیران شرکت جدید به اشتراک می‌گذاشتند.

عمده ماشین‌آلات تولیدی در داخل کشور ساخته شده بود، اما آقای میثم کرامتیان که مهندس مکانیک و برادر کوچک‌تر خانواده بود، از دهه ۸۰ کارگاه ماشین‌سازی تجهیز کرده بود که کل فعالیت‌های نصب ماشین‌آلات جدید و تعمیرات کارخانه‌ها را انجام می‌داد. وی در اواخر دهه ۸۰ این کارگاه را با عنوان شرکت ماشین‌سازی تولیدی سیستم ذوق (سهامی عام) به ثبت رساند تا ضمن انجام امور کارخانجات خودشان، سفارش‌هایی هم از خارج مجموعه بگیرد. در سال ۱۴۰۰، حدود ۲۰ درصد فعالیت شرکت به سفارش‌های خارج از تولیدی سیستم ذوق مربوط بود.

فهرستی از تولیدات شرکت‌های تولیدی سیستم ذوق

محصولات غذایی در سه شرکت تولیدی سیستم ذوق بسیار شبیه یکدیگر بود. حتی در مواردی، محصولی مشابه در سه خط تولید سه کارخانه مختلف بسته‌بندی می‌شد. محصولات تولیدی سیستم ذوق با برندهای مختلف به بازار عرضه می‌شد. برند اصلی شرکت «ناز» بود که محصولات بسیاری را شامل می‌شد. برند بعدی که محصولات با کیفیت‌های نازل‌تر را پوشش می‌داد، برند «شهلا» بود؛ از برند «یادگار» بیشتر برای محصولات خاصی استفاده می‌شد که جنبه کادو و هدیه داشت. نمودار ۱ فهرستی از محصولات گروه تولیدی سیستم ذوق را نشان می‌دهد.

نمودار ۱. فهرست برخی از محصولات تولیدی سیستم ذوق

نام محصول	نام برند
انجیر خشک پاکتی ۲۰۰ گرمی	ناز
لفل سیاه بسته‌ای	ناز
بسته پسته خندان یک کیلویی	یادگار
پودر جوانه گندم	ناز
برنج طارم کشت اول	ناز
برنج هندی ۱۰ کیلوگرم	شهلا
قهوه لاوازار ۲۵۰ گرمی	یادگار
کافی میکس کاپوچینو	یادگار
زعفران ممتاز قانئات یک مثقالی	یادگار
نعنا خشک فله‌ای	ناز
پودر سیر ۸۰ گرمی	ناز
لوبیا چیتی بسته‌ای	شهلا
لوبیا قرمز بسته‌ای	شهلا
کشمش پلویی بسته‌ای	شهلا
کشمش پلویی بسته‌ای	ناز
پودر زردچوبه بسته‌ای	شهلا
شیر کم چرب ۹۵۰ میلی‌لیتر	ناز
دوغ بدون گاز ۲ لیتری	شهلا
ماهی حلوا سیاه ۶۰۰ گرمی	ناز
ماهی کیلکا ۱۰۰۰ گرمی	ناز
تخم مرغ تازه ۲۰ عددی (شانه)	شهلا
آب معدنی ۱/۵ لیتری بسته‌های ۱۲ عددی	ناز
نوشیدنی پرتقال ۲۴۰ میلی‌لیتر	ناز
آب میوه انگور قرمز یک لیتری	ناز
سینی میکز پنیر ۹۰۰ گرمی	شهلا
چیپس شکلاتی ۴۵ گرمی	یادگار
شکلات صبحانه فندق ۴۰۰ گرمی	ناز
کره بادام زمینی ۴۵۰ گرمی	ناز
ناگت مرغ منجمد یک کیلوگرم	ناز

نیازهای نقدینگی شرکت

با توجه به درخواست آقای اصغر کرامتیان، طی دو هفته اخیر آقای اصلانی تلاش کرده است اطلاعاتی گرد آورد که بتواند امکان تأمین مالی حداقل بخشی از تأسیسات تولیدی جدید را از منابع داخلی بررسی کند، بدین علت، آقای اصلانی صورت‌های تلفیقی از مجموع دارایی‌ها و عملیات مجموعه تهیه کرده بود. هر چند که شرکت‌ها واحدهای حقوقی مستقلی بودند، آقای اصلانی گزارش‌های مالی تلفیقی را با این فرض تهیه کرد که کل این شرکت‌ها و اراضی که به نام آقایان کرامتیان است، تحت یک نام جمع‌پذیر باشد. نمودار ۲ صورت‌های تلفیقی را برای گروه تولیدی سیستم ذوق نشان می‌دهد. نمودار ۳ نیز صورت‌های سود و زیان تلفیقی را برای این گروه ارائه می‌کند.

آقای اصلانی می‌خواست با تهیه صورت‌های تلفیقی دریابد که چه مقدار منابع برای طرح توسعه قابل‌شناسایی است. تهیه صورت‌های تلفیقی دو هفته وقت برده بود، و آقای اصلانی اطمینان داشت که به‌رغم ساختار حقوقی متفاوت، صورت‌های تلفیقی وی قابل‌اتکا و اطمینان‌پذیر بود. اکنون در روز تعطیل دی‌ماه ۱۴۰۱، آقای اصلانی این صورت‌های مالی را روی لپ‌تاب خود در جلوی دید داشت و می‌کوشید تا با بررسی ارقام به نتیجه مناسب برسد.

افته‌ی ۶-۱. شرکت تولیدی تحرک^۱

آقای اصغر دیندار مالک اصلی شرکت تحرک نگران تأمین وجوه برای خریدهای جدیدی بود که شرکت در دست انجام داشت. شرکت این امکان را داشت که با خرید نقدی فرش‌ها، از تخفیف‌های بسیار عمده استفاده کند و قصد داشت این امکان را از دست ندهد.

شرکت تولیدی تحرک سال‌های طولانی است که در حوزه خرده‌فروشی فرش فعالیت می‌کند. شرکت فرش‌های دستبافت و ماشینی را خریداری کرده، و عمدتاً به شکل اقساط واگذار می‌کند. در گذشته، فرش‌ها بیشتر به کارکنان دولت به فروش می‌رسید و سازمان کارفرمای هر کارمندی، ضمانت می‌داد که اقساط از حقوق کارمند کسر شود. در سال‌های اخیر، با رواج چک‌های صیادی، شرکت تحرک فروش اعتباری را به همه مردم گسترش داده و این امکان فراهم آمده که عده به مراتب بیشتری از افراد مشتری و مخاطب شرکت باشند.

وقتی در دهه ۶۰ شرکت فعالیت خود را آغاز کرد، عمدتاً خود به دارندگان دارهای قالی سفارش تولید می‌داد و در شهرها و روستاهای مختلف در خانه‌های مردم بافنده قالی تولید می‌شد. به علاوه، شرکت خود یک کارگاه قالی‌بافی در شهرستان شبستر نزدیک تبریز راه‌اندازی کرده بود. در سال ۱۹۶۷، آقای اصغر دیندار مالک اصلی شرکت، کارخانه فرش ماشینی کوچکی را هم در شهر صنعتی اطراف تبریز راه‌اندازی کرد. از این‌رو، در آن سال‌ها استفاده از عنوان «تولیدی» چندان نادرست نبود، هر چند که فعالیت اصلی شرکت بازرگانی بود.

محدود کردن فعالیت‌های تولیدی

در دهه ۸۰، با امضای دو قرارداد بزرگ با دو وزارتخانه، فعالیت‌های شرکت بسیار گسترش یافت، اما برادران دیندار تصمیم گرفتند عملیات تولیدی خود را گسترش ندهند، و صرفاً با خرید از واسطه‌های فرش و شرکت‌های تولید فرش ماشینی، کالاهای مورد نیاز برای فروش را تأمین کنند. از این‌رو، نسبت فعالیت‌های تولیدی به کل عملیات و فعالیت شرکت کاهش قابل ملاحظه‌ای یافته بود، و با افزایش فروش در طول سال‌ها به تدریج این نسبت کاهش یافت، به گونه‌ای که در شهریورماه ۱۴۰۱، فقط حدود ۳۰ درصد از حجم فروش به فرش‌هایی تعلق داشت که با ظرفیت تولیدی خود شرکت تولید شده بود.

^۱. این افته براساس اطلاعات شرکتی ایرانی و فعال در تاریخ تهیه افته نگارش شده است. برخی اعداد تغییر کرده است، اما روابط نسبی ارقام حفظ شده است. مشابهت اسامی برحسب تصادف رخ داده، و هدف از افته صرفاً آموزشی است و هدف نقد و تحلیل شرکت یا شخص خاصی مدنظر نیست. این افته توسط حسین عبده تبریزی برای ارائه در کلاس «مالی شرکت‌ها در عمل» در بهمن‌ماه ۱۴۰۱ تهیه شده است. همه حقوق اثر متعلق به آکادمی دانایان، (گروه مالی دانایان) است.

عملیات تولید را آقای حسن دیندار اداره می کرد، و برخلاف برادرش اصغر دیندار که درگیر معاملات خرید و فروش بود، وی کمتر به مسائل مالی شرکت توجه داشت، و وقت خود را در تولید و انتخاب طرح و نقشه و کنترل کیفیت فرش های تولیدی مصروف می کرد، و به آقای اصغر دیندار عمدتاً در مورد کیفیت و طرح و نقشه فرش نظر می داد.

شیوه های فروش

شرکت تولیدی تحرک عمده فروشی نداشت، و صرفاً به افراد حقیقی فرش می فروخت. به ویژه، فرش به عنوان یکی از اقلام جهیزیه در زمان ازدواج خریداری می شد. قراردادهای فروش گروهی توسط آقای اصغر دیندار مذاکره می شد. وی با مراجعه به شرکت ها و سازمان های بزرگ، تفاهم نامه های کلی به امضا می رساند که با رعایت تخفیف و با اقساط سه ساله، فرش را به کارکنان آنها بفروشد.

گرایش به سمت فرش های ماشینی در طول زمان بیشتر شده بود، و بخش قابل ملاحظه ای از این گرایش ناشی از ضعف بودجه خانوارها بود. هر چند تنوع و کیفیت فرش های ماشینی به شکل ناباورانه ای ارتقاء یافته بود، و برخی از این فرش ها را نمی شد از فرش دستبافت تمیز داد، اما دلیل اصلی اقبال به خرید فرش های ماشینی، قیمت ارزان تر آنها بود. در شهریور ۱۴۰۱، فقط ۱۵ درصد از کل فرش های مورد معامله، دستبافت بودند.

در سال های اخیر، شرکت سایت با کیفیتی نیز طراحی کرده بود که تقریباً کلیه فرش های را با دامنه قیمت مختلف در آن سایت ارائه می داد. با این همه، عمده خریداران ترجیح می دادند که فرش ها را شخصاً ببینند، و از نزدیک طرح های مختلف را لمس و مشاهده کنند. از این رو، شرکت در شهرهای بزرگ یک یا دو نمایشگاه و در شهرهای کوچک تر یک نمایشگاه دارد. شرکت در حال افزایش تعداد نمایشگاه های خود است. از مجموع ۲۰ نمایشگاه موجود، تنها مالکیت سه نمایشگاه به خود شرکت و یا مالکان آن تعلق دارد، و بقیه به دیگران متعلق است. مالکان نمایشگاه ها به لحاظ در اختیار گذاشتن نمایشگاه، درصدی از فروش را از شرکت تحرک دریافت می کنند. آقای دیندار معتقد است که تعداد این نمایشگاه ها می باید به ۵۰ نمایشگاه افزایش یابد.

عرصه های رشد شرکت

آقای اصغر دیندار اخیراً یکی از فارغ التحصیلان ارشد مالی را استخدام کرده است تا به او در مورد تأمین مالی بهتر پروژه ها و گسترش فعالیت ها نظر بدهد. آقای پرویز سمنانی که این پست را پذیرفته، جوانی ۲۹ ساله است که ۵ سال اخیر بیشتر سبد اوراق بهادار خود و چند تن از اعضای فامیل را اداره می کرده است. دو نفر در مورد اصلاح موقعیت ساختار مالی و تأمین مالی

نیازهای کوتاه مدت شرکت تولیدی تحرک صحبت کردند. در یک روز پنجشنبه که دو نفر فرصت کافی برای بحث طولانی داشتند، آقای سمنانی تغییرات اساسی در شیوه تأمین مالی در شرکت را به آقای دیندار توصیه کرد. آقای سمنانی که از این بحث طولانی نوار صوتی تهیه کرده بود، یادداشت‌های زیر را در اختیار افته‌نویس قرار داد:

آقای دیندار: «حسابرس برای من نوشته که شرکت فاقد سیستم حسابداری مناسب جهت محاسبه بهای تمام شده برای انواع محصولات است. آیا اگر سیستم حسابداری خوبی داشتیم، وضع نقدینگی ما بهتر می شد؟»

آقای سمنانی: «چندان تفاوتی در موضوع نمی کند.»

آقای دیندار: «پس چه موضوعی بر کار ما تأثیر می گذارد؟ چه چیزی مهم تر است؟»

آقای سمنانی: «ما مشکل زیادی نداریم. بازار سرمایه امکانات خوبی دارد. می توانیم فروش در سطح جاری تأمین مالی کنیم.»

آقای دیندار: «آیا باید وارد بورس بشویم و سهام بفروشیم؟»

آقای سمنانی: «شاید من باید بیشتر به صورت ها نگاه کنم. شما هم باید برای بعضی اصلاحات آماده باشید.»

آقای دیندار: «نکات قوت و ضعف را بررسی کنید و به من بگویید.»

آقای سمنانی: «کار ساده تر انتشار اوراق است.»

آقای دیندار: «یعنی راهی وجود دارد که تفاوت این دو را بفهمیم؟ شما می گوئید اوراق بهتر است»

مشکل جاری

آقای دیندار به دنبال تأمین وجوه لازم جهت انجام خریدهای بیشتر است. در این مسیر، او به دو روش برای انجام خریدهای بیشتر و توسعه فعالیت می اندیشد: شروع به انجام خریدهای اعتباری و یا تأمین منابع از بازار سرمایه. وی در شرایط فعلی فکر نمی کند که بانک ها امکان تأمین منابع بیشتری برای شرکت او داشته باشند.

خرید اعتباری همواره حوزه نگرانی وی بوده است. هم تولیدکنندگان و فروشندگان نرخ ها سود بالایی برای اعتباردهی انتظار دارند، و هم این کار ممکن است به موقعیت اعتباری شرکت تولیدی تحرک صدمه وارد کند، چرا که همه تأمین کنندگان و تولیدکنندگان فرش، شرکت را به عنوان مجموعه ای با نقدینگی بسیار بالا و «همیشه پولدار» می پندارند.

در مورد مراجعه به بازار سرمایه، شرکت هیچ تجربه‌ای ندارد؛ جزئیات موضوع را نمی‌داند، و به علاوه آقای دیندار شنیده است که نرخ‌های بازار سرمایه به مراتب بالاتر از نرخ بانک‌هاست. در تماسی که آقای سمنانی با یکی از شرکت‌های تأمین سرمایه گرفته بود، آنها به آقای دیندار گفته بودند که نرخ مؤثر پول در بازار سرمایه برای ایشان ۵ تا ۶ درصد بالاتر از نرخ‌هایی است که بانک‌ها از مشتریان اعتباری خود دریافت می‌کنند.

پرسش‌ها:

۱. وضعیت سرمایه در گردش شرکت تولیدی را چگونه ارزیابی می‌کنید؟
۲. با فرض رشد واقعی ۵ درصد در سال برای فروش، آیا شرکت کفایت سرمایه کافی دارد؟
۳. خرید اعتباری فرش در دسترس است. آیا شرکت تولیدی تحرک باید خریدهای خود را اعتباری انجام دهد؟
۴. چه روشی برای تأمین منابع از بازار سرمایه در دسترس است؟ آیا اوراق بهادار خاصی را توصیه می‌کنید؟
۵. آیا با ورود به بورس این شرکت موافقت می‌کند؟ چرا؟

نمودار ۱. شرکت تولیدی تحرک (سهامی خاص) صورت سود و زیان سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند

(مبالغ به میلیارد ریال)*		
سال ۱۳۹۹	سال ۱۴۰۰	
۲۰۷۶	۲۸۵۰	درآمدهای عملیاتی
۱۹۰۸	۲۶۲۳	بهای تمام‌شده مربوط به درآمدهای عملیاتی
۱۶۸	۲۲۷	
۴۹	۹۲	هزینه‌های فروش، اداری و عمومی
۱۱۹	۱۳۶	سود عملیاتی
۲	۵	هزینه‌های مالی
۱۰۳	۱۱۸	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۱۹	۲۳	
۴	۹	مالیات بر درآمد
۱۴	۱۴	

* تفاوت‌های کوچک در جمع اقلام مربوط به رُند کردن اعداد است.

نمودار ۲.
شرکت تولیدی تحرک (سهامی خاص)
صورت وضعیت مالی
به تاریخ ۲۹ اسفند

(مبالغ به میلیارد ریال)*

سال ۱۳۹۹	سال ۱۴۰۰	دارایی ها:
۹۶	۲۱۰	دارایی های غیر جاری (ثابت مشهود)
۲	۲	نامشهود
۹۸	۲۱۲	جمع دارایی های غیر جاری
		دارایی های جاری:
۲	۱۰۷	پیش پرداخت ها
۲,۴۳۸	۳,۳۷۹	موجودی مواد و کالا
۱۹۴	۱,۰۴۷	دریافتی های تجاری و سایر دریافتی ها
۱۷۱	۲۳۵	سرمایه گذاری های کوتاه مدت
۴۹	۱۰۷	موجودی نقد
۲,۸۵۴	۴,۸۷۵	جمع دارایی های جاری
۲,۹۵۲	۵,۰۸۷	جمع دارایی ها
		حقوق مالکانه و بدهی ها
		حقوق مالکانه
۳۹۳	۹۰۳	سرمایه
۴	۵	اندوخته قانونی و سایر اندوخته ها
۳۲	۳۲	سود توزیع نشده
۴۲۸	۹۳۹	بدهی های غیر جاری
۱	۱	ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
۱	۱	جمع بدهی های غیر جاری
		بدهی های جاری
۲,۳۲۴	۳,۰۰۹	پرداختی های تجاری
۴	۱۰	مالیات پرداختنی
۱۹۴	۱,۱۲۶	تسهیلات مالی
	۱	پیش دریافت ها
۲,۵۲۲	۴,۱۴۶	جمع بدهی های جاری
۲,۵۲۳	۴,۱۴۷	جمع بدهی ها
۲,۹۵۲	۵,۰۸۷	جمع حقوق مالکانه و بدهی ها

* تفاوت های کوچک در جمع اقلام مربوط به رُند کردن اعداد است.

یادداشت ۱۷ صورت های مالی، ترکیب پرداختی های تجاری را به شرح زیر نشان می دهد:

سال ۱۳۹۹	سال ۱۴۰۰	حساب های پرداختنی تجاری
۴۶	۱۵۲	حساب های پرداختنی به اشخاص وابسته
۲,۲۵۴	۲,۸۳۷	سایر
۲۴	۲۰	
۲,۳۲۴	۳,۰۰۹	

فصل دوم:

بررسی طرح‌های سرمایه‌گذاری و جیره‌بندی سرمایه

افتهی ۱-۲. آبنبات ناستی

شرکت نشنال فودز^۱ در حال بررسی راه‌اندازی خط تولید آبنبات جدیدی به نام ناستی^۲ است. این شرکت طی ۲ سال، ۴۵۰ هزار دلار صرف توسعه‌ی این محصول کرده است. شرکت ناستی همچنین ۱۰۰ هزار دلار صرف تحقیقات بازاریابی در ۲۵ ایالت کرده است.

براساس تجربه‌های حاصل از محصولات قبلی، مدیریت معتقد است که این محصول برای ۵ سال و هر سال ۴ میلیون بسته فروش خواهد داشت. شرکت می‌تواند هر بسته را به قیمت ۵۰ سنت بفروشد. زمین، ساختمان و تجهیزات موردنیاز برای تولید این آبنبات، ۱ میلیون دلار هزینه دارد. این هزینه در پایان سال اول پرداخت می‌شود و از سال دوم، تولید محصول آغاز می‌گردد. هم‌چنین ۳۰۰ هزار دلار سرمایه در گردش برای تولید ناستی موردنیاز است. براساس انتظارات نشنال فودز هزینه‌های تولید به‌طور متوسط ۶۰ درصد از فروش خالص و مجموع هزینه‌های سربار و فروش سالانه ۲۲۵ هزار دلار برآورد می‌شود. تجهیزات عمری برابر ۵ سال دارند و پس از آن ارزش اسقاطی نخواهد داشت. سرمایه در گردش در پایان سال دهم به‌طور کامل بازیافت می‌شود. استهلاک به‌صورت خطی محاسبه می‌شود، و نرخ مالیات ۴۵٪ است. شرکت در انتهای سال پنجم، زمین را به ارزش دفتری یعنی ۴۰۰ هزار دلار می‌فروشد. برای راه‌اندازی این پروژه، شرکت مبلغ ۱ میلیون دلار با نرخ ۱۰٪ وام می‌گیرد و مابقی را از طریق انتشار سهام عادی تأمین مالی می‌کند. نرخ بازدهی پروژه‌هایی با ریسک مشابه ۱۸٪ است.

سؤال‌ها:

۱. آیا نشنال فودز باید این آبنبات را تولید کند؟ این نتیجه بر چه مبنایی استوار است؟
۲. آیا اگر هزینه‌های تولید از ۶۰٪ به ۶۵٪ فروش خالص برسد، تأثیری در این نتیجه خواهد داشت؟
۳. آیا اگر روش محاسبه‌ی استهلاک به MACRS^۳ تغییر یابد تأثیری در تحلیل شما خواهد داشت؟
۴. فرض کنید انتظار بر این است که رقبا برای رقابت با ناستی وارد عمل شوند و باز هم فرض کنید که تأثیر آن کاهش ۵ درصدی در فروش سالانه بعد از سال دوم باشد. آیا باز هم شرکت باید ناستی تولید کند؟
۵. بنا به گزارش مدیر مالی شرکت، سطح عمومی قیمت‌ها سالانه ۵٪ افزایش می‌یابد. بنا به مفروضات، تورم بر درآمد فروش و هزینه‌ها تأثیر یکسانی دارد، آیا باز هم تولید آبنبات توجیه‌پذیر است؟

^۱ National Foods

^۲ Nasty

^۳ Modified Accelerated Cost Recovery System (MACRS)

۶. طبیعتاً ارقام برآوردشده در این تحلیل با خطا همراه است. خطای بیشتر به معنی ریسک بیشتر پروژه است. ریسک در کجای

این تحلیل لحاظ می شود؟

۷. آیا هزینه‌ی سرمایه‌ی پروژه در طول عمر پروژه ثابت است؟ توضیح دهید.

۸. اگر بتای اهرمی این پروژه ۱/۵ باشد، آیا پروژه بدون اخذ وام توجیه پذیر است؟

۹. آیا تصمیمات تأمین مالی را باید مستقل از بودجه‌بندی سرمایه‌ای اتخاذ کرد؟

افته‌ی ۳-۲. شرکت کاغذ ورلدواید

در دسامبر سال ۲۰۰۶، باب پرسکات^۱، رئیس حسابداری واحد کسب و کار^۲ بلوریدج میل^۳ به راه‌اندازی کارخانه‌ای جدید برای کارکردن روی "الوار بلند چوب"^۴ فکر می‌کرد. دو مزیت عمده‌ی راه‌اندازی کارخانه عبارت بود از: نیاز به خرید "الوار کوتاه چوب"^۵ از عرضه‌کنندگان مرتفع می‌شد، و فرصت فروش الوار کوتاه در بازار آزاد فراهم می‌شد؛ بازاری که برای WPC بازاری جدید محسوب می‌شد. کارخانه‌ی جدید این امکان را برای بلوریدج فراهم می‌کرد که نه تنها هزینه‌های عملیاتی خود را کاهش دهد، بلکه درآمدهای خود را نیز افزایش دهد. کارخانه‌ی پیشنهادی با بهره‌برداری از فناوری جدید پردازش مستقیم الوار بلند را امکان‌پذیر می‌نمود. این در حالی است که با فناوری فعلی، بلوریدج ناچار بود از الوار کوتاه استفاده کند، و آن الوار را باید از شرکت رقیب خود یعنی "شناندو میل"^۶ خریداری می‌کرد. این شرکت که در نزدیکی بلوریدج قرار داشت، ظرفیت مازاد تولید داشت که او را قادر می‌ساخت فراتر از نیازهای خود برای خمیر چوب، الوار کوتاه تولید کند. الوار کوتاه مازاد آن شرکت به چندین آسیاب چوب از جمله بلوریدج فروخته می‌شد. بنابراین، راه‌اندازی کارخانه‌ی جدید به این معنی بود که نه تنها از آن پس پرسکات دیگر نیازی به شناندو میل به‌عنوان عرضه‌کننده‌ی الوار کوتاه نخواهد داشت، بلکه با فروش الوار کوتاه در بازار با شناندو میل رقابت خواهد کرد. سوالی که پرسکات باید جواب می‌داد این بود که آیا مزایای موردانتظار راه‌اندازی کارخانه‌ی جدید به اندازه‌ای بود که مخارج سرمایه‌ای ۱۸ میلیون دلاری و نیز سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش را طی عمر شش ساله‌ی سرمایه‌گذاری توجیه کند.

ساخت کارخانه در یکی دو ماه آینده شروع می‌شد، و مخارج سرمایه‌ای طی دو سال تقویمی صرف می‌شد: ۱۶ میلیون دلار در سال ۲۰۰۷ و ۲ میلیون دلار باقی‌مانده در سال ۲۰۰۸. احداث کارخانه به‌طرز قابل‌توجهی هزینه‌های عملیاتی آسیاب بلوریدج را کاهش می‌داد. این صرفه‌جویی‌های عملیاتی عمدتاً از محل خودکفایی در تولید الوار کوتاه ایجاد می‌شد، چراکه پیش از راه‌اندازی کارخانه، بلوریدج مجبور بود الوار کوتاه مورد نیاز خود را از بازار تهیه کند. این صرفه‌جویی‌ها برای سال ۲۰۰۸، دو میلیون دلار و برای سال‌های بعدی، سالانه ۳/۵ میلیون دلار برآورد شده بود.

^۱ Bob Prescott

^۲ business unit

^۳ Blue Ridge Mill

^۴ longwood

^۵ shortwood

^۶ Shenandoah Mill

پرسکات هم چنین در نظر داشت پس از راه اندازی کارخانه بلافاصله با فروش الوار کوتاه مازاد بر نیاز، از ظرفیت مازاد تولید بهره برداری کند. او انتظار داشت در سال ۲۰۰۸ پس از استقرار و شروع به کار خط تولید، از محل فروش الوار کوتاه ۴ میلیون دلار درآمد ایجاد شود. او انتظار داشت درآمد فروش الوار کوتاه در سال ۲۰۰۹ به ۱۰ میلیون دلار برسد و درآمد فروش تا سال ۲۰۱۳ در همین سطح ده میلیون دلار حفظ شود. پرسکات بهای تمام شده ی کالای فروش رفته^۱ (قبل از لحاظ استهلاک) را ۷۵٪ درآمد، و هزینه های فروش، عمومی و اداری^۲ را معادل ۵ درصد درآمد تخمین زد.

علاوه بر مخارج سرمایه ای ۱۸ میلیون دلاری، افزایش درآمدها ضرورتاً با افزایش موجودی انبار و حساب های دریافتی همراه خواهد بود. کل سرمایه در گردش مورد نیاز به طور متوسط معادل ۱۰ درصد درآمد فروش لحاظ شده بود. بنابراین، میزان سرمایه گذاری در سرمایه در گردش در هر سال برابر ۱۰ درصد افزایش در درآمد آن سال خواهد بود. در پایان عمر سرمایه گذاری تجهیزات (سال ۲۰۱۳) تمامی خالص سرمایه در گردش ثبت شده در دفاتر باز یافت می شود، در حالی که تنها ۱۰ درصد از مخارج سرمایه ای (قبل از کسر مالیات) قابل باز یافت خواهد بود.

مالیات با نرخ ۴۰ درصد پرداخت می شود، و استهلاک بر مبنای روش خط مستقیم^۳ و با ارزش اسقاط صفر محاسبه می شود. حسابداران WPC به پرسکات گفته اند که زمان شروع محاسبه ی هزینه های استهلاک در سال ۲۰۰۸ است، یعنی زمانی که تمامی ۱۸ میلیون دلار صرف شده، و تجهیزات آماده ی بهره برداری شده اند.

پرسکات در مورد چگونگی لحاظ کردن تورم در تحلیل هایش دچار تناقض شده بود. او اطمینان داشت که برآوردهای او از درآمدهای کارخانه در سال های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ به درستی منعکس کننده ی میزان دلاری است که شرکت WPC به احتمال زیاد در آن سال ها به دست می آورد. مبلغ مورد انتظار ۴ میلیون دلار حاصل از فروش الوار کوتاه در سال ۲۰۰۸ بر اساس تحلیل دقیقی بازار الوار کوتاه صورت گرفته بود. این تحلیل شامل تخمین محافظه کارانه ی سهم بازار بلوریدج میل و قیمت مورد انتظار بازار الوار کوتاه می باشد. حتی در این تحلیل ها اثر حضور بلوریدج به عنوان رقیبی جدید در بازار الوار کوتاه نیز لحاظ شده بود. از آن جا که او از چگونگی اثر گذاری تورم بر هزینه های عملیاتی و قیمت الوار کوتاه در سال های پس از سال ۲۰۰۹ اطمینان نداشت، تصمیم گرفت اثر تورم را در تحلیل های خود لحاظ نکند. بنابراین تخمین های دلاری سال ۲۰۱۰ و سال های پس از آن بر اساس همان

^۱ Cost of Goods Sold (COGS)

^۲ Selling General and Administrative (SG&A)

^۳ straight line

هزینه‌ها و قیمت‌های سال ۲۰۰۹ (به ازای هر تن محصول) بود. پرسکات اثر حذف تورم را در تصمیم نهایی کلیدی نمی‌دانست، چراکه او اعتقاد داشت اثر تورم در افزایش هزینه‌های عملیاتی عمدتاً با افزایش در قیمت الوار کوتاه جبران می‌شود.

WPC نرخ بازده موردنظر چنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ۱۵ درصد در نظر می‌گرفت. این نرخ بازده موردنظر بر اساس مطالعه‌ای به‌دست آمده بود که ۱۰ سال پیش‌تر در مورد هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت انجام شده بود. پرسکات نمی‌خواست از این عدد قدیمی به‌عنوان نرخ تنزیل استفاده کند، خصوصاً این که این نرخ زمانی محاسبه شده بود که بازده اوراق قرضه‌ی امریکا ۱۰ درصد بوده است، در حالی که در زمان تصمیم‌گیری این نرخ کمتر از ۵ درصد بود (نمودار ۱).

سؤال

۲-۱. WPC نسبت به اجرا یا عدم‌اجرای این طرح چه تصمیمی باید اتخاذ کند؟ نحوه‌ی رسیدن به نتیجه را به‌طور کامل

توضیح دهید.

نمودار ۱: اطلاعات مربوط به هزینه‌ی سرمایه

Interest Rates: December 2006			
Bank loan rates (LIBOR)		Market risk premium	
1-year	5.38%	Historical average	6.0%
Government bonds		Corporate bonds (10-year maturities):	
1-year	4.96%	Aaa	5.37%
5-year	4.57%	Aa	5.53%
10-year	4.60%	A	5.78%
30-year	4.73%	Baa	6.25%
Worldwide Paper Financial Data			
Balance-sheet accounts (\$ millions)			
Bank loan payable (LIBOR + 1%)		500	
Long-term debt		2,500	
Common equity		500	
Retained earnings		2,000	
Per-share data			
Shares outstanding (millions)		500	
Book value per share		\$ 5.00	
Recent market value per share		\$24.00	
Other			
Bond rating		A	
Beta		1.10	

افته‌ی ۲-۳. شرکت یورولند فودز اس.ای.^۱

در اوایل ژانویه‌ی سال ۲۰۰۱، کمیته‌ی مدیران ارشد شرکت یورولند فودز نشست بر گزار کرد تا بودجه‌ی سرمایه‌ای شرکت را برای سال جدید تنظیم کند. این کمیته می‌بایست در مورد یازده طرح بزرگ با بودجه‌ی کلی ۳۱۶ میلیون یورو تصمیم می‌گرفت. متأسفانه به سبب محدودیت‌هایی که هیأت‌مدیره بر هزینه‌ی طرح‌های سرمایه‌ای تحمیل کرده بود، حداکثر بودجه ۱۲۰ میلیون یورو تعیین شده بود. اما حتی همین مقدار سرمایه‌گذاری افزایشی نمایان در میزان دارایی‌های کنونی شرکت تلقی می‌شد که معادل ۹۶۵ میلیون یورو بود. بنابراین وظیفه‌ی خطیر مدیران ارشد این بود که بودجه را میان طیفی از طرح‌های ضروری تقسیم کنند: تولید محصولات جدید، تملک، گسترش بازار، ارتقای کارآیی، اقدامات پیشگیرانه، ایمنی و کنترل آلودگی.

شرکت

شرکت یورولند فودز که تشکیلات مرکزی آن در بروکسل، بلژیک مستقر شده، تولیدکننده‌ی چندملیتی بستنی، ماست، آب بطری و آب میوه‌ی ممتاز بود. محصولات این شرکت در سراسر اسکاندیناوی، بریتانیا، بلژیک، هلند، لوکزامبورگ، آلمان غربی و شمال فرانسه فروخته می‌شد. (نمودار ۱ نقشه‌ی بازارهای این شرکت را در مناطق مختلف نشان می‌دهد.)

این شرکت در سال ۱۹۲۴ به همت کشاورزی بلژیکی به نام تئو وردن^۲ در جوار واحد تولیدی لبنیات وی تأسیس شد. توجه کافی به کیفیت محصول و تلاش هشیارانه در بازاریابی سبب رشد بی‌وقفه‌ی این شرکت در طول سالیان شد. در سال ۱۹۷۹، این شرکت سهامی عام شد و در سال ۱۹۹۳ سهام آن در بورس لندن، فرانکفورت و بروکسل عرضه شد. در سال ۲۰۰۰، فروش شرکت یورولند فودز کم‌وبیش به ۱/۶ میلیارد یورو رسید.

از کل این درآمد، سهم بستنی ۶۰ درصد و سهم ماست که از سال ۱۹۸۲ به بعد تولید می‌شد، در حدود ۲۰ درصد بود. رقم ۲۰ درصد باقی‌مانده‌ی فروش به نسبتی برابر میان آب بطری و آب میوه تقسیم می‌شد. نام تجاری یورولند فودز «رولی» و علامت تجاری آن خرس رقصانی با لباس کشاورزان بود. بستنی که محصول اصلی این شرکت بود، مشتریان ثابت و وفاداری داشت که طالب خامه‌ی سرشار و تکه‌های شوکولات و میوه و طعم طبیعی آن بودند.

از سال ۱۹۸۹ فروش یورولند فودز ثابت ماند و مدیران این شرکت علت این ایستایی را رشد اندک جمعیت شمال اروپا

^۱. این افته را کیسی اوپیتز (Casey Opitz) و روبرت ف. برونر (Robert F. Bruner) تهیه کرده‌اند و از موردی واقعی نشأت گرفته است. همه‌ی نام‌ها خیالی است. در تولید افته از حمایت مالی مؤسسه‌ی باتن (Batten Institiuta) استفاده شده است. افته برای بحث کلاس تهیه شده و هدف از تهیه‌ی آن نشان دادن اجرای مؤثر یا ناکارآمد موقعیتی مدیریتی نیست. همه‌ی حقوق اثر متعلق است به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینیا، شارلوتزویل (Charlottesville)، ۲۰۰۱.

^۲. Theo Verdin

و اشباع شدگی بازار در بعضی مناطق تشخیص دادند. اما ناظران خارجی این ناکامی اخیر را به عرضه‌ی کالاهای جدید نسبت می‌دادند. اغلب اعضای هیأت‌مدیره خواهان گسترش بازار و حضور فعال‌تر شرکت و ارائه‌ی محصولات جدید به منظور رونق بخشیدن به بازار فروش بودند. این مدیران امیدوار بودند که حضور فعال‌تر در بازار و افزایش فروش، ارزش بازار شرکت را افزایش بدهد. قیمت سهام یورولند فودز در آن زمان ۱۴ برابر عایدی آن و زیر قیمت دفتری بود. این نسبت قیمت به عایدی از نسبت‌های تجاری شرکت‌های مشابه کمتر بود و چیزی به اعتبار تجاری شرکت نمی‌افزود.

تخصیص منابع

بودجه‌ی سرمایه‌ای یورولند فودز را هر سال کمیته‌ای مرکب از مدیران ارشد تنظیم می‌کرد و برای تأیید به هیأت‌مدیره‌ی شرکت تسلیم می‌کرد. این کمیته مرکب از پنج مدیر عامل، رئیس کل (PDG)^۱ و مدیر مالی بود. بودجه‌ی پیشنهادی این کمیته شامل توصیف فشرده‌ای از طرح‌ها، تحلیل مالی آن‌ها و بحثی درباره‌ی ملاحظات استراتژیک یا سایر ملاحظات کیفی بود. بنابر سیاست شرکت، طرح‌های پیشنهادی برای سرمایه‌گذاری در یورولند فودز می‌بایست دو آزمون مالی را در مورد برگشت سرمایه و نرخ بازده داخلی (IRR) با موفقیت بگذرانند. این دو آزمون یا دو معیار در سال ۱۹۹۹ در کمیته‌ی مدیران تصویب شده بود و محتوای آن بر حسب نوع پروژه تغییر می‌کرد:

نوع طرح	حداقل IRR قابل قبول	حداکثر سال‌های قابل قبول برگشت سرمایه
۱- محصولات جدید یا بازارهای جدید	۱۲٪	۶ سال
۲- گسترش بازار یا محصول	۱۰٪	۵ سال
۳- اصلاح کارایی	۸٪	۴ سال
۴- ایمنی یا محیط کار	آزمون ندارد	آزمون ندارد

در ژانویه‌ی ۲۰۰۱ میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه (WACC) برای یورولند فودز ۱۰/۶ درصد بود.

مدیر مالی شرکت، ترویدی لوف^۲ در توضیح فرایند تعیین بودجه‌ی سرمایه‌ای چنین گفت:

ما از مقیاس رتبه‌بندی‌شده‌ی IRR هم‌چون راهی برای شناخت تفاوت ریسک انواع گوناگون طرح‌ها استفاده

می‌کنیم. هرچا شرکت ریسک بیشتری قبول می‌کند باید بازده سرمایه‌ی بیشتری داشته باشیم. آزمون برگشت سرمایه هم

^۱. President Directeur-general (PDG)

^۲. Trudi Lauf

نشانه‌ی آن است که ما آمادگی نداریم برای رسیدن به چنان برگشتی، زمان درازی صبر کنیم.

مالکیت و نظر اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران

از دوازده عضو هیأت‌مدیره‌ی یورولند فودز، سه نفر از خانواده‌ی وردن، چهار نفر از مدیران شرکت و پنج نفر عضو غیرموظف هیأت‌مدیره بودند که از مدیران سرشناس بخش عمومی اروپای شمالی به‌شمار می‌رفتند. اعضای خانواده‌ی وردن بروی هم ۲۰ درصد سهام و مدیران اجرایی بروی هم ۱۰ درصد سهام را مالک بودند. شرکت مدیریت دارایی ونوس که صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و مقر آن در لندن بود، ۱۲ درصد از سهام را در اختیار داشت. شرکتی دیگر به نام بانک دو بروگس^۱ صاحب ۹ درصد از سهام بود و نماینده‌ای در هیأت‌مدیره داشت. ۴۹ درصد باقیمانده‌ی سهام میان طیف وسیعی از سهامداران تقسیم شده بود و عملاً بخش سهام شناور آزاد شرکت بود. سهام این شرکت در بروکسل و فرانکفورت عرضه می‌شد. یورولند فودز با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام^۲ ۱۲۵ درصد، در قیاس با همتایان خود در صنعت مواد خوراکی مصرفی در اروپا، از اهرم مالی بیش‌تری استفاده می‌کرد. در چند سال اخیر، مدیران شرکت برای استمرار سرمایه‌گذاری و حفظ سطح سود سهام پرداختی در طول جنگِ قیمتی که خود شرکت یورولند فودز آغاز کرده بود، تا حد زیادی به تأمین مالی از طریق وام متکی بودند. حالا که جنگِ قیمت تمام شده بود، بانکداران (به رهبری بانک دو بروگس) با اصرار زیاد برنامه‌ای تهاجمی برای کاهش بدهی به شرکت پیشنهاد می‌کردند. آنان حاضر نبودند اهرم مالی را بیش از سطح موجود آن روز افزایش دهند. رئیس بانک دو بروگس در جلسه‌ی اخیر مدیران گفته بود:

اولویت نخست ما در حال حاضر باید تقویت سمت راست ترازنامه باشد. هر افزایش دارایی باید از محل جریان نقدی باقی‌مانده بعد از پرداخت اقساط بدهی صورت بگیرد تا زمانی که نسبت بدهی به سطحی معقول‌تر برسد. اگر قرار باشد سرمایه‌گذاری هنگفتی صورت بگیرد که از این طریق تأمین مالی نشود، ناچار می‌شویم سود سهام پرداختی را کاهش بدهیم.

با نسبت قیمت به عایدی معادل ۱۴ برابر، قیمت سهام عادی یورولند فودز پایین‌تر از میانگین نسبت قیمت به عایدی شرکت‌های مشابه آن و نیز پایین‌تر از میانگین نسبت قیمت به عایدی همه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌هایی بود که سهام این شرکت در آن‌ها معامله می‌شد. این مشکل را می‌شد نتیجه‌ی جنگِ قیمت اخیر قلمداد کرد که سود شرکت را کاهش داده بود

^۱. Banque du Bruges
^۲. debt to equity ratio

و نیز این وضعیت پیامد ناتوانی مشهود این شرکت در تصاحب بخش مهمی از بازار از طریق تولید جدید آب بطری معدنی با طعم‌های متفاوت بود. از ژانویه سال ۲۰۰۰، همه‌ی مؤسسات عمده‌ی کارگزار سهام به سهامداران توصیه می‌کردند سهام یورولند فودز را بفروشند. اما مؤسسه‌ی مدیریت دارایی ونوس در این دوره بی‌سروصدا این سهام را جمع کرده بود، با این امید که چرخشی در عملکرد این شرکت رخ دهد. مدیر عامل ونوس در یکی از نشست‌های اخیر در گزارش خود چنین گفت:

کاهش سود سهام اصولاً قابل‌تصور نیست، زیرا این کار نشانه‌ی عدم اعتماد شما به آینده‌ی خودتان است. فروش سهام جدید با این سطح نازل قیمت هم تصورناشدنی است چون باعث سرخوردگی سهامداران فعلی شما می‌شود. سرمایه‌گذاران صاحب سهم شما خواهان بهبود عملکرد شرکت هستند. اگر این بهبود به زودی تحقق نیابد یا وضع از این بدتر شود و سرمایه‌گذاران ناامید بشوند، سهام شما ممکن است به دست مهاجمانی چون کارلو بندیتی^۱ یا براداران فلیک^۲ بیفتد که قصد قبضه کردن خصمانه‌ی شرکت را دارند.

اعضای کمیته‌ی مدیران ارشد

هفت تن از مدیران ارشد شرکت یورولند فودز بودجه‌ی سرمایه‌ای را تنظیم می‌کنند. هر طرح برای آن که مورد بررسی قرار گیرد، باید از حمایت یکی از مدیران حاضر در کمیته برخوردار باشد. معمولاً روند تصمیم‌گیری این گونه است که پس از بحث در مورد پروژه‌ها، در مورد دو تا چهار طرح بدیل برای جذب بودجه‌ی سرمایه‌ای رأی‌گیری می‌شود. این مدیران کاملاً با هم آشنایی دارند:

ویلهلمینا وردن^۳ (بلژیکی) رئیس کل (PDG)، سن ۵۷ سال. نوه‌ی بنیان‌گذار، سخنگو و حافظ منافع خانواده‌ی وردن در هیأت‌مدیره. تمامی دوران فعالیتش در شرکت گذشته و تجربه‌ی فراوان در مدیریت برنند دارد. در سال ۱۹۸۶ به مناسبت موفقیت در معرفی بستنی و ماست کم‌چربی که نخستین عرضه‌ی این محصول بود به عنوان «بازارساز سال اروپا» انتخاب شد. او در عین حال که مشتاق است شرکت را در وضعیت رشد دراز مدت قرار دهد به سبب بروز مشکلات اخیر با احتیاط عمل می‌کند.

ترودی لوف^۴ (سوئسی) مدیر مالی، سن ۵۱ سال. تا سال ۱۹۵۸ در شرکت نستله کار می‌کرد و در این سال به منظور مدرنیزه کردن سیستم مالی و کنترل مالی به خدمت در یورولند فودز فراخوانده شد. از حامیان جدی کاهش اهرم مالی در ترازنامه است. هم‌چنین از مدیرانی است که نگرانی‌ها و سرخوردگی‌های سهامداران را بازگو می‌کند.

^۱ Carlo de Bendetti
^۲ Flick
^۳ Wilhelmina Verdin
^۴ Terudi Louf

هاینس کلینک^۱ (آلمانی) مدیرعامل توزیع، سن ۴۹ سال. ناظر بر فعالیت‌های حمل‌ونقل، انبارداری و انجام سفارش‌ها در شرکت. ضایعات، هزینه‌ی حمل‌ونقل، کسری موجودی جنسی و کارکرد درست سیستم کنترل از دل‌مشغولی‌های اصلی اوست.

مارتن لیدن^۲ (هلندی) مدیرعامل تولید و خرید، سن ۵۹ سال. عملیات تولید را در ۱۴ کارخانه‌ی شرکت اداره می‌کند. مهندس است و مذاکره‌کننده‌ای سرسخت خاصه با عرضه‌کنندگان مواد اولیه و اتحادیه‌های کارگری. هوادار متعصب کنترل هزینه‌هاست. نسبت به صداقت و تعهد بستانکاران و سرمایه‌گذاران شرکت ابراز تردید کرده بود.

مارکو پونتی^۳ (ایتالیایی) مدیرعامل فروش، سن ۴۵ سال. ناظر بر نیروی فروش میدانی مرکب از ۲۵۰ نماینده و درصد تغییراتی در پوشش جغرافیایی فروش شرکت. وی پرشورترین هوادار گسترش سریع در کمیته‌ی مدیران ارشد بود. معتقد بود شرکت برای گسترش جغرافیایی خود راه‌ها و فرصت‌های زیادی در اختیار دارد. او را از شرکت یونی‌لور^۴ به این شرکت فراخوانده بودند تا توش و توانی به تشکیلات فروش ببخشد و در این کار هم موفق شده بود.

فابین مورین^۵ (فرانسوی) مدیرعامل بازاریابی، سن ۴۱ سال. مسئول تحقیقات بازاریابی، تولید محصولات جدید، تبلیغات و به‌طور کلی مدیریت مسائل مربوط به برند شرکت. طرفدار اصلی جنگ قیمت اخیر که هرچند از لحاظ مالی مشکلاتی همراه داشت، به دستاوردهای ملموسی در بازار رسید. او قائل به «دریچه‌ی فرصتی» برای گسترش محصولات و بازار شرکت بود، و از طرح‌های رشد‌آور دفاع می‌کرد.

نایجل هامبولت^۶ (بریتانیایی) مدیرعامل طرح‌های استراتژیک، سن ۴۷ سال. دو سال قبل از یک موسسه‌ی مشاوره‌ی مشهور به این شرکت آمده بود تا ستادی برای طرح ریزی استراتژیک در یورولند فودز سامان دهد. مشهور به این است که پرسش‌های دشوار و تأمل‌برانگیزی درباره‌ی هسته‌ی اصلی فعالیت یورولند، پختگی فعالیت‌های آن و سودآوری شرکت مطرح می‌کند. حامی ابتکارات با هدف رشد و افزایش سهم بازار است. در سال ۲۰۰۰، طرح‌هایی تهاجمی پیشنهاد کرده بود که هیچ یک پذیرفته نشده بود. از این که به گمان خود نتوانسته بود در تشکیلات شرکت نفوذی داشته باشد، سرخورده شده بود.

^۱ Heinz Klink
^۲ Maartin Leyden
^۳ Marco Ponti
^۴ Unilever
^۵ Fabienne Morin
^۶ Nigel Humbolt

طرح‌های پیشنهادی بودجه‌بندی سرمایه‌ای

در نشست آینده‌ی شرکت طرح‌های پیشنهادی زیر بررسی می‌شد:

نام پروژه	هزینه (به میلیون یورو)	مدیر واحد پیشنهاددهنده
تعویض و گسترش ناوگان حمل‌ونقل ۱	۳۳	کلینک/ به جای توزیع
کارخانه‌ی جدید	۴۵	لیدن/ تولید
گسترش یکی از کارخانه‌ها	۱۵	لیدن/ تولید
تولید و عرضه‌ی غذای حاضری	۲۷	مورین بازاریابی
خودکارسازی کارخانه‌ها و سیستم انتقال	۲۱	لیدن/ تولید
تصفیه‌ی فاضلاب در چهار کارخانه	۶	لیدن/ تولید
گسترش بازار به سمت جنوب اروپا	۳۰	پونتی/ فروش
گسترش بازار به سمت مشرق	۳۰	پونتی/ فروش
تولید و عرضه‌ی ماست و بستنی شیرین با طعم مصنوعی	۲۷	مورین/ بازاریابی
ایجاد سیستم کنترل موجودی با شبکه‌ی کامپیوتری برای انبار و نمایندگان میدانی	۲۲/۵	کلینک/ توزیع
تملک یک واحد تولید مشروب و تأسیسات وابسته به آن	۶۰	هامبولت/ طرح‌های استراتژیک

۱. تعویض و گسترش ناوگان حمل‌ونقل (تریلر). هاینس کلینک خرید ۱۰۰ کامیون تریلر مجهز به یخچال را پیشنهاد کرد، به این

ترتیب که ۵۰ دستگاه در سال ۲۰۰۱ و ۵۰ دستگاه دیگر در سال ۲۰۰۲ خریداری شود. در نتیجه شرکت می‌توانست ۶۰

کامیون کاملاً مستهلک‌شده‌اش را در طول دو سال بعدی به قیمت ۴/۵ میلیون یورو به‌فروش رساند. با اجرای این طرح ۴۰

دستگاه کامیون در طول دو سال به ناوگان حمل‌ونقل شرکت افزوده می‌شد. تریلرهای جدید از تریلرهای قدیمی بزرگتر

بودند و به‌میزان ۱۵ درصد برحسب مترمکعب به حجم باری می‌افزودند که در هر سفر حمل می‌شد. این تریلرها هم به‌لحاظ

سوخت و هم به لحاظ نگهداری مواد غذایی کارآیی بیش‌تری داشتند. افزایش تعداد کامیون‌ها زمان‌بندی با انعطاف بیشتر و

نیز خدمت‌رسانی کارآتر را میسر می‌کرد و در عین حال زمان تحویل و احتمالاً زمان انتظار کالا در انبار را کاهش می‌داد.

هم‌چنین، بر شمار دفعات تحویل به بازارهای عمده می‌افزود و این خود سبب کاهش ضایعات فروش در نتیجه‌ی کمبود

موجودی می‌شد. نکته‌ی آخر این که افزایش ناوگان حمل و نقل عامل مؤثری در گسترش جغرافیایی بازار شرکت در درازمدت می‌شد.

چنان که در نمودار ۳ می‌بینیم انتظار می‌رفت با توجه به کل سرمایه‌گذاری خالص در ناوگان حمل و نقل معادل ۳۰ میلیون یورو و افزایش سرمایه در گردش برای تأمین مالی خدمات نگهداری اضافی، حقوق کارکنان و انبارداری به میزان ۳ میلیون، صرفه‌جویی در کل هزینه میسر شود و ظرفیت بالقوه‌ی فروش در طول هفت سال آینده به میزان ۱۱/۶ میلیون یورو بالا برود. بر آورد می‌شد که در نتیجه‌ی این تحولات نرخ بازده سرمایه به ۷/۸ درصد برسد که اندکی کم‌تر از ۸ درصد، یعنی حداقل بازده لازم در مورد طرح‌های اصلاح کارآیی است. برخی از مدیران معتقد بودند که این طرح بیشتر در سرفصل کارآیی قرار می‌گیرد و نه در سرفصل گسترش.

۲. کارخانه‌ی جدید. مارتن لیدن به این نکته اشاره کرد که فروش ماست و بستنی یورولند در بازار منطقه‌ی جنوب شرقی همین روزهاست که از ظرفیت تولید و بسته‌بندی کارخانه‌ی واقع در ملون فرانسه فراتر برود. در وضع فعلی، بخشی از تقاضا را با ارسال محصولات از جدیدترین و کاراترین واحد واقع در استراسبورگ فرانسه پاسخ می‌گفتند. اما هزینه‌ی حمل کالا در این مسافت زیاد بود و علاوه بر این وقتی سفارش بازارهای جدید به موقع تحویل نمی‌شد، بی‌تردید بخشی از فروش از میان می‌رفت. لیدن پیشنهاد کرد کارخانه‌ی جدیدی برای تولید و بسته‌بندی در دیژون فرانسه، درست در حاشیه‌ی بازار جنبی یورولند، احداث شود تا بار سنگینی را بر دوش بگیرد که بر کارخانه‌های واقع در ملون و استراسبورگ تحمیل شده بود. هزینه‌ی این کارخانه به ۳۷/۵ میلیون یورو می‌رسید و علاوه بر آن به ۷/۵ میلیون یورو سرمایه در گردش نیاز داشت. تجهیزات به ارزش ۲۱ میلیون یورو در طول هفت سال و خود کارخانه در طول ده سال مستهلک می‌شد. انتظار می‌رفت به واسطه‌ی فروش بیشتر و استهلاک بالاتر و کاهش هزینه‌ی‌های تحویل کالا، جریان نقدی کارخانه بعد از کسر مالیات به ۳۵/۶ میلیون یورو برسد و نرخ بازده آن در ده سال آینده ۱۱/۳ باشد. این طرح در سرفصل طرح‌های گسترش بازار جای می‌گرفت.

۳. گسترش یکی از کارخانه‌ها. جدا از نیاز شرکت به ظرفیت تولید بیشتر در منطقه‌ی جنوب شرقی، کارخانه‌ی واقع در نورمبرگ آلمان به ظرفیت کامل خود رسیده بود. این وضع کار زمان‌بندی برای نگهداری تجهیزات را بسیار دشوار می‌کرد و این به‌نوبه‌ی خود مشکلاتی در زمان‌بندی تولید و تعیین مهلت تحویل پدید می‌آورد. این کارخانه یکی از دو کارخانه‌ی کاملاً خودکار بود که تولید آب بطری، آب معدنی و آب‌میوه‌ی یورولند را برعهده داشت. کارخانه‌ی نورمبرگ پاسخگوی

تقاضای اروپای مرکزی و غربی بود. (کارخانه‌ی دیگری در نزدیکی کپنهاگ دانمارک بازارهای یورولند را در اروپای شمالی پاسخ می‌گفت).

امکان آن بود که ظرفیت کارخانه‌ی واقع در نورمبرگ را با صرف ۱۵ میلیون یورو به میزان ۲۰ درصد افزایش بدهند. تجهیزات این کارخانه (۱۰/۵ میلیون یورو) در طول ۷ سال مستهلک می‌شد و خود کارخانه در طول ۱۰ سال. انتظار می‌رفت این افزایش، ظرفیت تولید سالانه را تا ۲/۲۵ میلیون یورو بالا ببرد و نرخ بازدهی داخلی را به ۱۱/۲ درصد برساند. این پروژه در سرفصل طرح‌های گسترش بازار جای می‌گرفت.

۴. تولید و عرضه‌ی غذای حاضری. فابین مورین پیشنهاد کرد شرکت ظرفیت اضافی کارخانه‌ی واقع در آنتورپ را که خاص فرآوری ادویه و گردو و امثال آن بود به خط تولید خشکبار (میوه‌های خشک) اختصاص بدهد و این محصول جدید برای آزمون به بازارهای بلژیک، بریتانیا و هلند عرضه شود. خانم فابین به قدرت برند «رولی» در این کشورها اشاره کرد و نیز به موفقیت سایر کارخانه‌های تولیدکننده‌ی مواد خوراکی و نوشابه که به تولید غذای حاضری روی آورده بودند، اشاره داشت. او چنین استدلال کرد که شهرت یورولند و کیفیت محصولات آن با ایجاد خط تولید خشکبار افزایش می‌یابد و استفاده از نام این شرکت برای محصولات جدید، احتمالاً به افزایش فروش سایر محصولات در میان مشتریانی می‌انجامد که دغدغه‌ی سلامتی دارند.

سرمایه‌گذاری برای تجهیزات و سرمایه در گردش برای این طرح به ترتیب ۲۲/۵ میلیون یورو و ۴/۵ میلیون یورو برآورد شده بود. تجهیزات ظرف ۷ سال مستهلک می‌شد. در صورت موفقیت در بازار آزمایشی، جریان نقدی این طرح می‌توانست گسترش بیش‌تر کارخانه را در سایر نقاط استرژیک تقویت کند. انتظار می‌رفت نرخ بازدهی داخلی به ۱۳/۴ درصد برسد و این اندکی بالاتر از نرخ بازده سرمایه‌ی ۱۲ درصد لازم برای طرح‌های مربوط به محصولات جدید بود.

۵. خودکارسازی کارخانه‌ها و سیستم انتقال (نقاله). مارتن لیدن علاوه بر پیشنهادهای قبلی، خواستار ۲۱ میلیون یورو برای گسترش خودکارسازی خط تولید در شش کارخانه‌ی قدیمی شرکت شد. انتظار می‌رفت این اقدام سبب افزایش سرعت و کاهش حوادث، ضایعات و انسداد تولید گردد. دو کارخانه‌ی آخری که شرکت ساخته بود شامل سیستم انتقالی می‌شد که نیاز به حمل بار سنگین به دست کارکنان را حذف می‌کرد. این سیستم احتمال آسیب‌دیدگی کارکنان را کاهش می‌داد. در شش کارخانه‌ی قدیمی‌تر شرکت در دو سال آخر به طور متوسط ۲۲۳ کارگر-روز در سال برای هر کارخانه زمان از دست

رفته بود و این به سبب آسیب عضلانی کارگران در برداشتن بارهای سنگین بود. اگر میانگین نرخ کلی جبران خدمات هر ساعت را برای کارگر ۱۴ یورو در نظر بگیریم، سالانه ۱۵۰٫۰۰۰ یورو از دست رفته بود و احتمالاً آسیب‌ها و دعوای حقوقی جدی‌تر نیز همواره پیش می‌آمد. بر روی هم انتظار می‌رفت با صرفه‌جویی در هزینه‌ها و استهلاک معادل ۴/۱۳ میلیون یورو در سال برای این طرح، نرخ بازدهی داخلی معادل ۸/۷ درصد تحقق یابد. این طرح در سرفصل طرح‌های اصلاح کارایی جای می‌گرفت.

۶. *تصفیه‌ی فاضلاب در چهار کارخانه.* یورولند فودز در کارخانه‌های واقع در ملون و استراسبورگ میوه‌ها را فرآوری می‌کرد. یکی از اولین مراحل این فرایند زدودن گردوغبار و سموم آفت‌کش از میوه‌ها بود. آب کثیف خیلی راحت از طریق مجاری به دو رود سن و راین می‌ریخت. رهنمودهای اخیر اتحادیه‌ی اروپا مقرر می‌کرد هر فاضلابی، حتی با کم‌ترین مقدار مواد شیمیایی، در همان منبع اصلی تصفیه شود و برای این کار چهار سال مهلت داده بودند. این طرح از آنجا که متوجه محیط‌زیست می‌شد از گذراندن آزمون‌های متعارف معاف شد. اما لیدن توضیح داد که امروز می‌توان تجهیزات تصفیه‌ی آب را با ۶ میلیون یورو خریداری کرد. او محاسبه کرد که این تجهیزات چهار سال بعد که مهلت کارخانه تمام می‌شود، قیمتی معادل ۱۵ میلیون یورو می‌داشت. علاوه بر این، احتمال می‌رفت مقامات اتحادیه‌ی اروپا این مهلت را کاهش بدهند یا میزان آلودگی کارخانه‌های شرکت به حدی برسد که بر سر زبان‌ها بیفتد و سبب بدنامی شرکت نزد مصرف‌کنندگان گردد. این طرح در سرفصل طرح‌های محیط‌زیست جای می‌گرفت.

۸ و ۷. *گسترش بازار به سمت جنوب و مشرق.* مارکو پونتی توصیه کرد شرکت بازار خود را به سمت جنوب گسترش بدهد و فرانسه، ایتالیا، و اسپانیا را به قلمرو خود بیفزاید و/یا فعالیت شرکت به سمت مشرق بسط یابد و آلمان شرقی، لهستان، چکسلواکی و اتریش ضمیمه‌ی بازار شرکت شود. او معتقد بود زمان برای گسترش جغرافیایی فروش بستنی و شاید ماست مناسب است. از لحاظ نظری شرکت می‌توانست گسترش در هر دو جهت را عملی کند، اما در عمل پونتی تردید داشت که تشکیلات توزیع بتواند در یک زمان پاسخگوی این تفاضاها باشد.

هریک از این دو گسترش منافع و ریسک‌های خود را داشت. اگر شرکت به سمت مشرق گسترش می‌یافت به جمعیت عظیمی می‌رسید که سخت طالب محصولات لبنی یخ‌زده بودند، اما بناچار با رقابت تولیدکنندگان بستنی در آن منطقه روبرو می‌شد. علاوه بر این، قدرت خرید مصرف‌کنندگان آلمان شرقی، لهستان و چکسلواکی به اندازه‌ی مصرف‌کنندگان جنوبی نبود.

گسترش رو به مشرق را می‌بایست کارخانه‌های واقع در نورمبرگ، استراسبورگ و هامبورگ برآورده می‌کردند.

در گسترش به سوی جنوب وضع چیز دیگری می‌شد. قدرت خرید بیشتر و رقابت کمتر، اما در عوض اشتیاق کمتر مشتریان برای بستنی و ماست. گسترش به سوی جنوب مستلزم ایجاد تقاضا برای ماست و بستنی مرغوب بود. اگر هیچ یک از طرح‌های پیشنهادی ۳ و ۲ پذیرفته نمی‌شد، آن‌گاه گسترش به سوی جنوب می‌بایست از کارخانه‌های ملون و استراسبورگ و روئان تأمین می‌شد.

هزینه‌ی اولیه‌ی هریک از این طرح‌های پیشنهادی ۳۰ میلیون یورو به صورت سرمایه در گردش بود. بخش عمده‌ی این هزینه صرف تأمین مالی امر توزیع می‌شد. اما در طول ده سال پیش‌بینی‌شده، توزیع کنندگان به تدریج مسئولیت وصولی‌ها و موجودی انبار را برعهده می‌گرفتند. هردو طرح گسترش، اجاره‌بهای انبار مناسب تجهیزات توزیع را در نظر گرفته بودند. انتظار می‌رفت کل جریان نقدی بعد از کسر مالیات برای گسترش به سوی جنوب ۵۶/۳ میلیون یورو و برای گسترش شرقی ۴۸/۸ میلیون یورو باشد.

مارکو پونتی عقیده داشت گسترش به سوی جنوب متضمن نرخ بازدهی داخلی بالاتر خواهد بود. اما گسترش به سوی مشرق ریسک کمتری دارد. نرخ بازدهی داخلی پیش‌بینی‌شده در گسترش جنوبی ۲۱/۴ درصد و در گسترش شرقی ۱۸/۸ درصد بود. این طرح در سرفصل طرح‌های گسترش بازار جای می‌گرفت.

۹. تولید و عرضه‌ی ماست و بستنی با شیرینی مصنوعی. فابین مورین به این نکته اشاره کرد که پیشرفت‌های اخیر در تولید شیرینی مصنوعی نویدبخش صرفه‌جویی چشمگیر در هزینه‌ی تولید مواد غذایی و نوشابه و درعین حال موجب تقاضای بیش‌تر برای محصولات با کالری کمتر است. مساله‌ی اصلی ابداع طعمی مناسب بود که تکمیل‌کننده‌ی اجزای دیگر باشد یا تأثیر آن‌ها را تشدید کند. برای تولید کنندگان بستنی، مشکل ایجاد توازن بود که سبب شود طعم حاصل مشابه طعم مواد طبیعی باشد. البته، این احتمال در میان بود که شیرینی مصنوعی طعم بهتری هم به محصول بدهد.

علاوه بر این، برای عرضه‌ی تجاری ماستی که در آزمون‌های آزمایشگاهی به نتایج نویدبخشی رسیده بود، مبلغ ۲۷ میلیون یورو ضروری بود. این هزینه شامل خرید تجهیزات اختصاصی تولید، سرمایه در گردش و هزینه‌ی عرضه و تبلیغ محصول می‌شد. نرخ بازدهی داخلی کلی ۲۰/۵ درصد پیش‌بینی شده بود.

مورین تأکید کرد که این طرح پیشنهادی هر چند نتایج عملی نامشخصی دارد، می تواند عاملی در حفظ سهم فعلی بازار باشد، زیرا احتمال داشت سایر تولید کنندگان بستنی مرغوب که در همین زمینه تحقیق می کردند، همین محصولات را عرضه کنند. اگر برند رولی خط تولید شیرینی مصنوعی را ایجاد نمی کرد و رقابیش به این کار دست می زدند، رولی احتمالاً در این عرصه عقب می ماند. مورین در عین حال به موقعیت مشابه اشاره داشت: ابداع شیرینی مصنوعی و فعالیت موفقیت آمیز شرکت در تولید محصولات کم چربی. این طرح در سرفصل طرح های سرمایه گذاری در محصولات جدید جای می گرفت.

۱۰. ایجاد سیستم کنترل موجودی با شبکه ی کامپیوتری برای انبار و نمایندگان میدانی. هاینس کلینک به مدت سه سال، و بدون نتیجه، بر ایجاد نظام کنترل انبار با شبکه ی کامپیوتری که بتواند فروش میدانی، نمایندگان، توزیع کنندگان، رانندگان و انبار تجهیزات و احتمالاً خرده فروشان را به هم پیوند دهد، پای فشرده بود. منافع این طرح عبارت بود از تأخیر کم تر در انجام سفارش ها، کنترل بهتر انبار، کاهش ضایعات و آگاهی سریع تر از تغییرات تقاضا در سطح مصرف کننده. کلینک از برآورد کمی این منافع پرهیز می کرد، چرا که چنین برآوردی در دامنه ی وسیعی از مبالغ از رقم متوسط گرفته تا رقم بسیار هنگفت نوسان می کرد. امسال برای نخستین بار او جریان نقدی ای را پیش بینی کرد که نشان دهنده ی هزینه ی اولیه ی معادل ۱۸ میلیون یورو برای سیستم کامپیوتری و در پی آن ۴/۵ میلیون یورو در سال بعد برای تجهیزات جنبی بود. جریان ورودی شامل سپر مالیاتی استهلاک^۱، اعتبار مالیاتی، کاهش هزینه های انبارداری و موجودی انبار کم تر بود. کلینک پیش بینی می کرد این منافع فقط مدت سه سال وجود خواهد داشت. با همه ی این ها، نرخ بازدهی داخلی این طرح ۱۶/۲ درصد برآورد می شد. این طرح در سرفصل طرح های اصلاح کارایی جای می گرفت.

۱۱. تملک واحد تولیدی با برند مشهور مشروبات و تأسیسات وابسته به آن. نایجل هامبولت خواهان تملک واحدهای تولیدی دیگری بود تا تنوعی در تولید پدید آورد و از این طریق از فعالیت اصلی شرکت فراتر برود. وی اما تأکید داشت که این اقدام باید به شیوه ای باشد که از مهارت های شرکت در مدیریت برند بهره بگیرد. هامبولت شش صنعت مرتبط با هم را در زمینه ی تولید محصولات بسته بندی شده ی مصرفی کندوکاو کرده بود و تأکید می کرد که مشروبات نشاط آور می توانند فرصت بی نظیری برای رشد واقعی و در عین حال حفظ بازار با استفاده از علامت تجاری یورولند پدید آورند. او چهار تولید کننده ی کوچک مشروبات را با شهرتی جاافتاده برای تملک در نظر داشت. هامبولت بعد از مذاکرات اولیه به این نتیجه رسیده بود که

^۱. depreciation tax shield

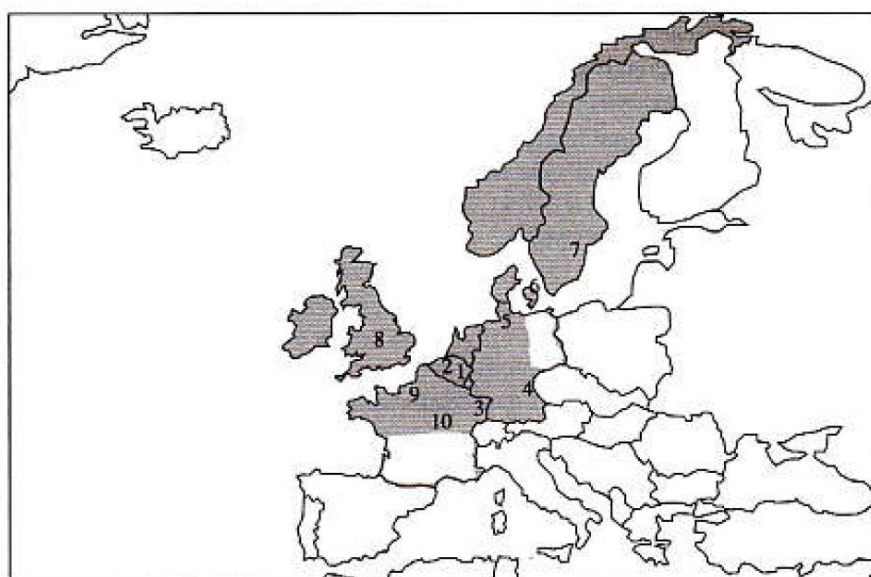
تنها یکی از این شرکت‌ها در آینده‌ی نزدیک قابل خریداری است، و آن تولیدکننده‌ی بخش خصوصی مشروبات واقع در مونیخ بود.

طرح پیشنهادی هامبولت هزینه‌های گرافیکی داشت، یعنی ۲۵ میلیون یورو برای خرید و ۳۰ میلیون یورو برای نوسازی تجهیزات شرکت مورد نیاز بود، و همزمان با آن گسترش جغرافیایی بازارهای جدید باید دنبال می‌شد. بازدهی مورد انتظار بالا بود: جریان نقدی بعد از کسر مالیات ۱۹۸/۵ میلیون یورو و نرخ بازدهی داخلی معادل ۲۷/۵ درصد پیش‌بینی می‌شد. این طرح در سرفصل محصولات جدید جای می‌گرفت.

نتیجه‌گیری

هر مدیر عضو کمیته موظف بود طرحی پیشنهاد کند و آماده‌ی دفاع از آن باشد، و بدین ترتیب در کار تخصیص بودجه‌ی ۱۲۰ میلیونی یورولند فودز مشارکت فعال داشته باشد. نمودار ۲ طرح‌های مختلف را بر حسب جریان نقدی آزاد و معیارهای عملکرد سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد.

نمودار ۱. کشورهای حوزه‌ی رقابت یورولند فودز



توجه: نواحی سایه‌خورده در این نقشه مناطق توزیع اصلی محصولات یورولند را نشان می‌دهند. تجهیزات مهم بدین قرار است:

- | | |
|-------------------------------|--------------------------------------|
| ۱-دفاتر مرکزی، بروکسل، بلژیک | ۶-کارخانه، کپنهاگ، دانمارک |
| ۲-کارخانه، آنتورپ، بلژیک | ۷-کارخانه، اسوالد، سوئد |
| ۳-کارخانه، استراسبورگ، فرانسه | ۸-کارخانه، نلی - آن - مرسی، انگلستان |
| ۴-کارخانه، نورمبرگ، آلمان | ۹-کارخانه، کائن، فرانسه |
| ۵-کارخانه، هامبورگ، آلمان | ۱۰-کارخانه، ملون، فرانسه |

نمودار ۲. خلاصه‌ی نتایج مالی (همه‌ی ارزش‌ها به میلیون یورو، غیر از مقادیر عایدی هر سهم)

سال مالی منتهی به دسامبر

۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	
۱۶۱۱	۱۶۰۸	۱۶۱۴	فروش ناخالص
۵۶	۷۴	۷۷	سود خالص
۰/۸۱	۱/۰۸	۱/۱۳	عایدی هر سهم
۳۰	۳۰	۳۰	سود پرداختی
۹۸۴	۸۷۰	۷۱۶	کل دارایی
۶۹۷	۶۴۰	۵۵۹	حقوق صاحبان سهام (ارزش دفتری)
۷۸۴	۱۲۵۸	۱۲۷۱	حقوق صاحبان سهام (ارزش بازار)

نمودار ۳. جریان نقدی آزاد و تحلیل طرح‌های پیشنهادی^۱ (همه‌ی ارزش‌ها به میلیون یورو)

طرح	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
کارخانه‌ی جدید (دیزون، فرانسه) دسترس ناو دان حمل و نقل کامیون (یادداشت ۳)	۳۰/۰۰	۳۷/۵۰	۱۵/۰۰	۲۲/۵۰	۲۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۲۲/۵۰	۲۲/۵۰	۴۵/۰۰
گسترش کارخانه (نورمبرگ، آلمان)	۰/۰۰	۷/۵۰	۰/۰۰	۴/۵۰	۰/۰۰	۳۰/۰۰	۳۰/۰۰	۴/۵۰	۰/۰۰	۱۵/۰۰
غذاهای حاضری										
خودکارسازی و سیستم انتقال										
گسترش به سمت جنوب (یادداشت ۵)										
گسترش به سمت شرق (یادداشت ۵)										
شیرینی مصنوعی										
کامپیوتری برای کنترل انبار سیستم										
استراتژیک (یادداشت ۶)										
تملك										
سرمایه‌گذاری اموال سرمایه در گردش										
سال	۰	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷		
جریان نقدی آزاد مورد انتظار (یادداشت ۴)										
۰	-۱۷/۱۰	-۴۵/۰۰	-۱۵/۰۰	-۹/۰۰	-۲۱/۰۰	-۳۰/۰۰	-۳۰/۰۰	-۲۷/۰۰	-۱۸/۰۰	-۲۵/۰۰
۱	-۱۱/۸۵	۳/۰۰	۱/۸۸	-۹/۰۰	۴/۱۳	۵/۲۵	۴/۵۰	۴/۵۰	۸/۲۵	-۳۰/۰۰
۲	۴/۵۰	۷/۵۰	۲/۲۵	-۹/۰۰	۴/۳	۶/۰۰	۵/۲۵	۶/۰۰	۸/۲۵	۷/۵۰
۳	۵/۲۵	۸/۲۵	۲/۶۳	۴/۵۰	۴/۳	۶/۷۵	۶/۰۰	۶/۷۵	۷/۵۰	۱۳/۵۰
۴	۶/۰۰	۹/۰۰	۳/۰۰	۴/۵۰	۴/۳	۷/۵۰	۶/۷۵	۷/۵۰		۱۶/۵۰
۵	۶/۷۵	۹/۳۸	۳/۳۸	۶/۰۰	۴/۳	۸/۲۵	۷/۵۰	۷/۰		۱۹/۵۰
۶	۷/۵۰	۹/۷۵	۳/۷۵	۶/۷۵	۴/۳	۹/۰۰	۸/۲۵	۷/۰		۲۲/۵۰
۷	۱۰/۵۰	۱۰/۱۳	۲/۵	۷/۵۰	۴/۱۳	۹/۷۵	۹/۰۰	۷/۰		۲۵/۵۰

طرح	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
	کارخانه‌ی جدید (دیژون، فرانسه) دسترس ناودان حمل و نقل کامیون (یادداشت ۳)	کارخانه‌ی جدید (دیژون، فرانسه) دسترس ناودان حمل و نقل کامیون (یادداشت ۳)	گسترش کارخانه (نورمبرگ، آلمان)	غذاهای حاضری	خودکارسازی و سیستم انتقال	گسترش به سمت جنوب (یادداشت ۵)	گسترش به سمت مشرق (یادداشت ۵)	شیرینی مصنوعی	کامپیوتری برای کنترل انبار سیستم	استراتژیک (یادداشت ۶) تملک
۸	۷/۵۰	۲/۵	۸/۲۵			۱۰/۵۰	۹/۷۵	۷/۰		۲۸/۵۰
۹	۷/۸۸	۲/۵	۹/۰۰			۱۱/۲۵	۱۰/۵۰	۷/۰		۳۱/۵۰
۱۰	۸/۲۵	۲/۲۵	۹/۷۵			۱۲/۰۰	۱۱/۲۵	۷/۰		۸۸/۵۰
کل تنزیل نشده	۱۱/۵۵	۳۵/۶۳	۱۰/۸۸	۲۹/۲۵	۷/۸۸	۵۶/۲۵	۴۸/۷۵	۴۲/۷۵	۶/۰۰	۱۹۸/۵۰
برگشت سرمایه (سال)	۶	۶	۶	۷	۶	۵	۵	۵	۳	۵
حداکثر برگشت سرمایه‌ی قابل قبول	۴	۵	۵	۶	۴	۶	۶	۶	۴	۶
نرخ بازدهی داخلی	٪۷/۸	٪۱۱/۳	٪۱۱/۲	٪۱۳/۴	٪۸/۷	٪۲۱/۴	٪۱۸/۸	٪۲۰/۵	٪۱۶/۲	٪۲۷/۵
حداقل نرخ بازدهی قابل قبول	٪۸/۰	٪۱۰/۰	٪۱۰/۰	٪۱۲/۰	٪۸/۰	٪۱۲/۰	٪۱۲/۰	٪۱۲/۰	٪۸/۰	٪۱۲/۰
دامنک	-٪۰/۲	٪۱/۳	٪۱/۲	٪۱/۴	٪۰/۷	٪۹/۴	٪۶/۸	٪۸/۵	٪۸/۲	٪۱۵/۵
ارزش فعلی خالص براساس میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه (٪۱۰/۶)	-۲/۸۸	۱/۴۹	۰/۴۱	۳/۷۴	-۱/۳۱	۱۷/۹۹	۱۳/۴۹	۱۳/۴۳	۱/۷۵	۶۹/۴۵
ارزش فعلی خالص با حداقل نرخ بازده قابل قبول	-۰/۱۹	۲/۸۱	۰/۸۲	۱/۷۹	۰/۴۸	۱۴/۸۵	۱۰/۶۲	۱۰/۹۷	۲/۶۷	۵۹/۶۵
معادل اقساط مساوی (یادداشت ۲)	-۰/۰۴	۰/۴۶	۰/۱۳	۰/۳۲	۰/۰۹	۲/۶۳	۱/۸۸	۱/۹۴	۱/۰۳	۱۰/۵۶

۱. تصفی‌ی فاضلاب در این جدول منظور نشده است.

۲. معادل اقساط مساوی هر پروژه آن سطح از پرداخت سالانه است که موجد ارزش فعلی برابر با ارزش فعلی خالص در حداقل نرخ بازدهی مورد انتظار برای پروژه باشد. اقساط مساوی (annuity) تفاوت در دیرش پروژه‌های مختلف را تصحیح می‌کند. در رده‌بندی پروژه‌ها براساس معادل اقساط مساوی، اقساط مساوی بزرگ‌تر ثروت بیش‌تری در قیاس با اقساط مساوی کوچک‌تر برای سرمایه‌گذار ایجاد می‌کند.
۳. این قلم ۱۶/۵ میلیون یورویی است که در آغاز و نیز در پایان سال اول مصرف می‌شود.
۴. جریان نقدی آزاد = سود اضافی یا صرفه‌جویی هزینه بعد از کسر مالیات - استهلاک - سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش.
۵. فرانسیزها به تدریج بار سرمایه در گردش لازم برای وصولی‌ها و موجودی‌ها را برعهده می‌گیرند.
۶. ۲۵ میلیون یورو در سال اول، ۳۰ میلیون در سال دوم و ۵ میلیون در سال سوم هزینه خواهد شد.

افته‌ی ۴-۲ شرکت کاغذ فارابی^۱

پس از گذشت چندین سال دشوار طی دوران جنگ، یعنی سال‌های ۶۷-۱۳۶۰، مدیران شرکت فارابی اکنون در پی آن بودند که خط‌مشی عملیاتی شرکت را برای سال‌های دهه‌ی هفتاد و احتمالاً دهه‌ی هشتاد تعیین کنند. آینده‌ی صنعت کاغذسازی در کشور چندان روشن نبود و روند تغییر کشورهای تولیدکننده‌ی کاغذ در جهان هنوز در جریان بود. طرح‌های تولید چوب و کاغذ در کشور هنوز به مراحل جدی نرسیده بود و روشن نبود که در دهه‌ی هفتاد کدام کارخانه‌ها به مرحله‌ی بهره‌برداری خواهند رسید.

هیأت‌مدیره برای سودآوری در سال‌های آتی نرخ ۱۵٪ را به‌عنوان بازدهی سرمایه‌ی مورد انتظار تعیین کرده بود. در آخرین گزارش مالی سالیانه‌ی شرکت، در بخشی تحت عنوان «پیش به سوی سال‌های ۷۰» این موضوع صریحاً تشریح شده بود که هیچ سرمایه‌گذاری‌ای با بازدهی کم‌تر از رقم تعیین‌شده انتخاب نخواهد شد.

برای افزایش سود، هیأت‌مدیره تصمیم گرفته بود طرح‌های سرمایه‌گذاری مختلف را مورد بررسی قرار دهد. یکی از این طرح‌ها، به افزایش ظرفیت سفیدکاری کاغذ مربوط می‌شد. با اجرای این طرح، با افزودن دستگاه چاپ ام - اف به تجهیزات تولیدی فعلی، یک روکش رنگ اضافی روی کاغذ کشیده می‌شد و به آن شفافیت خاصی می‌داد.

مخارج سرمایه‌ای لازم برای خرید واحد سفیدکاری و تجهیزات وابسته به آن ۱۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال برآورد می‌شد. هزینه‌های متغیر ۶۰٪ فروش اضافی و هزینه‌های ثابت عملیاتی این سرمایه‌گذاری در سال ۳۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال برآورد می‌شد. از این مبلغ ۱۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال به استهلاک ماشین‌آلات مربوط می‌شد.

مراحل تولید در صنعت کاغذ ایجاب می‌کند چند دستگاه مربوط به هم برای ساخت محصول نهایی به کار رود. قسمت اصلی تولید مونتاژمانندی است که دستگاه‌های مختلف مربوط به مراحل گوناگون تولید مانند خمیر کاغذ، واحد سفیدکاری و غیره روی آن نصب شده است. عمر بدنه‌ی اصلی ماشین ۴۰ تا ۵۰ سال است، اما لوازم مختلف جانبی که روی ماشین اصلی سوار می‌شوند، عمر کوتاه‌تری دارند و باید تعویض شوند.

در زمانی که طرح این سرمایه‌گذاری مورد بررسی اعضای هیأت‌مدیره شرکت بود، دولت طی تصویب نامه‌ای مقرر کرده بود که در صنایع خاصی از جمله در صنعت کاغذسازی، برای خرید ماشین‌آلات جدید کمک‌هایی به‌شکل اعطای ارز ترجیحی

^۱. این افته از روی افته‌ی شرکت وارلانتک Warlance Ltd. اقتباس شده است. رک به مرجع زیر:

منظور شود. البته برای دریافت این کمک‌ها لازم بود دستگاه‌های تولیدی جدید باشند. از آن‌جا که قسمت عمده‌ی ماشین‌آلات کارخانه قدیمی بود، مدیران مطمئن نبودند که آیا از کمک‌های دولت برخوردار خواهند شد یا نه.

در نشریه‌ی وزارت صنایع که صندوق کمک زیر نظر این وزارتخانه است، این موضوع مورد بررسی قرار گرفته و برای حل مشکل راه‌حل‌هایی پیشنهاد شده است:

«جریان تولید کاغذ جریانی مداوم است و تعویض حتی قسمتی از ماشین‌آلات می‌تواند به بهبود این جریان کمک کند. بدین علت، این صنعت را نباید مورد بی‌مهری قرار داد و تنها به آن‌هایی کمک کرد که می‌خواهند همه‌ی ماشین‌آلات کارخانه را تغییر دهند. باید تصریح شود که وزارت صنایع همه‌ی صنایع را یکسان نخواهد دانست و به احتمال زیاد برای تعویض تنها قسمتی از ماشین‌آلات کارخانجات کاغذسازی نیز کمک‌هایی خواهد کرد. اما اگر تعویض یک قسمت از ماشین‌آلات با نوع مشابه مطرح باشد و دستگاه جدید از دستگاه قدیم بهتر نبوده و تکنولوژی بالاتری نداشته باشد، کمک مالی نخواهد شد.»

از آن‌جا که کارخانه در حومه‌ی تهران واقع شده بود، هیچ نوع کمکی از استانداری به شرکت تعلق نمی‌گرفت. استانداری‌های مناطق محروم کشور تنها برای کارخانه‌های واقع در منطقه‌های جغرافیایی خود، بودجه‌ی کمک مالی داشتند. با این همه، امکان این امر وجود داشت که وزارت دارایی به شرکت اجازه دهد تا این سرمایه‌گذاری را پنج‌ساله مستهلک کند (۲۰٪ در هر سال با روش خط مستقیم).

انتظار می‌رفت واحد جدید عمر مفیدی برابر ده سال داشته باشد. احتمال می‌رفت که پس از ده سال تغییرهای مهمی در تکنولوژی تولید کاغذ به وجود آید. ارزش اسقاط واحد سفیدکاری در پایان ده سال صفر لحاظ شد.

پیش‌بینی فروش

مدیر بازاریابی برای تصمیم‌گیری هیأت‌مدیره، میزان اضافه‌فروش حاصل از سرمایه‌گذاری جدید را پیش‌بینی کرده است.

پیش‌بینی‌ها بدین شرح است:

سال	فروش به ریال	سال	فروش به ریال
۱۳۷۱	۵۰٫۰۰۰٫۰۰۰	۱۳۷۶	۱۵۰٫۰۰۰٫۰۰۰
۱۳۷۲	۱۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰	۱۳۷۷	۱۵۰٫۰۰۰٫۰۰۰
۱۳۷۳	۱۲۰٫۰۰۰٫۰۰۰	۱۳۷۸	۱۲۰٫۰۰۰٫۰۰۰
۱۳۷۴	۱۵۰٫۰۰۰٫۰۰۰	۱۳۷۹	۹۰٫۰۰۰٫۰۰۰
۱۳۷۵	۱۵۰٫۰۰۰٫۰۰۰	۱۳۸۰	۸۰٫۰۰۰٫۰۰۰

انتظار می‌رفت به علت بالارفتن سطح فروش، میزان موجودی‌ها، کار در جریان، و حساب بدهکاران افزایش یابد. به‌طور

کلی، برآورد می‌شود سرمایه در گردش برابر ۳۰٪ فروش اضافی افزایش یابد.

بعد از بررسی خلاصه‌ی طرح، هیأت‌مدیره خواهان ارزیابی کامل نرخ سودآوری این سرمایه‌گذاری شد تا بازدهی آن

را با بازدهی حداقل تعیین‌شده مقایسه کند. به‌علاوه، هیأت‌مدیره خواهان این شد که محاسبه‌ها و تحلیل فوق با فرض فروش کم‌تر

و عمر کوتاه‌تر ماشین‌آلات دوباره تجدید شود. هیأت‌مدیره ۳٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال سود پایین‌تر در هر سال و ۸ سال عمر مفید

ماشین‌آلات را ارقامی واقعی‌تر می‌دانست.

سؤال‌ها

۱. آیا طرح سرمایه‌گذاری باید مورد پذیرش قرار گیرد؟ نرخ مالیات شرکت در حال حاضر حدود ۲۵٪ است، و

زیان انباشته در هر سال را می‌توان به سال‌های بعد انتقال داد.

۲. آیا مجوز وزارت دارایی برای روش خاص محاسبه‌ی استهلاک به شرکت کمکی می‌کند؟ چرا؟

۳. آیا ضرورتی به انجام محاسبه‌ها با برآوردهای پایین‌تر هیأت‌مدیره وجود دارد؟ چه نتایجی از چنین محاسباتی

به‌دست می‌آید؟

افته‌ی ۵-۲. افته شرکت صنایع غذایی نور^۱

در هفته پایانی شهریورماه سال ۱۴۰۰، ۲۲ امین جلسه هیأت مدیره شرکت صنایع غذایی نور برگزار شد. در پایان جلسه هیأت مدیره تصمیم بر این شد که آقای حسن محمدی، رئیس هیأت مدیره و مالک ۷۸٪ از سهام شرکت، پیشنهاد صندوق سرمایه گذاری خصوصی تیام را بررسی کند. این صندوق برای خرید ۲۵٪ از سهام تحت مالکیت آقای محمدی اعلام آمادگی کرده بود. در صورت تصمیم به واگذاری سهام، آقای محمدی باید شرایط موافقت خود را به اطلاع صندوق تیام می‌رساند.

سابقه موضوع

آقای محمدی متولد سال ۱۳۵۰ است و از سال ۱۳۷۵ به صورت تمام وقت در شرکت خوراک و بذر ایران که تحت مالکیت پدر ایشان است فعال بوده است. وی در طول بیست سال فعالیت خود در شرکت بذر ایران با چالش های مختلف روبرو بوده و با همه مراحل عملیات آن شرکت آشنا شده است. هم چنین، این مدت فرصتی بوده که با شبکه ای از فعالان آن صنعت نیز ارتباط برقرار کند.

آقای محمدی در سال ۱۳۹۵ و باهدف توسعه فعالیت خود در صنایع غذایی و هم چنین خلق برند اختصاصی «نور» تصمیم به تأسیس «شرکت صنایع غذایی نور» گرفت. این شرکت در شهرک صنعتی شمس در ۱۶۰ کیلومتری شهر تهران واقع شده است.

صندوق سرمایه گذاری خصوصی تیام از صندوق های تازه تأسیس بازار سرمایه است که در حوزه مواد غذایی سرمایه گذاری می کند. این صندوق PE علاقه مند است ریسک تأمین مواد اولیه برای کارخانه دیگری را که در مالکیت دارد، پوشش دهد و از این طریق اختلال در زنجیره تأمین خود را کاهش دهد. این مهم ترین انگیزه صندوق است تا بخشی از سهام «شرکت صنایع غذایی نور» را تحت مالکیت خود درآورد. صندوق تیام هدف بلندمدت دیگری نیز دارد، و علاقه مند است سبد سرمایه گذاری های خود در صنایع بالادستی را تنوع بخشد و بتواند مجموعه مناسبی از سرمایه گذاری در صنعت غذایی داشته باشد. از این رو صندوق اعلام آمادگی کرده است که ۲۵٪ از سهام شرکت نور را خریداری کند.

آقای محمدی علاقه مند به راه اندازی یک شرکت بازرگانی بین المللی است که بتواند مواد اولیه شرکت خود را آسان تر تأمین کند و در صورت ممکن محصول خود را نیز صادر کند. هدف او از فروش ۲۵ درصد سهام به صندوق تیام عمدتاً تأمین منابع برای تشکیل این شرکت است. در این خصوص وی با سرمایه گذاران و عمده فروشان مختلفی مشورت کرده است. انتظار می رود که سرمایه اولیه این شرکت بازرگانی برابر یا بیشتر از ۱۰۰۰ میلیارد ریال باشد، فعالیت های بازرگانی قابل قبولی داشته باشد و حاشیه سود آن مناسب باشد.

^۱ . این افته با هدف آموزشی براساس اطلاعات واقعی شرکتی ایرانی توسط آقایان حسین عبده تبریزی و علی باقری مرندی در دی ماه ۱۴۰۱ تهیه شده است. تشابه اسامی اتفاقی بوده و به افراد خاصی اشاره ندارد. حقوق معنوی این اثر به آکادمی دانایان (danayan.academy) متعلق است.

امکانات تولید

شرکت صنایع غذایی نور دو خط تولید دارد. خط تولید اول در سال ۱۳۹۸ نصب شده و به بهره‌برداری رسیده است؛ خط تولید دوم در سال ۱۴۰۰ نصب شده و آن هم آماده بهره‌برداری است. ماشین‌آلات تولید شرکت، فناوری پیچیده‌ای ندارد، و سطح فناوری مانع ورود بازیگران جدید به بازار محصولات «نور» نیست.

عملیات شرکت تحت تأثیر بازار دانه ذرت و فرآورده‌های آن است. محصول اصلی تولیدی شرکت فراوری دانه ذرت برای مصرف انسانی است؛ البته حین عملیات شرکت، محصولات دیگری تحت عنوان سربار تولید به دست می‌آید که با توجه به مقدار کم آن‌ها و عدم صرفه اقتصادی، شرکت تمرکزی نسبت به مدیریت سربار تولید ندارد. هر یک از خطوط تولید نصب‌شده در شرکت، ظرفیت تولید ماهانه ۵۰۰ تن محصول را دارد. در سال ۱۳۹۹، خط تولید اول با تمام ظرفیت تولید کرده است.

اصلی‌ترین محصول تولیدی شرکت کنسرو ذرت است. در فرآیند تولید کنسرو ذرت، ابتدا دانه ذرت خوشه‌گیری می‌شود و دانه‌ها از سایر اجزای طبیعی ذرت جدا می‌شوند. جهت رعایت استانداردهای بهداشتی و غذایی، دانه‌های جداشده توسط استخرهای مخصوصی شست‌وشو داده می‌شوند. در شهرک صنعتی شمس، تعدادی کارگاه کوچک وجود دارند که در ازای دریافت کارمزد مشخصی، خوشه‌های ذرت خریداری شده توسط شرکت‌های فعالیت در صنعت غذایی، را خوشه‌گیری کرده و دانه‌ها را پاک‌سازی می‌کنند؛ آقای محمدی تقریباً تمام دانه موردنیاز خود را از طریق برون‌سپاری به این کارگاه‌ها تهیه می‌کند و در سیستم حسابداری خود، کارمزد مربوطه را جزو بهای تمام‌شده مواد مستقیم حساب می‌کند.

عملیات اصلی شرکت صنایع غذایی نور با ورود دانه‌های ذرت آماده پخت شروع می‌شود. تولید کنسرو ذرت به شکل پخت دومرحله‌ای انجام می‌پذیرد؛ مرحله اول پخت در مخازن خلأ و مرحله دوم پخت در کنسروهای بسته‌بندی شده و به صورت غیرمستقیم انجام می‌پذیرد. در سال‌های آخر، تقریباً عمده دانه ذرت وارداتی کشور از مبدأ کشورهای برزیل و اوکراین انجام می‌پذیرد؛ در سال ۱۳۹۹، ارزش کل واردات دانه ذرت ۵۴۸ میلیارد ریال برآورد شده است.

آقای محمدی در سال ۱۳۹۷ سند چشم‌انداز ۵ ساله‌ای را برای شرکت صنایع غذایی نور تنظیم کرد. با توجه به موقعیت مکانی و فضای در دسترس در سوله‌های واحد تولیدی شرکت، و وجود امکان گسترش خطوط تولیدی، راه‌اندازی ۵ خط تولید جدید نیز جزو برنامه‌های شرکت تعریف شد تا تولید به مقیاس اقتصادی مناسب برسد. در سال ۱۳۹۹ آقای محمدی با شرکت تولیدکننده ماشین‌آلات و تجهیزات افق توافق کرده است که این خطوط را راه‌اندازی کند. چنانچه در اسفندماه سال ۱۴۰۰، خرید تجهیزات این ۵ خط جدید تولیدی سفارش شود، در پایان سال ۱۴۰۱، شرکت نور تمام ماشین‌آلات سفارش‌شده را دریافت کرده و نصب خواهد کرد.

هزینه‌های تولید، و مواد اولیه

آقای محمدی همواره سعی کرده است که به اندازه تولید یک ماه، مواد اولیه در شرکت داشته باشد؛ این خواست به دلیل کسری سرمایه در گردش کمتر عملی شده است. اطلاعات زیر جزئیات نهاده‌های تولیدی محصول شرکت را نشان می‌دهد:

۱	مقدار تولید (تن)
۱/۲	مصرف مواد اولیه (تن)
۲/۸	آب مصرفی به ازای تولید هر تن (مترمکعب)
۱/۸	برق مصرفی به ازای تولید هر تن (کیلووات ساعت)
۶۰۰	حداقل موجودی انبار مواد اولیه (تن)

یکی از چالش‌های اساسی و تکراری آقای محمدی، تأمین به موقع مواد اولیه با قیمت مناسب است. با توجه به این که در صنایع بالادستی مواد غذایی، تعداد محدودی بازیگر بسیار بزرگ وجود دارد، شرکت‌های کوچک‌تر در سطح شرکت صنایع غذایی نور از قدرت چانه‌زنی کمتری در خصوص قیمت مواد اولیه برخوردارند. همچنین در شرایط سهمیه‌بندی مواد اولیه که توسط نهادهای قانون‌گذار اعمال می‌شود، معمولاً سهمیه این شرکت‌ها کمتر از ظرفیت واقعی آن‌ها است؛ در این حالت باید کسری مواد اولیه خود را از بازار سیاه تأمین کنند.

برای حل مشکل تأمین مواد اولیه، آقای محمدی واردات مستقیم مواد اولیه را تجربه کرده است. ایشان پس از واردات مواد اولیه، بخشی از مواد اولیه را برای رفع نیاز تولید خود مصرف کرده، و بقیه مواد را به سایر شرکت‌های رقیب و هم‌اندازه فروخته است. با افزایش نرخ ارز و برقراری تحریم‌های بین‌المللی، امکان واردات عمده مواد اولیه با سرمایه محدود ایشان به تدریج ناممکن شده است.

برای تجربه و امکان‌سنجی ظرفیت بازارهای بین‌المللی، آقای محمدی بخش کوچکی از محصولات خود را صادر می‌کند. با توجه به این که صادرات به شکل شخصی و غیررسمی انجام شده، اطلاعات مالی دقیقی از آن در دسترس نیست. متوسط قیمت محصولات در کشورهای همسایه تقریباً دو برابر قیمت فروش داخلی محصولات است. بحث معافیت‌های مالیاتی هم یکی از مشوق‌های اصلی صادرات است (نمودار ۱).

نمودار ۱

مواد قانونی مربوط به صادرات محصولات

- ماده ۱۴۱ قانون مالیات‌های مستقیم: صددرصد (۱۰۰٪) درآمد حاصل از صادرات خدمات و کالاهای غیرنفتی و محصولات بخش کشاورزی و بیست درصد (۲۰٪) درآمد حاصل از صادرات مواد خام مشمول مالیات با نرخ صفر می‌گردد. فهرست مواد خام و کالاهای نفتی به پیشنهاد مشترک وزارت‌خانه‌های امور اقتصادی و دارایی، صنعت، معدن و تجارت و وزارت نفت و اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.
 - ماده ۱۲ قانون مالیات بر ارزش افزوده: عرضه کالاهای و ارائه خدمات زیر و همچنین واردات آنها حسب مورد از پرداخت مالیات (عوارض گمرکی) معاف است.
- بند ۴: آرد خبازی، نان، گوشت، قند، شکر، برنج، حبوبات و سویا، شیر، پنیر، روغن نباتی و شیرخشک مخصوص تغذیه کودکان.

برنامه اصلی شرکت صنایع غذایی نور برای فروش داخلی محصولات، فروش بنگاه به بنگاه (یا B2B) است. طبق این سیاست بنگاه محصولات تولیدی خود را به شکل عمده به بنگاه‌های خرده‌فروش می‌فروشد. فروش عمده (فله) باعث شده است که چالش‌های خرده‌فروشی مثل بسته‌بندی، توزیع، و برندسازی وجود نداشته باشد. حاشیه سود فروش عمده در مقایسه با فروش خرد البته کمتر است.

نمودارهای ۲، ۳ و ۴ صورت‌های مالی شرکت صنایع غذایی نور برای سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ را نشان می‌دهد. نمودار ۵ نحوه محاسبه بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته را در این دو سال نشان می‌دهد. نمودار ۶ جدول استهلاک دارایی‌های ثابت براساس قانون مالیات‌ها را نشان می‌دهد. در نمودار ۷ نیز فهرست دارایی‌های ثابت شرکت انعکاس دارد.

تصمیم به واگذاری

آقای محمدی اطلاعات مالی شرکت صنایع غذایی نور برای سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ را مرور می‌کرد، و در این اندیشه بود که آیا باید سهام خود را واگذار کند؟ آیا این بهترین زمان برای فروش سهام بود؟ او امید داشت که برای توسعه کارخانه و تأمین سرمایه در گردش وام بگیرد؛ تسهیلات دریافتی هم منوط به سپردن وثیقه بود. آقای محمدی می‌اندیشد که آیا واگذاری سهام به اخذ تسهیلات کمک می‌کند؟

فصل سوم:

هزینه سرمایه و ساختار مالی

افتهی ۱-۳. شرکت تولیدی صنعت آفرینان^۱

در بهمن ماه ۱۳۶۸، آقای سروری نژاد، مدیر مالی شرکت صنعت آفرینان، طرح‌های سرمایه‌گذاری پیشنهادی برای سال ۱۳۶۹ را مطالعه می‌کرد. در جلسه‌ی بعدی هیأت‌مدیره در اواخر اسفند، این طرح‌ها مورد بررسی قرار می‌گرفت و از این‌رو، سروری نژاد می‌باید برای آن جلسه آماده می‌شد. در مقام متخصص مالی شرکت، نظر او بیش از دیدگاه‌های هر کس دیگری برای هیأت‌مدیره اهمیت داشت.

شرکت صنعت آفرینان از معدود شرکت‌های تولیدی بزرگ بود که پس از انقلاب اسلامی کماکان در مالکیت بخش خصوصی باقی مانده بود. شرکت محصولات شیمیایی تولید می‌کرد، و در سال‌های اخیر غیر از فعالیت تولیدی، در امور تجاری نیز فعال شده بود. شرکت در سال ۱۳۴۹ آغاز به کار کرده و از بدو تأسیس با صنعت نفت در ارتباط بود. از سال ۱۳۵۳ آهنگ رشد شرکت شتاب زیادی گرفت و از آن پس تا مقطع انقلاب هر سال بر سود شرکت افزوده شد. در سال ۱۳۵۴، سهام شرکت در بورس تهران پذیرفته شد و در آن سال و سال بعد مقدار زیادی سهام دست به دست گشت و قیمت سهام شرکت افزایش یافت. شرکت در تمام این سال‌ها بهره‌های کلانی پرداخت می‌کرد.

در سال‌های بعد از انقلاب و به‌ویژه در دوران جنگ ایران و عراق، شرکت به‌طور متوسط با ۴۳٪ ظرفیت اسمی به تولید ادامه داد. تقاضا برای محصولات شرکت زیاد بود. مشکل شرکت کمبود مواد اولیه و قطعات یدکی بود. ارزش تخصیصی به شرکت برای ورود مواد اولیه در هیچ‌یک از این سال‌ها نیازهای شرکت را تکافو نمی‌کرد.

در سال جاری، شرکت کماکان تولیدکننده‌ی بزرگی در رشته‌ی شیمیایی محسوب می‌شد. البته به‌دلیل تأخیر در راه‌اندازی مجموعه‌های پتروشیمی مملکت، دو خط تولید طراحی شده در گذشته برای صنعت آفرینان عاطل باقی مانده بود. اخیراً، مدیران شرکت قرارداد مشارکت برای تأسیس یک کارخانه‌ی بزرگ لاستیک‌سازی در شمال شرقی کشور را با بانک تجارت امضا کرده بودند. قرار بود پس از اخذ مجوزهای لازم برای طرح، عملیات ساختمانی از اوایل سال ۶۹ آغاز شود. حجم فروش سال آینده‌ی شرکت ۲۰۰٫۰۰۰٫۷۵۰ ریال، و سود پس از کسر مالیات ۲۸۰ میلیون ریال برآورد می‌شد.

در نظام بودجه‌بندی سرمایه‌ای شرکت، هر واحد طرح سرمایه‌گذاری مطلوب خود را برای سال آینده پیشنهاد می‌کرد. در هر پیشنهاد وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری و نسبت متوسط بازده سرمایه‌گنجانده می‌شد؛ در محاسبه‌ی بازده، هزینه و

^۱ این افته از روی افته‌ی «شرکت لیکویی گاز» اقتباس شده است. ارقام و پاره‌ای اطلاعات متناسب با اوضاع شرکت‌های بزرگ ایرانی در سال‌های اخیر تغییر کرده است: J.K.Batters, W.E.Fruham, and T.R.Piper, "Liquiaz, Inc". Case Problems in Finance.

استهلاک طرح‌ها در نظر گرفته می‌شد. مدیر مالی برآوردها را قابل اعتماد می‌دانست. بهترین طرح‌های سرمایه‌گذاری پیشنهادی برای سال ۱۳۶۹ به شرح زیر بود:

موضوع طرح	رقم سرمایه‌گذاری اولیه (ریال)	نرخ بازده قبل از مالیات
کامپیوتری کردن سیستم حسابداری و موجودی‌ها	۱۱۸,۰۰۰,۰۰۰	٪۳۵
خرید مخزن‌های اضافی برای ذخیره‌ی مواد شیمیایی	۱۷۵,۰۰۰,۰۰۰	٪۳۰
خرید تسهیلات جدید بارگیری	۲۴,۰۰۰,۰۰۰	٪۳۰
خرید زمین و ساختمان تأسیساتی که در حال حاضر در اجاره‌ی شرکت است	۸۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۲۵
خرید ماشین‌آلات جدید برای واحد پلاستیک	۱۱۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۲۴
گسترش نیروگاه فعلی کارخانه‌ی شهید آصفی	۶۲,۰۰۰,۰۰۰	٪۲۲
استقرار خط نقاله برای حمل و نقل مواد	۴۶,۰۰۰,۰۰۰	٪۲۰ تا ٪۲۵
واردات قالب‌های جدید با ارز صادراتی	۹۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۲۰
افتتاح دفتر در دوی برای صدور کالا به امارات	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۱۸
بازسازی ساختمان اداری کارخانه‌ی آصفی	۱۵,۰۰۰,۰۰۰	٪۱۴
خرید دستگاه پرس جدید با ارز رقابتی	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۱۴

مدیران شرکت اعتقاد داشتند که به‌رغم بلبشوی بازار فروش در سال‌های جنگ، فعالیت‌های تولیدی شرکت کماکان می‌باید متوجه تولید کالاهایی شود که تقاضای واقعی برای آن‌ها وجود داشت، و نه کالاهایی که موقتاً مورد تقاضای بازار بود. آقای سروری‌نژاد کلیه‌ی طرح‌های فهرست بالا را با این خط‌مشی هماهنگ می‌دانست و معتقد بود که آن‌ها با منافع بلندمدت شرکت منطبق‌اند. به‌طور کلی، آقای سروری‌نژاد نسبت به اوضاع اقتصادی کشور در سال‌های بعدی خوشبین بود و اعتقاد داشت که تقاضا برای محصولات شرکت افزایش خواهد یافت و به‌ویژه امید داشت که سه سال آتی دوره‌ای پررونق باشد.

آقای سروری‌نژاد می‌دانست که قسمت عمده‌ی وجوه لازم برای طرح‌های پیشنهادی باید از خارج شرکت تأمین مالی شود. پس از پرداخت سود سهام، مبلغی حدود ۱۷۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال سود تقسیم نشده باقی می‌ماند که برای اجرای همه‌ی طرح‌ها کافی نبود. بدین دلیل، آقای سروری امکان دریافت پول از منابع خارجی را بررسی کرده و گزارشی در این مورد تهیه کرده که خلاصه‌ی آن به‌شرح زیر بود.

۱. دریافت وام بلندمدت به شکل عقود اسلامی مختلف. آقای سروری با مذاکرات با بانک‌های متعدد به این

نتیجه رسیده بود که با توثیق کردن دارایی‌های شرکت، امکان دریافت وام پنج‌ساله وجود داشت. مجموع هزینه‌های مختلف وام جمعاً حدود ۱۱ درصد برآورد می‌شد. البته بانک ۵۰٪ هزینه‌های وام را در ابتدای دوره کسر می‌کرد. به‌علاوه، شرکت ناچار بود یک‌سوم اصل مبلغ وام را در سال سوم پرداخت کند.

۲. سهام ممتاز. کارگزاران بورس تهران به آقای سروری گفته بودند که امکان فروش مقدار زیادی سهام ممتاز در بازار

اخیراً فعال شده‌ی سهام تهران وجود داشت. شرکت قبلاً با استفاده از حق تبدیل سهام خود، از دارندگان سهام ممتاز، سهام آن‌ها را خریداری کرده بود. قیمت سهام ممتاز شرکت به مراتب از قیمت انتشار آن بالاتر رفته بود. هزینه‌ی سهام ممتاز جدید ۱۷ درصد برآورد می‌شد.

۳. سهام عادی. قسمت عمده‌ی رشد شرکت در گذشته با انتشار سهام عادی تأمین مالی شده بود. فروش سهام در

گذشته همواره موفقیت‌آمیز بوده، و قیمت‌های جاری سهام بسیار بالاتر از قیمت‌های انتشار بود. چون سود سهام برابر ۴۴٫۵۰۰ ریال بود، بازده جاری سهام یعنی نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم ۲۱ درصد می‌شد.

با توجه به قانون مالیات بر درآمد جدید، نرخ مالیاتی شرکت به‌شدت افزایش یافته و به ۶۰ درصد می‌رسید. آقای سروری تصمیم گرفت که از همین نرخ برای محاسبه‌ی هزینه‌ی متوسط سرمایه‌ی شرکت استفاده کند. محاسبه‌ی هزینه‌ی متوسط با استفاده از اطلاعات بالا صورت گرفت که در جدول یک نشان داده شده است. همین روش در سال‌های گذشته نیز معمول بوده، و آقای سروری هزینه‌ی متوسط سرمایه را که تلفیق هزینه‌های انواع مختلف بدهی و حق مالی متناسب با ضریب آن‌ها در ساختار سرمایه‌ی شرکت بوده، محاسبه می‌کرده است. به مازاد و سپرده‌های شرکت هزینه‌ای تعلق نمی‌گرفت، چرا که آن وجوه در شرکت وجود داشت و مبلغی بابت به‌کارگیری آن‌ها پرداخت نمی‌شد.

آقای سروری اخیراً همراه دو تن دیگر از مدیران شرکت در سمینار مدیران صنایع شیمیایی شرکت کرده بودند. در آن

سمینار بسیاری از مدیران شرکت‌های تحت پوشش بخش دولتی و نیز شرکت‌های خصوصی گرد هم آمده بودند. یکی از سخنرانان سمینار موضوع ارتباط هزینه‌ی تأمین مالی با نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها را مطرح کرده بود. وی نکته‌های بسیار جالبی در مورد هزینه‌ی نهایی سرمایه به‌عنوان ضابطه‌ای برای تعیین حد وجوه لازم در یک طرح سرمایه‌گذاری عنوان کرده بود. طبق این ضابطه، با احتساب استهلاک و مالیات، هر طرحی که بیش‌تر از هزینه‌ی ارزان‌ترین روش تأمین مالی آن بازدهی (بعد از

مالیات) داشت، سرمایه‌گذاری مطلوب محسوب می‌شد.

آقای سروری می‌گفت طبق ضابطه‌ی «هزینه‌ی نهایی» کلیه‌ی طرح‌های ارائه‌شده مطلوب تلقی می‌شد، زیرا با استفاده از وام بلندمدت که فقط ۱۱ درصد هزینه داشت، همه‌ی طرح‌ها بازده مثبت پیدا می‌کرد. به علاوه، قسمتی از وجوه نیز از محل سود تقسیم نشده که خرجی هم نداشت، تأمین می‌شد.

سؤال‌ها

- این افته‌ها بر رابطه‌ی بین منبع وجوه و بازده حاصل از آن تأکید دارد. در مورد اجزای تشکیل‌دهنده‌ی این رابطه در شرکت صنعت آفرینان توضیح دهید. آیا می‌توان با ترسیم نموداری این رابطه را دقیق‌تر نمایش داد؟
- آیا آقای سروری هزینه‌ی متوسط سرمایه‌ی شرکت را صحیح محاسبه کرده است؟ توضیح دهید. نرخ واقعی هزینه‌ی متوسط را محاسبه کنید.
- شرکت کدام یک از طرح‌های یادشده را باید اجرا کند؟ چرا؟ آیا پاسخ به این سؤال به انتخاب یکی از دو ضابطه‌ی «هزینه‌ی نهایی» و «هزینه‌ی متوسط» بستگی دارد؟ چرا؟ کدام ضابطه را ارجح می‌دانید؟

جدول ۱

شرکت تولیدی صنعت آفرینان

محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه

(۱)	(۲)	(۳)	(۴)
اجزای ساختار سرمایه	هزینه‌ی قبل از مالیات	مبلغ به میلیون ریال	ضریب (درصد)
وام بلندمدت	۱۱٪	۸۰۰	۳۲ × (۲) به درصد
سهام ممتاز	۱۷٪*	۲۴۰**	۱۰
سهام عادی	۲۱٪*	۹۶۰***	۳۹
مازاد و اندوخته‌های شرکت	هزینه ندارد	۴۸۰	۱۹
		۲۴۸۰	۱۰۰
			۱۳/۴۱٪

* این درصد از نسبت سود هر سهم تقسیم بر قیمت سهم محاسبه شده.

** تعداد ۲۴۰ سهم ممتاز در قیمت هر سهم ۱۰۰۰۰۰ ریال.

*** ۴۱۴۳ سهم در ارزش دفتری ۳۵۰۰۰ ریال هر سهم.

افته‌ی ۲-۳. شرکت نایک (سهامی عامی)^۱

در اوایل سال ۲۰۰۱ قیمت سهام شرکت نایک که تولیدکننده‌ی کفش‌های ورزشی است، به میزان قابل توجهی کاهش یافت. کیم فورد^۲، مدیر سبد گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نورث پوینت^۳، در پنجم ژوئیه‌ی آن سال مستندات شرکت نایک را جمع‌آوری کرد. کیم می‌خواست بعد از انجام بررسی‌های لازم در مورد خرید سهام نایک برای "صندوق شرکت‌های بزرگ"^۴ نورث پوینت تصمیم‌گیری کند. صندوق یادشده عمدتاً در سهام ۵۰۰ شرکت مجله‌ی فورچون^۵ و با تأکید بر سهام ارزشی^۶ سرمایه‌گذاری می‌کرد. موجودی‌های عمده‌ی صندوق، سهام شرکت‌های اگزومیل، جنرال موتورز، مک دونالدز، تری‌ام و دیگر شرکت‌های بزرگ و جافتاده را شامل می‌شد. در حالی که بازار سهام طی ۱۸ ماه گذشته روند کاهشی داشت، "صندوق شرکت‌های بزرگ" نورث پوینت عملکرد فوق‌العاده‌ای را به ثبت رساند. صندوق در سال ۲۰۰۰ بازده ۲۰/۷ درصدی را گزارش کرد، و این در حالی بود که در آن سال شاخص اس‌اند‌پی ۵۰۰ حدود ۱۰/۱ درصد ریخته بود. در پایان ژوئیه‌ی ۲۰۰۱، بازدهی صندوق از ابتدای سال تا آن تاریخ حدود ۶/۴ درصد و بازده اس‌اند‌پی ۷/۳- درصد بود.

تنها یک هفته‌ی قبل در ۲۸ ژوئن ۲۰۰۱، شرکت نایک نشستی را برای تحلیل‌گران ترتیب داده بود تا مواردی را در باب سال مالی ۲۰۰۱ افشا کند. البته نایک هدف دیگری هم از نشست یادشده دنبال می‌کرد، و آن نظرخواهی از تحلیل‌گران در مورد استراتژی جدید برای احیای شرکت بود. از سال ۱۹۹۷ درآمد^۸ سالانه‌ی نایک در حوالی ۹ میلیارد دلار تثبیت شده بود، در حالی که سود خالص از ۸۰۰ میلیون دلار به ۵۸۰ میلیون دلار سقوط کرده بود (جدول ۱). سهم نایک نیز در بازار کفش‌های ورزشی آمریکا از ۴۸٪ در سال ۱۹۹۷ به ۴۲٪ در سال ۲۰۰۰ کاهش یافته بود. در آن سال‌ها، ورود عرضه‌کنندگان جدید و تقویت دلار اثر منفی بر درآمد شرکت گذاشته بود.

در آن نشست مدیران شرکت برنامه‌های خود را در مورد رشد فروش و بهبود کارایی عملیاتی شرکت عنوان کردند. نایک به‌منظور افزایش فروش قصد داشت وارد بازار کفش‌های میان‌قیمت شود؛ بخشی از بازار که در آن سال‌ها شرکت از آن چشم‌پوشی

^۱. این افته با استفاده از اطلاعات در دسترس عموم شرکت نایک، توسط جسیکاچان (Jessica Chan) و تحت نظارت رابرت اف پرونر (Robert F. Bruner) و با کمک سین‌دی کار (Sean D. Carr) و با حمایت مالی موسسه‌ی بترن (Battern) تهیه شده است. افته جهت بحث کلاسی آماده شده و هدف از تهیه‌ی آن بررسی اثربخشی تصمیمات مدیریتی نیست. تمام حقوق این اثر متعلق است به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینا، شارلوتویل (Charlottesville) ۲۰۰۱.

^۲. Kim Ford

^۳. NorthPoint Group

^۴. Large Cap Fund

^۵. Fortune 500 companies

^۶. Value stock

^۷. S&P 500

^۸. revenue

کرده بود. هم‌چنین نایک برای توسعه‌ی خط تولید لباس ورزشی برنامه‌ای داشت. در آن سال‌ها شرکت با مدیریت میندی گروسمن^۱ که سابقه‌ای طولانی در بازار لباس ورزشی داشت، به‌طرز چشمگیری در آن بازار پیشرفت کرده بود. در نهایت، نشست با این هدف گذاری مدیران نایک خاتمه یافت که رشد درآمد بین ۸ تا ۱۰ درصد، و رشد سود بالای ۱۵ درصد باشد.

عکس‌العمل تحلیل‌گران یکسان نبود. بعضی تصور می‌کردند اهداف مالی شرکت خیلی جسورانه است؛ بعضی دیگر فرصت‌های قابل‌ملاحظه‌ای را در بازار لباس ورزشی و نیز در عرصه‌ی بین‌المللی متصور بودند.

کیم فورد تمامی گزارش‌های تحلیل‌گران را در باب نشست ۲۸ ژوئن مطالعه کرد، اما به جمع‌بندی مشخصی نرسید. گزارش لهن برادرز^۲ قویاً خرید را توصیه می‌کرد، در حالی که یوبی‌اس واربرگ^۳ و سی‌اس‌اف‌بی^۴ گزارش‌های غیرقطعی ارائه کردند، و در نهایت نگهداری سهام نایک را پیشنهاد دادند. فورد تصمیم گرفت جهت‌دستایی به نتایج روشن، خودش بر اساس مدل جریان‌های نقدی تنزیل‌شده^۵ ارزش سهم نایک را برآورد کند.

تحلیل‌های او نشان می‌داد که در نرخ تنزیل ۱۲٪، قیمت جاری نایک (۴۲/۰۹ دلار) بیش از ارزش ذاتی است (جدول ۲). هم‌چنین، با تحلیل حساسیتی که انجام داد به این نتیجه رسید که در نرخ تنزیل ۱۱/۷٪ نایک زیر قیمت است. او قبل از این که به نشست تصمیم‌گیری برود از همکارش جان کوهن^۶ خواست تا هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک را برآورد کند.

^۱. Mindy Grossman
^۲. Lehman Brothers
^۳. UBS Warburg
^۴. CSFB
^۵. discounted cash flows
^۶. John Cohen

جدول ۱: صورت سود و زیان تلفیقی

منتهی به ۳۱ ماه مه

۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	ارقام به میلیون دلار به استثنای داده‌های مربوط به هر سهم
۹,۴۸۸/۸	۸,۹۹۵/۱	۸,۷۷۶/۹	۹,۵۵۳/۱	۹,۱۸۶/۵	۶,۴۷۰/۶	۴,۷۶۰/۸	درآمدها
۵,۷۸۴/۹	۵,۴۰۳/۸	۵,۴۹۳/۵	۶,۰۶۵/۵	۵,۵۰۳/۰	۳,۹۰۶/۷	۲,۸۶۵/۳	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۳,۷۰۳/۹	۳,۵۹۱/۳	۳,۲۸۳/۴	۳,۴۸۷/۶	۳,۶۸۳/۵	۲,۵۶۳/۹	۱,۸۹۵/۶	سود ناخالص
۲,۶۸۹/۷	۲,۶۰۶/۴	۲,۴۲۶/۶	۲,۶۲۳/۸	۲,۳۰۳/۷	۱,۵۸۸/۶	۱,۲۰۹/۸	هزینه‌های فروش و اداری
۱,۰۱۴/۲	۹۸۴/۹	۸۵۶/۸	۸۶۳/۸	۱,۳۷۹/۸	۹۷۵/۳	۶۸۵/۸	سود عملیاتی
۵۸/۷	۴۵/۰	۴۴/۱	۶۰/۰	۵۲/۳	۳۹/۵	۲۴/۲	هزینه بهره
۳۴/۱	۲۳/۲	۲۱/۵	۲۰/۹	۳۲/۳	۳۶/۷	۱۱/۷	خالص سایر هزینه‌ها
-	(۲/۵)	۴۵/۱	۱۲۹/۹	-	-	-	خالص هزینه‌های تجدید ساختار
۹۲۱/۴	۹۱۹/۲	۷۴۶/۱	۶۵۳/۰	۱,۲۹۵/۲	۸۹۹/۱	۶۴۹/۹	سود قبل از مالیات
۳۳۱/۷	۳۴۰/۱	۲۹۴/۷	۲۵۳/۴	۴۹۹/۴	۳۴۵/۹	۲۵۰/۲	مالیات بر درآمد
۵۸۹/۷	۵۷۹/۱	۴۵۱/۴	۳۹۹/۶	۷۹۵/۸	۵۵۳/۲	۳۹۹/۷	سود خالص
۲/۱۶	۲/۰۷	۱/۵۷	۱/۳۵	۲/۶۸	۱/۸۸	۱/۳۶	سود رقیق شده‌ی هر سهم
۲۷۳/۳	۲۷۹/۸	۲۸۷/۵	۲۹۶/۰	۲۹۷/۰	۲۹۳/۶	۲۹۴/۰	تعداد متوسط سهام منتشر شده (رقیق شده)
							نرخ رشد (%)
۵/۵	۲/۵	(۸/۱)	۴/۰	۴۲/۰	۳۵/۹		درآمد
۳/۰	۱۵/۰	(۰/۸)	(۳۷/۴)	۴۱/۵	۴۲/۲		سود عملیاتی
۱/۸	۲۸/۳	۱۳/۰	(۴۹/۸)	۴۳/۹	۳۸/۴		سود خالص
							حاشیه سود (%)
۳۹/۰	۳۹/۹	۳۷/۴	۳۶/۵	۴۰/۱	۳۹/۶		حاشیه سود ناخالص
۱۰/۷	۱۰/۹	۹/۸	۹/۰	۱۵/۰	۱۵/۱		حاشیه سود عملیاتی
۶/۲	۶/۴	۵/۱	۴/۲	۸/۷	۸/۵		حاشیه سود خالص
۳۶/۰	۳۷/۰	۳۹/۵	۳۸/۸	۳۸/۶	۳۸/۵		نرخ مؤثر مالیات (%)

* نرخ مالیات قانونی^۱ ایالات متحده ۳۵٪، نرخ مالیات ایالتی بین ۲/۵٪ تا ۳/۵٪ در نوسان است.

منبع داده‌ها: فرم‌های پرشده‌ی شرکت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، یو بی اس واربرگ^۲

^۱. statutory tax rate

^۲. UBS Warburg

جدول شماره ۲: تجزیه و تحلیل جریان‌های نقدی تزیل شده

۲۰۱۱	۲۰۱۰	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	
۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۵	۶/۵	۶/۵	۷/۰	مفروضات
۵۸/۰	۵۸/۰	۵۸/۵	۵۸/۵	۵۹/۰	۵۹/۰	۵۹/۵	۵۹/۵	۶۰/۰	۶۰/۰	رشد بازده (%)
۲۵/۰	۲۵/۰	۲۵/۰	۲۵/۰	۲۵/۵	۲۶	۲۶/۵	۲۷/۰	۲۷/۵	۲۸/۰	بهای تمام شده کالای فروش رفته تقسیم بر فروش
۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	هزینه‌های فروش، عمومی و اداری تقسیم بر فروش
۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	نرخ مالیات
۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	دارایی‌های جاری تقسیم بر فروش
										بدهی‌های جاری تقسیم بر فروش
										استهلاک سالانه با مخارج سرمایه‌ای برابر است
									۱۲/۰	هزینه‌ی سرمایه
									۳/۰۰	نرخ رشد ارزش پایانی
										جریان نقدی تزیل شده (ارقام به میلیون دلار به استثنای اطلاعات مربوط به هر سهم)
\$۲,۹۵۷/۵	\$۲,۷۹۰/۱	\$۲,۵۵۴/۸	\$۲,۴۱۰/۲	\$۲,۱۳۵/۹	\$۱,۹۵۰/۰	\$۱,۷۱۷/۰	\$۱,۵۵۴/۶	\$۱,۳۵۱/۶	\$۱,۲۱۸/۴	درآمد عملیاتی
۱,۱۲۳/۹	۱,۰۶۰/۲	۹۷۰/۸	۹۱۵/۹	۸۱۱/۷	۷۴۱/۰	۶۵۲/۵	۵۹۰/۸	۵۱۳/۶	۴۶۳/۰	مالیات
۱,۸۳۳/۷	۱,۷۲۹/۹	۱,۵۸۴/۰	۱,۴۹۴/۳	۱,۳۲۴/۳	۱,۲۰۹/۰	۱,۰۶۴/۵	۹۶۳/۹	۸۳۸/۰	۷۵۵/۴	سود خالص عملیاتی پس از مالیات
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	خالص مخارج سرمایه‌ای
(۲۶۱/۰)	(۲۴۶/۲)	(۲۳۲/۳)	(۲۱۹/۱)	(۲۰۶/۷)	(۱۹۵/۰)	(۱۹۸/۴)	(۱۸۶/۳)	(۱۷۴/۹)	۸/۸	تغییر در خالص سرمایه در گردش
۱,۵۷۲/۷	۱,۴۸۳/۷	۱,۳۵۱/۷	۱,۲۷۵/۲	۱,۱۱۷/۶	۱,۰۱۴/۰	۸۶۶/۲	۷۷۷/۶	۶۶۳/۱	۷۶۴/۱	جریان نقدی آزاد
۱۷,۹۹۸/۳										ارزش پایانی
۱۹,۵۷۱/۰	۱,۴۸۳/۷	۱,۳۵۱/۷	۱,۲۷۵/۲	۱,۱۱۷/۶	۱,۰۱۴/۰	۸۶۶/۲	۷۷۷/۶	۶۶۳/۱	۷۶۴/۱	کل جریان‌های نقدی
\$۶,۳۰۱/۲	\$۵۳۵/۰	\$۵۴۵/۹	\$۵۷۶/۸	\$۵۶۶/۲	\$۵۷۵/۴	\$۵۵۰/۵	\$۵۵۳/۵	\$۵۲۸/۶	۶۸۲/۳	ارزش فعلی جریان‌های نقدی
										ارزش بنگاه
									۱۱,۴۱۵/۴	کسر می‌شود: بدهی جاری
									۱,۲۹۶/۶	ارزش حق مالی
									۱۰,۱۱۸/۸	تعداد سهام منتشره
									۲۷۱/۵	ارزش هر سهم
				\$۴۲/۰۹		قیمت جاری سهم			\$۳۷/۲۷	

جدول شماره ۳: ترازنامه‌ی تلفیقی

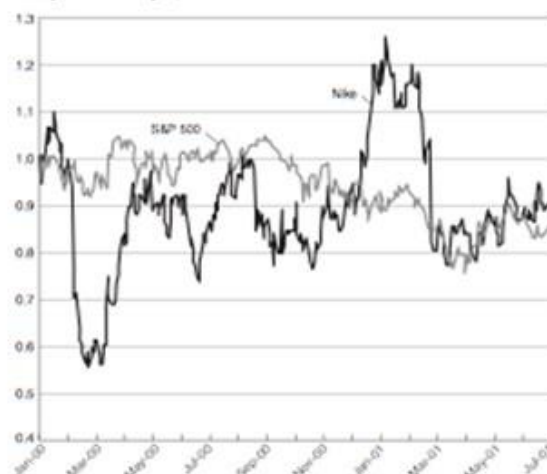
منتهی به ۳۱ ام ماه مه		(ارقام به میلیون دلار)
۲۰۰۱	۲۰۰۰	
		دارایی‌ها
		دارایی‌های جاری:
۳۰۴/۰	۲۵۴/۳	نقد و معادل نقد
۱,۶۲۱/۴	۱,۵۶۹/۴	حساب‌های دریافتی
۱۴۲۴/۱	۱,۴۴۶/۰	موجودی کالا
۱۱۳/۳	۱۱۱/۵	مالیات بر درآمد معوق
۱۶۲/۵	۲۱۵/۲	پیش‌پرداخت هزینه
۳,۶۲۵/۳	۳,۵۹۶/۴	کل دارایی‌های جاری
۱,۶۱۸/۸	۱,۵۸۳/۴	خالص اموال، کارخانه و تجهیزات
۳۹۷/۳	۴۱۰/۹	خالص دارایی‌های نامشهود قابل شناسایی و سرقتی
۱۷۸/۲	۲۶۶/۲	مالیات بر درآمد معوق و سایر دارایی‌ها
۵,۸۱۹/۵	۵,۸۵۶/۹	کل دارایی‌ها
		بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام
		بدهی‌های جاری:
۵/۴	۵۰/۱	بخش جاری بدهی بلندمدت
۸۵۵/۳	۹۲۴/۲	اسناد پرداختی
۴۳۲/۰	۵۴۳/۸	حساب‌های پرداختی
۴۷۲/۱	۶۲۱/۹	بدهی‌های انباشته
۲۱/۹	-	مالیات بر درآمد پرداختی
۱,۷۸۶/۷	۲,۱۴۰/۰	کل بدهی‌های جاری
۴۳۵/۹	۴۷۰/۳	بدهی بلندمدت
۱۰۲/۲	۱۱۰/۳	مالیات بر درآمد معوق و سایر بدهی‌ها
۰/۳	۰/۳	سهام ممتاز قابل بازخرید
		حقوق صاحبان سهام:
۲/۸	۲/۸	سهام عادی، ارزش اسمی
۴۵۹/۴	۳۶۹/۰	سرمایه‌ی مازاد بر ارزش اسمی
(۹/۹)	(۱۱/۷)	سود سهام محقق نشده
(۱۵۲/۱)	(۱۱۱/۱)	سایر سودهای جامع انباشته
۳,۱۹۴/۳	۲,۸۸۷/۰	سود انباشته
۳,۴۹۴/۵	۳,۱۳۶/۰	کل حقوق صاحبان سهام
۵,۸۱۹/۶	۵,۸۵۶/۹	کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

منبع داده‌ها: فرم‌های پرشده‌ی شرکت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)

جدول ۴: اطلاعات بازار سرمایه و نسبت‌های مالی در (یا در حوالی) ۵ ژوئن

ثمر جاری اوراق و اسناد خزانه (درصد)	
۳/۵۹	۳ ماهه
۳/۵۹	۶ ماهه
۳/۵۹	یک‌ساله
۴/۸۸	پنج‌ساله
۵/۳۹	۱۰ ساله
۵/۷۴	۲۰ ساله
صرف ریسک تاریخی سهام به درصد (۱۹۹۹-۱۹۲۶)	
۵/۹۰	میانگین هندسی
۷/۵۰	میانگین حسابی
ثمر جاری بدهی‌های در حال معامله در بازار نایک*	
۶/۰۷۵	کوپن (پرداخت هر ۶ ماه یک بار)
۱۹۹۶/۰۷/۱۵	تاریخ انتشار
۲۰۲۱/۰۷/۱۵	سررسید
۹۵/۶۰ دلار	قیمت جاری
بناهای تاریخی نایک	
۰/۹۸	۱۹۹۶
۰/۸۴	۱۹۹۷
۰/۸۴	۱۹۹۸
۰/۶۳	۱۹۹۹
۰/۸۳	۲۰۰۰
۰/۶۹	از اول ۲۰۰۱ تا امروز
۰/۸۰	میانگین
سود هر سهم برآوردشده	
سال مالی ۲۰۰۳	سال مالی ۲۰۰۲
۲/۶۷ دلار	۲/۳۲ دلار

Nike Share Price Performance Relative to S&P500:
January 2000 to July 5, 2001



Nike share price on July 5, 2001: \$ 42.09

Dividend History and Forecasts

Payment Dates	31-Mar	30-Jun	30-Sep	31-Dec	Total
1997	0.10	0.10	0.10	0.10	0.40
1998	0.12	0.12	0.12	0.12	0.48
1999	0.12	0.12	0.12	0.12	0.48
2000	0.12	0.12	0.12	0.12	0.48
2001	0.12	0.12			

Value Line Forecast of Dividend Growth from '98-'00 to '04-'06: 5.50%

* داده‌ها به منظور اهداف آموزشی تعدیل شده‌اند

کوهن به سرعت تمام داده‌های با اهمیت را جمع‌آوری کرد (جداول شماره‌ی ۱ تا ۴)، و به تحلیل آن‌ها پرداخت. در پایان روز کوهن تخمین خودش را از هزینه‌ی سرمایه، به همراه توضیحاتی در مورد مفروضاتش برای فوراً ارسال کرد. او این گونه نوشت:

بر اساس مفروضات ذیل، هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت نایک را ۸/۴٪ تخمین زده‌ام:

۱. یک یا چند هزینه‌ی سرمایه؟^۱

اولین سؤال‌ی که به ذهنم آمد این بود: با توجه به این که نایک چند واحد کسب‌وکار دارد، باید از یک هزینه‌ی سرمایه و یا چند هزینه‌ی سرمایه استفاده کنم؟ غیر از کفش ورزشی که ۶۲ درصد درآمد نایک را شامل می‌شود، نایک لباس ورزشی هم می‌فروشد که مکمل کفش ورزشی است و ۳۰ درصد درآمدش را تشکیل می‌دهد. نایک هم‌چنین توپ ورزشی، کورنومتر، عینک، اسکیت، چوب چوگان، توپ و دیگر لوازم ورزشی نیز می‌فروشد. این لوازم ۳/۵ درصد از فروش نایک را تشکیل می‌دهد. در نهایت نایک محصولات برخی از دیگر شرکت‌ها نظیر "گل هِن"^۲ را می‌فروشد. این محصولات شامل لباس، کفش‌های فانتزی، استیک روی یخ، تیغه‌ی اسکیت، اسکیت‌هاکی و تن‌پوش‌هاکی می‌شود. تحت نام تجاری بوئر^۳ به فروش می‌رسد. این محصولات ۴/۵ درصد از فروش نایک را شامل می‌شود.

از خودم پرسیدم آیا ریسک بخش‌های مختلف نایک به اندازه‌ای با هم تفاوت دارد که چند هزینه‌ی سرمایه برای آن متصور باشم. آیا بافت ریسک آن بخش‌ها واقعاً متفاوت است؟ به این نتیجه رسیدم که تنها واحد کسب‌وکار "گل هِن" تا حدودی با سایر بخش‌ها تفاوت دارد. بقیه‌ی بخش‌ها همگی در کسب‌وکارهای مرتبط با ورزش اند. از آن‌جا که "گل هِن" تنها کسر کوچکی از درآمدهای نایک را تشکیل می‌دهد، به این نتیجه رسیدم که نیازی نیست برای آن بخش هزینه‌ی سرمایه‌ی مجزا محاسبه کنم. باید اضافه کنم این محصولات به همراه لباس و کفش ورزشی از مجرای کانال‌های بازاریابی و توزیع یکسانی فروخته می‌شوند، و عموماً به همراه دیگر مجموعه‌ها و با دکوراسیون مشابه در معرض دید مشتریان قرار می‌گیرند. از آن‌جا که معتقدم فاکتورهای ریسک این محصولات با سایر محصولات نایک مشابه است، تصمیم گرفتم تنها یک هزینه‌ی سرمایه برای کل شرکت محاسبه کنم.

^۱ single or multiple cost of capital
^۲ Cole Haan
^۳ Bauer

۲. روش محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک: میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه^۱

از آن‌جا که سرمایه‌ی نایک شامل بدهی و حقوق صاحبان سهام است، از میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه استفاده کردم.

بر اساس آخرین ترازنامه‌ی شرکت، سهم بدهی و حقوق صاحبان سهام از کل سرمایه‌ی شرکت به ترتیب ۲۷ و ۷۳ درصد است.

منبع سرمایه		ارزش دفتری (به میلیون دلار)
بدهی:		
بخش جاری بدهی‌های بلندمدت		۵/۴
استادپرداختنی میان‌مدت ^۲		۸۵۵/۳
بدهی‌های بلندمدت		۴۳۵/۹
جمع بدهی		۱,۲۹۶/۶
حقوق صاحبان سهام		۳,۴۹۴/۵
۲۷ درصد از کل		
۷۳ درصد از کل		

۳. هزینه‌ی بدهی

برآورد من از هزینه‌ی بدهی نایک ۴/۳ درصد است. برای محاسبه‌ی این هزینه، ابتدا کل هزینه‌ی بهره‌ی سال ۲۰۰۱ را

بر متوسط مانده‌ی بدهی در آن سال تقسیم کردم. این نرخ کمتر از بازدهی اوراق خزانه^۳ است، چراکه نایک بخشی از نیازهای

مالی خود را از طریق اوراق بدهی میان‌مدت به این ژاپن با نرخ بین ۲ تا ۴/۳ درصد تأمین کرده است. بعد از تعدیل هزینه‌ی

بدهی با نرخ مالیات، به نرخ ۲/۷٪ رسیدم. نرخ مالیات را ۳۸٪ لحاظ کردم، که با اضافه کردن نرخ مالیات ایالتی^۴ ۳ درصد به نرخ

مالیات قانونی ایالات متحده به دست آمده است. داده‌های تاریخی نشان می‌دهد که نرخ مالیات ایالتی نایک بین ۲/۵ تا ۳/۵ درصد

بوده است.

۴. هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام

با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای^۵، هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام را برآورد کردم. البته از دیگر مدل‌ها

مانند مدل تنزیل سود تقسیمی^۶ و «نسبت تبدیل به سرمایه کردن سود»^۷ نیز می‌توان برای برآورد هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام استفاده

کرد. تخمین من از هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام نایک ۱۰/۵٪ است. از نرخ بازده جاری اوراق خزانه‌ی ۲۰ ساله (۵/۹ درصد)،

به عنوان نرخ بدون ریسک، و متوسط صرف ریسک^۸ مرکب بازار نسبت به اوراق خزانه به عنوان صرف ریسک استفاده کردم. برای

^۱Weighted Average Cost Of Capital (WACC)

^۲. notes payable

^۳. treasury bond

^۴. state tax rate

^۵. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

^۶. Dividend-Discount Model (DDM)

^۷. earning capitalization ratio

^۸. risk premium

ضریب بتا نیز از متوسط آن ضریب از سال ۱۹۹۶ تا کنون استفاده کردم.

با جاگذاری ارقام یادشده در رابطه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه، تخمین ۸/۴ درصد از هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک

به‌دست آمد.

$$\begin{aligned} WACC &= K_d(1-t) \frac{D}{D+E} + K_e \frac{E}{D+E} \\ &= 2.7\% \times 27\% + 10.5\% \times 73\% \\ &= 8.4\% \end{aligned}$$

افته‌ی ۳-۳. شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه^۱

در یک صبح سرد زمستانی از ماه فوریه‌ی ۱۹۹۶، کاتسو میزونو^۲ کنار پنجره‌ی دفترش در طبقه‌ی نوزدهم مرکز تجارت جهانی ایستاده بود و چشم‌انداز باشکوه بندر نیویورک را تماشا می‌کرد. کاتسو در پنج ماه نخست اقامتش در نیویورک، یعنی در سال اول همکاری‌اش با بانک سرمایه‌گذاری لینچ^۳، در عین شگفتی شادمان بود که این قدر وقت آزاد دارد که بیگ اپل^۴ را کشف کند. در طول این دوره او توانسته بود آپارتمانی برای خودش پیدا کند، به میدان مدیسون برود و بازی کند و در کنسرت‌های لینکلن ستر حضور یابد و علاوه بر این‌ها گاه‌به‌گاه سری به سوشی‌بار محله‌ی خود بزند. اما یک روز تلفن اضطراری رئیسش آنا کورتی^۵ آرامش این ایام را به هم زد.

صبح همان روز شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی که مشتری قدیمی شرکت لینچ بود، به آن‌ها تلفن کرده بود تا درباره‌ی برنامه‌ای برای بازخرید بخشی از سهام عادی خودش که در دست مردم بود، با لینچ مشورت کند. چنان‌که در شکل ۱ می‌بینیم، در طول سال ۱۹۹۵ قیمت سهام ام‌سی‌آی در بازاری که به طور کلی داغ و پررونق بود، گرفتار سستی شده بود و مدیران این شرکت شاهد نگرانی سهامداران خود شده بودند. در نشست هیأت‌مدیره بحث اصلی درباره‌ی بازخرید بخشی از سهام منتشره شرکت بود تا بدین طریق ارزش سهام سهامداران را بالا ببرند. کوین فیلیپس^۶ یکی از مدیران قدیمی شرکت با اصرار تمام پیشنهاد می‌کرد که تأمین مالی این برنامه‌ی بازخرید از طریق افزایش بدهی‌های شرکت باشد. استدلال فیلیپس این بود که این عمل نشانه‌ای امیدبخش از چشم‌انداز آتی این شرکت خواهد بود. او عقیده داشت این نشانه زمانی تأثیرگذار می‌شود که شرکت نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام^۷ را که در حال حاضر در سطح ۴۰ درصد است «کم‌وبیش به دو برابر» برساند. فیلیپس اضافه کرد «حتی در این سطح از بدهی، نسبت بدهی به سرمایه‌ی شرکت ام‌سی‌آی در قیاس با کل صنعت پایین است. بنا بر برآورد فیلیپس، شرکت برای این اقدام می‌بایست در حدود دو میلیارد دلار بدهی اضافی منتشر می‌کرد. سایر مدیران نگران آن بودند که افزایش بدهی مانعی در راه برنامه‌ی جاری گسترش هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت باشد و خواستار رویکردی متعادل‌تر بودند. آنان به جای برنامه‌ی بازخرید، برنامه‌ی خرید در بازار آزاد را پیشنهاد می‌کردند. در این برنامه شرکت اعلام می‌کرد قصد دارد گاه‌به‌گاه سهام خود را بازخرید کند، اما فقط تا آنجا که وجوه شرکت اجازه می‌دهد. بنابراین، در این روش شرکت نیازی به افزایش بدهی نداشت.

^۱ MCI Communication, Corp.: Capital Structure Theory

این افته ترجمه‌ی متنی است که سوزان چاپلینسکی (Susan Chaplinsky)، استادیار مدیریت و رابرت اس هریس (Robert S. Harris)، استاد مدیریت، دانشگاه ویرجینیا در سال ۱۹۷۷ تهیه کرده‌اند؛ همه‌ی حقوق آن به بنیاد مدرسه‌ی داردن (Darden) آن دانشگاه متعلق است. متن در سال ۱۳۹۴ برای کلاس «افته‌هایی در مدیریت مالی» دانشکده‌ی مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف ترجمه شده است.

^۲ . Katzu Mizuno

^۳ Lynch Investment

^۴ . Big Apple

^۵ Anna Curti

^۶ Gavin Phillips

^۷ . debt-equity ratio

ویلیام دوران^۱، معاون ارشد شرکت ام‌سی‌آی، بعد از شنیدن پیشنهادهای مدیران به کورتی تلفن کرد تا درباره‌ی برنامه‌ی بازخرید و بخصوص در مورد تأمین مالی از طریق افزایش بدهی با او مشورت کند. دوران به این نیز اشاره کرد که چون هیأت مدیره امیدوار است جزئیات برنامه‌ی خود برای بهبود ارزش سهام سهامداران را تا آخر هفته منتشر کند، لازم است که نظر کورتی را هرچه زودتر دریافت کند. کورتی بلافاصله دست به کار شد. او یکی از دستیاران با دو سال سابقه‌ی خود به نام لانس آلتون^۲ را مأمور کرد تا برآوردی دقیق از هر نوع اوراق قرضه‌ای که ام‌سی‌آی ممکن است منتشر کند، فراهم آورد و از میزونو نیز خواست تا پیامدهای افزایش عمده‌ی بدهی ام‌سی‌آی را بررسی کند. کورتی از هر دو کارمند خود خواست تا یافته‌های اولیه‌ی خود را روز بعد به او گزارش دهند.

میزونو بر آن شد که ام‌سی‌آی را با رقبای عمده‌اش در صنعت ارتباطات راه دور مقایسه کند. اما وقتی متوجه شد که فهرست اولیه‌اش از شرکت‌های هم‌ردیف به حدود ۴۰ بنگاه فعال در ارتباطات راه دور رسیده، از وسعت کار نگران شد. او می‌دانست که همه‌ی این شرکت‌ها را نمی‌توان براساس ریسک تجاری، بازاری که در آن فعال بودند، مالیات و نوع مقررات حاکم بر آنها، قابل مقایسه با ام‌سی‌آی به شمار آورد. پس، بعد از مقایسه‌ی آن شرکت‌ها با ام‌سی‌آی بر مبنای آن معیارها، فهرست خود را به برخی از آنها محدود کرد (ر.ک شکل ۲).

شکل ۳ داده‌های مالی شرکت‌های هم‌ردیف را نشان می‌دهد. میزونو برای تنظیم داده‌ها به فرض‌های زیادی متوسل شد تا از انسجام و همسازی شرکت‌های هم‌ردیف مطمئن شود. نخست این که هر چند از وضعیت مالیاتی تک‌تک شرکت‌ها مطمئن نبود، فرض کرد همه‌ی شرکت‌ها با نرخ مالیات ۴۰ درصد روبرویند. دوم از صرف ریسک بازار ۷ درصد استفاده کرد که در شرکت لینچ معمول بود. این نرخ تفاوت آخرین برآورد بازده میانگین حساسی برای سهام با بازده اوراق قرضه‌ی خزانه‌داری امریکا بود.

میزونو از کلاس‌های درس مالی خود به یاد می‌آورد که ارزش شرکت با مجموع هزینه‌ی اجزای سرمایه‌ی آن ارتباط دارد. از این‌رو، می‌خواست هزینه‌ی حق مالی و میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه (WACC) را بعد از تغییر ساختار سرمایه‌ی ام‌سی‌آی برآورد کند. بعد از بحث با سایر کارکنان بانک، به این نتیجه رسید که نسبت بدهی به سرمایه‌ی بالاتر شرکت ام‌سی‌آی، هزینه‌های وام‌گیری آن را از سطح جاری ۶/۳ درصد بالاتر خواهد برد. شکل ۴ آخرین نرخ‌های بازار سرمایه را ارائه می‌دهد و از آن می‌توان هزینه‌های جدید اخذ وام را استخراج کرد. اما، هزینه‌ی حق مالی (K_E) چه خواهد بود؟ میزونو به این جا رسید که یک رویکرد استفاده از بتای «با اهرم» و «بدون اهرم» است که به شکل زیر محاسبه می‌شود:

^۱. William Duran

^۲. Lance Alton

$$\beta_{E,L} = \beta_U(1 + D(1 - T)/E)$$

جایی که $\beta_{E,L}$ و β_U به ترتیب بتاهای حق مالی اهرمی و غیراهرمی است. D و E به ترتیب ارزش بازار بدهی و حق مالی است، و T نرخ مالیات شرکت است.

غیر از اطلاعات شرکت‌های مشابه، شکل‌های ۵ و ۶ آخرین صورت‌های سود و زیان و ترازنامه‌ی ام‌سی‌آی را نشان می‌دهد. از این داده‌ها می‌توان برای برآورد تغییر در عایدی هر سهم در سطوح مختلف درآمد عملیاتی (EBIT) در صورت بازخرید سهام با اخذ تسهیلات استفاده کرد.

مقدمات تحلیل EBIT/EPS در شکل ۷ تدوین شده است. می‌زونی می‌دانست که این تحلیل و الزامات آن مورد توجه وافر مدیریت ارشد ام‌سی‌آی است.

هنگامی که روی این تحلیل کار می‌کرد، می‌زونی نگران بود که رویکرد او همه‌ی پیچیدگی‌های این تصمیم را در برنگیرد. هر چند می‌دانست هرچه شرکت از بدهی بیش‌تری استفاده کند، معمولاً نرخ بازدهی موردنظر سهامداران بالاتر می‌رود، اما در عین حال مطلع بود که برآورد نظری هزینه‌ی حق مالی تقریبی است. شکل ۸ فهرست کارهایی را نشان می‌داد که طبق آموخته‌هایش از هزینه‌ی سرمایه باید انجام می‌داد. برای این که مطمئن شود کاری جا نمانده، از رویکردی سه‌سویه استفاده می‌کرد:

(۱) بررسی آثار بدهی بر نسبت‌های پوششی^۱ آتی شرکت براساس پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار و نیز جریان‌های نقدی تنزیل‌شده^۲، (۲) پرسش از آقای لنس برای اطلاع از واکنش وام‌دهندگان احتمالی (مثلاً، آیا این انتشار درجه‌بندی اعتباری شرکت را تغییر می‌دهد؟)، و (۳) مرور این که شرکت در آینده چقدر انعطاف می‌خواهد و بررسی این که چگونه این راهبرد مالی بر تصمیمات تجاری شرکت تأثیر می‌گذارد.^۳

شبی بلند و سخت در پیش بود. اما قبل از این که می‌زونی به سؤال‌های اصلی پاسخ دهد، به این نتیجه رسید که بهتر است با مرور نظریه‌های مربوطه کار را شروع کند.

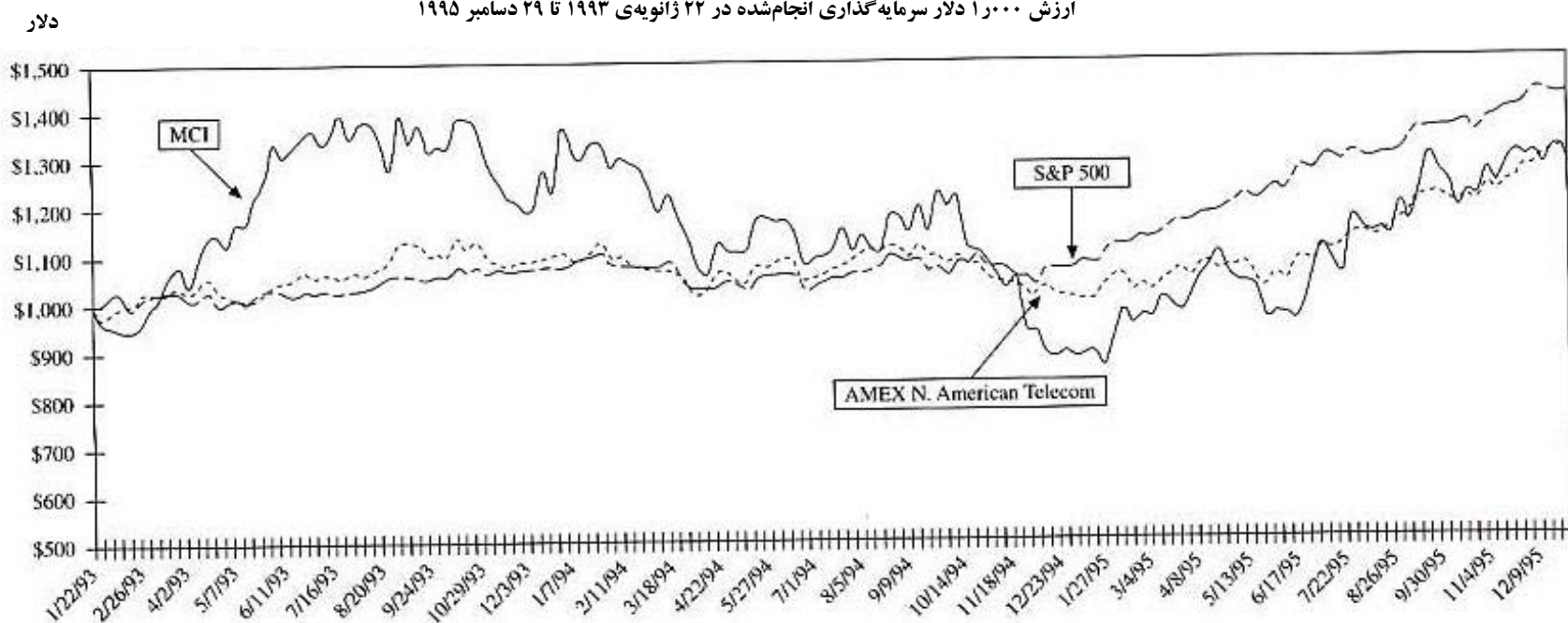
^۱. Coverage ratios

^۲. Discounted Cash Flow (DCF)

^۳. چارچوب تحلیلی مناسب استفاده از چارچوب FRICTO است که در آن تحلیل به انعطاف‌پذیری، ریسک، درآمد، کنترل، زمان‌بندی و عوامل دیگر توجه می‌شود.

شکل ۱
شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه
عملکرد قیمت سهام صنعت مخابرات

ارزش ۱۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری انجام‌شده در ۲۲ ژانویه ۱۹۹۳ تا ۲۹ دسامبر ۱۹۹۵



مأخذ اطلاعات: بلومبرگ

شکل ۲

شرح شرکت‌های مشابه در صنعت

اسم شرکت	شرح
Ameritech آمریتک	هلدینگ بزرگی از شرکت‌های بل و دیگر شرکت‌های تابعه در ایالت‌های ایلینویز، ایندیانا، میشیگان، اوهایو و واشینگتن است که مستقیماً ۷۵ درصد جمعیت آن ایالت‌ها را تحت پوشش دارد. در اکتبر سال ۱۹۸۳، امریتک اولین شرکت هلدینگ منطقه‌ای بود که به ۲۱ میلیون کاربر خدمات تلفن همراه ارائه می‌کرد. ترکیب درآمدی سال ۱۹۹۴ آن بدین شرح است: خدمات محلی، ۴۲ درصد؛ راه دور، ۱۲ درصد؛ دسترسی شبکه، ۲۲ درصد؛ دیگر خدمات، ۲۳ درصد. در سپتامبر ۱۹۹۰، ۴۹/۹ درصد سهام مخابرات نیوزلند را خریداری کرد (اکنون ۲۵ درصد پس از افزایش سرمایه). امریتک از اولین شرکت‌های خانواده‌ی بل سابق است که خدمات تلفن راه دور ارائه می‌کند. رتبه‌بندی اعتباری AA2.
AT&T ای‌تی‌اندتی	این بزرگ‌ترین شرکت تلفن راه دور جهان است که نام قبلی آن شرکت تلفن و تلگراف امریکا بود. AT&T از قبل تجزیه‌ی شرکت سیستم بل در سال ۱۹۸۳ متولد شد و این کار به دستور دادگاه انجام شد، و ۲۳ درصد دارایی‌های شرکت تجزیه‌شده را دریافت کرد. AT&T در سطح جهانی در حوزه‌ی مدیریت اطلاعات، خدمات مالی و لیزینگ کار می‌کند. ترکیب درآمدی سال ۱۹۹۴ آن بدین شرح است: خدمات ارتباطات ماهواره‌ای، ۵۹ درصد؛ فروش محصولات و سیستم، ۲۸ درصد؛ اجاره و غیره، ۱۰ درصد؛ خدمات مالی و لیزینگ، ۳ درصد. در سال ۱۹۹۴ شرکت تلفن همراه McCaw، در ۱۹۹۱ شرکت NCR و در ۱۹۹۵ شرکت صداوسیما LIN را خریداری و به خود ملحق کرد. رتبه‌بندی اعتباری AA3.
ارتباطات ام‌سی‌آی	دومین شرکت تلفن‌های راه دور از نظر وسعت که خدمات راه دور را محلی و بین‌المللی ارائه می‌دهد. کسب‌وکار اصلی آن صدا در ایالات متحده است که از ۳٫۵۵۶ میلیون مایل شبکه‌ی مایکروویو و فیبری استفاده می‌کند. خدمات ۸۰۰ کمک اپراتور، شماره‌گیری مستقیم در سطح جهان، فاکس، و خدمات ۹۰۰ ارائه می‌کند. مخابرات بریتانیا ۱۰۰ درصد سهام عادی گروه A را دارد که حاوی ۲۰ درصد حق رأی است. رتبه‌بندی اعتباری A2.
شرکت Sprint اسپرینت	این شرکت از نظر وسعت، دومین سامانه‌ی تلفن مستقل در ایالات متحد را اداره می‌کند. در مارس ۱۹۹۳ با شرکت سنترال Central در طرح تجمع منافع ادغام شد. خدمات راه دور را از طریق بازوی US Sprint و نیز ارتباطات راه دور محلی را به ۶/۶۵ میلیون خطوط دسترسی ارائه می‌دهد. به ۲۰/۲ میلیون نفر خدمات تلفن همراه ارائه می‌کند. فعالیت تهیه و ارسال راهنمای تلفن و توزیع بار مخابراتی نیز دارد. ترکیب درآمدی سال ۱۹۹۴ آن بدین شرح است: راه دور، ۵۳ درصد؛ تلفن محلی ۳۴ درصد؛ غیره، ۱۳ درصد. رتبه‌بندی اعتباری BBB.
شرکت ورلدکم	شرکت Worldcom (که قبلاً ارتباطات LDDS نامیده می‌شد) از نظر وسعت چهارمین اپراتور راه دور امریکاست. از طریق شبکه‌ی ۱۵٫۰۰۰ مایلی ملکی و اجاره‌ای خود خدمات راه دور ارائه می‌دهد. سراسر ایالات متحده را به ۲۳۰ کشور دیگر وصل می‌کند. بخش قابل‌ملاحظه‌ای از درآمد شرکت از مشتریان تجاری عاید می‌شود. محصولات آن شامل خطوط سوئیچ و خطوط اختصاصی صدا و داده می‌باشد. در دسامبر ۱۹۹۴ شرکت ارتباطات TDB و در ژانویه ۱۹۹۵، خدمات شبکه‌ی WiTel را خریداری کرد. رتبه‌بندی اعتباری BBB.

شکل ۳

شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه

نام شرکت	قیمت اخیر سهام	تعداد سهام (میلیون)	قیمت بازار سهام (میلیون)	بدهی بلندمدت از جمله بخش جاری آن به علاوه اجاره‌های سرمایه‌ای شده (LTD)	کل پوشش بهره (EBIT) تقسیم بر (بهره)	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی تقسیم + ارزش بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی تقسیم + ارزش بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی تقسیم + ارزش بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی تقسیم + ارزش بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)
آمریتک	Ameritech	\$۵۹,۵۰	۵۵۴	\$۳۲,۹۶۳	٪۴,۵۴۷	۷,۱	۰,۳۹۲	۰,۱۲۱	۰,۶۴۵
ای‌تی‌اندتی	AT&T	۶۶,۸۸	۱,۵۹۲	۱۰۶,۴۷۳	۱۳,۰۷۳	۹,۶	۰,۳۹۲	۰,۱۰۹	۰,۶۴۵
ارتباطات ام‌سی‌آی	MCI Communicat ions	۲۷,۷۵	۶۸۱	۱۸,۸۹۸	۳,۹۷۷	۶,۲	۰,۲۹۲	۰,۱۷۳	۰,۴۱۲
اسپرینت	Sprint	۴۰,۰۰	۳۵۱	۱۴,۰۴۰	۵,۴۷۴	۴,۷	۰,۵۷۳	۰,۲۸۱	۱,۳۴۲
ورلدکم	worldCom (LDDS)	۳۵,۲۵	۱۹۳	۶,۸۰۳	۳,۳۹۲	۲,۹	۰,۶۳۲	۰,۳۳۳	۱,۷۱۷
اس‌اندپی ۵۰۰ سهم	S&P500	۶۰۸,۲۴							
نام شرکت	بنای سهام	عایدی هر سهم (برآورد پایان سال)	نسبت قیمت به عایدی	سود سهام پرداختی سالانه	درصد سود سهام پرداختی	نمر سود سهام پرداختی (درصد)	نرخ رشد تاریخی عایدی هر سهم (درصد)	برآورد نرخ رشد ۵ ساله‌ی عایدی هر سهم (درصد)	ارزش شرکت تقسیم بر عایدی قبل از بهره، مالیات، و استهلاک دارایی مشهود و نامشهود هر سهم
آمریتک	Ameritech	۱,۰۶	\$۳,۷۵	۱۵,۹	\$۲,۱۲	٪۵۶,۶	۴,۵	۸,۵	۶,۷
ای‌تی‌اندتی	AT&T	۱,۱۱	۴,۰۰	۱۶,۷	۱,۳۲	۳۳,۰	۷,۰	۱۱,۵	۸,۹
ارتباطات ام‌سی‌آی	MCI Communicat ions	۱	۱,۷۵	۱۵,۹	۰,۰۵	۲,۹	۱۴,۵	۱۱,۵	۵,۴
اسپرینت	Sprint	۱,۰۵	۲,۹۰	۱۵,۸	۱,۸۸	۶۴,۹	۱۷,۵	۱۳,۵	۶,۱
ورلدکم	worldCom (LDDS)	۱,۷۷	۱,۷۵	۲۰,۱	۰	۰	۳۵,۰	NA	۹
اس‌اندپی ۵۰۰ سهم	S&P500	۱	۳۹,۰۰	۱۵,۶	۱۳,۹	۳۵,۶	۷,۰		

شکل ۴

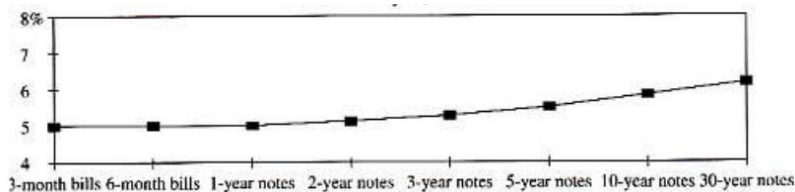
شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه

۱۵ فوریه‌ی ۱۹۹۶

اوراق خزانه‌ی امریکا	ثمر
اسناد خزانه‌ی سه ماهه	۴,۸۹۸٪
اسناد خزانه‌ی ۶ ماهه	۴,۸۹۴
اوراق خزانه‌ی یک‌ساله	۴,۸۳۲
اوراق خزانه‌ی دو ساله	۴,۸۷۲
اوراق خزانه‌ی سه ساله	۴,۹۷۷
اوراق خزانه‌ی پنج ساله	۵,۲۳۵
اوراق خزانه‌ی ده ساله	۴,۶۹۷
اوراق خزانه‌ی سی ساله	۶,۱۶۸٪
تعهدات بدهی ۱۰ ساله‌ی شرکت‌ها	ثمر
AAA	۶,۰۳۰٪
AA1	۶,۱۶۰
A1	۶,۱۹۰
BBB	۶,۴۷۰
BB1	۷,۰۹۰
BB2	۸,۲۶۰
B1	۹,۴۲۰
AAA تلفنی‌ها	۶,۰۹۰
AA1 تلفنی‌ها	۶,۱۵۰
A1 تلفنی‌ها	۶,۲۶۰
BBB1 تلفنی‌ها	۶,۴۶۰٪
دیگر اوراق	
نرخ تنزیل فدرال رزرو	۵,۱۲۵٪
گواهی سپرده‌ی دو ماهه	۴,۶۳۳
اوراق تجاری ۶ ماهه	۴,۸۴۰٪

منحنی ثمر اوراق خزانه‌ی امریکا

۱۵ فوریه‌ی ۱۹۹۶



مأخذ اطلاعات: بلومبرگ

شکل ۵

شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه
صورت سود و زیان

سال منتهی به ۳۱ دسامبر	۱۹۹۵
(به میلیون به استثنای ارقام هر سهم)	
درآمد	<u>۱۵,۲۶۵ دلار</u>
مخارج عملیاتی	
ارتباطات	۷,۸۱۳
فروش، عملیات و عمومی	۴,۵۰۶
استهلاک	۱,۳۰۸
حذف دارایی از دفاتر	۵۲۰
کل مخارج عملیاتی	<u>۱۴,۱۴۷</u>
سود حاصل از عملیات	۱,۱۱۸
مخارج بهره	۱۸۱
سود قبل از مالیات بر درآمد و اقلام غیرمنتظره	۹۳۷
ذخیره‌ی مالیات بر درآمد	<u>۳۶۴</u>
سود قبل از اقلام غیرمنتظره	<u>۵۷۳</u>
سود خالص	۵۷۳ دلار
عایدات در دسترس سهامداران عادی	۵۷۳ دلار
عایدی هر سهم عادی و هر سهم معادل عادی	۶,۱۵۰
سود قبل از ارقام غیرمنتظره	۰,۸۴ دلار
کل	۰,۸۴ دلار
میانگین موزون تعداد سهام عادی	۶۸۱

شکل ۶
شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه
ترازنامه

۱۹۹۵	۳۱ دسامبر (به میلیون)
	دارایی‌ها
	دارای‌های جاری
۴۷۱ دلار	نقد و شبه نقد
۳۷۳	اوراق بهادار قابل معامله
۲,۹۵۴	دریافتنی‌ها
۷۴۹	سایر دارایی‌های جاری
۴,۵۴۷	جمع دارایی‌های جاری
۱۴,۲۴۳	مستغلات و ماشین‌آلات
(۵,۲۳۸)	ذخیره‌ی استهلاک انباشته
۱,۳۰۴	مستغلات در جریان ساخت
۱۰,۳۰۹	جمع مستغلات و ماشین‌آلات
۴,۴۴۵	دیگر دارایی‌ها
۱۹,۳۰۱ دلار	کل دارایی‌ها
	بدهی‌های و حقوق صاحبان سهام
۷۰۶ دلار	بدهی‌های جاری
۱,۹۳۶	مخارج ارتباطات انباشته
۱,۷۲۸	سایر بدهی‌های انباشته
۵۰۰	بخش یک‌ساله‌ی بدهی‌های بلندمدت
۴,۸۷۰	کل بدهی‌های جاری
۳,۴۴۴	بدهی‌های بلندمدت
۱,۳۸۵	مالیات و سایر اقلام معوق
۴,۸۲۹	کل بدهی‌های غیرجاری
۹,۶۰۲	حقوق صاحبان سهام
۱۹,۳۰۱ دلار	کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

شکل ۸

شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه لیست کنترل‌ی تحلیلگران برای برآورد هزینه‌ی سرمایه

اصولی که باید رعایت کنید	چرایی آن	الزامات خاص آن
مثل سرمایه‌گذار فکر کنید و آینده‌نگر باشید	شما نرخ‌های موردنظر سرمایه‌گذار برای آینده را برآورد می‌کنید	از بکارگیری هزینه‌های تاریخی از قبیل نرخ بهره‌ی تاریخی بپرهیزید
از داده‌های بازار مالی استفاده	از ارزش‌های بازار و سایر داده‌های بازار مالی استفاده کنید، زیرا این‌ها ارقامی است که سرمایه‌گذار از آن‌ها استفاده می‌کند.	از اوزان مبتنی بر ارزش بازار و برآوردهای آینده‌نگر هزینه‌ی بدهی، هزینه‌ی حق مالی، و نرخ‌های مالیات استفاده کنید
شرکت‌های مشابه با ریسک تجاری مشابه را بیابید.	سطوح مختلف ریسک، نرخ‌های بازده موردنظر مختلف دارند.	سعی کنید از ارقام شرکت‌هایی استفاده کنید که از نظر ریسک‌های مهم قابل مقایسه‌اند. مواردی چون نوع فعالیت و کسب‌وکار، فعالیت بین‌المللی، وضعیت رقابتی و طرح‌های راهبردی مهم‌اند.
وقتی به مناسب‌ترین شرکت قابل مقایسه در مقابل استفاده از داده‌های شرکت‌های متعدد نگاه می‌کنید، نسبت به بده - بستاهان حساس باشید.	اگر روی ارقام «بهترین» شرکت قابل مقایسه تمرکز یابید، احتمال زیادی می‌رود که در مدل‌های برآورد آماری (مثل بتا، خطاهای بزرگ‌تری مرتکب شوید. اگر مقایسه را به شرکت‌های متعدد بسط دهید، متوسط خطاهای برآوردها کاهش می‌یابد، اما ممکن است از نظر ریسک، مقایسه‌ی مناسبی انجام نداده باشید.	در مقایسه، هم به متوسط‌های صنعت و هم به ارقام خاص شرکت‌ها توجه کنید. اگر با هم متفاوت‌اند، سعی کنید بفهمید چرا چنین تفاوت‌هایی وجود دارد.
هزینه‌ی سرمایه نه فقط ریسک تجاری، بلکه ریسک مالی را هم باید منعکس کند.	بازده (و بتای) موردنظر سهامدار هم مبتنی بر ریسک تجاری و هم برپایه‌ی ریسک مالی ناشی از استفاده از بدهی است.	هزینه‌ی حق مالی (و هزینه‌ی بدهی) که در محاسبات میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه‌ی (WACC) از آن‌ها استفاده می‌شود، باید با ضرایب مورد استفاده منطبق باشند. در نگاه به شرکت‌های قابل مقایسه، به یاد بسپاریم که میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه‌ی هر یک با دیگری متفاوت است. رویکرد دیگر آن است که هزینه‌ی حق مالی را با فرض اهرمی نبودن شرکت محاسبه کنید تا با ریسک مالی آن را تطبیق دهید. در رویکرد اول، ارقام از سازگاری برخوردارند، اما این رویکرد مستقیماً تفاوت‌های سیاست‌های بدهی شرکت‌ها را مورد توجه قرار نمی‌دهد. در دومی، ناچاریم از تقریب‌های نظری استفاده کنید.
برای محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه، به ارقام ثمر در بازار بدهی توجه کنید.	در بازارهای قرضه، ثمر تا سررسید و هزینه‌ی انتشار جدید (مثلاً هزینه‌ی بانک‌ها یا تأمین سرمایه‌ها) هزینه‌ی بدهی آینده‌نگر را بدست می‌دهد.	باید بانکدار خود و اهالی بازار بدهی را به خوبی بشناسید.
به تعدادی از رویکردها و مدل‌ها مراجعه کنید تا برآورد خود را شکل دهید.	مدل‌های نظری مفیداند، اما کاربرد آن‌ها فایده‌ی مطلق ندارد. مفروضات و ارقام قابل مقایسه‌ی دقیق چه بسیار دست‌نیافتنی است. باید بدانید نتایج برآوردهای شما در مقایسه با ارقام مشابه بدیل‌های منطقی تا چه حد حساس است.	برای برآورد هزینه‌ی حق مالی، از روش‌های محاسبه‌ی مختلف استفاده کنید. دریابید نتایج حاصله تا چه حد به این روش‌های مختلف و نیز شرکت‌های مشابهی که از ارقام‌شان استفاده می‌کنید، حساس‌اند.
فکر نکنید اعداد با دقت کامل قابل برآورد است.	برای برآورد هزینه‌ی حق مالی و میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه قضاوت‌های زیادی می‌کنید و از تقریب هم بسیار استفاده می‌کنید. برآورد نهایی شما با آن محدودیت‌ها روبروست.	برآوردهای هزینه‌ی سرمایه تقریبی‌اند. دامنه‌ی مفروضات خود را کاهش دهید، اما فکر نکنید با این کار به ارقام دقیق می‌رسید.
بسته به ارزی که از آن استفاده می‌کنید، جریان نقدی و نرخ تنزیل خود را انطباق دهید.	هر چه زمان می‌گذرد، شرکت‌ها بیش‌تر بین‌المللی می‌شوند. اگر جریان نقدی را به ارز خاصی (چون یورو) تحلیل می‌کنید، باید بدانید که برآورد هزینه‌ی سرمایه‌ی شما بازتابی از درک سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری در آن ارز خاص است.	دو رویکرد در این مورد وجود دارد. اول این‌که برای هر ارز، هزینه‌ی سرمایه‌ی جداگانه‌ای برآورد کنید. البته، باید در این برآورد به تفاوت‌های نرخ تورم کشورها توجه کنید. دوم این‌که جریان‌های نقدی را برای محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه به ارز واحدی تبدیل کنید.

افته‌ی ۳-۴. شرکت داروسازی دانا (دانا)

فصل چهارم:

تقسیم سود

افتهی ۱-۴. شرکت قطعات فلزی کوچک^۱

در ۲۸ تیرماه ۱۳۷۴، علی محمدی، کارشناس ارشد اعتبارات بانک ایران زمین، مشغول مطالعه‌ی پرونده‌ی اعتباری شرکت قطعات فلزی کوچک بود. وی خود را برای نشستی با رئیس و مدیر مالی شرکت قطعات فلزی آماده می‌کرد. نادر عظیمی، مدیر مالی قطعات فلزی، چند روز قبل به اطلاع آقای محمدی رسانده بود که شرکت وی قادر نخواهد بود طبق پیش‌بینی‌های انجام‌شده، تسهیلات فصلی دریافتی را بازپرداخت کند. آقای محمدی موافقت کرده بود که نظر موافق واحد اعتبارات بانک را نسبت به تمدید سررسید تسهیلات اعطایی ۱۰ میلیارد ریالی جلب کند. در عین حال، به شرکت گفته بود که علاقه‌مند است به ساوه برود، و باردیگر از نزدیک امکانات تولیدی و مجموعه‌ی اداری شرکت را بازدید کند، و با تحولات شرکت آشنا شود.

شرکت قطعات فلزی ابزارآلات فلزی کوچک و متنوعی برای مصرف در منازل و واحدهای صنعتی تولید می‌کرد. محصولات تولیدی شرکت در شبکه‌ی وسیعی از کارگاه‌ها، یراق‌فروشی‌ها، و فروشگاه‌های زنجیره‌ای در سراسر کشور توزیع می‌شد. محصولات ارزان‌تر مستقیماً در فروشگاه‌های زنجیره‌ای بزرگ به فروش می‌رسید. هرچند شرکت رقبای جدی داشت، و حتی ابزاری که از کشور چین وارد می‌شد به قیمت‌های ارزان در بازار به فروش می‌رسید، قطعات فلزی در ۳۰ سال گذشته همواره شرکتی سودآور شناخته می‌شد. در طول این سال‌ها، رشد فروش و سود به آرامی ادامه یافته بود، هرچند که نرخ این رشد خیلی بالا نبود.

بانک ایران زمین از چندین سال قبل از سال ۱۳۷۳، حساب شرکت قطعات فلزی کوچک را زیر نظر داشت. بانک بارها کوشیده بود مدیران شرکت را متقاعد کند که کار با بانک ایران زمین که در سطح ملی فعالیت می‌کرد، به مراتب بیش از کار با بانک‌های استانی به نفع آن‌هاست. آقای محمدی در این مورد نقش مهمی ایفا کرده بود، و بسیار خرسند بود که حساب‌ها و سپرده‌های شرکت را به بانک خود منتقل کرده بود.

شرکت سرمایه‌ی کافی داشت که طی چند سال آینده نیازهای مالی دائمی خود را از آن محل تأمین کند. تسهیلات کوتاه‌مدت دریافتی شرکت فصلی بود، و هر سال از مهر تا اسفندماه نیاز به سرمایه در گردش اضافی داشت تا سطح فروش بالاتر خود را تأمین مالی کند. سیاست تولیدی شرکت آن بود که طی سال با نرخ ثابتی تولید کند، و به لحاظ این خط‌مشی، مبالغ قابل ملاحظه‌ای وجوه فصلی مورد نیاز می‌شد.

در شهریورماه سال ۱۳۷۳، مدیر مالی شرکت با بانک ایران زمین برای اخذ تسهیلاتی به مبلغ ۲۹ میلیارد ریال جهت تأمین سرمایه

^۱ این افته اقتباسی است از Dynashears, Inc

در گردش لازم برای پاییز به توافق رسید، و مجوزهای لازم از بانک مرکزی نیز اخذ شد. در تاریخ دریافت وام، آقای عظیمی پیش بینی می کرد تسهیلات دریافتی به طور کامل در اسفندماه ۱۳۷۳ تسویه شود. وی به آقای محمدی صورت های مالی پیش بینی شده ای را عرضه کرد که نیازهای وجوه شرکت ظرف ۱۲ ماه آتی را نشان می داد (این صورت ها در جدول های ۱ و ۲ آمده است). علاوه بر این نیازها، پیش بینی ها نشان می داد که تا شهریورماه سال ۱۳۷۴، تقریباً ۹ میلیارد ریال اضافی مورد نیاز است. آقای عظیمی نیاز به وجوه اضافی را (در حالی که در شهریورماه ۱۳۷۳ وجوهی مورد نیاز نبود) به دلیل برنامه ی مدرن سازی کارخانه می دانست. وی توضیح داد این برنامه ی نوسازی که کلاً ۵۲ میلیارد ریال هزینه می برد، نیمه تمام است، و تا آبان ۱۳۷۳ تکمیل خواهد شد. پیش بینی می شد که باتکمیل طرح نوسازی، سالیانه ۷/۸ میلیارد ریال در قیمت تمام شده ی تولید (قبل از مالیات) صرفه جویی شود. در اوایل آذرماه سال ۱۳۷۳، آقای عظیمی به آقای محمدی اطلاع داد که شرکت به ۳ میلیارد ریال اضافه بر درخواست اولیه نیاز دارد تا اوج نیازهای فصلی را تأمین مالی کند. دلیل این نیاز جدید آن بود که هزینه های نوسازی فراتر از پیش بینی رفته بود. آقای محمدی پس از مشورت با رؤسای خود به اطلاع شرکت رساند که بانک با درخواست آن ها موافقت کرده است.

در فروردین ماه سال ۱۳۷۴، آقای عظیمی دوباره با آقای محمدی تماس گرفت. وی به بانک اطلاع داد که فروش شرکت کند شده، و کاهش فروش ناشی از آغاز دوران رکود است. آقای عظیمی معتقد بود که کاهش فروش به داخل شرکت مربوط نیست، بلکه به اوضاع عمومی اقتصاد مربوط می شد. کاهش تقاضا برای محصولات شرکت به هر حال نیاز به اخذ وام جدید را ایجاب کرده بود. آقای عظیمی بر این باور بود تا هنگام تطابق با شرایط اقتصادی جدید، شرکت به این وجوه اضافی نیاز خواهد داشت. او فکر نمی کرد که دوره ی انطباق فراتر از نیمه ی تیر ماه ۱۳۷۴ به درازا بکشد. آقای محمدی پس از هماهنگی با مدیران ارشد خود، موافقت بانک را با پرداخت تسهیلات جدید به اطلاع مشتری خود رساند.

در تیرماه ۱۳۷۴، آقای عظیمی برای سومین بار با آقای محمدی تماس گرفت تا اطلاع دهد که شرکت قطعات فلزی کوچک قادر نخواهد بود قبل از شهریورماه، تسهیلات کوتاه مدت دریافتی ۱۰ میلیارد ریالی را به بانک بازپرداخت کند. آقای عظیمی توضیح داد که کاهش مجدد فروش به دلیل رکود اقتصادی رخ داده است. آقای محمدی به مشتری خود توضیح داد که بانک ترجیح می دهد وام های فصلی حتی الامکان طی ۲ ماه آتی باقیمانده از سال کلاً در دفاتر بانک مانده ی صفر داشته باشند و طی این مدت بازپرداخت کامل صورت گیرد. آقای محمدی اعلام کرد که در صورت تحقق چنین امری بانک علی الاصول با تمدید وام مخالفتی ندارد. به علاوه، آقای محمدی علاقه مند بود موضوع دیگری را در مورد پرونده ی اعتباری قطعات فلزی کنترل کند.

بانک نگران آن بود که نیاز نقدینگی شرکت ناشی از عدم فروش کوتاه مدت نباشد، بلکه به دلیل تغییر دائمی ماهیت نیازهای مالی شرکت در نتیجه ی اجرای طرح نوسازی کارخانه باشد. این نگرانی بود که باعث شد آقای محمدی قرار ملاقاتی را با شرکت برای تاریخ ۲۹ تیرماه ۱۳۷۴ ترتیب دهد.

آقای محمدی با دقت صورت‌های سود و زیان و ترازنامه‌ی تسلیم‌شده به بانک توسط آقای عظیمی طی ۹ ماه گذشته را بررسی کرد تا برای شرکت در جلسه‌ی ۲۹ تیر آماده شود (این اطلاعات در جدول‌های ۳ و ۴ نشان داده شده است). وی امیدوار بود که حاصل این بررسی نشان دهد که چرا طبق برآوردهای قبلی، شرکت نمی‌تواند بدهی‌های خود را به بانک بازپرداخت کند.

جدول ۱. شرکت قطعات فلزی کوچک: صورت سود و زیان پیش‌بینی‌شده‌ی - سال مالی ۱۳۷۴ - ارقام به میلیون ریال

واقعی	۱۳۷۳	۱۳۷۴											
۷۳/۰۶/۳۱	مهر	آبان	آذر	دی	بهمن	اسفند	فروردین	اردیبهشت	خرداد	تیر	مرداد	شهریور	جمع
۲۶۲٫۰۵۰	۱۸٫۲۰۰	۲۳٫۴۰۰	۲۸٫۶۰۰	۲۹٫۰۰۰	۳۳٫۸۰۰	۲۶٫۶۰۰	۱۸٫۲۰۰	۱۸٫۲۰۰	۱۵٫۶۰۰	۱۳٫۰۰۰	۱۰٫۲۰۰	۱۳٫۰۰۰	۲۶۰٫۰۰۰
فروش													
قیمت تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته													
۱۵۷٫۲۳۰	۱۰٫۹۲۰	۱۴٫۰۴۰	۱۷٫۱۶۰	۲۳٫۴۰۰	۲۰٫۲۸۰	۱۷٫۱۶۰	۱۰٫۹۲۰	۱۰٫۹۲۰	۹٫۳۶۰	۷٫۸۰۰	۶٫۲۴۰	۷٫۸۰۰	۱۵۶٫۰۰۰
مواد و دستمزد ۶۰٪ فروش													
سربار از جمله ۱۳۰۰ میلیون ریال													
۳۰٫۹۷۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۲٫۶۰۰	۳۱٫۲۰۰
استهلاک													
۱۸۸٫۲۰۰	۱۳٫۵۲۰	۱۶٫۶۴۰	۱۹٫۷۶۰	۲۶٫۰۰۰	۲۲٫۸۸۰	۱۹٫۷۶۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۱٫۹۶۰	۱۰٫۴۰۰	۸٫۸۴۰	۱۰٫۴۰۰	۱۸۷٫۲۰۰
سود ناخالص													
۷۳٫۸۵۰	۴٫۶۸۰	۶٫۷۶۰	۸٫۸۴۰	۱۳٫۰۰۰	۱۰٫۹۴۰	۸٫۸۴۰	۴٫۶۸۰	۴٫۶۸۰	۳٫۶۴۰	۲٫۶۰۰	۱٫۵۶۰	۲٫۶۰۰	۷۲٫۸۰۰
مخارج اداری و فروش													
۲۸٫۱۶۰	۲٫۲۴۰	۲٫۲۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۲۸٫۰۸۰
سود قبل از مالیات													
۴۵٫۶۹۰	۲٫۲۴۰	۴٫۴۲۰	۶٫۵۰۰	۱۰٫۶۶۰	۸٫۵۸۰	۶٫۵۰۰	۲٫۳۴۰	۲٫۳۴۰	۱٫۲۰۰	۲۶۰	(۷۸۰)	۲۶۰	۴۴٫۷۲۰
مالیات													
۱۵٫۵۳۰	۷۹۰	۱٫۵۰۰	۲٫۲۱۰	۳٫۶۲۰	۲٫۹۲۰	۲٫۲۱۰	۸۰۰	۸۰۰	۴۴۰	۹۰	(۲۷۰)	۹۰	۱۵٫۲۰۰
سود بعد از مالیات													
۳۰٫۱۶۰	۱٫۵۵۰	۲٫۹۲۰	۴٫۲۹۰	۷٫۰۴۰	۵٫۶۶۰	۴٫۲۹۰	۱٫۵۴۰	۱٫۵۴۰	۸۶۰	۱۷۰	(۵۱۰)	۱۷۰	۲۹٫۵۲۰
سود سهام													
۱۳٫۰۰۰	-	-	۲٫۶۰۰	-	-	۲٫۶۰۰	-	-	۲٫۶۰۰	-	-	۵۲۰۰	۱۳٫۰۰۰
سود تقسیم‌نشده													
۱۷٫۱۶۰	۱٫۵۵۰	۲٫۹۲۰	۱٫۶۹۰	۷٫۰۴۰	۵٫۶۶۰	۱٫۶۹۰	۱٫۵۴۰	۱٫۵۴۰	(۱٫۷۴۰)	۱۷۰	(۵۱۰)	(۵۰۳۰)	۱۶٫۵۲۰
سود تقسیم‌نشده‌ی انباشته													
-	۱٫۵۵۰	۴٫۴۷۰	۶٫۱۶۰	۱۳٫۲۰۰	۱۸٫۸۶۰	۲۰٫۵۵۰	۲۳٫۶۳۰	۲۳٫۶۳۰	۲۱٫۸۹۰	۲۲٫۰۶۰	۲۱٫۵۵۰	۱۶٫۵۲۰	-

جدول ۲. شرکت قطعات فلزی کوچک: ترازنامه‌ی پیش‌بینی شده منتهی به شهریور ۱۳۷۴ (ارقام به میلیون ریال)

واقعی	۱۳۷۳	۱۳۷۴										
۷۳/۰۶/۳۱	مهر	آبان	آذر	دی	بهمن	اسفند	فروردین	اردیبهشت	خرداد	تیر	مرداد	شهریور
۱۸,۴۴۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۱۰,۰۶۰	۲۲,۸۰۰	۲۷,۷۴۰	۲۱,۰۸۰	۱۹,۵۲۰	۱۵,۳۶۰	۶,۴۰۰
صندوق												
۱۸,۱۲۰	۲۴,۷۰۰	۳۲,۵۰۰	۴۰,۳۰۰	۵۳,۳۰۰	۵۳,۳۰۰	۴۵,۵۰۰	۵۰,۰۳۲	۳۷,۳۰۰	۳۴,۷۰۰	۲۰,۸۰۰	۱۶,۹۰۰	۱۸,۲۰۰
حساب‌های دریافتی الف												
۷۰,۴۹۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۲۸۰	۶۸,۶۴۰	۵۸,۷۶۰	۵۲,۰۰۰	۴۸,۳۶۰	۵۰,۹۶۰	۵۳,۵۶۰	۵۷,۷۲۰	۶۳,۴۴۰	۷۰,۷۲۰	۷۶,۴۴۰
موجودی‌ها												
۱۰۷,۰۵۰	۱۰۳,۹۰۰	۱۱۱,۱۸۰	۱۱۵,۳۴۰	۱۱۸,۴۶۰	۱۱۱,۷۰۰	۱۰۳,۹۲۰	۱۰۶,۲۶۰	۱۰۸,۶۰۰	۱۰۳,۵۰۰	۱۰۳,۷۶۰	۱۰۲,۹۸۰	۱۰۱,۰۴۱
دارایی‌های جاری												
۲۱۳,۶۰۰	۲۲۶,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰
تجهیزات تولیدی (خالص)												
۳۲۰,۶۵۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۴۳,۵۲۰	۳۴۵,۸۶۰	۳۴۸,۲۰۰	۳۴۳,۱۰۰	۳۴۳,۳۶۰	۳۴۲,۵۸۰	۳۴۰,۶۴۰
جمع دارایی‌ها												
-	۸,۵۳۰	۲۴,۱۰۰	۲۸,۱۶۰	۲۰,۶۲۰	۵۲,۸۰۰	-	-	-	-	-	-	۹,۴۰۰
وام‌های بانکی												
۷,۴۹۰	۶,۴۷۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰
حساب‌های پرداختی ب												
-	۷۹۰	۲,۲۹۰	۲,۲۹۰	۷۰۰	۴,۳۲۰	۵,۶۵۰	۶,۴۵۰	۷,۲۵۰	۳,۹۸۰	۳,۸۹۰	۳,۷۱۰	-
مالیات‌های پرداختی ج												
۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰
متفرقه												
۹,۸۳۰	۱۸,۱۳۰	۳۵,۴۹۰	۳۷,۹۶۰	۳۴,۰۴۰	۲۱,۶۲۰	۱۴,۷۵۰	۱۵,۵۵۰	۱۶,۳۵۰	۱۲,۹۹۰	۱۳,۰۸۰	۱۲,۸۱۰	۱۸,۵۰۰
بدهی‌های جاری												
۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۹۸,۸۰۰
وام رهنی ۸٪												
۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰
سهام عادی												
۱۰۶,۸۲۰	۱۰۸,۳۷۰	۱۱۱,۲۹۰	۱۱۲,۹۸۰	۱۲۰,۰۲۰	۱۲۵,۶۸۰	۱۲۷,۲۷۰	۱۲۸,۹۱۰	۱۳۰,۴۵۰	۱۲۸,۷۱۰	۱۲۸,۸۸۰	۱۲۸,۳۷۰	۱۲۳,۳۴۰
مازاد سرمایه												
۳۲۰,۶۵۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۵۰,۷۸۰	۴۵۳,۹۴۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۴۳,۵۲۰	۳۴۵,۸۶۰	۳۴۸,۲۰۰	۳۴۳,۱۰۰	۳۴۳,۳۶۰	۳۴۲,۵۸۰	۳۴۰,۶۴۰
ارزش ویژه												
مواد اولیه												
موجودی اول دوره	۷,۰۵۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰
به‌علاوه‌ی خریده‌ها	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰
کسر می‌شود:	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰

انتقال به کار در جریان موجودی پایان دوره											
۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰	۶٫۷۶۰
کار در جریان موجودی اول دوره											
۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰	۲۷٫۰۴۰
۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰	۱۳٫۵۲۰
به علاوه مواد اولیه ای اضافه شده کسر می شود قیمت تمام شده ی کالای فروش رفته موجودی پایان دوره											
۷٫۸۰۰	۶٫۲۴۰	۷٫۸۰۰	۹٫۳۶۰	۱۰٫۹۲۰	۱۰٫۹۲۰	۱۷٫۱۶۰	۲۰٫۲۸۰	۲۳٫۴۰۰	۱۷٫۱۶۰	۱۴٫۰۴۰	۱۰٫۹۲۰
۴۲٫۶۴۰	۳۶٫۹۲۰	۲۹٫۶۳۰	۲۳٫۹۲۰	۱۹٫۷۶۰	۱۷٫۱۶۰	۱۴٫۵۶۰	۱۸٫۲۰۰	۲۴٫۹۶۰	۳۴٫۸۴۰	۳۸٫۴۸۰	۲۹٫۰۰۰
۷۶٫۴۴۰	۷۰٫۷۲۰	۶۳٫۴۴۰	۵۷٫۷۲۰	۵۳٫۵۶۰	۵۰٫۹۶۰	۴۸٫۳۶۰	۵۲٫۰۰۰	۵۸٫۷۶۰	۶۸٫۶۴۰	۷۲٫۲۸۰	۷۲٫۸۰۰
کل موجودی											

الف. فرض است که ۴۵ روز بعد از فروش دریافت می شود.

ب. با توجه به شرایط خرید، فرض شده که ظرف ۳۰ روز بدهی پرداخت شود.

ج. فرض است مالیات پیش بینی شده طی ۴ قسط مساوی ۳۸۰٫۰۰۰ ریالی در ماه های آذر، اسفند، خرداد و شهریور براساس پیش بینی سود و زیان انجام شده در شهریور گذشته پرداخت شود.

جدول ۳. شرکت قطعات فلزی کوچک: ترازنامه‌ها ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ (ارقام به میلیون ریال)

	۱۳۷۳									۱۳۷۴
	شهریور	مهر	آبان	آذر	دی	بهمن	اسفند	فروردین	اردیبهشت	خرداد
صندوق	۱۸,۴۴۰	۸,۳۲۰	۴,۹۷۰	۶,۰۹۰	۶,۰۶۰	۷,۲۳۰	۵,۵۹۰	۹,۸۶۰	۹,۳۶۰	۶,۰۱۰
حساب‌های دریافتنی	۱۸,۱۲۰	۲۴,۶۷۰	۳۱,۶۹۰	۳۸,۲۲۰	۴۹,۱۴۰	۲۸,۰۵۰	۴۸,۴۶۰	۳۴,۴۲۰	۲۷,۵۶۰	۲۴,۹۳۰
موجودی‌ها	۷۰,۴۹۰	۷۲,۸۵۰	۷۲,۲۰۰	۶۹,۲۴۰	۶۲,۴۲۰	۵۸,۲۹۰	۵۶,۵۲۰	۶۰,۲۰۰	۶۲,۳۳۰	۶۴,۱۰۰
دارایی‌های جاری	۱۰۷,۰۵۰	۱۰۵,۸۴۰	۱۰۸,۸۶۰	۱۱۳,۵۵۰	۱۱۷,۶۲۰	۱۱۲,۵۷۰	۱۱۱,۵۷۰	۱۰۴,۴۸۰	۹۹,۲۵۰	۹۵,۰۴۰
تجهیزات تولیدی (خاص)	۲۱۳,۶۰۰	۲۲۶,۹۸۰	۲۴۰,۶۳۰	۲۴۲,۱۶۰	۲۴۲,۲۴۰	۲۴۲,۱۱۰	۲۴۲,۴۸۰	۲۴۲,۱۱۰	۲۴۱,۸۳۰	۲۴۱,۸۴۰
جمع دارایی‌ها	۳۲۰,۶۵۰	۳۳۲,۸۲۰	۳۴۹,۴۹۰	۳۵۵,۷۱۰	۳۵۹,۸۶۰	۳۵۳,۶۸۰	۳۴۶,۵۹۰	۳۴۱,۰۸۰	۳۳۶,۸۸۰	
وام‌های بانکی	-	۱۱,۰۴۰	۲۳,۹۸۰	۳۱,۹۷۰	۲۶,۷۳۰	۱۶,۳۴۰	۱۹,۱۷۰	۱۱,۳۱۰	۶,۱۱۰	۹,۹۵۰
حساب‌های پرداختنی	۷,۴۹۰	۶,۸۶۰	۶,۷۳۰	۷,۳۳۰	۷,۶۲۰	۷,۲۵۰	۵,۹۵۰	۶,۰۸۰	۵,۷۲۰	۴,۴۷۰
مالیات‌های پرداختنی	-	۵۸۰	۱,۷۷۰	(۵۶۰)	۲,۵۲۰	۴,۸۰۰	۲,۶۶۰	۳,۱۰۰	۳,۱۳۰	(۸۰۰)
متفرقه	۲,۳۴۰	۲,۳۹۰	۲,۷۶۰	۲,۴۷۰	۲,۵۲۰	۲,۳۹۰	۲,۳۴۰	۲,۳۱۰	۲,۲۶۰	۲,۲۴۰
بدهی‌های جاری	۹,۸۳۰	۲۰,۸۷۰	۳۵,۲۴۰	۴۱,۲۱۰	۳۹,۳۹۰	۳۰,۷۸۰	۳۰,۱۲۰	۲۲,۸۰۰	۱۷,۲۲۰	۱۵,۸۶۰
وام رهنی ۸٪	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰
سهام عادی	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰
مازاد سرمایه	۱۰۶,۸۲۰	۱۰۷,۹۵۰	۱۱۰,۲۵۰	۱۱۰,۵۰۰	۱۱۶,۴۷۰	۱۲۰,۹۰۰	۱۲۱,۵۳۰	۱۲۲,۲۹۰	۱۲۲,۴۶۰	۱۱۹,۶۲۰
ارزش ویژه	۳۲۰,۶۵۰	۳۳۲,۸۲۰	۳۴۹,۴۹۰	۳۵۵,۷۱۰	۳۵۹,۸۶۰	۳۵۳,۶۸۰	۳۴۶,۵۹۰	۳۴۱,۰۸۰	۳۳۶,۸۸۰	
مواد اولیه										
موجودی اول دوره	۷,۰۵۰	۷,۰۸۰	۷,۰۸۰	۶,۵۹۰	۶,۶۲۰	۶,۹۱۰	۷,۱۷۰	۶,۷۸۰	۶,۶۴۰	۶,۵۶۰
به‌علاوه‌ی خریدها	۶,۸۴۰	۶,۷۶۰	۶,۷۲۰	۷,۵۴۰	۶,۹۷۰	۶,۹۷۰	۵,۹۸۰	۶,۰۰۰	۵,۶۷۰	۴,۵۰۰
کسر می‌شود: انتقال به کار در جریان	۶,۸۱۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۶,۷۱۰	۶,۳۷۰	۶,۱۴۰	۵,۷۵۰	۵,۲۳۰
موجودی پایان دوره										
کار در جریان										
موجودی اول دوره	۲۷,۰۴۰	۲۷,۲۲۰	۲۷,۷۸۰	۲۷,۹۹۰	۲۷,۰۱۰	۲۷,۲۶۰	۲۷,۲۶۰	۲۶,۳۷۰	۲۵,۶۴۰	۲۴,۱۴۰
به‌علاوه مواد اولیه اضافه‌شده	۶,۸۱۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۶,۷۱۰	۶,۵۰۰	۶,۸۶۰	۶,۸۶۰	۵,۷۵۰	۵,۲۳۰
به‌علاوه: دستمزدها اضافه‌شده	۶,۸۶۰	۶,۸۶۰	۶,۷۱۰	۶,۸۶۰	۶,۸۶۰	۶,۵۰۰	۶,۸۶۰	۶,۸۶۰	۵,۷۵۰	۵,۶۲۰
کسر می‌شود انتقال به موجودی پایان دوره	۱۳,۴۹۰	۱۳,۵۵۰	۱۳,۷۵۰	۱۴,۰۹۰	۱۳,۹۶۰	۱۳,۱۲۰	۱۳,۷۳۰	۱۳,۲۳۰	۱۳,۰۰۰	۱۳,۰۰۰
موجودی پایان دوره	۲۷,۲۲۰	۲۷,۷۸۰	۲۷,۹۹۰	۲۸,۰۱۰	۲۷,۳۶۰	۲۶,۳۷۰	۲۶,۳۷۰	۲۵,۶۴۰	۲۴,۱۴۰	۱۲,۹۹۰

کالای ساخته شده								
۳۶ر۴۰۰	۳۸ر۵۵۰	۳۷ر۸۳۰	۳۴ر۶۳۰	۲۷ر۵۰۰	۲۳ر۸۶۰	۲۳ر۳۷۰	۲۷ر۹۲۰	۳۱ر۶۳۰
۱۳ر۴۹۰	۱۳ر۵۵۰	۱۳ر۷۵۰	۱۴ر۰۹۰	۱۳ر۶۹۰	۱۴ر۱۲۰	۱۳ر۷۳۰	۱۳ر۲۳۰	۱۳ر۰۰۰
۱۱ر۳۴۰	۱۴ر۲۷۰	۱۶ر۹۵۰	۲۱ر۲۲۰	۱۷ر۶۰۰	۱۴ر۶۱۰	۹ر۱۸۰	۹ر۵۲۰	۸ر۳۵۰
۳۸ر۵۵۰	۲۷ر۸۳۰	۳۴ر۶۳۰	۲۷ر۵۰۰	۲۳ر۸۶۰	۲۳ر۳۷۰	۲۷ر۹۲۰	۳۱ر۶۳۰	۳۶ر۲۸۰
۷۲ر۸۵۰	۷۲ر۲۰۰	۶۹ر۳۴۰	۶۲ر۴۲۰	۵۸ر۲۹۰	۵۶ر۵۲۰	۶۰ر۲۰۰	۶۲ر۳۳۰	۶۴ر۱۰۰

موجودی اول دوره

به علاوه کار در جریان اضافه شده

کسر می شود قیمت تمام شده ی کالای
فروش رفته

موجودی پایان دوره

کل موجودی

جدول ۴. شرکت قطعات فلزی کوچک: صورت‌های سود و زیان - ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ (ارقام به میلیون ریال)

	۱۳۷۳								۱۳۷۴
	مهر	آبان	آذر	دی	بهمن	اسفند	فروردین	اردیبهشت	خرداد
فروش	۱۷,۹۹۰	۲۲,۶۵۰	۲۶,۷۸۰	۳۵,۳۶۰	۲۹,۳۳۰	۲۴,۳۴۰	۱۵,۲۹۰	۱۵,۱۱۰	۱۳,۰۳۰
قیمت تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته:									
مواد و دستمزد (۶۰٪ فروش)	۱۱,۳۴۰	۱۴,۲۷۰	۱۶,۹۵۰	۲۱,۲۲۰	۱۷,۶۰۰	۱۴,۶۱۰	۹,۱۸۰	۹,۵۲۰	۸,۳۵۰
سربار از جمله ۱۳۰۰ میلیون ریال استهلاک	۲,۵۷۰	۲,۵۲۰	۲,۹۶۰	۲,۷۰۰	۲,۳۶۰	۲,۵۰۰	۲,۵۵۰	۳,۲۵۰	۸۱۰
	۱۲,۹۱۰	۱۶,۷۹۰	۱۹,۹۱۰	۲۳,۹۲۰	۲۰,۲۳۰	۱۷,۱۱۰	۳,۵۶۰	۲,۳۴۰	۱,۸۷۰
سود ناخالص	۴,۰۸۰	۵,۸۶۰	۶,۸۷۰	۱۱,۴۴۰	۹,۱۰۰	۷,۲۳۰	۳,۵۶۰	۲,۳۴۰	۱,۸۷۰
مخارج اداری و فروش	۲,۳۷۰	۲,۳۷۰	۲,۵۵۰	۲,۳۹۰	۲,۳۹۰	۲,۳۴۰	۲,۲۶۰	۲,۲۴۰	۲,۲۴۰
سود قبل از مالیات	۱,۷۱۰	۳,۴۹۰	۴,۳۲۰	۹,۰۵۰	۶,۷۱۰	۴,۸۹۰	۱,۳۰۰	۱۰۰	(۳۷۰)
مالیات	۵۸۰	۱,۱۹۰	۱,۴۷۰	۳,۰۸۰	۲,۲۸۰	۱,۶۶۰	۴۴۰	۳۰	(۱۳۰)
سود بعد از مالیات	۱,۱۳۰	۲,۳۰۰	۲,۸۵۰	۵,۹۷۰	۴,۴۳۰	۳,۲۳۰	۸۶۰	۷۰	(۲۴۰)
سود سهام	-	-	۲,۶۰۰	-	-	۲,۶۰۰	-	-	۲,۶۰۰
سود تقسیم‌نشده	۱,۱۳۰	۲,۳۰۰	۲۵۰	۵,۹۷۰	۴,۴۳۰	۶۳۰	۸۶۰	۷۰	(۲,۸۴۰)
سود تقسیم‌نشده‌ی انباشته	۱,۱۳۰	۳,۴۳۰	۳,۶۸۰	۹,۶۵۰	۱۴,۰۸۰	۱۴,۷۱۰	۱۵,۶۷۰	۱۵,۶۴۰	۱۲,۸۰۰
الف. شامل هزینه‌های بازخرید کارکنان									

افته ۲-۴. تجارت ناهاام^{۹۱}

تجارت ناهاام در سال ۲۰۰۰ برای تولید محصولات ایجاد شد که در دکوراسیون اتاق خواب و نشیمن مصرف می‌شود. شرکت در کلکته واقع است و محصولات خود را در سرتاسر مناطق شرقی هند توزیع می‌کند. انتظار شرکت آن است که در سال جاری ۲۴۰,۰۰۰,۰۰۰ روپیه سود از فروشی معادل ۳,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ روپیه به دست آورد. ضمناً امید آن دارد که در سال آتی فروش خود را به مرز ۳,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰ روپیه برساند. به نظر نمی‌رسد در سال آینده هزینه‌های ثابت تغییری یابند و یا درصد هزینه‌های متغیر به فروش عوض شود.

اخیراً مدیریت شرکت امکان تولید محصولات دیگری را نیز مورد بررسی قرار داده است. این محصولات عبارت‌اند از: فواره‌های فلزی منازل و مجسمه‌های مرمرین قابل نصب در پارک‌ها و میدان‌ها. هر دو خط تولید پیشنهادی با آنچه شرکت در حال حاضر انجام می‌دهد بی‌ارتباط نیست، و برای تولید آن‌ها به سرمایه در گردش اضافی نیاز نمی‌رود.

اویناش چاندر^{۹۲}، مدیر تولید، مسئول بررسی طرح تولیدات جدید شده است. برآورد وی آن است که شرکت برای فواره‌ها به ۸۰۰,۰۰۰,۰۰۰ روپیه و برای مجسمه‌ها به ۱,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰ روپیه سرمایه‌ی جدید نیاز دارد. در هر دو مورد، کار نصب ماشین‌آلات کمتر از ۹۰ روز طول می‌کشد، و از این رو تولید می‌تواند در اول ژانویه‌ی سال بعد شروع شود.

راوی کانت^{۹۳}، مدیر فروش، برآورد کرده که شرکت سالانه می‌تواند ۵۰۰ میلیون روپیه فواره و ۱,۰۰۰ میلیون روپیه مجسمه بفروشد. حسابدار صنعتی ناهاام هزینه‌ی متغیر فواره و مجسمه را به ترتیب دو سوم و ۶۴ درصد رقم فروش تعیین کرده است. هزینه‌های ثابت این دو به ترتیب ۸۰ و ۲۰۰ میلیون روپیه برآورد شده است.

مدیریت از شاری راکش موهان^{۹۴}، مدیر مالی، درخواست کرده که منابع وجوه مورد نیاز را تعیین کرده و در مورد نحوه‌ی تأمین مالی تصمیم بگیرد. شاری راکش موهان پس از بررسی بازار سرمایه‌ی کشور گزارش کرد که شرکت می‌تواند تا ۲,۴۰۰ میلیون روپیه از محل فروش اوراق قرضه‌ی ۸ درصدی برای تأمین مالی تولید این دو محصول جمع‌آوری نماید. هم‌چنین، شرکت می‌تواند با انتشار سهام ممتاز با سود ۱۲ درصد تا مبلغ ۱,۲۰۰ میلیون روپیه گردآوری کند. وی به اطلاع مدیریت رساند که انتشار سهام عادی در

^{۹۱} ویرایش اول Naham Enterprises از کتاب تصمیم‌گیری مالی نوشته‌ی R. M. Srivastava برگرفته شده که در سال ۱۹۸۴ در هند انتشار یافته است. در ویرایش دوم این متن تغییراتی در ارقام داده شده است.

^{۹۲} Avinash Chandra

^{۹۳} Ravi Kant

^{۹۴} Shri Rakesh Mohan

حال حاضر ممکن نیست. در زیر خلاصه‌ی صورت سود و زیان و ترازنامه‌ی تجارت ناهاام گزارش شده است:

صورت سود و زیان پیش‌بینی شده‌ی تجارت ناهاام برای سال منتهی به

۳۱ دسامبر ۲۰۱۱

هزار روپیه	
۳,۰۰۰,۰۰۰	فروش
۱,۸۷۶,۰۰۰	هزینه‌های متغیر
۱,۱۲۴,۰۰۰	حاشیه‌ی پوششی ^{۹۵}
۵۶۰,۰۰۰	هزینه‌های ثابت
۵۶۴,۰۰۰	سود قبل از بهره و مالیات
۸۰,۰۰۰	بهره
۴۸۴,۰۰۰	سود قبل از مالیات
۲۴۲,۰۰۰	مالیات
۲۴۲,۰۰۰	سود خالص

^{۹۵}. Contribution margin

صورت ترازنامه‌ی پیش‌بینی‌شده‌ی تجارت ناهام

به تاریخ ۳۱ دسامبر ۲۰۱۱

هزار روپیه		هزار روپیه	
۲۰۰,۰۰۰	بدهی‌های جاری	۱۶۰,۰۰۰	صندوق
۸۰۰,۰۰۰	بدهی‌های بلندمدت (۱۰٪)	۲۸۰,۰۰۰	حساب بدهکاران
۴۰۰,۰۰۰	سهام عادی (۲ روپیه)	۲۴۰,۰۰۰	موجودی‌ها
۱,۶۸۰,۰۰۰	سود تقسیم‌نشده	۲,۴۰۰,۰۰۰	دارایی‌های ثابت
۳,۰۸۰,۰۰۰		۳,۰۸۰,۰۰۰	

حاشیه‌ی سود^{۹۶} معمول فعالیت‌ها ۲۰ درصد و گردش معمول دارایی‌ها طی سال ۱/۵ است.

مطلوب است:

۱. بدون پروژه‌ی جدید، اهرم عملیاتی، مالی، و تلفیقی شرکت برای سال بعد چه خواهد بود؟ آیا اهرم مالی مطلوب است؟
۲. قبول هر پروژه چه تأثیری بر این اهرم‌ها خواهد داشت؟
۳. با انتخاب هر بدیل تأمین مالی، آیا عایدی هر سهم شرکت افزایش می‌یابد یا کاهش؟ چرا؟

^{۹۶}.profit margin

افته‌ی ۳-۴. شرکت بسته‌بندی جمشید

افته‌ی ۴-۴. تأمین مالی طرح ذخیره‌ی گاز

افتهی ۵-۴. شرکت سیمان آذربایجان

در شرایطی که محیط اقتصادی کشور متلاطم است و هیئت مدیره‌ی شرکت‌ها نسبت به آینده‌ی کسب‌وکار رویکرد محافظه‌کارانه‌ای دارند؛ مدیریت منابع شرکت‌ها تبدیل به ابزار اصلی کسب‌وکارها برای تداوم عملیات شده است. تورم شدید در بازار منجر به افزایش هزینه‌ی تأمین مالی شده است، همچنین اعطای طولانی‌مدت یارانه‌های انرژی و یارانه‌ی مصرف باعث شده است که توجه به صرفه‌ی اقتصادی تصمیمات به حاشیه رانده شود؛ در چنین حالتی، بهره‌وری نیز معنای خود را از دست داده بود.

یکی از شرکت‌های فعال در این محیط اقتصادی، شرکت سیمان آذربایجان بود. این شرکت که تأسیس آن در میانه‌ی دهه‌ی ۶۰ تصمیم گرفته شده و از ابتدای سال ۱۳۷۲ بهره‌برداری آن شروع شده بود، بخش قابل توجهی از سود چند سال اخیر خود را انباشته کرده بود. در این مدت شرکت تقریباً با ۱۰۰٪ ظرفیت عملیاتی خود فعالیت کرده است. شرکت تقریباً تمام مواد اولیه‌ی خود را از بازار داخلی تأمین می‌کند. در دو سال اخیر به موجب قوانین و مقررات، همه‌ی فروش شرکت به صورت فروش در بازار داخلی و از طریق بورس کالا بوده و درآمد شرکت از محل صادرات ناچیز و غیرتکراری بوده است. باید در نظر گرفت که محلی بودن بازار سیمان و عدم صرفه‌ی توسعه‌ی جغرافیایی بازار (به دلیل هزینه‌های حمل‌ونقل) نیز بر این مسئله اثر گذاشته است.

سرمایه‌ی ثبتی شرکت سیمان آذربایجان در مقایسه با سایر شرکت‌های داخلی، جزو حداقل‌ها است. شرکت در بازه‌های ۵ ساله نیاز دارد که بخشی از تجهیزات مستهلک‌شونده‌ی خط تولید را تعمیر یا جایگزین نماید. هدف از این اقدامات دوره‌ای جلوگیری از افت تولید، کاهش آلایندگی و منطقی‌سازی سود است. در دوره‌ی فعلی، شرکت برای جبران استهلاک تجهیزات، ۱۲ پروژه‌ی ضروری و غیر قابل جایگزین تعریف کرده است. هزینه‌ی برآوردی اجرای تمام پروژه‌ها بالای ۱۵۰۰ میلیارد ریال برآورد شده است که تا کنون ۳۶۰ میلیارد ریال آن انجام پذیرفته است. در جدول (۱) شرحی از پروژه‌ها ذکر شده است.

با توجه به لازم‌الاجرا بودن پروژه‌ها، هیئت مدیره‌ی شرکت بخشی از منابع داخلی شرکت را برای اجرای پروژه تخصیص داده است؛ همچنین پیش‌بینی کرده است که باقی منابع مورد نیاز را نیز از محل عملیات شرکت تأمین نماید. با توجه به وضعیت محیط اقتصادی، هیئت مدیره نگران است که سهام‌داران تصمیم به تقسیم سود انباشته بگیرند و منابع شرکت به شدت کاهش یابد در چنین حالتی استفاده از سرمایه در گردش و یا تأمین از محل بدهی جزو ابزارهای تأمین مالی هیئت مدیره است که با توجه به هزینه‌ی مالی بدهی، تنها راهکار ممکن استفاده از منابع داخلی است.

در سال ۱۴۰۱، سود خالص شرکت رشد قابل توجهی داشت که دلیل اصلی آن، از محل عملیات شرکت بود. فروش محصولات در بورس کالا باعث تقویت رقابت، شفافیت بازار و همچنین تسریع در تسویه مطالبات گردید. اطلاعات صورت وضعیت مالی شرکت (جدول ۲) و صورت سود و زیان شرکت (جدول ۳) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت شرکت رشد کرده است. با توجه به ماهیت سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت می‌توان پیش‌بینی کرد که هیئت مدیره‌ی شرکت ریسک تقسیم سود را جدی تلقی می‌کند و به منظور جلوگیری از کاهش ارزش دارایی‌های شرکت، منابع شرکت را موقتاً در قالب سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت نگه‌داری کرده است.

هیئت مدیره به منظور از بین بردن ریسک خروج نقدینگی ناشی از تقسیم سود توسط سهام‌داران شرکت، باید سرمایه‌ی شرکت را از محل سود انباشته افزایش دهد؛ در چنین حالتی امکان تقسیم سود محدودتر شده و مدیریت شرکت می‌تواند افق بلندمدتی را برای تصمیمات تعیین کند.

سؤالات:

۱. آیا شما با تصمیم هیئت مدیره موافق هستید؟ به منظور ارتقای تصمیم هیئت مدیره، پیشنهاد شما چیست؟
۲. عوامل کلیدی اثرگذار بر تصمیم سهام‌داران چیست؟
۳. دو سال آینده‌ی شرکت را در دو حالت اجرای تصمیم هیئت مدیره و یا عدم اجرای آن پیش‌بینی کنید.
۴. چنانچه سهام‌داران تقسیم سود نمایند و منابع شرکت برای پوشش هزینه‌های طرح‌نوسازی کافی نباشد و مدیریت تصمیم بگیرد که حداقل ۷۰٪ از منابع مورد نیاز خود را از محل بدهی (سه ساله با نرخ ۲۵٪ و کوپن سه ماهه و تسویه اصل در پایا دوره) تأمین نماید، وضعیت مالی شرکت به چه صورت می‌شود؟
۵. اگر پیشنهاد شود که شرکت تقسیم سود ننماید و منابع را در سپرده‌های کوتاه‌مدت نگه‌داری کند و سپس از محل بدهی تأمین مالی نماید (سه ساله با نرخ ۲۵٪ و کوپن سه ماهه و تسویه اصل در پایا دوره) نظر شما چیست؟

۶. اختصاص یارانه‌ی انرژی باعث شده است که شرکت بهره‌وری عملیاتی خود را ارتقا نبخشد و همچنین هزینه‌ی بهای تمام‌شده‌ی شرکت غیرواقعی شود که در نهایت باعث شناسایی سود غیرواقعی شده است. با توجه به استهلاک تجهیزات و اهمیت جایگزینی آن‌ها، پیشنهاد شما برای هیئت مدیره چیست؟

جدول ۱

پروژه‌ها	هدف	هزینه انجام شده میلیون ریال	مانده هزینه میلیون ریال
تبدیل دو فن به سه فن - مهندسی	منطقه سازی	۲,۰۱۸	۱۰,۲۰۰
اصلاح گرمیت کولر	منطقه سازی	۱۶۶,۳۰۷	۲۴۲,۷۶۰
تبدیل دو فن به سه فن - پیاده سازی	منطقه سازی	۰	۶۸۰,۰۰۰
اصلاح کلساینر	گسترش و تنوع	۱۹,۰۰۰	۸۶,۴۰۰
تغییر طرح گوشواره غلتک های آسیاب مواد	منطقه سازی	۲۱,۲۴۰	۱۰,۰۰۰
اسپکترافلو برای تحلیل لحظه ای اختلاط مواد	جایگزینی	۱۲۱,۸۵۷	۱۰,۰۰۰
تعویض پوسته کوره (ناحیه آسیب دیده)	جایگزینی	۰	۴۰,۰۰۰
تعویض plc در کوره و گریت کوره	جایگزینی	۲۸,۷۱۳	۵۶,۲۴۰
اصلاح تابلو در بویلر - کمپروسورهای ۱ و ۴	جایگزینی	۱,۷۸۳	۶۰
اصلاح تابلو در بویلر - کمپروسورهای ۲ و ۳	جایگزینی	۰	۶,۵۰۰
نصب سیستم اتفا حریق در مخازن مازون	ایمنی و اجتماعی	۰	۱۷,۵۰۰
جایگزینی سوئیچ گیرهای قدرت و بهبود سیستم کنترل و حفاظت تغذیه موتور	بهبود کیفیت	۰	۶۰,۰۰۰
جمع (میلیون ریال)		۳۶۰,۹۱۸	۱,۲۱۹,۶۶۰

جدول ۲

ارقام به میلیون ریال	سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۳۹۸/۰۹/۳۰
درآمدهای عملیاتی	۶,۴۰۸,۴۶۱	۳,۷۴۶,۴۰۹	۲,۳۹۴,۱۳۵	۱,۴۲۸,۵۲۱
بهای تمام شده درآمدهای عملیاتی	(۲,۷۶۵,۰۷۴)	(۱,۹۰۴,۹۴۷)	(۱,۱۸۳,۰۳۸)	(۷۶۱,۷۴۲)
سود ناخالص	۳,۶۴۳,۳۸۷	۱,۸۴۱,۴۶۲	۱,۲۱۱,۰۹۷	۶۶۶,۷۷۹
هزینه های فروش، اداری و عمومی	(۳۱۲,۸۶۶)	(۲۲۹,۹۵۹)	(۱۲۲,۴۲۴)	(۹۱,۱۰۸)
سایر درآمدها	۱,۴۷۸	۵۴,۳۷۷	۲۰,۰۷۱	۱۰,۰۴۶
سود عملیاتی	۳,۳۳۱,۹۹۹	۱,۶۶۵,۸۸۰	۱,۱۰۸,۷۴۴	۵۸۵,۷۱۷
هزینه های مالی	(۱۲,۷۶۵)	.	.	(۱۳۴)
سایر درآمدهای غیرعملیاتی	۲۴۱,۱۰۷	۱۲۷,۰۸۶	۷۳,۹۲۱	۲۳,۶۵۲
سود قبل از مالیات	۳,۵۶۰,۳۴۱	۱,۷۹۲,۹۶۶	۱,۱۸۲,۶۶۵	۶۰۹,۲۳۵
هزینه مالیات بر درآمد	(۵۵۴,۶۳۶)	(۲۸۷,۷۲۹)	(۱۹۱,۳۴۰)	(۹۹,۲۴۲)
سود خالص	۳,۰۰۵,۷۰۵	۱,۵۰۵,۲۳۷	۹۹۱,۳۲۵	۵۰۹,۹۹۳

جدول ۳

ارقام به میلیون ریال	۱۴۰۱/۹/۳۰	۱۴۰۰/۰۹/۳۰	۱۳۹۹/۰۹/۳۰	۱۳۹۸/۰۹/۳۰
دارایی‌های ثابت مشهود	۱,۳۵۷,۵۶۸	۷۳۱,۶۱۶	۴۴۴,۳۲۲	۲۸۶,۹۹۲
دارایی‌های نامشهود	۳۲,۰۳۲	۲۰,۲۱۶	۱۹,۰۵۲	۱۷,۹۲۰
سرمایه گذاری‌های بلندمدت	۱۳۸,۹۸۴	۴۳,۹۷۱	۴۳,۹۸۳	۴۳,۹۸۴
سایر دارایی‌ها	۳۸,۶۳۴	۷,۰۳۹	۱۰,۴۶۵	۸,۷۱۲
جمع دارایی‌های غیر جاری	۱,۵۶۷,۲۱۸	۸۰۲,۸۴۲	۵۱۷,۸۲۲	۳۵۷,۶۰۸
پیش‌پرداخت‌ها	۱۶۴,۹۴۲	۱۰۳,۷۶۲	۷۸,۲۰۶	۲۷,۲۰۱
موجودی مواد و کالا	۲,۱۲۳,۸۱۰	۱,۱۴۶,۲۴۹	۶۲۸,۲۹۳	۴۲۹,۴۵۹
دریافتنی‌های تجاری و سایر دریافتنی‌ها	۲۲,۲۰۳	۷,۵۰۴	۱۹,۵۴۸	۱۸۵,۰۹۱
سرمایه گذاری‌های کوتاه‌مدت	۱,۸۹۱,۷۵۵	۷۹۹,۷۰۱	۶۴۵,۰۰۰	۱۷۳,۸۸۳
موجودی نقد	۳۲۶,۴۹۸	۲۷۰,۱۶۴	۱۶۲,۷۸۶	۱۱۳,۹۵۹
جمع دارایی‌های جاری	۴,۵۲۹,۲۰۸	۲,۳۲۷,۳۸۰	۱,۵۵۳,۸۳۲	۹۲۹,۲۲۹
جمع دارایی‌ها	۶,۰۹۶,۴۲۶	۳,۱۳۰,۲۲۲	۲,۰۵۱,۶۵۴	۱,۲۸۶,۸۳۷

ادامه از جدول ۳

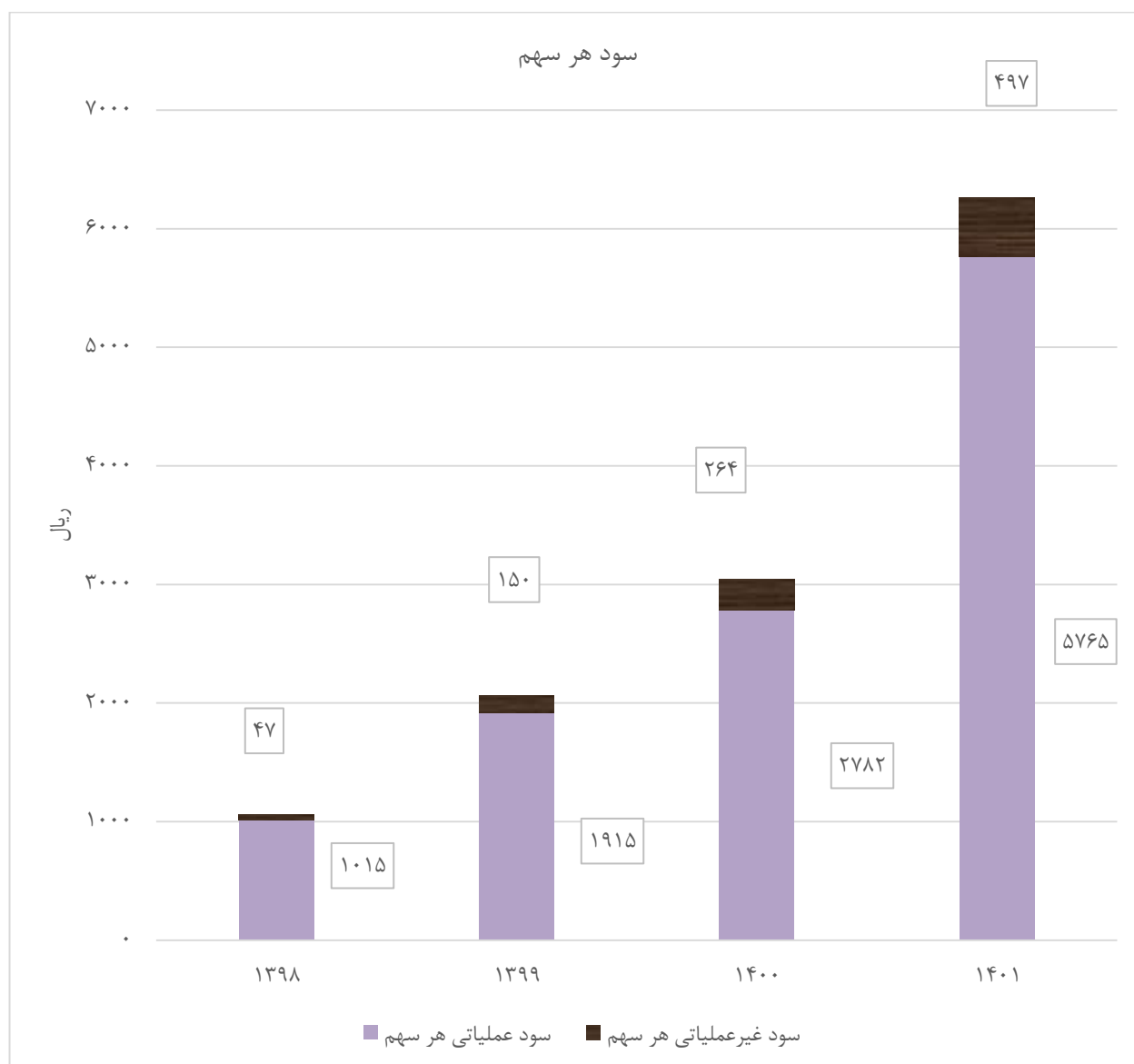
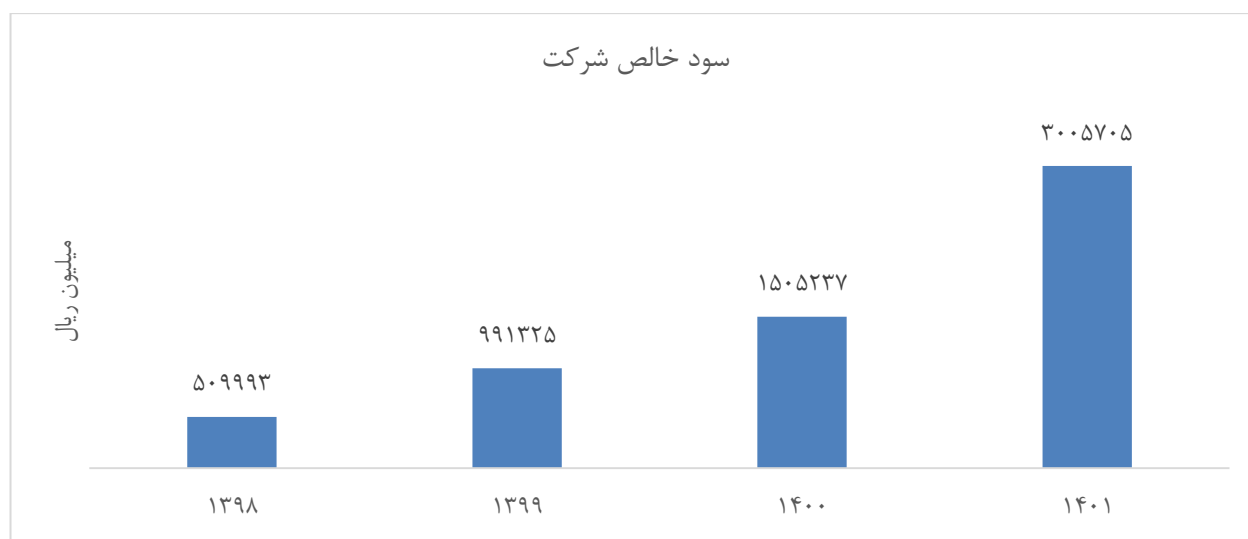
ارقام به میلیون ریال	۱۴۰۱/۹/۳۰	۱۴۰۰/۰۹/۳۰	۱۳۹۹/۰۹/۳۰	۱۳۹۸/۰۹/۳۰
سرمایه	۴۸۰,۰۰۰	۴۸۰,۰۰۰	۴۸۰,۰۰۰	۲۴۰,۰۰۰
اندوخته قانونی	۴۸,۰۰۰	۴۸,۰۰۰	۴۸,۰۰۰	۲۴,۰۰۰
سود انباشته	۳,۷۳۵,۸۵۵	۱,۷۹۱,۵۷۸	۹۶۸,۱۱۰	۵۷۴,۳۸۵
سهام خزانه	(۱۴۷,۵۲۷)	(۱۴۵,۶۰۴)	.	.
جمع حقوق مالکانه	۴,۱۱۶,۳۲۸	۲,۱۷۳,۹۷۴	۱,۴۹۶,۱۱۰	۳۸,۳۸۵
ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان	۹۵,۶۱۵	۶۱,۸۴۲	۵۲,۲۸۱	۴۹,۲۵۲
ذخیره بیمه مشاغل سخت و زیان آور	۱۰۸,۰۸۷	۶۶,۶۸۶	۴۵,۷۱۶	۳۸,۶۶۶
جمع بدهی های غیر جاری	۲۰۳,۷۰۲	۱۲۸,۵۲۸	۹۷,۹۹۷	۸۷,۹۱۸
پرداختی های تجاری و سایر پرداختی ها	۶۵۰,۵۳۱	۳۵۰,۲۷۲	۱۹۹,۸۲۹	۱۷۵,۰۴۰
مالیات پرداختی	۵۸۰,۵۸۲	۲۹۹,۹۷۶	۱۹۶,۷۱۳	۱۰۰,۴۶۳
سود سهام پرداختی	۹,۱۹۱	۱۱,۲۳۶	۸,۳۰۹	۶۶,۹۲۸
تسهیلات مالی	۳۷۵,۸۶۹	۹,۰۶۲	۹,۰۶۲	۹,۰۶۲
پیش دریافت ها	۱۶۰,۲۲۳	۱۵۷,۱۷۴	۴۳,۶۳۴	۹,۰۴۱
جمع بدهی های جاری	۱,۷۷۶,۳۹۶	۸۲۷,۷۲۰	۴۵۷,۵۴۷	۳۶۰,۵۳۴
جمع بدهی ها	۱,۹۸۰,۰۹۸	۹۵۶,۲۴۸	۵۵۵,۵۴۴	۴۴۸,۴۵۲
جمع حقوق مالکانه و بدهی ها	۶,۰۹۶,۴۲۶	۳,۱۳۰,۲۲۲	۲,۰۵۱,۶۵۴	۱,۲۸۶,۸۳۷

جدول ۴

ارقام به میلیون ریال	سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۳۹۸/۰۹/۳۰
نقد حاصل از عملیات	۲,۷۱۱,۰۴۹	۱,۵۰۸,۲۴۷	۱,۱۳۳,۱۵۱	۴۸۸,۹۸۲
پرداخت‌های نقدی بابت مالیات بر درآمد	(۲۷۴,۰۳۰)	(۱۸۴,۴۶۶)	(۹۵,۰۹۰)	(۴۶,۷۱۱)
جریان خالص ورود نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۲,۴۳۷,۰۱۹	۱,۳۲۳,۷۸۱	۱,۰۳۸,۰۶۱	۴۴۲,۲۷۱
دریافت‌های نقدی حاصل از فروش دارایی‌های ثابت مشهود	۶,۲۰۳	۸۱	۰	۲,۸۲۹
پرداخت‌های نقدی برای خرید دارایی‌های ثابت مشهود	(۷۰۳,۹۵۳)	(۳۴۵,۷۶۰)	(۱۹۶,۲۰۶)	(۶۰,۱۱۰)
پرداخت‌های نقدی برای خرید دارایی‌های نامشهود	(۱۵,۷۰۰)	(۱,۷۵۵)	(۲,۲۸۹)	(۲,۰۶۰)
دریافت‌های نقدی حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت	۴۶۸	۶۲	۰	۰
پرداخت‌های نقدی برای تحصیل سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت	(۹۵,۰۶۵)	(۴۹)	۰	(۱۴,۸۶۴)
پرداخت‌های نقدی برای تحصیل سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت	(۱,۰۹۲,۰۵۴)	(۱۶۹,۷۰۳)	(۴۷۱,۱۱۷)	(۱۱۶,۰۵۴)
دریافت‌های نقدی حاصل از سود سهام	۱۲,۳۷۶	۴,۸۷۸	۹,۳۵۴	۴۷۹
دریافت‌های نقدی حاصل از سود سایر سرمایه‌گذاری‌ها	۲۱۷,۳۸۰	۱۱۹,۰۹۷	۵۴,۷۱۱	۱۶,۷۴۶
جریان خالص خروج نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	(۱,۶۷۰,۳۴۵)	(۳۹۳,۱۴۹)	(۶۰۵,۵۴۷)	(۱۷۳,۰۳۴)
جریان خالص ورود نقد قبل از فعالیت‌های تامین مالی	۷۶۶,۶۷۴	۹۳۰,۶۳۲	۴۳۲,۵۱۴	۲۶۹,۲۳۷

ادامه از جدول ۴

ارقام به میلیون ریال	سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۰۹/۳۰	سال مالی منتهی به ۱۳۹۸/۰۹/۳۰
دریافت‌های نقدی حاصل از تسهیلات	۶۴۹,۴۲۱	۰	۰	۰
پرداخت‌های نقدی بابت اصل تسهیلات	(۲۸۲,۶۱۴)	۰	۰	(۶,۱۰۵)
پرداخت‌های نقدی بابت سود تسهیلات	(۱۲,۷۶۵)	۰	۰	(۵۳۳)
دریافت‌های نقدی حاصل از فروش سهام خزانه	۵۴,۸۳۷	۲۲۶,۵۲۰	۰	۰
پرداخت‌های نقدی حاصل از خرید سهام خزانه	(۶۲,۱۸۷)	(۳۷۶,۱۳۲)	۰	۰
پرداخت‌های نقدی بابت سود سهام	(۱,۰۵۸,۰۴۵)	(۶۷۴,۸۳۳)	(۳۹۲,۲۱۹)	(۲۲۸,۳۶۰)
جریان خالص خروج نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی	(۷۱۱,۳۵۳)	(۸۲۴,۴۴۵)	(۳۹۲,۲۱۹)	(۲۲۸,۳۶۰)
خالص افزایش در موجودی نقد	۵۵,۳۲۱	۱۰۶,۱۸۷	۴۰,۲۹۵	۴۰,۸۷۷
مانده موجودی نقد در ابتدای سال	۲۷۰,۱۶۴	۱۶۲,۷۸۵	۱۱۳,۹۵۹	۷۰,۱۷۶
تاثیر تغییرات نرخ ارز	۱,۰۱۳	۱,۱۹۲	۸,۸۹۵	۲,۵۴۲
مانده وجه نقد در پایان سال	۳۲۶,۴۹۸	۲۷۰,۱۶۴	۱۶۲,۷۸۵	۱۱۳,۹۵۹



افته‌ی ۴-۶. شرکت ابزار فنی پزشکی^۱

در آغاز ماه آوریل سال ۱۹۹۶، آقای تام وینتر^۲، معاون و مسئول اعتبارات نشنال بانک سانفرانسیسکو^۳ در کالیفرنیا درخواست وام ۸ میلیون دلاری آقای پیتر هاسکینز^۴ رئیس شرکت ابزار فنی پزشکی را بررسی می‌کرد. شرکت ابزار فنی پزشکی ابزارآلات علمی پزشکی، انواع سوزن‌ها، و سوندهایی را طراحی، تولید، و توزیع می‌کرد که دسترسی آسان و بدون عوارض به پاره‌ای از اندام‌ها و رگ‌های بدن را امکان‌پذیر می‌نمود. این محصولات که تشخیص بیماری و در نتیجه انجام معالجات را با خطر و ضایعه‌ی کم‌تر و نیز با هزینه‌ی پایین‌تری ممکن می‌نمود باید جایگزین محصولاتی می‌شد که در جراحی سنتی از آن‌ها استفاده می‌شد. نمونه‌ای از این محصولات، سوندهایی بود که داخل رگ‌های خونی می‌شد و روی شریان‌های بسته کار می‌کرد و حتی به خود قلب می‌رسید.

شرکت رشد عظیمی را تجربه کرده بود؛ این رشد حاصل مخارج زیادی بود که روی تحقیق و توسعه صرف می‌شد و نیز نتیجه‌ی تلاش‌های گروه‌های فروش شرکت بود که با سرعت به تعداد آن‌ها افزوده شده بود. کادر فنی شرکت دائماً به دنبال ایجاد محصولات جدیدی بود که کاربردهای متنوع داشته باشد. ترکیب دو عنصر محصولات جدید و بازار به سرعت در حال گسترش آن شد که رشد سالانه‌ی فروش به ۳۰٪ برسد. آقای هاسکینز معتقد بود رشد فروش صنعت لوازم پزشکی با همین نرخ ادامه می‌یابد، و از این رو عدم حفظ موقعیت شرکت ابزار فنی پزشکی در بازار هم به موقعیت رقابتی شرکت، و هم به روحیه‌ی کارکنان آسیب می‌رساند.

حجم فروش که از آغاز همواره افزایش یافته بود، در مقایسه با سرمایه‌ی در اختیار شرکت عمده بود. اما به دلیل زیان‌های عملیاتی بزرگ، اوضاع شرکت وخیم شد؛ زیان‌هایی که حاصل ورود شتاب‌زده‌ی شرکت به بازارهای جدید بود.

مدیریت فشارهای تأمین مالی را با تکیه‌ی عمده بر اعتبارات کوتاه‌مدت، اجاره‌ی بلندمدت تسهیلات تولیدی، و ایجاد رابطه با شرکت دارویی بایولجیکال لیز^۵ تحمل کرد. بایولجیکال لیز مصمم شده بود که در بازار وسیع در حال گسترش ابزارآلات پزشکی شرکت کند، اما در تلاش خود برای ورود به اتکای امکانات داخلی خود ناکام مانده بود. در سال ۱۹۹۳، بایولجیکال لیز در فن‌آوری سوند و لوازم دیگر طبی عقب افتاده بود. مدیریت تلاش‌های خود در داخل شرکت را رها کرد و با شرکت ابزار فنی

^۱. این افته اقتباسی است از افته‌ی Advanced Medical Technology Corporation که برای تدریس در دوره‌ی عالی مدیریت اعتبارات در مهر ماه سال ۱۳۷۸ ترجمه و تنظیم شده است: Case 287-028, 1996, Harvard Business School

^۲. Tom Winter

^۳. Western National Bank of San Francisco

^۴. Peter Haskins

^۵. Biological Labs., Inc.

پزشکی به توافق رسید.

در روز دوم ژوئن ۱۹۹۳، توافق اولیه به عمل آمد: شرکت ابزار فنی پزشکی دریافت نقدی ای معادل ۷ میلیون دلار داشت که در قبال آن ۵٪ سهام موجود شرکت و نیز حق خرید ۱۳٪ سهام ظرف ۵ سال آتی را به قیمت ۱۲ دلار به ازای هر سهم به بایولجیکال لیز واگذار می کرد. اگر بایولجیکال لیز ۱۲ میلیون دلار سهام اضافی می خرید، حق می یافت که شرکت ابزار فنی پزشکی را در سال ۲۰۰۲ در خود ادغام کند. قیمت هر سهم بر مبنای ضریبی از متوسط عایدات سال های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ تعیین می شد. پس از توافق اولیه، بایولجیکال لیز در چهار نوبت به شرح جدول ۱ سهام خرید:

جدول ۱. سرمایه گذاری در سهام توسط شرکت بایولجیکال لیز

آوریل ۱۹۹۵	ژوئن ۱۹۹۵	اکتبر ۱۹۹۵	می ۱۹۹۶
۴,۰۰۰,۰۰۰ دلار	۲,۰۰۰,۰۰۰ دلار	۲,۰۰۰,۰۰۰ دلار	۴,۰۰۰,۰۰۰ دلار

در روز ۱۴ آوریل ۱۹۹۶، آقای هاسکینز به پیشنهاد حسابدار خود، به بانک وسترن نشنال^۱ رفت تا امکان دریافت خط اعتباری جدید را بررسی کند. طرف ملاقات او آقای وینتر^۲ بود که معاون و مسئول اعتبارات بانک بود. آقای وینتر توضیح داد که هر چند با محصولات شرکت ابزار فنی پزشکی ناآشناست، اما او مسئول حساب چند شرکت مشابه بوده است که روی فن آوری جدید کار می کرده اند. جدول های ۳ و ۴ صورت های مالی ای را نشان می دهد که آقای هاسکینز با خود به بانک برد.

آقای هاسکینز به طور کلی از رابطه ی وام جاری خود با بانک سانی ویل^۳ ناراضی بود. وامی که ۶ میلیون دلار بود و با وثیقه گذاشتن موجودی ها و حساب های دریافتنی قابل وصول بود. وی معتقد بود که آقای فلینت^۴، مسئول وام در سانی ویل، تلاشی برای درک وضعیت شرکت نمی کرد، و دائماً پیشنهاداتی می کرد که نادرست بود. آقای فلینت هر ۶ ماه یک بار به شرکت ابزار پزشکی سر می زد، و هر چند که ملاقات ها دوستانه بود، اما برای آقای هاسکینز ارزش چندانی به همراه نداشت. به علاوه، آقای هاسکینز معتقد بود که بانک در بررسی و تأیید این که کدام حساب های دریافتنی به عنوان تضمین قابل قبول است، بسیار نامعقول عمل کرده است. برخورد محدود کننده ی بانک توان شرکت را برای گسترش در لحظاتی کاهش داده بود که در آن لحظات، افزایش اعتبار عنصر کلیدی برای سودآوری تلقی می شد.

^۱ Western National Bank

^۲ Winter

^۳ Sunnyvale Bank

^۴ Flint

آقای هاسکینز کاملاً مایل بود حساب‌های دریافتی، موجودی‌ها و سایر دارایی‌های شرکت را که مورد قبول بانک بود، مشروط به عادلانه بودن ترتیبات برای شرکت، به عنوان وثیقه نزد بانک بسپارد. البته، ترتیبات باید بسیار روشن می‌بود تا آقای هاسکینز در هنگام نیاز، وجوه لازم را در اختیار می‌داشت.

آقای وینتر توضیح داد که بانک همواره علاقه‌مند است از شرکت‌ها پیشنهادات اعتباری صحیحی دریافت کند و اظهار امیدواری کرد که در آینده‌ی نزدیک از شرکت بازدید کند.

قبل از رفتن به شرکت، آقای وینتر به آقای فلینت، مسئول عملیات وام‌دهی مبتنی بر دارایی‌های جاری بانک سانی‌ویل، تلفن کرد و متوجه شد که تجربه‌ی وی با شرکت لوازم پزشکی یکسره منفی است. آقای فلینت توضیح داد که مانده‌های شرکت نزد بانک بسیار نازل بوده، و در چند مورد شرکت از سقف اعتباری تعیین شده فراتر رفته است. الگوی زیان‌های شرکت، به رغم محصولات عالی‌ای که شرکت تولید می‌کرد و در صنعت با استقبال مواجه می‌شد، نتیجه‌ی مستقیم تصمیمات آقای هاسکینز بود که در تحقیق و توسعه و بازاریابی مبالغ متناهی خرج کرده بود. و بالاخره، حساب‌های دریافتی که به عنوان وثیقه به کار می‌رفت و در تعیین مقدار وام مؤثر بود، همواره با تعریف بانک از وثیقه‌های قابل قبول نمی‌خواند؛ بعضی حساب‌های دریافتی حساب‌های مناسبی نبود.

آقای فلینت اشاره می‌کرد که شرکت ابزار فنی پزشکی با دو بانک بزرگ دیگر در سان‌فرانسیسکو کار می‌کرد، بنابراین آقای وینتر می‌تواند از آن‌ها هم اطلاعات بگیرد. خلاصه‌ی نقطه‌نظرهای مسئولان اعتباری این دو بانک در جدول ۳ آمده است.

در هنگام بازدید از امکانات تولیدی شرکت ابزار پزشکی، آقای وینتر توجه کرد که فرایند تولیدی عمدتاً عملیات مونتاژ بود: صدها محصول که در مقادیر کوچک تولید شده بود مونتاژ می‌شد. به طور متوسط، تکمیل فرایند تولید ابزار آلات پزشکی ۸ هفته طول می‌کشید. موجودی‌ها بسته به میزان تولید ۱۰ تا ۱۲ هفته نگهداری می‌شد تا هر سفارش جدیدی بلافاصله پاسخ داده شود. با این همه، آقای هاسکینز امیدوار بود که منافع عمده‌ای از موجودی‌ها حاصل شود. در اواخر سال ۱۹۹۴، یک سیستم کنترل موجودی کامپیوتری که خرید، تولید و فروش را دربر می‌گرفت در شرکت ایجاد شده بود. هرچند به دلیل فشارهای توسعه‌ی محصولات و فروش، آقای هاسکینز شخصاً با سیستم موجودی‌ها سر و کار نداشت، اما احساس می‌کرد فرصت‌هایی برای صرفه‌جویی بیش‌تر در آن نهفته است.

شرکت به بیش از سه هزار بیمارستان، کلینیک، و پزشک محصول می‌فروخت. این فروش‌ها به شکل اعتبارات باز که تا

۳۰ روز بدون هزینه بهره بود، بدون بررسی جدی وضع مشتری، انجام می شد. هرچند آقای هاسکینز باور داشت که سرمایه ی پاره ای از مشتریان خیلی کم است، اما جمع آوری مطالبات وضعیتی عالی داشت. البته، پرداخت با تأخیر واقعی رقابتی بود؛ همه ی فروشندگان کمی تأخیر را می پذیرفتند. حساب های دریافتی در دفاتر حسابداری شرکت در تاریخ ۳۱ دسامبر ۱۹۹۵، از جمله ۱/۸ میلیون دلار مطالبات از مشتریان خارجی، ۲۷٪ کل دارایی ها را نشان می داد. جدول عمر حساب های دریافتی در جدول ۳ آمده است:

جدول ۳

(ارقام به دلار)

ماه ارسال کالا	عمر مطالبات (روز)	مانده ی حساب های دریافتی	فروش
دسامبر ۱۹۹۵	۰-۳۰	۲۵۹۸,۰۰۰	۲۹۱۷,۰۰۰
نوامبر	۳۱-۶۰	۱۸۹۰,۰۰۰	۲۶۵۷,۰۰۰
اکتبر	۶۱-۹۰	۶۲۷,۰۰۰	۲۷۳۰,۰۰۰
ماه های قبل	بیش از ۹۰	۸۱,۰۰۰	
جمع		۵۹۹۶,۰۰۰	

آقای وینتر سؤالاتی در مورد سابقه ی وام های اعطایی نیز مطرح کرد، و از آقای هاسکینز خواست تا امکان دسترسی کاملی به ارقام بخش های مختلف فعالیت شرکت برای بانک فراهم آورد. در سال ۱۹۹۵، دو بخش از سه بخش فعالیت شرکت نزدیک به نقطه ی سربه سری بود، و برنامه ریزی شده بود که در سال ۱۹۹۶ سودآور شوند. بخش سوم فعالیت شرکت که از فرصت های رشد عظیمی برخوردار بود، هنوز زیان می داد، و مدیریت می کوشید که به سرعت موقعیت تولید و فروش این بخش را بهبود بخشد. هر سه بخش فعالیت شرکت سازمان های تحقیقاتی، تولیدی، فروش، و بازاریابی موفق داشتند.

وقتی آقای وینتر به بانک بازگشت، بلافاصله از دیگر مسئولان اعتباری کمک گرفت تا رابطه ی بسیار نزدیک و سترن نشنال بانک و بایولجیکال لبز را مورد مطالعه قرار دهد. جلسه ای ترتیب داده شد و یکی از معاونان آن شرکت به بانک آمد تا به آقای وینتر اطمینان دهد که آقای هاسکینز مدیر اجرایی قوی ای است که جسارت و خصلت کارآفرینی شدید وی عامل مهمی برای حضور فعال شرکت ابزار پزشکی در صنعت در حال تحول ابزار پزشکی است. بایولجیکال لبز آماده بود که نامه ی پشتیبانی دال بر این که «از تلاش های شرکت ابزار پزشکی حمایت می کند و برای آن شرکت طرح های بسیاری دارد» به بانک بدهد. البته، سیاست شرکت مانع از آن بود که بایولجیکال بدهی را ضمانت کند.

روز ۸ می ۱۹۹۶، آقای هاسکینز دوباره به بانک وسترن نشنال آمد تا توضیح دهد که بانک سانویل آماده نیست که میزان وام به شرکت با وثیقه سپاری دارایی های مالی را افزایش دهد. گرچه در آغاز ماه، بایولجیکال لبز آخرین قسط سرمایه گذاری خود را به مبلغ ۴ میلیون دلار به شرکت پرداخته بود، اما شرکت ابزار پزشکی به سرعت خط اعتباری ۶ میلیون دلاری خود را پر کرده بود. آقای هاسکینز امیدوار بود که بانک نشنال خط اعتباری ۸ میلیون دلاری به شرکت بدهد، و حاضر بود این شرط را بپذیرد که کل بدهی خود به بانک سانویل را نیز تسویه کند.

آقای وینتر به آقای هاسکینز قول داد که ظرف چند روز پاسخ مثبت یا منفی خود را به این درخواست بدهد.

جدول ۳. صورت سود و زیان ۱۹۹۳-۱۹۹۵ (هزار دلار)

۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	
۳۰٫۸۴۸ دلار	۲۱٫۶۲۴ دلار	۱۳٫۱۹۸ دلار	خالص فروش
۱۳٫۹۸۹	۹٫۶۸۲	۶٫۸۲۵	قیمت تمام شده ی کالاهای فروش رفته
۱۶٫۸۵۹	۹٫۹۴۲	۶٫۳۷۳	سود ناخالص
۱۴٫۴۷۸	۱۱٫۳۷۴	۶٫۲۹۹	مخارج عمومی، فروش، و اداری
۴٫۱۸۲	۲٫۸۳۹	۱٫۱۶۸	تحقیق و توسعه
(۱٫۸۰۱)	(۲٫۲۷۱)	(۱٫۰۹۴)	سود عملیاتی
۶۳۴	۶۱۱	۵۰۱	مخارج بهره
۶۲۷	۱٫۳۷۰	۰	فروش فن آوری و حق اختراع
۳۲۱	۳۳۶	۱۰۳	سایر درآمدها
(۱٫۴۸۷)	(۱٫۱۷۶)	(۱٫۴۹۱)	سود قبل از مالیات
۰	۰	(۲۰۲)	مالیات بر سود
(۱٫۴۸۷) دلار	(۱٫۱۷۶) دلار	(۱٫۲۸۹) دلار	خالص سود (زیان)

جدول ۴. ترازنامه‌های ۳۱ دسامبر ۱۹۹۳-۱۹۹۵ (هزار دلار)

۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	
			دارایی‌های جاری
			صندوق
دولار (۶۵۲)	دولار (۸۰)	دولار ۱,۲۴۳	
۵,۹۹۶	۳,۳۵۹	۲,۵۴۹	حساب‌های دریافتی
۹,۷۶۲	۶,۷۸۲	۳,۳۰۵	موجودی‌ها
۲,۶۰۵	۲,۲۴۹	۵۲۰	سایر
۱۷,۷۱۱	۱۲,۳۱۰	۷,۶۷۱	کل دارایی‌های جاری
			دارایی‌های بلندمدت
			خالص دارایی‌های ثابت
۱,۸۰۲	۱,۴۹۴	۹۰۶	
۲۱۲	۳۷۴	۳۲۱	اجاره‌های بلند سرمایه‌ای*
۱,۰۴۹	۱,۹۴۳	۰	سرمایه‌گذاری‌ها**
۳۰۳	۳۲۲	۳۰۱	سایر
			کل دارایی‌ها
دولار ۲۱,۰۷۷	دولار ۱۶,۴۴۳	دولار ۹,۱۴۵	
			بدهی‌های جاری
دولار ۱,۷۳۵	دولار ۲,۲۶۰	دولار ۰	اسناد پرداختی به بایولجیکال لیز
۴,۹۰۰	۵,۶۲۸	۱,۳۰۷	اسناد پرداختی به بانک
۰	۰	۴۷	اسناد پرداختی به فروشندگان مواد و کالا
۱,۸۵۳	۱,۹۲۶	۷۲۵	حساب‌های پرداختی
۱,۳۳۱	۱,۰۸۶	۷۴۰	مخارج معوق
۹۰	۱۱۹	۱۲۴	بخش کوتاه‌مدت وام‌های بلندمدت و اجاره‌های بلندمدت سرمایه‌ای
۳۳	۳۷	۲۲	سایر
			کل بدهی‌های جاری
۹,۹۴۲	۱۱,۰۵۶	۲,۹۶۵	
			بدهی‌های بلندمدت و ارزش ویژه
۰	۶۲۷	۰	پیش‌دریافت‌های فروش
۰	۰	۲۵۴	بدهی بلندمدت
۱۳۹	۲۷۷	۲۶۷	تعهدات اجاره‌ای بلندمدت سرمایه‌ای
۱۰,۰۸۱	۱۱,۹۶۰	۳,۴۸۶	کل بدهی‌ها
۱۰,۹۹۶	۴,۴۸۳	۵,۶۵۹	ارزش ویژه
دولار ۲۱,۰۷۷	دولار ۱۶,۴۴۳	دولار ۹,۱۴۵	جمع بدهی‌ها و ارزش ویژه

* غیر از اجاره‌های بلندمدت سرمایه‌ای، شرکت وارد اجاره‌های بلندمدت عملیاتی به میزان ۲/۵ میلیون دلار در سال برای

۱۰ سال آینده شده است. این اجاره‌های بلندمدت به تسهیلات تولیدی عمده‌ی شرکت مربوط است.

** سرمایه‌گذاری‌ها به مالکیت اقلیت در دو شرکت خصوصی کوچک مربوط است.

جدول ۳. نقطه نظرهای مسئول اعتبارات

بانک سان فرانسیسکو (بخش وام‌های مبتنی بر دارایی)

«پیتر هاسکینز فرد دوست‌داشتنی‌ای است. فردی است که در جریان مذاکره طرف خود را مجذوب می‌کند، و او را به تمرین فکری پرکشش و لذت‌بخش فرا می‌خواند. به علاوه، فرد پی‌گیری است که هر هفته با تقاضای جدیدی به بانک می‌آید. اگر چیزی را بخواهد، ول کن مسأله نیست؛ همین‌جور می‌آید تا بالاخره کار را انجام بدهد و برود. پیتر همواره به دنبال آن است که به سراغ بالاترین مقام در بانک برود، و مسأله‌اش را حل کند. او بانک سان فرانسیسکو را رها کرد و رفت، چرا که ما دیگر علاقه نداشتیم که بدهی شرکت از این هم بالاتر برود. ما واقعاً معتقد نبودیم که کیفیت دارایی‌های شرکت، سقف وام‌دهی بالاتر را ایجاب کند.»

بانک وست (گروه وام‌دهی به فن‌آوری‌های جدید)

«هاسکینز بسیار درست‌کار است و حساب‌های شرکت ابزار پزشکی را شفاف کرد و در اختیار قرار داد. بانک‌داران به نشست‌های برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت دعوت می‌شدند، و در جریان تحولات شرکت قرار می‌گرفتند. هاسکینز خوب تعلیم دیده است، و از دانشگاه وارتون (Wharton) کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دارد، و مدیر اجرایی قوی، کارا و سخت‌کوشی است. او همه را تکان می‌دهد و ایجاد حرکت می‌کند. رابطه‌ی شرکت با بایولجیکال لبرز هم نقطه‌ی قوت مهمی است.»

افته‌ی ۴-۷. شرکت صنایع پتروشیمی کرمانشاه (کرماشا)

افته‌ی ۸-۴. شرکت فراورده‌های لبنی کاله

افته‌ی ۹-۴. شرکت بزرگراهی صدف^۱

در آبان‌ماه ۱۴۰۱، آقای جواد رئوفی مدیرعامل شرکت بزرگراهی صدف جلسه‌ای با سایر اعضای هیأت‌مدیره داشت تا سودآوری طرح‌های آزادراهی را بررسی کند. به نظر او مشکلات شرکت ربطی به سودآوری این طرح‌ها نداشت، و از مشکلات عمومی کشور و از جمله شرایط دشواری که دو ماه بود بر کشور حاکم شده بود، نشأت می‌گرفت.

تاریخچه و فعالیت شرکت

شرکت بزرگراهی صدف (سهامی خاص) با نام شرکت سرمایه و ساخت راه‌گستران توسط سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران در سال ۱۳۵۵ تأسیس شد. در سال ۱۳۵۸، مالکیت شرکت مزبور از سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران منفک، و در سال ۱۳۵۸ به وزارت راه و ترابری (وزارت راه و شهرسازی فعلی) منتقل شد؛ در همان سال نیز نام شرکت به شرکت بزرگراهی صدف تغییر یافت. بر اساس مصوبات هیأت وزیران در سال ۱۳۸۳ و به استناد ماده ۴ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی که در ماده ۷ قانون برنامه چهارم توسعه نیز مجدداً همین ماده مصوب شد، شرکت از طریق برگزاری مزایده در تاریخ ۱۳۸۸ توسط سازمان خصوصی‌سازی به قیمت ۸۰ میلیارد تومان به بخش خصوصی واگذار شد.

در اساسنامه شرکت موضوع فعالیت، به روال بیشتر شرکت‌های ایرانی، فعالیت‌هایی گسترده و به شرح زیر تعریف شده

است:

«مطالعه، طراحی و اجرای کلیه پروژه‌های صنعتی و زیرساخت در رشته‌های تأسیسات و تجهیزات، ساختمان، آب و فاضلاب، کاوش‌های زمینی، نیرو، صنعت و معدن، راه و ترابری، نفت و گاز و پتروشیمی، کشاورزی، محیط زیست، انرژی‌های تجدیدپذیر و نیروگاه‌های مربوطه، شرکت در مناقصات و مزایده‌های داخلی یا خارجی، مدیریت، طراحی و مهندسی، تأمین مالی و اخذ وام و تسهیلات از مؤسسات مالی داخلی، تدارکات کالا در عملیات ساختمان و نصب، ساخت سازه‌ها و اسکلت فلزی و ساخت تجهیزات و ماشین‌آلات، راه‌اندازی، بهره‌برداری و تعمیر و نگهداری و تولید مصالح و کلیه فعالیت‌های مرتبط با مناطق آزاد تجاری در راستای موضوع فعالیت شرکت و نیز صادرات و واردات کالا و خدمات فنی و مهندسی، ایجاد شعب، نمایندگی‌ها و شرکت‌های فرعی و مشارکت با دیگر شرکت‌ها در داخل و خارج از کشور برای انجام پروژه‌های مزبور.»

با وجود جامعیت موضوع فعالیت تعریف شده در اساسنامه شرکت، شرکت بزرگراهی صدف به طور عمده روی حوزه راه و راه‌آهن متمرکز است. آخرین گواهینامه‌های صلاحیت پیمانکاری توسط سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی استان تهران، زیرمجموعه سازمان برنامه و بودجه کشور - که در سال ۱۴۰۰ برای این شرکت صادر شده و تا سال ۱۴۰۴ نیز اعتبار دارد - به شرح زیر است:

^۱. این افته براساس اطلاعات واقعی شرکتی ایرانی در آبان‌ماه سال ۱۴۰۱ به نگارش درآمده است. برخی اسامی، تاریخ‌ها، ارقام و اطلاعات مشابه تغییر یافته است، بدون این‌که موضوع مطرح‌شده در افته از این مجرا آسیبی ببیند. هدف از تهیه این متن فراهم آوردن متنی برای آموزش است، و هر نوع تشابه اسامی با نام اشخاص یا نهادها تصادفی است. حسین عبده تبریزی و مهدی کریمی اول بار این متن را برای درس «افته‌های مالی شرکت‌ها» در دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف تنظیم کرده و انتشار داده‌اند.

زمینه فعالیت و ظرفیت کاری

تعداد کار مجاز	پایه	زمینه فعالیت
۴	۱	راه و ترابری
۳	۴	ساختمان و ابنیه
۳	۴	نفت و گاز

خانم شهلا مرسلی، مدیر پرسنلی شرکت، نقل می‌کند «شرکت که در سال ۱۳۹۷، تعداد ۲۲۸ نفر کارکنان قراردادی داشته، به دلیل گسترش فعالیت‌های پیمانکاری در سال‌های بعد، اکنون ۴۵۶ نفر کارمند دارد.» با توجه به پروژه تأمین مالی، اجرا، بهره‌برداری و انتقال آزادراه ج که شرکت در ابتدای سال ۱۴۰۱ در مناقصه برنده آن شده، خانم مرسلی پیش‌بینی می‌کند که تعداد کارکنان قراردادی به ۶۰۰ نفر برسد.

از سال ۱۳۹۷ تاکنون، شرکت سرمایه‌گذاری و پیمانکاری در پروژه‌های زیر را انجام داده است:

سرمایه گذاری	پیمانکاری
آزادراه ۱	عملیات تکمیلی راه آهن الف (قطعه ۸) زیرسازی محور راه آهن ب عملیات احداث آزادراه ۱ پیمان تسطیح سایت پالایشگاه

سرمایه‌گذاری در زمینه ساخت آزادراه به شکل قراردادهایی بوده که تأمین مالی، اجرا، بهره‌برداری و انتقال (BOT) را تعهد می‌کرده و در حال حاضر این دارایی‌ها در ترازنامه شرکت در سرفصل «سرمایه‌گذاری‌ها» انعکاس می‌یابند.

آقای رئوفی می‌گوید که «طبق سیاست‌گذاری جدید شرکت، و به‌ویژه به دلیل نبود منابع مالی برای پیشبرد برنامه‌های عمرانی دولت، به نظر می‌رسد که برای مدت‌ها در آینده، در پروژه‌ها باید «تأمین مالی» را هم به عملیات مهندسی، تدارکات و ساخت پروژه‌ها اضافه کرد.» بدین ترتیب، شرکت غیر از سود پیمانکاری و حق‌العمل‌کاری، سود سرمایه‌گذاری هم خواهد داشت. آقای رئوفی مصرّ است که «به‌واسطه تجربه بالا در ساخت آزادراه‌ها، شرکت از این مزیت برخوردار است که می‌تواند هزینه ساخت را بهینه کرده و پروژه‌ها را در زمان تعریف‌شده، بدون تأخیر فاز ساخت، به اتمام برساند. بدین ترتیب، در مناقصات شرکت امتیاز بهتری کسب می‌کند و نسبت به رقبای شانس بیشتری برای برنده شدن دارد.»

نحوه محاسبه سود قرارداد در آزادراهها

آقای نجات یوسفی، مدیر مالی شرکت، محاسبه سود قراردادها را به شکل زیر بیان می کند:

معمولاً سود سرمایه گذاری در آزادراهها به صورت سود بلندمدت بانک مرکزی (۵ ساله) به علاوه ۴٪ سالانه محاسبه شده و به سرمایه گذار پرداخت می شود. استهلاک اصل و سود سرمایه گذاری از طریق درآمد حاصل از دریافت عوارض بزرگراهی جبران می شود. فرمول مورد استفاده در قرارداد آن است که ۷۵٪ درآمد حاصل از عوارض وصولی، صرف استهلاک اصل و سود، ۲۲٪ درآمد صرف هزینه های نگهداری و بهره برداری، و ۳٪ بقیه صرف پوشش سایر هزینه های اداری و عمومی شرکت در هر پروژه آزادراهی می شود. معمول قراردادهای آزادراه به صورت ۳۶-۴۸ ماه دوره ساخت و ۲۰-۲۵ سال دوره بهره برداری است. چنانچه در پایان دوره بهره برداری سرمایه گذاری مستهلک نشده باشد، به مدت دوره بهره برداری تا اتمام استهلاک اصل و سود سرمایه گذار، زمان اضافه می شود. هم چنین، معمولاً بعد از ۱۲ سال از تاریخ شروع بهره برداری، نیاز است که جاده روکش آسفالت جدیدی داشته باشد؛ هزینه های این روکش جزو هزینه های نگهداری محسوب می گردد.

آزادراه ۱

قرارداد مشارکت ساخت آزادراه ۱ در تاریخ ۱۳۸۷ بین وزارت راه و شهرسازی و شرکت پروژه آزادراه ۱ منعقد شده است. فاز ساخت این پروژه در سال ۱۳۹۱ اتمام و در انتهای همان سال آزادراه به بهره برداری رسید. ۵۰٪ مخارج ساخت آزادراه توسط شرکت بزرگراهی صدف و ۵۰٪ مابقی توسط وزارت راه و شهرسازی تعهد و تأمین گردید. خلاصه وضعیت آزادراه در دو سال اخیر به شرح جدول زیر است.

صورت درآمد و هزینه شرکت برای پروژه آزادراه ۱		
ارقام به میلیون تومان	۱۴۰۰	۱۳۹۹
درآمد بهره برداری	۸۴،۰۰۰	۵۲،۸۸۲
هزینه های نگهداری و بهره برداری	(۱۸،۶۶۳)	(۱۱،۶۳۴)
هزینه های اداری و عمومی	(۲،۵۴۵)	(۱،۵۸۶)
خالص درآمد عملیاتی	۶۳،۶۲۴	۳۹،۶۶۱
سود مشارکت	(۹۴،۶۸۵)	(۸۴،۰۳۵)
خالص مخارج بهره برداری	(۳۱،۰۶۱)	(۴۴،۳۷۴)
انتقال به مخارج قابل بازافت از منافع بهره برداری	۳۱،۰۶۱	۴۴،۳۷۴
پرداختی های بلندمدت مشارکت	۴۲۵،۵۸۲	۳۹۴،۵۲۱
تعداد تردها (عدد)	۷،۲	۵،۲۵۴،۵۶۲
	۰۶،۸۷۰	

آقای یوسفی می گوید که «فرض محاسبات شرکت آن است که مبلغ عوارض از سال ۱۴۰۱ سالانه ۲۵٪ افزایش یابد، و افزایش تردد سالانه ۵٪ هم محقق شود. هم چنین، نرخ سود بلندمدت قرارداد سالانه ۲۲٪ برای سال های آتی پیش بینی می شود. بنابراین، سود سرمایه گذاری برابر با نرخ سود بلندمدت به علاوه ۴٪ یعنی برابر ۲۶٪ خواهد بود. تورم سال های آتی نیز برابر ۳۰٪ سالانه در نظر گرفته می شود.» به علاوه، ایشان توضیح دادند که سرفصل «پرداختی های بلندمدت مشارکت» به معنای آن است که در پایان هر سال، شرکت هنوز متناسب با آن رقم از پروژه مطالبات دارد، و محاسبات جدید در پایان سال ۱۴۰۱، بر پایه رقم ۴۲۵ میلیارد تومان انجام می شود.

آزادراه ۲

شرکت بزرگراهی صدف مناقصه تأمین مالی، ساخت، بهره برداری و انتقال آزادراه ۲ به طول ۹۶ کیلومتر را برنده شده است. اما در اسناد مناقصه و قرارداد توافق شده، نرخ سود سرمایه گذاری برابر ۲۴٪ ثابت ذکر شده است. تخمین مدیران این است که هزینه ساخت هر کیلومتر آزادراه امسال ۷۰ میلیارد تومان خواهد بود و این رقم سالانه با تورم افزایش خواهد یافت. هم چنین، پیش بینی می شود که سالانه ۳۲ کیلومتر از آزادراه ساخته شود، و بعد از سه سال دوره ساخت، پروژه بلافاصله به بهره برداری برسد. این بدان معنی است که شروع بهره برداری ابتدای مهرماه ۱۴۰۴ خواهد بود. پیش بینی می شود که در سال ۱۴۰۴، جاده ۲۶ میلیون تردد داشته باشد؛ این رقم در سال های ۱۴۰۵ و ۱۴۰۶ به ترتیب ۲۹ و ۳۵ میلیون تردد خواهد بود. بعد از این تاریخ، سالانه ۵٪ افزایش تردد پیش بینی می گردد. با توجه به ترافیک آزادراه ۲ و تخمین از تردد هر کدام از خودروهای سبک و سنگین، متوسط مبلغ عوارض برای هر خودرو نیز در سال ۱۴۰۴ برابر با ۲۲ هزار تومان برآورد شده و بعد از آن عوارض سالانه ۲۵٪ افزایش خواهد یافت.

هزینه فرصت سرمایه گذاری

آقای یوسفی، مدیر مالی شرکت بزرگراهی صدف، بر این باور است که با توجه به وضعیت فعلی، هنگامی که نرخ سود سپرده بانک ها به طور قابل توجهی از نرخ تورم کمتر است، قراردادهای فعلی به ضرر آنهاست و در آینده باعث کاهش توان سرمایه گذاری خواهد شد. در مقابل، آقای رثوفی استدلال می کند که چون تردد در آزادراه و ترافیک جاده از فراز و نشیب اقتصاد چندان تأثیرپذیر نیست و تغییرات آن نسبت به چرخه اقتصاد خنثی است، صرفه ۴٪ بالای تورم برای سرمایه گذاری شرکت کفایت می کند. در نتیجه هزینه فرصت سرمایه گذاری شرکت برای سال های آتی، با توجه به پیش بینی ۳۰٪ تورم سالانه، برابر ۳۴٪ خواهد بود.

سایر مفروضات

شرکت هایی از قبیل شرکت بزرگراهی صدف که در حوزه راه سرمایه گذاری می کنند، از اوایل دهه ۹۰ تلاش وافر کرده اند تا برای سود حاصل از سرمایه گذاری های بزرگراهی و جادهای معافیت مالیاتی بگیرند، و در عمل این شرکت ها موفق به این کار نشده اند. در نتیجه، تمامی اقلام درآمدی شرکت مشمول مالیات ۲۵٪ است. هم چنین، آقای یوسفی پیش بینی می کند که

هزینه‌های اداری و عمومی شرکت بزرگراهی صدف سالانه متناسب با تورم افزایش یابد.

در خصوص استهلاک، پیش‌بینی می‌شود که برای سال‌های ۱۴۰۱ به بعد، استهلاک سالیانه برابر ۴۰ میلیارد تومان باشد و سالانه به همین مقدار نیز در دارایی‌های ثابت مشهود استهلاک‌پذیر سرمایه‌گذاری شود. آقای رئوفی اظهار می‌کند، «از آنجا که ساخت آزادراه ۲ به تزریق منابع بسیار توسط سهام‌داران نیاز دارد، شرکت در آینده نزدیک وارد پروژه دیگری نخواهد شد و از ظرفیت ماشین‌آلات خود برای نگهداری آزادراه‌های ۱ و ۲ استفاده خواهد کرد.» آقای استعلامی، مدیر بهره‌برداری شرکت، معتقد است که بهره‌برداری آزادراه‌ها با ظرفیت‌های موجود خود شرکت انجام می‌شود. در نتیجه، درآمدهای بهره‌برداری و نگهداری آزادراه‌ها به عنوان درآمدهای عملیاتی در صورت سود و زیان شرکت انعکاس می‌یابد. وی به آقای یوسفی توصیه می‌کند زمان‌بندی دریافت درآمد و پرداخت هزینه‌های جاری شرکت در آینده را تقریباً منطبق با یکدیگر فرض کند و در نتیجه از سرمایه در گردش مربوط به تفاوت زمانی در محاسبات صرف نظر کند.

شرکت از زمان تأسیس تا به حال از هیچ‌گونه وام و تسهیلاتی استفاده نکرده است. کل منابع سهام‌داران صرف رفع نیازهای مالی پروژه شده است.

سؤالات:

۱. با توجه به مفروضات بیان‌شده در افته، جریان نقدی سرمایه‌گذاری در آزادراه‌های ۱ و ۲ را تا استهلاک کامل اصل و سود سرمایه‌گذاری به‌دست آوردید و با نموداری مناسب رسم نمایید.
۲. ارزش فعلی جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در هر یک از آزادراه‌های ۱ و ۲ را محاسبه نمایید.
۳. آیا سرمایه‌گذاری‌های فوق باعث افزایش ارزش شرکت می‌شوند؟ نقطه‌نظر آقای رئوفی را با دیدگاه آقای یوسفی مقایسه کنید. چه پیشنهادهایی برای اصلاح فرمول محاسبه سود در قراردادهای مذکور دارید تا سرمایه‌گذاری‌های حوزه راه جذاب‌تر شود؟
۴. جریان نقد آتی شرکت و سهامداران را به دست آورید و با نموداری مناسب، این جریان نقدی را نمایش دهید. سپس ارزش فعلی شرکت و سهامداران شرکت بزرگراهی صدف را برآورد نمایید.
۵. به فرض این که شرکت برای تأمین مالی آزادراه ۲، ۲۰٪ هزینه سرمایه‌گذاری هر سال را با تسهیلات ۱۸٪، با دوره بازپرداخت ۵ ساله و پرداخت‌های سالانه (شروع اقساط از انتهای ۱۴۰۴) تأمین مالی نماید، سؤال ۴ را مجدداً پاسخ دهید.
۶. تا چه حد جریان‌های نقدی شرکت بزرگراهی صدف امکان استفاده از ظرفیت تسهیلات در ساخت آزادراه ۲ را فراهم می‌نماید؟ با فرض حداکثر استفاده از ظرفیت تسهیلات، سؤال ۴ را مجدداً پاسخ دهید.

پیوست ۱ قانون و مقررات مربوط به پروژه‌های عمرانی بزرگراه‌ها و پیوست ۲ صورت سودوزیان شرکت را نشان

می‌دهد.

پیوست (۱)

مقررات مربوط به پروژه‌های عمرانی بخش راه و ترابری

قانون احداث پروژه‌های عمرانی بخش راه و ترابری از طریق مشارکت بانک‌ها و سایر منابع مالی و

پولی کشور

ماده واحده: به وزارت راه و ترابری اجازه داده می‌شود تأمین منابع مالی و اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی بخش راه و ترابری را به شرکت یا شرکت‌هایی که به همین منظور با مشارکت بانک‌های کشور و شرکت‌ها و مؤسسات و اشخاص حقیقی که طبق اساسنامه و قوانین مربوط مجاز به سرمایه‌گذاری و مشارکت می‌باشند، واگذار نماید. وزارت راه و ترابری مکلف است در قبال سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و طرح‌های موضوع این قانون، منافع بهره‌برداری از آنها را تا استهلاك هزینه‌های طرح، با حفظ مالکیت دولت، برای مدت معینی که به تصویب هیأت وزیران خواهد رسید، به شرکت مربوطه واگذار نماید.

تبصره ۱: احداث، نگهداری و بهره‌برداری از پروژه‌ها و طرح‌های موضوع این قانون منحصراً مطابق ضوابط و مشخصاتی خواهد بود که توسط وزارت راه و ترابری تعیین می‌گردد. وزارت مذکور به طور مستمر بر اجرای ضوابط و مشخصات یادشده نظارت خواهد نمود.

تبصره ۲: چگونگی نظارت بر اجرای پروژه‌ها و طرح‌ها و بهره‌برداری [از آنها] و نرخ اجاره مستحدثات و همچنین نرخ‌گذاری خدمات بهره‌برداری و نیز ترتیب وصول و نظارت بر نحوه بهره‌برداری، برابر مقررات آئین‌نامه‌ای خواهد بود که ظرف دو ماه از تاریخ لازم‌الاجرا شدن این قانون به پیشنهاد وزارتخانه‌های راه و ترابری، برنامه و بودجه، امور اقتصاد و دارایی و بانک مرکزی به تصویب هیأت وزیران خواهد رسید.

تبصره ۳: هزینه‌های تمام‌شده (اعم از هزینه‌های مستقیم و بالاسری) اجرا و نگهداری پروژه‌ها و طرح‌های موضوع این قانون به میزانی که مورد تأیید حسابرس منتخب وزارت امور اقتصادی و دارایی قرار می‌گیرد، حداکثر ظرف مدت واگذاری منافع بهره‌برداری مستهلك و هزینه استهلاك مربوط جزو هزینه‌های قابل قبول مالیاتی شرکت مربوط از نقطه نظر مالیاتی محسوب خواهد شد. چنانچه به دلایل قهریه، عملیات احداث پروژه‌ها و طرح‌های واگذارشده متوقف گردد، منابع مالی هزینه‌شده توسط دولت جبران می‌گردد.

تبصره ۴: اجرای طرح‌ها و پروژه‌های فوق نافی وظایف دولت در اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی مورد نیاز عامه نبوده و مفاد این قانون در مواردی قابل اجرا است که محور دیگری به موازات وجود داشته یا ساخته شود که استفاده‌کنندگان برای استفاده و پرداخت عوارض حق انتخاب داشته باشند.

تبصره ۵: در دوران بهره‌برداری از آزادراه‌ها، چنانچه نسبت درآمد سالانه حاصل از خدمات بهره‌برداری به درآمدهای سالانه پیش‌بینی‌شده در گزارش هزینه - درآمد منضم به قرارداد کمتر از ۸۵٪ باشد، مابه‌التفاوت تا رقم ۸۵٪، حداکثر به میزان ۲۵٪

درآمد مورد انتظار، از محل درآمد حاصله از آزادراه‌ها به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود.

خلاصه‌ای از آیین‌نامه اجرایی قانون مشارکت

ماده ۲. وزارت در اعمال اختیارات حاصل از قانون در واگذاری طرح یا پروژه به شرح زیر عمل می‌کند:

الف. روش اول: تأمین مالی، اجرا، بهره‌برداری و انتقال

ب. روش دوم: تأمین مالی، اجرا، اجاره و انتقال

در قرارداد به روش «ب»، طرح عمرانی یا پروژه پس از احداث به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وزارت قرار می‌گیرد.

ماده ۲۰-۱۱. متقاضی / متقاضیان مشارکت یا واگذاری برای انعقاد قرارداد مشارکت یا واگذاری و در تحصیل مجوز واگذاری منافع بهره‌بردار از طرح یا پروژه عمرانی مورد تقاضا، باید پس از دریافت تمایل اصولی از وزارت، ظرف دو ماه نسبت به تأسیس شرکت (سهامی) اقدام نمایند. مدت شرکت‌های طرف قرارداد محدود بوده و تابعی از دوره ساخت و دوره بهره‌برداری تا استهلاك کامل هزینه‌های طرح یا پروژه عمرانی مورد مشارکت یا واگذاری است. آورده شرکت‌های طرف قرارداد باید حداقل معادل ۳۰٪ کل برآورد مندرج در مطالعات فنی مصوب طرح یا پروژه عمرانی باشد. شرکت طرف قرارداد می‌تواند ضمن تأمین مالی، طرح یا پروژه را رأساً اجرا نموده یا به شرکت‌های سازنده ذی‌صلاح واگذار کند. هرگونه نقل و انتقال سهام در شرکت‌های طرف قرارداد با اخذ موافقت و تأییدیه کتبی از وزارت صورت گرفته و حسابرس شرکت، منتخب و مورد تأیید وزارت امور اقتصادی و دارایی خواهد بود.

ماده ۳۱-۲۹. هزینه نگهداری، بهسازی و بهره‌برداری در عهده و مسئولیت شرکت طرف قرارداد بوده و هزینه انجام این امور جزو هزینه‌های طرح یا پروژه عمرانی مورد مشارکت یا واگذاری منظور می‌گردد.

ماده ۳۴. نرخ خدمات بهره‌برداری حاصل از اجرای طرح یا پروژه عمرانی که بر اساس مواد «۶» و «۷» تعیین و مبنای برآورد درآمد مورد انتظار از مشارکت در مطالعه درآمد - هزینه طرح یا پروژه عمرانی واقع گردیده و همچنین مدت واگذاری منافع و هرگونه تغییر در آن توسط وزارت مشخص خواهد شد. عوارض تردد انواع وسایل نقلیه از آزادراه‌ها و سایر عوارض قابل دریافت از طرح‌ها و پروژه‌های موضوع مشارکت یا واگذاری با تصویب وزیر راه و شهرسازی و ابلاغ وزارت با رعایت قوانین و مقررات مربوط قابل اجرا و وصول خواهد بود.

ماده ۴۵. شرکت طرف قرارداد موظف است ۵٪ از منافع بهره‌برداری از اجرای طرح یا پروژه عمرانی را در پایان هر سال به عنوان تضمین حسن انجام تعهدات بهره‌برداری برای سال بعد به حساب خاصی تودیع کند که به همین منظور، وزارت در نزد خزانه مفتوح خواهد کرد.

ماده ۴۸. چنانچه دوره احداث بر اثر تعلل طرف قرارداد بیش از مدت تعیین شده در قرارداد به طول انجامد، در دوره تأخیر نه تنها هیچ گونه سودی برای آورده طرف قرارداد منظور نخواهد شد، بلکه نسبت به محاسبه سود برای آورده وزارت اقدام و عیناً به عنوان خسارت دولت از سود طرف قرارداد کسر خواهد شد. چنانچه به دلیل تأخیرهای فوق و یا انصراف طرف قرارداد،

پروژه متوقف گردد، از تاریخ توقف، سودی برای طرف قرارداد محاسبه نشده و وزارت مجاز است ضمن محدود نمودن قرارداد، تکمیل پروژه را به سایر متقاضیان سرمایه گذاری واگذار نماید. در این صورت پروژه پس از تکمیل، ابتدا برای بازگشت اصل و سود در اختیار سرمایه گذار جدید قرار داده شده و پس از بازگشت کامل آن، پروژه برای بهره برداری به سرمایه گذار اولیه تحویل خواهد شد.

ماده ۴۹. در انقضای مدت واگذاری منافع بهره برداری، چنانچه هزینه های طرح مستهلک نشده باشد، تا استهلاک کامل هزینه های طرح، به مدت واگذاری منافع بهره برداری افزوده خواهد شد. در صورت درخواست شرکت طرف قرارداد و موافقت وزیر راه و شهرسازی بهره برداری از پروژه مانند وضعیتی که هزینه ها مستهلک نشده باشد، بر عهده وزارت قرار می گیرد؛ معادل هزینه های مستهلک نشده از محل درآمدهای طرح یا پروژه ها و یا سایر منابع مربوط توسط وزارت راه و شهرسازی، بر اساس تنظیم و مبادله الحاقیه قرارداد، به طرف قرارداد پرداخت می گردد.

طبق ابلاغیه های معاونت برنامه ریزی و مدیریت منابع وزارت راه و شهرسازی مورخ ۱۳۹۹/۱۰/۰۷ نرخ وصول عوارض وسایط نقلیه عبوری به شرح زیر می باشد:

از ۱۳۹۹/۱۰/۰۷	شرح	از ۱۳۹۹/۱۰/۰۷	شرح
۱۹۰,۰۰۰	اتوبوس	۸۰,۰۰۰	سواری
۲۴۰,۰۰۰	کامیون دو محور	۱۲۰,۰۰۰	وانت
۲۶۰,۰۰۰	کامیون سه محور	۱۰۰,۰۰۰	مینی بوس
۳۳۰,۰۰۰	تریلی	۱۴۰,۰۰۰	کامیونت - خاور

ال	نرخ سود یک ساله	نرخ سود پنج ساله بانک مرکزی	تورم بانک مرکزی
۳۸۷	%۱۷/۳	%۱۹	%۲۵/۴۰
۳۸۸	%۱۴/۵	%۱۸	%۱۰/۸۰
۳۸۹	%۱۴/۰	%۱۷	%۱۲/۴۰
۳۹۰	%۲۰/۰	%۲۰	%۲۱/۵۰
۳۹۱	%۲۰/۰	%۲۰	%۳۰/۵۰
۳۹۲	%۲۰/۰	%۲۰	%۳۴/۷۰
۳۹۳	%۲۰/۰	—	%۱۵/۶۰
۳۹۴	%۲۰/۰	—	%۱۱/۹۰
۳۹۵	%۱۸/۰	—	%۹/۰
۳۹۶	%۱۵/۰	—	%۹/۶۰
۳۹۷	%۱۵/۰	—	%۳۱/۲۰
۳۹۸	%۱۵/۰	—	%۴۱/۲۰
۳۹۹	%۱۶/۰	—	%۴۳/۰
۴۰۰	%۱۶/۰	—	%۴۰/۰

پیوست (۲)

صورت سودوزیان شرکت بزرگراهی صدف		
میلیون ریال	سال ۱۴۰۰	سال ۱۳۹۹
عملیات در حال تداوم		
درآمدهای پیمانکاری	۳۲۹،۴۰ ۸	۱۸۷،۴۰۸
بهای تمام شده درآمدهای پیمانکاری	(۲۷۰،۵۵۲)	(۱۴۹،۳۵۲)
سود ناخالص عملیات پیمانکاری	۵۸،۸۵ ۶	۳۸،۰۵۶
سود سرمایه گذاری آزادراهها	۶۳،۶۲۴	۳۹،۶۶۱
هزینه های اداری و عمومی	(۵۲،۳۴۹)	(۲۹،۲۷۲)
استهلاک	(۴۰،۰۰۰)	(۴۰،۰۰۰)
سود قبل از بهره و مالیات	۳۰،۱۳۱	۸،۴۴۵
هزینه مالی	-	-
سود قبل از مالیات	۳۰،۱۳۱	۸،۴۴۵
مالیات	(۷،۵۳۳)	(۲،۱۱۱)
سود خالص	۲۲،۵۹۸	۶،۳۳۴

فصل پنجم:

تقسیم سود

افته‌ی ۱-۵. شرکت گینز برو^۱

شرکت گینز برو (سهامی عام)^۲: سیاست تقسیم سود^۳

در اواسط سپتامبر ۲۰۰۵ آشلی سوانسن^۴، مدیر مالی شرکت گینز برو در دفتر خود در حال قدم زدن بود. او می‌خواست توصیه‌های خود را به سیاست تقسیم سود شرکت را در قالب گزارشی برای هیأت مدیره ارسال کند. مسأله‌ی سیاست تقسیم سود در آن زمان به موضوع مهم نشست‌های مدیران ارشد شرکت بدل شده بود. در همان زمان طوفان کاترینا به طرز به‌سابقه‌ای در آمریکای جنوبی خرابی به بار آورده بود. در طی چند هفته پس از طوفان، بازار سهام ریزش شدیدی را تجربه کرد. قیمت سهام شرکت ۱۸ درصد کاهش یافت، و به ۲۲/۱۵ دلار رسید. بسیاری از شرکت‌ها در پاسخ به ریزش شوک آور بازار، برنامه‌های بازخرید سهام^۵ خود را به اطلاع سهامداران رساندند. برخی از شرکت‌ها قصد داشتند با اجرای برنامه‌های بازخرید پیام‌هایی را جهت جلب اعتماد سهامداران به بازار مخابره کنند، در حالی که برخی دیگر می‌خواستند، از فرصت ناشی از کاهش قیمت سهام، استفاده کنند. بدین ترتیب پیچیدگی‌های موضوع سود تقسیمی برای سوانسن بیشتر شده بود: او حالا باید از بین گزینه‌های پرداخت سود نقدی و یا بازخرید سهام، انتخاب کند.

سابقه‌ی سیاست تقسیم سود

گینز برو برای سال‌های متعددی بسیار سودآور بود، و سود تقسیمی آن بر اساس منطقی قابل پیش‌بینی رشد می‌کرد. در پنج سال گذشته سودآوری شرکت تحلیل رفت و مدیران شرکت دو برنامه‌ی جامع تجدید ساختار^۶ را پیاده کردند، که هر دوی آن‌ها با زیان خالص همراه بود. از سال ۲۰۰۰ برای سه سال متوالی سود تقسیمی شرکت بیش از سود خالص بوده است. با وجود زیان بسیار بزرگ سال ۲۰۰۴، شرکت در آن سال مبلغ ناچیزی را بین سهامداران تقسیم کرد. بنا به تصمیم هیأت مدیره برای دو فصل اول سال ۲۰۰۵، سود تقسیمی صفر در اعلامیه‌ی تقسیم سود^۷ گزارش شد، اما در نامه‌ی ویژه‌ای که هیأت مدیره برای سهامداران نوشت، قول داد پرداخت سود را بزودی (و در صورت امکان در ۲۰۰۵) آغاز خواهد کرد.

^۱ این افته توسط رابرت اف برونر (Rober F.Brner) و سین کار (Sean Carr) و با حمایت مالی مؤسسه‌ی بترن (Battern) نوشته شده است. هر چند گینز برو شرکتی ساختگی است، ولی افته براساس مسائل شرکت‌های مدرن طراحی شده است. تمام حقوق این اثر متعلق است به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینیا، شرلوئیل (Charlesville)، ۲۰۰۵.

^۲ Gainesboro Machine Tools Corporation

^۳ dividend policy

^۴ Ashely Swenson

^۵ stock buy back

^۶ restructuring

^۷ Dividend announcement

به عنوان موضوعی مرتبط با سیاست تقسیم سود، مدیران ارشد شرکت قصد دارند ضمن تغییر نام شرکت به Gainesboro Advanced Systems International, Inc. سلسله‌ای از برنامه‌های بازاریابی را پیاده‌سازی کنند. مدیران اعتقاد دارند تغییر نام ممکن است درک جامعه‌ی سرمایه‌گذاری را نسبت به شرکت بهبود بخشد.

به طور کلی، در آن زمان دیدگاه مدیران شرکت این گونه بود که گینزبرو شرکتی است که دوباره احیا شده و پتانسیل‌های بالایی برای سودآوری و رشد دارد. برنامه‌های تجدید ساختار، واحدهای عملیاتی شرکت را احیا کرده بود. بعلاوه، شرکت اخیراً دستگاه تراشکاری جدیدی را بر اساس پیشرفته‌ترین رایانه‌ها طراحی کرده بود، که به نظر می‌رسید موردقبال بازار قرار گرفته است. مدیران شرکت قول داده بودند که دستگاه جدید رقبا را از صحنه‌ی رقابت بیرون می‌راند. بسیاری از مدیران شرکت سال ۲۰۰۵ را سرآغاز فصلی جدید می‌دانستند، و معتقد بودند با وجود عملکرد ضعیف اخیر شرکت، سهام شرکت ممکن است در آن سال به گروه سهام رشدی^۱ بپیوندد. هیچ کدام از موسسات مودیز^۲ و استاندارد اند پورز^۳ رتبه‌ای را برای شرکت اعلام نکرده بودند، چراکه شرکت تا آن زمان اوراق قرضه‌ای منتشر نکرده بود. ولیو لاین^۴ رتبه‌ی A را برای شرکت در نظر گرفته بود.

در این گیر و دار گذشته‌ی پرمشقت و آینده‌ی روشن، سوانسن برای پیدا کردن جواب مسأله باید به چند سوال جواب می‌داد: آیا بازار به سهام شرکت به عنوان سهامی جاافتاده^۵ نگاه می‌کند، یا به طور بالقوه آن را سهامی رشدی تلقی می‌کند؟ آیا شرکت اساساً می‌تواند درک بازار را تحت تأثیر قرار دهد؟ آیا تغییر نام شرکت، در دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت تغییری ایجاد می‌کند؟ آیا سرمایه‌گذاران شرکت به دنبال عایدی سرمایه^۶ اند، و یا سود تقسیمی باثباتی را انتظار دارند؟ آیا بازخرید سهام به عنوان جایگزینی برای سود تقسیمی، درک سرمایه‌گذاران را نسبت به شرکت تغییر می‌دهد؟ و اگر این سوال‌ها پاسخ داده شوند، برای تعیین سیاست آتی تقسیم سود شرکت به چه کار می‌آیند؟

حقایقی راجع به شرکت

گینزبرو در سال ۱۹۲۳ در کنکورد و در شهر نیوهمپسفر تأسیس شد. مؤسسان شرکت دو مهندس به نام‌های جیمز گینز، و دیوید اسبرو بودند. آن دو در دانشگاه همکلاسی بودند، و هم‌چنین به عنوان همکار در یک شرکت تولید تجهیزات کشاورزی مشغول به کار شدند. آن‌ها که آروزهای خود را در جایی دیگر جستجو می‌کردند، با هم از آن شرکت خارج شدند، و شرکت

^۱. growth stock
^۲. Moody's
^۳. Standard & Poor's
^۴. Value Line
^۵. blue-chip stock
^۶. capital gain

گینزبرو را تأسیس کردند.

گینزبرو در اوایل تأسیس برخی قطعات ماشین آلات را از قبیل دستگاه پرس و قالب های صنعتی طراحی و تولید می کرد. در دهه ی ۱۹۴۰ واحد بزرگ تولیدی شرکت محصولاتی از قبیل تجهیزات زرهی، قطعات تانک، و نیز بسیاری از تجهیزات مورد نیاز واحدهای نظامی مانند دستگاه پرچ و دستگاه جوش تولید می کرد. بعد از جنگ جهانی دوم شرکت بر تولید پرس های و قالب های صنعتی فلز و پلاستیک متمرکز شد. تا سال ۱۹۷۵ شرکت به عنوان تولید کننده ی نوآور ماشین های صنعتی و دستگاه های تراشکاری، شهرتی را در بازار برای خود دست و پا کرده بود.

در اوایل دهه ی ۱۹۸۰ شرکت وارد حوزه ی ساخت نرم افزارهای طراحی و نیز تولید ماشین آلات کامپیوتری^۱ (CAD/CAM) شد. گینزبرو با همکاری یک شرکت کوچک نرم افزاری، خط تولید پرس های صنعتی را راه اندازی کرد؛ پرس هایی که با استفاده از کامپیوتر، قطعات فلزی تولید می کردند. سپس گینزبرو آن شرکت نرم افزاری را خرید و طی چند سال خط تولید ماشین آلات کامپیوتری (CAM) را کامل کرد. در همان زمان شرکت پروژه ی فوق العادی را در زمینه ی نرم افزارهای طراحی (CAM) راه اندازی کرد. این نرم افزارها مهندسان را قادر می ساخت مشخصات دقیق قطعات را در کامپیوتر طراحی کنند؛ طرح ها سپس به عنوان ورودی به بخش تولید منتقل می شدند، و قطعات بدون نیاز به مدل و بدون دخالت عامل انسانی تولید می شدند. در پایان سال ۲۰۰۴، نرم افزارهای طراحی و تولید ماشین آلات کامپیوتری (CAD/CAM)، ۴۵ درصد از فروش شرکت را شامل می شد. پرس و قالب های صنعتی نیز ۱۵ درصد از فروش شرکت را تشکیل می داد.

بیشتر شرکت های تولید کننده ی پرس و قالب های صنعتی، شرکت هایی محلی یا منطقه ای با تعداد معدودی مشتری بودند، به همین دلیل گینزبرو در آن زمان به عنوان رهبر واقعی صنعت بود. در صنعت CAD/CAM برخی از شرکت های بزرگ تر مانند اتودسک، کاندک دیزاین و سینوپسیس^۲ برای تسلط بر بازار در حال رشد با هم رقابت می کردند.

در دهه ی ۱۹۹۰ گینزبرو به عنوان رهبر بازار در حال تنظیم استانداردهای صنعت CAD/CAM بود، اما هجوم شرکت های بزرگ خارجی به صنعت و افزایش نرخ برابری دلار، فروش شرکت را با موانع جدی مواجه کرد. در اواخر دهه ی ۱۹۹۰ و اوایل سال ۲۰۰۰، پیشرفت های فناوری و پیدایش سرمایه گذاران خطرپذیر^۳ زمینه ی را برای ورود شرکت های متخصص و مدرن به صنعت فراهم کرد. در نتیجه، گینزبرو در برخی از زمینه ها مانند توسعه ی نرم افزارهای کاربر پسند و یکپارچه سازی فرآیند طراحی و

^۱. Computer-Aided-Design and Computer-Aided Manufacturing (CAD/CAM)

^۲. Autodesk, Inc., Cadence Design, Inc., and Synopsys, Inc.

^۳. venture capitalism

تولید از رقبای خود عقب افتاد و درآمدش از ۹۱۱ میلیون دلار در سال ۱۹۹۸ به ۷۵۷ میلیون دلار در سال ۲۰۰۴ رسید.

شرکت به منظور جلوگیری از کاهش درآمد و ممانعت از کاهش حاشیه سود رویکردی دوجانبه را به کار گرفت. اول این که جهت احیای رهبری خود در صنعت CAD/CAM، سهم بزرگ تری از بودجه تحقیق و توسعه شرکت را به CAD/CAM اختصاص داد. ثانیاً شرکت دو برنامه‌ی تجدیدساختار جامع را به اجرا درآورد. در سال ۲۰۰۲ دو خط کسب و کار کم‌بازده خود را (با درآمدی بالغ بر ۵۱ میلیون دلار) و هم چنین دو کارخانه را فروخت. پنج قرارداد لیزینگ تجهیزات را تسویه کرد، و تعداد کارکنان را کاهش داد. هزینه‌های تجدیدساختار بالغ بر ۶۵ میلیون دلار بود. در سال ۲۰۰۴ شرکت با تغییر استراتژی‌های تولید دومین دور برنامه‌های تجدید ساختار را با هزینه‌ی ۸۹ میلیون دلار پیاده‌سازی کرد.

آخرین صورت سود و زیان و ترازنامه‌ی تلفیقی شرکت در شکل‌های ۱ و ۲ نشان داده شده است. هرچند زیان‌های ناشی از دو برنامه‌ی تجدید ساختار بالغ بر ۲۰۲ میلیون دلار می‌شد، آثار مثبت آن برنامه‌ها از یک طرف و نیز تأکید شرکت بر بودجه‌ی تحقیق و توسعه‌ی CAD/CAM، در سال ۲۰۰۵ تحولی بزرگ در شرکت ایجاد کرد. این برنامه‌ها نه تنها دانش فنی شرکت را افزایش داد، بلکه تحقیقات شرکت به توسعه‌ی سیستمی انجامید که بنا به نظر مدیران شرکت، انقلابی در صنعت ایجاد می‌کرد. سیستم یاد شده که Artificial Workforce نام گرفته بود، مجموعه‌ای از سخت‌افزارها و نرم‌افزارهای پیشرفته را شامل می‌شد که فرآیند طراحی و تولید را یکپارچه می‌کرد.

سیستم Artificial Workforce به مهندسان اجازه می‌دهد که قطعه‌ای را در نرم‌افزار CAD طراحی کنند، و طرح را به عنوان ورودی به تجهیزات CAM منتقل کنند. این تجهیزات ترکیب شیمیایی و ویژگی‌های مهندسی قطعات مختلف را با استفاده از ماشین‌های مختلف کنترل می‌کنند. سیستم یادشده هم چنین محصول نهایی را مونتاژ کرده و بسته‌بندی می‌کند. سیستم Artificial Workforce بر اساس یک مدار الکترونیکی فوق پیشرفته کار می‌کند که قابلیت ارتباط بین ماشین‌ها را فراهم می‌کند. بر این اساس محصول نهایی با هر درجه‌ای از پیچیدگی بدون دخالت انسان و تنها به وسیله‌ی کامپیوتر طراحی، تولید و بسته‌بندی می‌شود.

گینزبرو در سال ۲۰۰۴ کاربردهای محصولات خود را به صنایع شیمیایی و تسویه نفت و گاز تسری داد، و در سال بعد نیز کاربردهایی در زمینه‌ی ماشین‌های سنگین، قطعات اتومبیل و صنعت خطوط هوایی پیدا کرد.

در اکتبر ۲۰۰۴ وقتی اولین Artificial Workforce در حال حمل شدن به مقصد خریدار بود، شرکت ۷۵ میلیون دلار

سفارش داشت. در اواخر سال سفارش‌ها به ۱۰۰ میلیون دلار رسید. آینده‌ی Artificial Workforce بسیار روشن است. بسیاری از تحلیل‌گران اوراق بهادار نسبت به تأثیرات آن محصول بر آینده‌ی شرکت خوشبین‌اند. برخی از اظهارنظرهای آنان در ادامه آمده است:

✓ محصول Artificial Workforce مزایای فوق‌العاده‌ای نسبت به محصولات شرکت‌های رقیب دارد؛ مزایایی که گینزبرو را قادر می‌سازد سهم بازار خود را افزایش دهد. با صرف‌نظر کردن از نوسانات دوره‌ای، پیش‌بینی می‌شود سهم بازار شرکت با نرخ ۵ درصد طی سال‌های آینده رشد کند.

✓ شرکت محصول جدیدی در زمینه‌ی ماشین‌آلات خودکار با عنوان Artificial Workforce تولید کرده است. این محصول حاشیه‌ی سود شرکت را به سطوحی می‌رساند که سال‌هاست دیده نشده است.

✓ در حال حاضر سوال اساسی این است که با چه سرعتی گینزبرو می‌تواند حجم تولید خود را افزایش دهد. عوامل غیرمنتظره در تولید باعث شده تا ماه می ۲۰۰۵، شرکت شش ماه از برنامه‌ی اولیه‌ی خود عقب بیفتد. هم‌چنین هزینه‌های راه‌اندازی که عامل اصلی کسری منابع مالی در سال‌های اخیر بوده است، سود خالص شرکت را تحت فشار قرار داده است. ما فرض می‌کنیم که سطح تولید از هم‌اکنون تا پایان سال به‌صورت هموار رشد می‌کند و به سطح بهینه می‌رسد.

مدیران گینزبرو بر این باورند که درآمد حاصل از فروش Artificial Workforce در بازارهای داخلی در سال ۲۰۰۵ بالغ بر ۹۰ میلیون دلار و در سال ۲۰۰۶ حدود ۱۵۰ میلیون دلار خواهد شد. پس از آن، افزایش فروش به ایجاد نرم‌افزارهای جدید و افزودن ویژگی‌های جدید به سیستم بستگی دارد. انتظار می‌رود درآمد فروش در بازارهای بین‌المللی از طریق دفاتر شرکت در فرانکفورت (آلمان)، لندن (انگلیس)، میلان (ایتالیا) و پاریس (فرانسه) و نیز دفاتر جدید در هنگ‌کنگ (چین)، سئول (کره)، مانیلا (فیلیپین) و توکیو (ژاپن) در سال ۲۰۰۷ بالغ بر ۱۵۰ میلیون دلار باشد. در حال حاضر فروش بین‌المللی ۱۵ درصد از درآمدهای شرکت را شامل می‌شود.

دو عاملی که ممکن است فروش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد عبارت است از: اول این که هرچند شرکت حقوق ناشی از بسیاری از فرآیندهای به‌کار رفته در Artificial Workforce را به‌طور قانونی ثبت کرده است، مدیران شرکت اطلاع پیدا کرده‌اند که دو شرکت بزرگ دیگر در حال راه‌اندازی محصول‌های مشابهی هستند، که احتمالاً طی ۱۲ ماه آینده به بازار معرفی می‌شوند. دوم این که فروش پرس، قالب‌های صنعتی، دستگاه‌های تراش و تجهیزات CAD/CAM به‌شدت تحت تأثیر

چرخه‌های تجاری است. این در حالی است که پیش‌بینی‌های جاری از رشد اقتصاد امریکا چندان امیدوارکننده نیست. همان‌طور که در شکل ۳ نشان داده شده است، انتظار می‌رود تولید ناخالص داخلی امریکا طی سال‌های آینده در سطح نه‌چندان چشمگیر ۳ درصد ثبات داشته باشد. انتظار می‌رود تولیدات صنعتی که از سال ۲۰۰۱ تا کنون بهبود قابل‌ملاحظه‌ای داشته است، در سال بعد و سال بعدی روندی رو به نزول داشته باشد. با وجود نگرانی‌ها از محیط اقتصاد کلان، گینزبرو نسبت به چشم‌انداز آتی شرکت خوشبین است، چراکه سیستم Artificial Workforce در مرحله‌ی معرفی بسیار موفقیت‌آمیز ظاهر شده است.

اهداف شرکت

برنامه‌های تجدیدساختار و پیشرفت‌های اخیر فناوری در شکل‌گیری برخی از اهداف شرکت نقش داشتند. بر اساس اولین و مهم‌ترین هدف شرکت، مدیران انتظار دارند و می‌خواهند شرکت با نرخ مرکب سالانه‌ی ۱۵ درصد رشد کند. طی سه سال گذشته اغلب برنامه‌های شرکت در راستای تحقق هدف یادشده اجرا شده است. داده‌های مالی در فصل دوم سال ۲۰۰۵ نشان می‌دهد درآمد گینزبرو در انتهای سال به ۸۷۰ میلیون دلار می‌رسد (شکل ۱). اگر نرخ رشد مرکب سالانه‌ی ۱۵ درصد تحقق یابد، فروش در سال ۲۰۱۱ دو میلیارد دلار، و سود خالص شرکت ۱۶۰ میلیون دلار خواهد بود.

به‌منظور تحقق هدف یادشده، مدیران گینزبرو استراتژی‌ای را پیشنهاد دادند که سه محور کلیدی داشت: اولین این‌که ترکیب محصولات شرکت باید به‌طرز قابل‌توجهی تغییر کند. سه چهارم از فروش شرکت باید از محل CAD/CAM و محصولات وابسته و مابقی از محل محصولات سنتی شرکت مانند دستگاه پرس و قالب‌های صنعتی ایجاد شود. دوم این‌که شرکت باید در حوزه‌ی بین‌المللی رشد فوق‌العاده‌ای داشته باشد، به‌طوری‌که در سال ۲۰۱۱ حدود نصف فروش و سود شرکت باید از این محل تأمین شود. این رشد از محل افتتاح دفاتر فروش جدید در سراسر دنیا محقق می‌شود. سوم این‌که شرکت برنامه دارد از طریق مشارکت عملی^۱ با شرکت‌های نرم‌افزاری کوچک و یا خرید آن‌ها گستره‌ی فعالیت‌های خود را توسعه دهد. انتظار می‌رود آن شرکت‌ها در سال ۲۰۱۱ حدود نیمی از محصولات شرکت را تولید کنند؛ نیم دیگر تولیدات نیز از محل فعالیت‌های خود شرکت ایجاد می‌شود.

شرکت از زمان تأسیس از بدهی‌گريزان بوده است. مدیران شرکت استفاده از مقادیر کوچک بدهی برای تأمین نیازهای مالی سرمایه در گردش را بلا اشکال می‌دانند، اما به قول مؤسس شرکت دیوید اسکاربر: نسبت بدهی به حقوق صاحبان بالاتر از ۴۰

^۱. joint venture

درصد بسیار مسأله‌ساز است، و شرکت را در معرض مشکلات جدی قرار می‌دهد. مدیران شرکت می‌دانند که علی‌القاعده هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام بسی بیش از بدهی است، اما شرکت تا کنون با تکیه بر منابع خود رضایت ذینفعان را به طرز قابل ملاحظه‌ای جلب کرده است. بالاترین میزان نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام طی ۲۵ سال گذشته، در سال ۲۰۰۴ به ثبت رسید (۲۲ درصد)، که هنوز هم موضوع مورد بحث مدیران ارشد شرکت است. هرچند ۱۱ نفر از افراد خانواده‌ی گینز و اسکاربرو روی هم ۱۳ درصد از سهام شرکت را دارند، و همگی عضو هیأت مدیره اند، مدیران شرکت منافع سهامداران خارج شرکت را در اولویت قرار می‌دهند (اطلاعات مربوط به سهامداران در شکل ۴ نشان داده شده است). استفان گینز، رئیس هیأت مدیره و نوه‌ی یکی از مؤسسان شرکت در تلاش است در طی زمان رشد ارزش بازار سهام شرکت را بیشینه کند.

از سال ۱۹۶۱ گینز در تمام جنبه‌های رشد شرکت نقش فعال داشته است. او نسبت به جزئیات فنی محصولات شرکت بسیار حساس است، و خصوصاً در جستجوی راهکارهایی برای بهبود سهم بازار محلی شرکت است. او کمتر از ۴ سال است که بازنشسته شده است، و با تلاش‌هایش شرکتی از خود به یادگار گذاشته که از نظر مالی توانمند و از نظر پیشرفت‌های فنی بسیار موفق است. طرح Artificial Workforce که ۴ سال پیش تحت مدیریت او بود، سرانجام به ثمر رسیده است. گینز در تلاش است تا از توانایی شرکت در پرداخت قریب‌الوقوع سود به سهامداران اطمینان حاصل کند.

گینز از انتخاب و تربیت مدیران جوان که به زعم او امید آینده‌ی شرکت‌اند، بسیار به خود می‌بالد. آشلی سوانسین کارشناس رشته‌ی مهندسی الکترونیک است، و قبل از ورود به دانشگاه در شرکت مونترولا تحلیل‌گر سیستم بوده است. او در سال ۱۹۹۵ در حالی که به تازگی دوره‌ی آموزشی MBA را در یکی از مؤسسات معتبر به پایان رسانده بود، استخدام شد. در سال ۲۰۰۴ او به سمت مدیریت ارشد مالی شرکت ارتقا یافت.

سیاست تقسیم سود

سود تقسیمی و قیمت سهام تاریخی گینزبرو در شکل ۵ نشان داده شده است. قبل از سال ۱۹۹۹ هم سود خالص و هم سود تقسیمی با نرخ نسبتاً ثابتی رشد کرده است، اما مشکلات شرکت در اوایل سال ۲۰۰۰ تأثیر خودش را بر سود خالص گذاشت. در نتیجه، سود تقسیمی هر سهم در سال ۲۰۰۳ به ۰/۲۵ دلار رسید که کم‌ترین مقدار از سال ۱۹۹۰ بود. در سال ۲۰۰۴، هیأت مدیره با وجود این که در آن سال به ازای هر سهم بزرگ‌ترین زیان تاریخی خود را گزارش کرده بود، اعلام کرد که بابت هر سهم ۰/۲۵ دلار پرداخت می‌کند، و به همین دلیل شرکت مجبور بود برای تأمین مالی سود تقسیمی استقراض کند. در دو فصل اول سال

۲۰۰۵، هیأت مدیره سودی تقسیم نکرد، ولی در نامه‌ای به سهامداران اعلام کرد که در سال ۲۰۰۵ سیاست پرداخت سود را ادامه خواهد داد.

در آگوست سال ۲۰۰۵، سوانسن گزینه‌های خود را در مورد سیاست سود تقسیمی مورد بررسی قرار داد، تا از میان سه گزینه‌ی ممکن، یکی را پیشنهاد کند:

- سود تقسیمی صفر: این انتخاب را می‌توان از طریق تأکید استراتژیک شرکت بر استفاده از فناوری‌های مدرن و توسعه‌ی CAD/CAM که وجوه بزرگی را می‌طلبد، توجیه کرد. طرفداران این سیاست اذعان می‌کنند اتخاذ چنین سیاستی این پیام را به بازار مخابره می‌کند که شرکت در گروه شرکت‌هایی جای می‌گیرد که رشد بالا و فناوری مدرن دارند. برخی تحلیل‌گران اوراق بهادار اظهار نگرانی کرده‌اند که آیا بازار هنوز هم شرکت را به مثابه تولیدکننده‌ی سنتی تجهیزات الکترونیکی تلقی می‌کند، و یا آن را شرکتی با فناوری مدرن‌تر در زمینه‌ی CAD/CAM می‌پندارد. تصور اخیرحامل این پیام است که ضمن این که بازار روی سود تقسیمی شرکت حساسی باز نمی‌کند، انتظار دارد قیمت سهام شرکت به طرز قابل ملاحظه‌ای رشد کند. برخی دیگر از تحلیل‌گران به مشکلات جاری شرکت اشاره کرده‌اند. یکی از آن‌ها منطق صرف نظر کردن از وضعیت مالی شرکت را مورد تردید قرار داده است، و اذعان کرده است آیا در چنین شرایطی پرداخت مقادیر زیادی سود به شیوه‌ی شرکت‌های جاافتاده در بلند مدت منافع شرکت و سهامداران را تأمین می‌کند، و یا اتخاذ چنین سیاستی شرکت را به ورطه‌ی نابودی می‌کشاند و سهامداران را هراسان می‌کند.

سوانسن ضمن بررسی‌های خود به خاطر آورد که اخیراً مطالعه‌ای در زمینه‌ی سیاست تقسیم سود منتشر شده است. آن مطالعه نشان می‌داد شرکت‌ها به طور بالقوه تمایل کمتری به پرداخت سود پیدا کرده‌اند. بر اساس یافته‌های مطالعه‌ی یادشده، درصد شرکت‌هایی که میان سهامداران خود سود تقسیم می‌کردند، از ۶۶/۵ درصد در سال ۱۹۷۸ به ۲۰/۸ درصد در سال ۱۹۹۹ کاهش یافته است. بر این اساس سوانسن نتیجه گرفت که شاید بازار نسبت به سیاست عدم پرداخت سود عکس العمل مطلوبی از خود نشان دهد.

- تقسیم ۴۰ درصد از سود خالص، یا به عبارتی پرداخت حدود ۰/۲ دلار به ازای هر سهم: این گزینه تلویحاً گویای سود تقسیمی سالانه ۰/۸ دلار به ازای هر سهم است، که بیشترین مقدار سود تقسیمی از سال ۲۰۰۱ تا کنون می‌باشد. طرفداران این سیاست اذعان می‌کنند که چنین اعلامیه‌ای با افزایش موردانتظار سفارش‌های خرید هم‌خوانی دارد. بانک سرمایه‌گذاری شرکت این گونه تحلیل کرد که بازار ممکن است واکنش مطلوبی نسبت به سیاست یادشده نشان دهد؛ سیاستی که درصد سود تقسیمی شرکت را به سطح متوسط صنعت محصولات الکترونیکی (۳۶ درصد) و سطح متوسط صنعت دستگاه‌های تراشکاری (۲۶ درصد) نزدیک می‌کند. دیگران هم اظهار کردند که با افزایش درصد سود تقسیمی به حدود ۴۰ درصد پیامی قوی به سهامداران مخابره می‌شود، چرا که بدان معنی است که شرکت بر مشکلات خود فائق آمده است، و مدیران شرکت نسبت به درآمدهای آینده‌ی شرکت مطمئن‌اند. طرفداران این دیدگاه بر این باورند که استقراض برای پرداخت سود با

سیاست‌های بسیاری از شرکت‌ها همخوانی دارد. در نهایت برخی از مدیران مسن‌تر به این نکته اشاره کردند که رشدی ۱۰ تا ۲۰ درصدی سود خالص باید با سود تقسیمی ۴۰ تا ۵۰ درصد همراه باشد.

- **تقسیم پسماند سود خالص:** تعدادی از اعضای واحد مالی بر این باورند که شرکت باید تنها مقداری از سود را تقسیم کند که پس از تأمین مالی تمام طرح‌های دارای NPV مثبت، باقی می‌ماند. از دیدگاه آن‌ها سرمایه‌گذاران پول خود را در اختیار مدیران قرار می‌دهند تا وجوه آن‌ها را برای کسب بازده بهتر (نسبت به آن‌چه که خودشان می‌توانستند کسب کنند) در طرح‌های سرمایه‌گذاری کنند که ارزش فعلی خالص مثبت دارند. با به کارگیری وجوه در آن طرح‌ها و بازگرداندن وجوه مازاد به سرمایه‌گذاران در قالب سود تقسیمی، رابطه‌ای بر مبنای اعتماد بین شرکت و سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود و شرکت از طریق افزایش یافتن قیمت سهام از این رابطه‌ی مبتنی بر اعتماد بهره‌مند می‌شود.
- دیدگاه دیگری که از سیاست یادشده حمایت می‌کند، مبحث بی‌ارتباط بودن سیاست تقسیم سود در شرکت‌های در حال رشد است: شرکت ناچار است برای تأمین مالی هر مقدار سودی که امروز تقسیم می‌کند، در آینده سهم منتشر کند، و این خود سهام شرکت را رقیق می‌کند. بر این اساس هر چه که سهامداران در قالب سود تقسیمی دریافت می‌کنند، بعدها با انتشار سهام جدید و رقیق شدن آن از دست می‌دهند. این بحث به نظریه‌ی تقسیم سود در بازار کامل برمی‌گردد که از جانب دو استاد حوزه‌ی مالی یعنی فرانکو مودیلیانی و مرتون میلر مطرح شده است. از نظر اشلی سوانسن مهم‌ترین ایراد این سیاست غیرقابل پیش‌بینی شدن سود تقسیمی است؛ در برخی سال‌ها سود تقسیمی به صفر خواهد رسید و احتمالاً فشار منفی بر قیمت سهم وارد می‌کند. سوانسن کاملاً به خاطر دارد که چگونه پس از قطع کردن سود تقسیمی، قیمت سهم گینزبرو سقوط کرد. او هم چنین، مطالعه‌ی جان لیتنر را به خاطر آورد. نتیجه‌ی آن مطالعه نشان می‌داد که سود تقسیمی در طی زمان به سمت بالا چسبندگی دارد. یعنی سود تقسیمی طی زمان افزایش می‌یابد و به ندرت کاهش می‌یابد، و شرکت‌های بالغ که رشد کمتری دارند، سود بیش‌تر و شرکت‌هایی که رشد بالایی دارند، سود کمتری تقسیم می‌کنند.

کارکنان سوانسن در واحد مالی برای مباحث داخلی خود اطلاعاتی راجع به شرکت‌های فعال در سه صنعت CAD/CAM، دستگاه‌های تراش، و تجهیزات صنعتی الکترونیکی، و نیز نمونه‌ای از شرکت‌های با سود تقسیمی بالا و پایین جمع‌آوری کردند (شکل‌های ۶ و ۷). سوانسن به منظور مطالعه‌ی توجیه‌پذیری درصد سود تقسیمی ۴۰ درصد، صورت منابع - مصارف پیش‌بینی شده^۱ را مطابق شکل ۸ ایجاد کرد. او فرض کرد شرکت سالانه با نرخ مرکب ۱۵ درصد رشد می‌کند، و حاشیه‌ی سود طی چند سال بهبود می‌یابد و به نرخ تاریخی خود می‌رسد، و شرکت سالانه ۴۰ درصد از سود خالص خود را تقسیم می‌کند. به‌طور خاص او فرص کرد که حاشیه‌ی سود طی ۶ سال به نرخ بین ۴ تا ۶ درصد، و در نهایت در سال ۲۰۱۱ به ۸ درصد خواهد رسید. مدیران عملیاتی شرکت بر این باورند که افزایش پیش‌بینی شده در سودآوری شرکت با صرفه‌های ناشی از مقیاس حاصل از

^۱. projected sources-uses statement

Artificial Workforce هم خوانی دارد.

بازاریابی تصویر شرکت و تغییرات اخیر

بخشی از تصویر شرکت به بازارهای مالی مربوط می‌شود. کتی ویلیامز که مدیر روابط با سرمایه‌گذاران شرکت است، بر این باور است که سرمایه‌گذاران با تغییرات اخیر درک نادرستی از چشم‌انداز شرکت بدست می‌آورند. او معتقد است نام جاری شرکت با ترکیب محصولات و بازارهای تاریخی شرکت در مقایسه با آنچه که برای آینده‌ی شرکت پیش‌بینی شده، سازگاری بیشتری دارد.

ویلیامز با پرداخت هزینه‌ای نظر مطالعه‌کنندگان مجله‌های مالی را در مورد شرکت جویا شد. مطالعات نشان می‌داد که آن‌ها نسبت به گینزبرو و کسب و کارش آگاهی اندکی دارند. مطالعه‌ی یادشده در مورد سهامداران نیز تکرار شد. نتایج مطالعه آشکار کرد که سهامداران آگاهی نسبتاً بیشتری در مورد شرکت دارند، و آگاهی متوسط و یا نسبتاً پایینی نسبت به بازده سهام شرکت و چشم‌انداز آن دارند. ویلیامز با یک شرکت مشاوره‌ی بازاریابی که برنامه‌ای را برای تغییر تصویر شرکت پیشنهاد داده بود، در ارتباط بود. آن شرکت قرار بود از طریق برنامه‌های بازاریابی، دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران صنعتی و انفرادی شرکت را به سمت تصویر هدف‌گذاری شده راهنمایی کند. هدف از آن برنامه‌ها، ارتقای میزان "به چشم آمدن" شرکت و تصویر آن نزد سرمایه‌گذاران بود. شرکت مشاوره‌ی بازاریابی از طریق ایجاد گروهی که به‌طور متمرکز بر روی شرکت کار می‌کردند، نامی را پیشنهاد داد که به‌نظر می‌رسید با استراتژی‌های تعهدشده‌ی آتی شرکت سازگار است. "شرکت بین‌المللی سیستم‌های پیشرفته‌ی گینزبرو"، ویلیامز برآورد کرده بود که هزینه‌های بازاریابی و تغییر نام حدود ۱۰ میلیون دلار هزینه در پی خواهد داشت. استفان گینز نسبت به آن برنامه‌ها تا حدودی مردد بود. او سوال کرد "آیا هدف شما این است که قیمت سهم‌مان را از طریق بازاریابی سهام افزایش دهیم؟ این یک رویکرد جدید است. آیا ما باید همان‌گونه شرکت پراکتر اند گمبل صابون‌های خود را می‌فروشیم، تعهدات شرکت را در بازار بفروشیم؟" مشاوران شرکت هیچ سند تجربی دال بر این که بازاریابی تصویر شرکت و یا تغییر نام آن می‌تواند اثرات مثبتی روی سهام بگذارد، ارائه نکردند، اگرچه داستان‌های جالبی را در این زمینه عرضه کردند.

نتیجه‌گیری

سوانسن در موقعیت سختی قرار داشت. اعضای هیأت‌مدیره و مدیران شرکت راجع به ماهیت آتی شرکت توافق نظر

نداشتند. برخی از مدیران این گونه می‌دیدند که شرکت در حال ورود به مرحله‌ای با رشد سریع است، و بنابراین تقسیم مبالغ بزرگ سود (و یا حتی مبالغ متوسط و یا کلاً هر پرداختی) تناسبی با آن مرحله ندارد. دیگر مدیران بر این اعتقاد بودند که ایجاد تصویری عمومی و قوی از شرکت مهم است، چراکه نشان می‌دهد مدیران شرکت را آماده‌ی ورود به دوران طلایی رشد خود در دهه‌های ۸۰ و ۹۰ می‌بینند. این مهم تنها از مسیر پرداخت سود محقق می‌شد. در عین حال مسأله با امکان بازخرید سهام حتی پیچیده‌تر می‌شد. آیا گینزبرو باید وجوه خود را صرف بازخرید سهام کند، و یا در قالب سود میان سهامداران تقسیم کند؟ در عین حال که سوانسن به‌طور همزمان با چند مسأله مواجه بود، به این موضوع می‌اندیشید که آیا مدیران گینزبرو نماینده‌ی سهامدارانشان هستند یا نه. آیا اکثریت سهامداران گینزبرو سهم شرکت را بنا بر دلایل یکسانی خریده‌اند، و یا این که دلایل آن‌ها هم مانند مدیران شرکت بسیار مشتت است.

شکل ۱: صورت سود و زیان تلفیقی (ارقام به هزار دلار به استثنای اطلاعات مربوط به هر سهم)

پایان سال ۱۹۹۹				
۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	
\$۸۷۰,۰۰۰	\$۷۵۶,۶۳۸	\$۸۱۵,۹۷۹	\$۸۵۸,۲۶۳	فروش خالص
۵۴۹,۷۵۰	۴۹۸,۸۷۹	۵۰۱,۴۵۸	۵۴۰,۷۴۷	هزینه‌ی فروش
۳۲۰,۲۵۰	۲۵۷,۷۵۹	۳۱۴,۵۲۲	۳۱۷,۵۱۶	سود ناخالص
۷۷,۲۵۰	۷۵,۴۱۷	۷۰,۵۴۵	۷۷,۶۷۸	تحقیق و توسعه
۲۱۱,۵۰۰	۲۳۱,۰۰۸	۲۲۳,۶۳۴	۲۲۹,۹۷۱	هزینه‌های فروش، عمومی و اداری
۰	۸۹,۴۱۱	۰	۶۵,۴۴۸	هزینه‌های تجدید ساختار
۳۱,۵۰۰	(۱۳۸,۰۷۷)	۲۰,۳۴۳	(۵۵,۵۸۱)	سود (زیان) عملیاتی
(۴,۲۰۰)	(۳,۴۵۸)	۱,۰۶۵	(۴,۵۰۰)	سایر درآمدها (هزینه‌ها)
۲۷,۳۰۰	(۱۴۱,۵۳۴)	۲۱,۴۰۸	۶۰,۰۸۱	سود (زیان) قبل از مالیات
۹,۲۸۲	(۷۵۰)	۸,۴۱۵	۱,۲۴۱	مالیات بر درآمد
\$۱۸,۰۱۸	\$ (۱۴۰,۷۸۴)	\$۱۲,۹۹۳	\$(۶۱,۳۲۲)	سود (زیان) خالص
\$۰/۹۸	\$ (۷/۵۷)	\$۰/۶۹	\$ (۳/۲۵)	عایدی (زیان) هر سهم
\$۰/۳۹	\$۰/۲۵	\$۰/۲۵	\$۰/۷۷	سود پرداختی هر سهم

شکل ۲: ترازنامه‌ی تلفیقی (ارقام به هزار دلار)

؟؟			
۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	
\$۲۵,۶۸۵	\$۲۲,۲۳۰	\$۱۳,۹۱۷	نقد و شبه نقد
۲۱۷,۵۱۰	۱۸۷,۲۳۵	۲۰۸,۵۴۱	حساب‌های دریافتنی
۲۱۷,۲۲۱	۲۰۳,۸۸۸	۲۳۰,۳۴۲	موجودی‌ها
۱۵,۰۱۱	۱۳,۰۱۶	۱۴,۲۵۹	پیش پرداخت هزینه‌ها
۲۱,۰۰۰	۲۰,۷۱۴	۲۲,۱۸۴	دیگر دارایی‌های جاری
۴۹۶,۴۰۷	۴۴۷,۰۶۲	۴۸۹,۲۴۲	کل دارایی‌های جاری
۴۱۰,۹۸۸	۳۵۸,۸۴۱	۳۲۷,۶۰۳	اموال، کارخانه، و تجهیزات
۲۰۵,۵۳۰	۱۸۳,۴۸۸	۱۶۷,۴۱۴	پس از کسر استهلاک
۲۰۵,۴۵۸	۱۷۵,۳۵۵	۱۶۰,۱۹۰	خالص اموال، کارخانه و تجهیزات
۱,۵۱۵	۲,۰۹۹	۹,۴۲۹	دارایی‌های نامشهود
۱۷,۹۸۹	۱۷,۵۸۸	۱۵,۷۲۳	دیگر دارایی‌های بلندمدت
۷۲۱,۳۵۰	۶۴۲,۲۲۳	۶۷۴,۵۸۳	کل دارایی‌ها
\$۷۴,۹۸۱	\$۷۱,۳۴۵	\$۳۴,۱۹۵	وام‌های بانکی
۳۷,۵۲۷	۳۴,۲۳۹	۳۶,۴۴۹	حساب‌های پرداختنی
۱,۵۱۵	۱۵۰	۳۰۰	بخش جاری بدهی بلندمدت
۱۸۳,۰۱۴	۱۶۱,۶۳۳	۱۲۹,۳۷۴	بدهی‌های معوق و دیگر بدهی‌های جاری
۲۹۷,۰۳۷	۲۶۷,۳۶۷	۲۰۰,۳۱۸	کل بدهی‌های جاری
۱۶,۵۲۶	۱۳,۷۶۹	۱۶,۹۸۵	مالیات‌های معوق
۳۰,۰۲۱	۸,۷۷۵	۹,۰۰۰	بدهی بلندمدت
۷۰,۱۳۴	۶۴,۳۲۹	۴۴,۷۹۰	هزینه‌های معوق صندوق بازنشستگی
۷,۵۰۵	۵,۴۴۴	۲,۳۱۸	دیگر بدهی‌های بلندمدت
۴۲۱,۲۲۴	۳۵۹,۶۸۳	۲۷۳,۴۱۱	کل بدهی‌ها
۱۸,۸۳۵	۱۸,۸۵۵	۱۸,۸۵۵	سهام عادی، ارزش اسمی / دلار
۱۰۷,۸۸۹	۱۰۷,۹۰۷	۱۰۷,۸۷۴	سرمایه‌ی فراتر از ارزش اسمی
۲۶,۹۹۰	۲۰,۲۰۸	(۶,۵۶۶)	تعدیل‌های تجمعی تسعیر ارز
۱۵۶,۸۷۵	۱۴۶,۰۶۵	۲۹۱,۴۹۸	سود انباشته
(۱۰,۴۵۴)	(۱۰,۴۹۴)	(۱۰,۴۹۰)	کسر می‌شود سهام خزانه به هزینه‌ی
			۲۵۵/۵۰۶-۱۹۹۱ و ۲۵۶/۱۵۱-۱۹۹۰
۳۰۰,۱۲۶	۲۸۲,۵۴۱	۴۰۱,۱۷۲	کل حقوق صاحبان سهام
\$۷۲۱,۳۵۰	\$۵۴۲,۲۲۳	\$۶۷۴,۵۸۳	کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

شکل ۳: شاخص‌های اقتصادی و پیش‌بینی‌ها (ارقام به درصد)

۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	
۴/۷	۴/۲	۳/۲	۱/۴	۱/۰	۱/۶	۳/۴	نرخ اسناد خزانه‌ای سه ماهه
۵/۷	۴/۸	۴/۳	۴/۳	۴/۰	۴/۶	۵/۰	ثمر اوراق خزانه‌ای ۱۰ ساله
۶/۸	۵/۹	۵/۳	۵/۶	۵/۷	۶/۵	۷/۱	رتبه‌ی اوراق قرضه‌ی شرکت
							درصد تغییر در:
۳/۲	۲/۹	۳/۳	۴/۳	۳/۰	۱/۹	۰/۸	تولید ناخالص داخلی واقعی
۰/۱	(۰/۲)	۱/۲	۳/۵	۳/۲	(۱/۳)	۲/۰	قیمت‌های تولیدکننده‌ی کالای تمام شده
۴/۸	۳/۴	۳/۷	۴/۵	۰/۳	(۶/۰)	(۳/۴)	تولید صنعتی
۴/۵	۴/۲	۲/۴	۶/۰	۷/۴	۶/۵	۴/۳	مصرف کالاهای بادوام
۲/۸	۲/۹	۲/۹	۳/۵	۳/۳	۳/۱	۲/۵	مصرف مصرف‌کننده
۱/۹	۱/۷	۱/۹	۲/۱	۱/۸	۱/۷	۲/۴	توزم‌زدایی تولید ناخالص داخلی

نمایه‌ی ۴: داده‌های مربوط به سهامداران در سال‌های ۱۹۹۴ و ۲۰۰۴

۲۰۰۴		۱۹۹۴		
سهام	درصد	سهام	درصد	
٪۱۳	۲,۴۲۱	٪۱۳	۲,۳۹۰	خانواده‌های مؤسسان
٪۱۷	۳,۱۵۵	٪۲۰	۳,۶۷۷	کارکنان و خانواده‌هایشان
				سرمایه‌گذاران نهادی
٪۶	۱,۱۳۸	٪۱۳	۲,۳۹۰	رشد محور
٪۱۳	۲,۴۲۱	٪۸	۱,۴۷۱	ارزش محور
٪۲۶				سرمایه‌گذاران انفرادی
٪۱۳	۴,۸۰۶	٪۳۷	۶,۹۰۳	بلندمدت
٪۱۲	۲,۴۲۱	٪۵	۹۱۹	کوتاه‌مدت، معامله محور
	۲,۲۳۹	٪۴	۷۳۵	مابقی: ناشناخته
٪۱۰۰	۱۸,۶۰۰	٪۱۰۰	۱۸,۳۸۵	کل

شکل ۵: ارقام مالی مربوط به هر سهم و داده‌های سهام شرکت

سال	سهام	عایدی هر سهم	سود پرداختی هر سهم	جریان نقدی هر سهم	قیمت هر سهم				درجه پرداختی سود	متوسط	سهام موجود
					بالاترین	پایین‌ترین	متوسط	متوسط P/E			
۱۹۸۹	۱۴/۵۲	\$۰/۴۵	\$۰/۱۸	\$۰/۹۷	۲۰/۳۷	\$۹/۶۹	۱۴/۴۸	۳۲/۴	٪۴۰	٪۱/۲	۱۵/۴۹
۱۹۹۰	۱۶/۰۰	۰/۷۴	۰/۲۲	۱/۲۹	۲۱/۱۱	۱۰/۱۸	\$	۲۰/۲	٪۳۰	٪۱/۵	۱۵/۵۸
۱۹۹۱	۲۲/۲۵	۰/۸۹	۰/۲۷	۱/۴۳	۲۱/۲۳	۸/۲۰	۱۳/۵۰	۱۵/۱	٪۳۰	٪۲/۰	۱۶/۰۴
۱۹۹۲	۲۵/۶۴	۱/۵۹	۰/۳۱	۲/۰۵	۱۸/۵۰	۱۰/۱۸	۱۳/۳۵	۸/۴	٪۱۹	٪۲/۳	۱۷/۸۷
۱۹۹۳	۲۷/۱۹	۲/۲۹	۰/۴۰	۲/۸۳	۲۲/۴۸	۱۲/۱۷	۱۸/۳۶	۸/۰	٪۱۷	٪۲/۲	۱۸/۰۶
۱۹۹۴	۳۰/۰۶	۲/۵۹	۰/۵۷	۳/۲۵	۲۳/۸۴	۱۸/۰۱	۲۱/۰۰	۸/۱	٪۲۲	٪۲/۷	۱۸/۳۹
۱۹۹۵	۳۱/۶۶	۲/۶۱	۰/۷۲	۳/۳۴	۲۶/۷۰	۱۸/۲۵	۲۲/۷۳	۸/۷	٪۲۷	٪۳/۱	۱۸/۷۶
۱۹۹۶	۳۷/۷۱	۲/۶۹	۰/۸۱	۳/۶۰	۲۹/۴۳	۱۹/۵۰	۲۴/۲۳	۹/۰	٪۳۰	٪۳/۴	۱۸/۷۶
۱۹۹۷	۴۰/۶۹	۲/۵۶	۰/۸۶	۳/۶۲	۳۹/۷۴	۲۰/۱۲	۲۹/۴۸	۱۱/۵	٪۳۴	٪۲/۹	۱۸/۷۸
۱۹۹۸	۴۸/۲۳	۳/۵۸	۰/۹۲	۴/۸۱	۴۰/۹۸	۲۷/۳۲	۳۳/۹۸	۹/۵	٪۲۶	٪۲/۷	۱۸/۸۸
۱۹۹۹	۴۳/۵۹	۲/۷۹	۱/۰۳	۴/۲۵	۳۸/۷۴	۲۱/۳۶	۳۱/۸۲	۱۱/۴	٪۳۷	٪۳/۲	۱۸/۶۶
۲۰۰۰	۴۲/۶۷	۰/۶۵	۱/۰۳	۲/۲۳	۴۷/۱۹	۲۹/۵۵	۳۶/۸۱	۵۷/۰	٪۱۶۰	٪۲/۸	۱۸/۶۶
۲۰۰۱	۴۱/۴۶	۰/۳۵	۱/۰۳	۲/۰۰	۴۰/۲۳	۲۶/۸۲	۳۱/۲۶	۸۹/۹	٪۲۹۷	٪۳/۳	۱۸/۶۶
۲۰۰۲	۴۵/۵۲	(۳/۲۵)	۰/۷۷	۲/۸۶	۳۰/۷۵	۲۲/۱۳	۲۶/۴۵	ربم	ربم	٪۲/۹	۱۸/۸۵
۲۰۰۳	۴۳/۲۸	۰/۶۹	۰/۲۵	۱/۹۹	۷۱/۸۸	۵۰/۷۴	۵۱/۳۳	۸۸/۲	٪۳۵	٪۰/۴	۱۸/۸۵
۲۰۰۴	۴۰/۶۸	(۷/۵۷) \$	۰/۲۵	(۰/۹۷)	۳۹/۸۸	۱۸/۳۸	۲۹/۱۵	ربم	ربم	٪۰/۹	۱۸/۶۰

تعدیل شده با تجزیه‌ی ۳ به ۲ سهام در ژانویه‌ی ۱۹۹۵ و سود پرداختی ۵۰٪ در ژوئن ۱۹۹۷.

شکل ۶: داده‌های مقایسه‌ای صنعت، آگوست ۲۰۰۵

نسبت عایدی به حقوق صاحبان سهام	مالکیت محرمان (%)	بدهی تقسیم بر حق مالی (%)	ثمر جاری سود پرداختی	نسبت پرداخت جاری	نرخ رشد جریان نقدی		فروش (ارقام به میلیون دلار	
					سه تا پنج سال آینده	پنج سال گذشته		
nmf*	۳۰/۰	۲۸/۰	۰/۳	۰/۰	۱۵/۰	(۱/۵)	۵۰۴	شرکت کینزوپرو
								شرکت‌های CAM – CAD (نرم‌افزار و سخت‌افزار)
۲۵/۳	۳/۲	۰/۰	۰/۰	۶/۰	۱۰/۵	۴/۵	۱,۲۳۴	شرکت اتودسک
۲۳/۳	۴/۴	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۱۳/۰	۱۶/۵	۱۳۵	شرکت انسیس
۲۱/۴	۳/۵	۲۴/۷	۰/۰	۰/۰	۶/۰	(۱/۵)	۱,۱۹۸	شرکت اینترگراف
۲۵/۷	۳/۱	۰/۲	۰/۰	۰/۰	۱۲/۰	۸/۰	۵۵۱	منتور گرافیکس
۲۱/۹	۵/۹	۶۵/۵	۰/۰	۰/۰	۲/۰	۴/۵	۷۱۱	شرکت مُلدفلو
۳۶/۲	۱۵/۴	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۱۱/۵	nmf	۴۹	شرکت پارامتریک تکنولوژی
۳۳/۴	۵/۴	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۶/۰	(۶/۵)	۶۶۰	شرکت سینوسیستم
۲۶/۵	۵/۶	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۶/۰	۶/۵	۱,۰۹۲	شرکت‌های تولیدکننده‌ی ماشین‌های الکترونیکی – صنعتی
۱۶/۴	۱/۰	۳۰/۶	۲/۴	۳۹/۰	۳/۰	۱/۵	۴,۴۶۳	شرکت صنعتی کوپر
۲۰/۵	۰/۸	۴۳/۳	۲/۶	۵۴/۰	۳/۵	۲/۵	۱۵,۶۱۵	شرکت ؟؟ الکتریک
۱۷/۶	۲/۹	۲۱/۱	۳/۰	۵۲/۰	۶/۰	۵/۰	۱,۹۹۳	شرکت هوبل
۱۷/۷	۲/۴	۶۰/۲	۰/۰	۰/۰	۵/۰	(۱۰/۰)	۱,۵۱۶	شرکت توماس اند بتس
۱۹/۱	۵/۹	۱۸۰/۸	۰/۰	۰/۰	۱۲/۵	(۲۱/۵)	۹۷۶	تولیدکنندگان دستگاه تراش. A
۱۵/۰	۵/۲	۲۸/۴	۲/۲	۳۲/۰	۱۰/۰	۲/۵	۱,۳۳۴	شرکت اکچوانت. B
nmf	۴/۶	۴۶۸/۱	۰/۰	۰/۰	(۲/۵)	(۱۵/۵)	۷۷۴	شرکت میلان کورن. C
۲۲/۹	۳/۰	۱۸/۳	۳/۱	۷۱/۰	۳/۵	۵/۰	۲,۴۰۷	شرکت راسنپ. آن. D

* رقم معنی‌داری نیست

شکل ۷: شرکت‌های منتخب با سود تقسیمی بالا و سود تقسیمی صفر، آگوست ۲۰۰۵

نسبت جاری P/E	نرخ رشد مورد انتظار فروش (۳ تا ۵ سال بعدی)	ثمر جاری سود پرداختی	درصد جاری سود پرداختی	نرخ رشد مورد انتظار سود پرداختی	نرخ بازده مورد انتظار روی کل سرمایه	صنعت	
شرکت‌های با سود پرداختی بالا							
۱۲/۴	nmf	۸/۹	۱۲۳/۰	nmf	۵/۰	صندوق سرمایه‌گذاری املاک مستغلات	شرکت کریست ریل استیت اکویتیز
nmf	nmf	۷/۲	۹۶/۶	nmf	۵/۵	صندوق سرمایه‌گذاری املاک مستغلات	اکویتی آنالین پراپرتیز تراست
۳/۲	(۵/۰)	۳۵/۳	۱۱۵/۰	۹/۰	۲۰/۰	حمل و نقل نفت	شرکت با مسئولیت محدود فرونت لاین
nmf	nmf	۹/۲	۹۶/۴	nmf	nmf	مدیریت سرمایه‌گذاری	اسکو درهای اینکام تراست
۲۴/۳	۵/۰	۶/۷	۱۰۴/۰	۳/۵	۱۲/۰	عملیات لوله‌گذاری	شرکت مختلط تپکو
۱۸/۷	۵/۵	۶/۰	۱۱۲/۰	۰/۰	۴/۵	برق شهری	هلدینگ یو‌آی‌آل
شرکت‌های با سود پرداختی صفر							
۲۶/۵	۱۸/۵	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۱۷/۵	زیست فناوری	شرکت آمگن
۲۱/۶	۱۶/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۴۹/۰	سیستم‌های شبکه	شرکت سیسکو سیستم
۲۵/۸	۲۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۲۲/۵	خرده‌فروشی لوکس	شرکت گئوچ
۷۴/۷	۳۲/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۲۶/۰	حراج اینترنت	شرکت ای‌بی
۱۷/۹	۱۴/۵	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۳۱/۰	نرم‌افزار	شرکت اوراکل
nmf	۳۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۱۳/۵	ارتباطات از راه دور	ریسرچ این موشن لیمیتد
nmf	۳۱/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۱۴/۵	اینترنت/ رسانه	شرکت یاهو

شکل ۸: به صورت پیش‌بینی شده‌ی منابع – مصارف (ارقام میلیون دلار)

مفروضات	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	
نرخ رشد فروش	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	
سود خالص به صورت درصدی از فروش	%۲/۱	%۴/۰	%۵/۰	%۵/۵	%۶/۰	%۵/۶	%۸/۰	
نسبت سود پرداختی	۴۰/۰	۴۰/۰	۴۰/۰	۴۰/۰	۴۰/۰	۴۰/۰	۴۰/۰	
پیش‌بینی‌ها	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	-۱۱ ۲۰۰۵
فروش	\$۸۷۰/۱	\$۱,۰۰۰/۷	\$۱,۱۵۰/۸	\$۱,۳۲۳/۴	\$۱,۵۲۱/۹	\$۱,۷۵۰/۱	\$۲,۰۱۲/۷	\$۹,۶۲۹/۶
منابع	\$۱۸/۱	\$۴۰/۰	\$۵۷/۵	\$۷۲/۸	\$۹۱/۳	\$۹۸/۰	\$۱۶۰/۰	\$۵۳۷/۸
سود خالص	\$۲۲/۵	\$۲۵/۵	\$۳۰/۰	\$۳۴/۵	\$۴۰/۵	\$۴۶/۵	\$۵۲/۵	\$۲۵۲/۰
استهلاک	\$۴۰/۶	\$۶۵/۵	\$۸۷/۵	\$۱۰۷/۳	\$۱۳۱/۸	\$۱۴۴/۵	\$۲۱۲/۵	\$۷۸۹/۸
مخارج سرمایه‌ای	\$۴۳/۸	\$۵۰/۴	\$۵۷/۵	\$۶۶/۲	\$۶۸/۵	\$۷۸/۸	\$۹۰/۶	\$۴۵۵/۷
تغییر در سرمایه در گردش	\$۱۹/۵	\$۲۲/۴	\$۲۵/۸	\$۲۹/۶	\$۳۴/۰	\$۳۸/۵	\$۴۴/۳	\$۲۱۴/۱
کل	\$۶۳/۳	\$۷۲/۸	\$۸۳/۳	\$۹۵/۸	\$۱۰۲/۴	\$۱۱۷/۳	\$۱۳۴/۹	\$۶۶۹/۸
مازاد وجه نقد (نیازهای وام‌گیری)	(\$۲۲/۷)	\$ (۷/۳)	\$۴/۲	\$۱۱/۵	\$۲۹/۴	\$۲۷/۲	\$۷۷/۶	\$۱۲۰/۰
سود پرداختی	\$۷/۲	\$۱۶/۰	\$۲۳/۰	\$۲۹/۱	\$۳۶/۵	\$۳۹/۲	\$۶۴/۰	\$۲۱۵/۱
مازاد وجه نقد (نیازهای وام‌گیری) پس از پرداخت سود	\$(۲۹/۹)	\$ (۲۳/۳)	\$ (۱۸/۸)	\$ (۱۷/۶)	\$ (۷/۲)	\$ (۱۲/۰)	\$۱۳/۶	\$ (۹۵/۱)

توجه: سود پرداختی براساس ۴۰٪ سود خالص محاسبه شده است.

۱. در تحلیل‌ها از آثار وام‌گیری روی بهره و استهلاک وام صرف‌نظر شده است. این آثار دربرگیرنده‌ی تمامی

افزایش‌های ارقام بدهی‌های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام (غیر از سود انباشته) است.

افته‌ی ۲-۵. شرکت باغمیشه

فصل ششم:

ارزش‌گذاری کسب‌وکار و

عرضه‌ی اولیه

افته‌ی ۱-۶. فروشگاه یراق آلات صداقت^۱

آقای عباسی بعد از ۳۰ سال خدمت در نیروی دریایی در سن ۴۷ سالگی بازنشسته شده است. وی خود از شغلش راضی بود، اما همسر و دو دختر نوجوانش از سفرهای طولانی دریایی او چندان دل خوشی نداشتند.

آقای عباسی ظرف ۲۰ سال آخر خدمتش، مسئولیت اداره‌ی تعاونی‌های مصرف پایگاه‌های نیروی دریایی را برعهده داشت و در طول این مدت، تجربیات گرانمایی در زمینه‌ی هدایت و مدیریت واحدهای کوچک تجاری به‌دست آورد. وی سرمایه‌ای حدود ۱۱۰ میلیون تومان از محل پس‌اندازهای خود در طول خدمت و نیز ماترک پدرخانمش جمع‌وجور کرده که ۱۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ تومان آن به‌شکل سپرده نزد یکی از بانک‌های تجاری است و ۱۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ تومان باقی در بورس تهران سرمایه‌گذاری شده است. وجوه اخیر در چند سهم فعال و مطمئن به کار گرفته شده، و هر آن قابل نقدکردن است. در ضمن، آقای عباسی مستمری‌ای نیز دریافت می‌کند که مبلغ آن ۸٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال در ماه است. برخوردار از سلامت جسمی کامل، آقای عباسی قصد ندارد بقیه‌ی عمر را با استراحت و تن‌آسایی تلف کند. برعکس، قصد دارد فروشگاه یراق آلات صداقت را خریداری و اداره کند. این فروشگاه در مرکز خرید معتبری در حومه‌ی تهران واقع شده و نسبتاً بزرگ است.

فروشگاه صداقت در سال ۱۳۷۴ توسط آقای جنتی تأسیس شد که تا زمان فوتش، در سال ۱۳۸۹، شرکت را اداره می‌کرد. پسر آقای جنتی از سال ۱۳۹۰ تا به حال (سال ۱۳۹۲) اداره‌ی شرکت را برعهده دارد. اما سود شرکت در زمان تصدی وی کاهش یافته و بسیار پایین‌تر از زمانی است که پدرش شرکت را می‌گرداند. مشکلات اصلی مالک جدید عبارت است از:

۱. توجه بیش‌از حد به کالاهایی که کیفیت آن‌ها به مراتب مرغوب‌تر از چیزی است که منطقه می‌طلبد. این سطح از مرغوبیت موجودی‌ها با ویژگی‌های درآمدی مشتریان نمی‌خواند و با واردات از چین رقابت نمی‌کند.

۲. سخت‌گیری‌های بیش از حد در نسبه‌فروشی در آغاز و در عین حال اهمال در وصول طلب‌های معوق.

در نتیجه، سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و حساب‌های دریافتنی بیش از اندازه بوده، و زیان حاصل از حساب‌های دریافتنی، سودآوری فروشگاه را بسیار پایین آورده است. جنتی جوان تمایلی به بستن فروشگاه ندارد، اما به‌عنوان مهندس کامپیوتر تازه فارغ‌التحصیل شده، فرصت‌های استخدامی و سرمایه‌گذاری متعدد دیگری دارد که او را به فروشگاه کم‌علاقه می‌کند، و در

^۱. سوژه اصلی افته اقتباس از Westgate Hardware Company است که در سال ۱۹۸۴ توسط پروفیسور ریچارد پت‌وی ویرایش نهایی شده، و متناسب با اوضاع ایران بازسازی شده است. شکل فارسی افته حاصل کار حسین عبده تبریزی و فردین صادقی است و در آبان ماه ۱۳۷۴ تنظیم شده است. اعداد افته در سال ۱۳۹۲ مجدداً به‌روزرآوری شد.

صورت ارائه‌ی پیشنهادی مناسب، حاضر است فروشگاه واگذار کند.

آقای عباسی به محض این که توسط واسطه‌ای که قبلاً در پایگاه دریایی انزلی برای وی جنس می‌آورد، از واگذاری فروشگاه صداقت مطلع شد، به دیدار آقای جنتی رفت و کوشید تا تصویر دقیقی از موقعیت جاری فروشگاه در ذهن ترسیم کند. طی مذاکراتی که آقای عباسی با مهندس جنتی، عمده‌فروشان یراق‌آلات و سایر فروشگاه‌های آن منطقه به‌عمل آورد، به این نتیجه رسید که فروشگاه صداقت آینده‌ی بسیار خوبی دارد، اما مالک جدید آن را به شایستگی اداره نکرده است. آقای عباسی براساس تجربیات شخصی‌اش، به این نتیجه رسید که می‌تواند اوضاع را بهتر کند.

جدول ۱ ترازنامه‌ی فروشگاه صداقت را به تاریخ ۲۹ اسفند ۱۳۹۱ نشان می‌دهد، در جدول ۲، فروش و سود قبل از مالیات به مدت ۱۱ سال از ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ منعکس است. آقای عباسی براساس بررسی‌های خود از نزدیک و بازدید از دارایی‌ها و انبار به این نتیجه رسیده که دارایی‌های ثابت و موجودی‌های مندرج در ترازنامه‌ی فروشگاه نسبتاً خوب ارزشیابی شده‌اند، ولی نسبت به وصول همه‌ی حساب‌های دریافتنی تردید زیادی دارد. آقای مهندس جنتی از خریداران ابزارآلات گران‌قیمت چک‌های چند ماهه‌ای دریافت کرده که سررسید بعضی از آن‌ها از موعد مقرر گذشته است.

جدول ۱. فروشگاه یراق‌آلات صداقت

ترازنامه

۲۹ اسفندماه ۱۳۹۱

ارقام به هزار ریال			
۸۳٫۷۰۰٫۰۰۰	حساب‌های پرداختنی	۱۰٫۸۰۰٫۰۰۰	موجودی صندوق
۵٫۴۰۰٫۰۰۰	سایر بدهی‌های جاری	۱۸٫۰۰۰٫۰۰۰	حساب‌های دریافتنی
۹۰۰٫۰۰۰	سرمایه و سود انباشته	۴۳٫۲۰۰٫۰۰۰	موجودی‌ها
		۱۸٫۰۰۰٫۰۰۰	دارایی‌های ثابت
۹۰٫۰۰۰٫۰۰۰	کل بدهی‌ها و ارزش ویژه	۹۰٫۰۰۰٫۰۰۰	کل دارایی‌ها

جدول ۲. فروشگاه یراق آلات صداقت
فروش و سود قبل از مالیات سال‌های ۱۳۶۴ تا ۱۳۷۴

ارقام به هزار ریال

سال	فروش	سود قبل از مالیات
۱۳۸۱	۲۱۳۳۰٫۰۰۰	۲۱۳۳۰٫۰۰۰
۱۳۸۲	۲۲۴۱۰۰٫۰۰۰	۲۲۶۸۰٫۰۰۰
۱۳۸۳	۲۳۲۲۰۰٫۰۰۰	۲۲۶۸۰٫۰۰۰
۱۳۸۴	۲۴۳۰۰۰٫۰۰۰	۲۳۷۶۰٫۰۰۰
۱۳۸۵	۲۵۱۱۰۰٫۰۰۰	۲۴۵۷۰٫۰۰۰
۱۳۸۶	۲۴۸۴۰۰٫۰۰۰	۲۳۲۲۰٫۰۰۰
۱۳۸۷	۲۳۴۹۰۰٫۰۰۰	۹۱۸۰٫۰۰۰
۱۳۸۸	۲۲۴۱۰۰٫۰۰۰	۱۰۲۶۰٫۰۰۰
۱۳۸۹	۲۴۵۷۰۰٫۰۰۰	۱۱۰۷۰٫۰۰۰
۱۳۹۰	۲۵۳۸۰۰٫۰۰۰	۹۷۲۰٫۰۰۰
۱۳۹۱	۲۴۰۳۰۰٫۰۰۰	۹۹۹۰٫۰۰۰

آقای عباسی در خلال بررسی‌هایش دریافت که ساختمان‌های مجاور این مرکز خرید در پایان دهه‌ی ۱۳۷۰ ساخته شده است، و منطقه به شکلی بسته است، و نمی‌توان انتظار داشت که جمعیت بیش‌تری در این نواحی ساکن شوند. از آن‌جا که این منطقه نمی‌توانست ساکنان جدیدی داشته باشد، هرگونه رشد فروش باید از طریق افزایش درآمد شخصی ساکنان یا تشویق مشتریان ساکن در منطقه به خرید بیش‌تر از این مرکز خرید صورت می‌گرفت؛ باید مشتریان ساکن در منطقه قانع می‌شدند که به مرکز شهر و نواحی مرکزی حسن‌آباد در تهران که بورس یراق آلات شده، نروند و خریدهای خود را به فروشگاه محلی صداقت منتقل کنند. با توجه به محدودیت رشد بالقوه، آقای عباسی پی برد که هیچ فروشگاه یراق آلات جدیدی در این منطقه برای رقابت با فروشگاه صداقت تأسیس نخواهد شد.

در جریان مذاکره راجع به قیمت فروش احتمالی فروشگاه، مهندس جنتی خاطرنشان کرد که فروشگاه را به قیمت دویست میلیون تومان می‌فروشد، به شرط این که مبلغ نقداً به صورت چک بانکی به وی پرداخت شود.

پرسش‌ها

۱. اگر آقای عباسی شرکت یراق آلات صداقت را بخرد، کل سرمایه‌گذاری او چه قدر خواهد بود؟ کلیه‌ی هزینه‌های سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرید: یعنی هر آن‌چه غیر از قیمت خرید می‌پردازید را نیز حتماً در نظر بگیرید. برای این منظور،

فرض کنید که قیمت خرید همان دویست میلیون تومان خواهد بود (به جدول ۳ مراجعه کنید).

۲. چنانچه آقای عباسی از شما بخواهد بعد از خرید فروشگاه، برآوردهای حداکثر، حداقل، و متوسطی از سود سالانه به دست دهید، چه ارقامی را اعلام می کنید؟ فرض کنید که (الف) آقای عباسی فروشگاه را به صورت صنفی اداره کند، و مالیات وی نیز براساس درآمد فردیش اخذ شود، (ب) نرخ مالیات بر درآمد فروشگاه ۲۵ درصد باشد، و (ج) تمام سود را برای مخارج شخصی برداشت کند.

۳. با استفاده از برآوردهای سود قبل از مالیات سؤال ۲، حداکثر، حداقل، و منطقی ترین قیمتی را محاسبه کنید که آقای عباسی برای خرید فروشگاه باید بپردازد.

۴. حداقل قیمتی که مهندس جنتی برای واگذاری فروشگاه باید بپذیرد، کدام است؟

۵. اگر مهندس جنتی بیش از دویست میلیون تومان تقاضا کند، آیا آقای عباسی باید فروشگاه را بخرد؟

جدول ۳. نسبت های متوسط فروشگاه های یراق آلات با اندازه ی متوسط

درصد			
۱۲	حساب های پرداختنی	۸	موجودی نقد
۲۵	تسهیلات بانکی	۱۶	حساب های دریافتنی
۳۷	کل بدهی های جاری	۵۴	موجودی ها
۱۵	بدهی بلندمدت	۷۸	کل دارایی های جاری
۴۸	سرمایه به علاوه ی سودهای سنواتی	۲۲	دارای های ثابت *
۱۰۰	کل بدهی ها و سرمایه	۱۰۰	کل دارایی ها

* فرض بر این است که ساختمان فروشگاه و انبارها ملکی است.

افته‌ی 2-6. شرکت لیستون

در اوایل ژانویه ۲۰۰۵، جک چارلتون^۱، مدیرعامل شرکت آتلانتیک جنوبی^۲، برنامه‌ی تملک شرکت لیستون، یک کسب‌وکار خانوادگی متخصص در محصولات صنعتی، را بررسی می‌کرد.

لیستون در سال ۱۹۳۰ توسط هامفری لیستون^۳ تأسیس شد و اکنون توسط نوه‌اش، جیم لیستون^۴ مدیریت می‌شود. لیستون شهرت خوبی در کیفیت و اعتمادزایی دارد و در طول زمان روابط و مناسبات زبان‌زدی را بر پایه‌ی اعتماد و وفاداری به مشتریان و عرضه‌کنندگانش توسعه بخشیده است. فروش آن در سال ۲۰۰۴ به ۳۱۰ میلیون دلار با سود خالص ۲۹ میلیون دلار رسیده است. صورت سود و زیان و ترازنامه شرکت در ۳۱ دسامبر سال ۲۰۰۴ به قرار زیر است:

صورت سود و زیان (ارقام به میلیون دلار)

۳۱۰	فروش
۲۱۸	هزینه‌های عملیاتی (غیر از استهلاک)
۹۲	سود عملیاتی قبل از بهره، مالیات و استهلاک
۳۰	هزینه استهلاک
۶۲	سود قبل از بهره و مالیات
۱۴	هزینه‌ی بهره
۴۸	سود قبل از مالیات
۱۹	مالیات
۲۹	سود خالص

^۱. Jack Charlton

^۲. South Atlantic Corporation

^۳. Humphrey Liston

^۴. Jim Liston

ترازنامه (ارقام به میلیون ریال)

دارایی‌ها	بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام
وجه نقد	۵
حساب‌های دریافتی	۳۱
موجودی کالا	۶۶
جمع دارایی‌های جاری	۱۰۲
خالص دارایی‌های ثابت	۲۰۸
کل دارایی‌ها	۳۱۰
	بدهی‌های پرداختی
	۳۵
	بدهی بلندمدت
	۱۴۰
	کل بدهی
	۱۷۵
	حقوق صاحبان سهام
	۱۳۵
	کل بدهی و حقوق صاحبان سهام
	۳۱۰

چارلتون به چند دلیل قصد تصاحب لیستون را داشت. اول این که هدف او همواره تبدیل شدن به یکی از اصلی‌ترین بازیگران در این صنعت بود و تصاحب لیستون اولین گام را برای تحقق این هدف هموار می‌ساخت. دوم این که، صنعت بالغ، با چارچوب مشخص و در حوزه‌ی قیمت بسیار رقابتی بود. در نتیجه تمایل زیادی برای ادغام وجود داشت. به علاوه لیستون موقعیت قدرتمندی بین کشورهای اروپایی داشت، درحالی که نقش شرکت آتلانیک جنوبی در آن منطقه خیلی پررنگ نبود. چارلتون متقاعد شده بود که لیستون به‌طور منسجم مدیریت نمی‌شود و پیشرفت‌های مهمی در این شرکت، به راحتی قابل دست یافتن هستند.

چارلتون یک گروه کاری از مدیران ارشد و متبخر را جهت بررسی کسب و کار لیستون و فراهم کردن اطلاعات و مفروضات لازم جهت ارزیابی لیستون تشکیل داد. این گروه به سرعت اتفاق نظر خود را مبنی بر آینده‌ی خوب کسب و کار محصولات صنعتی با رشد مورد انتظار سالانه ۶ درصد برای ۲ سال آتی، ۵ درصد برای ۲ سال بعد از آن و سپس ۳ درصد رشد سالانه مادام‌العمر اعلام کردند. این گروه بر این باور بودند که لیستون به آسانی می‌تواند به سبب شهرت خود در بازارهایی که در آن فعال است، عملکرد بهتری را ارائه دهد. حاشیه سود عملیاتی قبل از مالیات که در حال حاضر ۲۰ درصد بود، می‌توانست بهبود یابد، همین‌طور سرمایه در گردش عملیاتی که ۲۰ درصد فروش است، به‌طور قابل ملاحظه‌ای بیش تر از میانگین ۱۴ درصدی فروش گزارش شده در صنعت بود.

طبق برنامه ریزی، مخارج سرمایه‌ای سالانه حدود ۳۵ میلیون دلار است و طبق فرضیات هزینه‌ی استهلاک، سالانه ۱ میلیون دلار افزایش می‌یابد تا به سطح مخارج سرمایه‌ای در سال ۲۰۰۹ برسد، و بعد از آن هر دو در یک سطح، ثابت می‌مانند. هم چنین این گروه معتقد بودند که یک مدیریت جسورانه و کارآمدتر در رابطه با موقعیت مالیاتی لیستون، می‌تواند نرخ مؤثر مالیات را تا ۲ درصد کاهش دهد و آن را از ۴۰ درصد به ۳۸ درصد برساند.

این گروه، اطلاعاتی در رابطه با شرکت تجهیزات نلسون^۱ که در بازار بورس فعال و از لحاظ کسب و کار، دارایی‌ها و ساختار مالی قابل مقایسه با لیستون است، گردآوری کردند. این اطلاعات به همراه اطلاعات مالی شرکت آتلانتیک جنوبی در جدول ۲ ارائه شده است. سال گذشته، نلسون، شرکت بلمونت^۲ را تصاحب کرده بود و معامله براساس ۵/۲ میلیون دلار سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک^۳ و نسبت قیمت به سود^۴ ۱۱/۵، انجام شد. اطلاعات بازار سرمایه در جدول ۳ نمایش داده شده است.

جدول ۲: اطلاعات مالی شرکت آتلانتیک جنوبی و شرکت نلسون (میلیون دلار)

شرکت نلسون	شرکت آتلانتیک جنوبی	
۵۹۰	۵۰۰	فروش
۱۷۴	۱۵۲	سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک
۱۱۳	۹۹	سود قبل از بهره و مالیات
۵۹	۵۱	سود خالص
۲۹۵	۲۱۶	ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۲۰	۲۵	تعداد سهام
۳۰	۵۰	قیمت سهم (میانگین قیمت در سال)
٪۸۰	٪۸۰	نسبت حقوق حاصبان سهام به ارزش بازار سرمایه
۱,۳۰	۱,۳۰	ضریب بتا (بتای اهرمی)

جدول ۳: اطلاعات بازار سرمایه در ژانویه ۲۰۰۵

اطلاعات بازار سرمایه	
٪۳/۴	نرخ اسناد خزانه سه ماهه
٪۵/۷	نرخ اوراق قرضه خزانه ده ساله
٪۶/۰	صرف ریسک بازار
٪۸/۰	نرخ بهره بدهی بلندمدت لیستون

تملك لیستون یکی از مهم ترین تصمیمات چارلتون در حرفه اش است. اگر چه او کاملاً معتقد بود این تصاحب اقدامی منطقی و درست می باشد، قصد دارد این عمل را در بهترین شرایط ممکن و قیمتی مناسب انجام دهد. چگونه می توان لیستون را

^۱. Nelson Equipment Corporation

^۲. Belmont Company

^۳. Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA)

^۴. Price to Earnings ratio (P/E)

ارزش گذاری کرد؟ از چه روشی می توان استفاده نمود؟ چگونه می توان مانع قیمت گذاری بالای لیستون شد؟ چگونه معامله را باید تأمین مالی نمود؟ این ها سوالاتی هستند که چارلتون با آن ها روبه رو است.

الف. مفروضات طرح:

در محاسبات خود مفروضات زیر را لحاظ کنید:

۱. روز ادغام و تصاحب لیستون ۳۱ دسامبر ۲۰۰۴ است.
 ۲. بدهی قبلی لیستون به مبلغ ۱۴۰ میلیون یورو و به روش خطی ظرف ۴ سال مستهلک می شود.
 ۳. در روز تصاحب، لیستون ۲۵ میلیون یورو و با نرخ بهره ۱۱ درصد به عنوان تسهیلات مادام العمر اخذ کرد.
 ۴. بهبود در حاشیه سود عملیاتی و سرمایه در گردش عملیاتی به صورت زیر خواهد:
- | سال | ۲۰۰۵ | ۲۰۰۶ | ۲۰۰۷ | ۲۰۰۸ | ۲۰۰۹ |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|
| حاشیه سود عملیاتی (%) | ۲۱٪ | ۲۲٪ | ۲۳٪ | ۲۴٪ | ۲۵٪ |
| سرمایه در گردش عملیاتی (% فروش) | ۱۷٪ | ۱۶٪ | ۱۵٪ | ۱۴٪ | ۱۴٪ |
۵. هزینه های معاملات برابر با ۹/۶ میلیون یورو برآورده شده است. (تقریباً ۲ درصد ارزش شرکت)

ب. سوالات:

۱. لیستون (ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت) را براساس روش ارزش گذاری نسبی با استفاده از نسبت های EBITDA و P/E ارزش گذاری کنید.
۲. لیستون را بر اساس روش های ارزش گذاری مبتنی بر جریان های نقدی زیر، ارزش گذاری کنید:
 - I. تنزیل جریان نقد^۱؛
 - II. ارزش فعلی تعیین شده^۲؛
 - III. روش حقوق صاحبان سهام^۳.
۳. فرض کنید آتلانیک جنوبی لیستون را با ارزش شرکت (EV)، ۴۷۸/۴۰ میلیون یورو تصاحب کرده است (EBITDA ۵/۲، سال ۲۰۰۴)، مطلوب است:
 - جدول منابع و مصارف؛
 - نرخ بازدهی داخلی موردنظر (IRR) برای لیستون در این معامله چقدر خواهد بود؟ (لطفاً از روش حقوق صاحبان سهام در این محاسبه کنید).

^۱. Discounted Cash Flow (DCF)

^۲. Adjusted Present Value (APV)

^۳. Equity Method

افته‌ی ۲-۶. شرکت لیستون

افتهی ۳-۶. شرکت کراون در مقابل شرکت سیرا

شرکت بلژیکی کرون^۱، که در صنعت تولید شکلات فعالیت می‌کند، قصد دارد رقیب هلندی خود سیرا^۲ را تصاحب کند. سیرا بسیار کوچک‌تر از کرون بوده اما موقعیت درخور توجه‌ای در کشور خود به‌دست آورده است. در حقیقت سیرا سومین شرکت بازار شکلات با سهم بازاری حدوداً ۲۰ درصد است. به‌علاوه محصولات سیرا به چندین کشور اروپایی نیز صادر می‌شود. مدیران ارشد کرون معتقدند هم‌افزایی قابل توجه‌ای در دو زمینه‌ی افزایش درآمد (عمدتاً با فروش محصولات در بازار یکدیگر^۳) و کاهش هزینه (در نتیجه‌ی صرفه‌ی اقتصادی^۴ و استفاده از دانش کرون در مدیریت زنجیره‌ی عرضه)، وجود دارد.

شرکت شکلات‌سازی سیرا

صورت سود و زیان

سال مالی منتهی به ۳۱ دسامبر ۲۰۰۹ (ارقام به میلیون یورو)

۸۵۲	فروش
(۷۰۶)	هزینه‌های عملیاتی
۱۴۶	سود عملیاتی قبل از بهره، مالیات و استهلاک
(۴۵)	استهلاک
۱۰۱	سود قبل از مالیات
(۳۵,۴)	مالیات (۳۵٪)
۶۵,۷	سود خالص

کرون در نظر دارد با استفاده از اهرم، شرکت سیرا را تحت تملک خود قرار دهد (سیرای جدید). سیرای جدید با ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌شود. این تسهیلات را یک گروه از بانک‌های اسپانیایی ارائه خواهند کرد. مبلغ وام ۴۰۰ میلیون یورو با نرخ بهره ۵ درصد به روش خطی و در طول هشت سال مستهلک می‌شود؛ به‌علاوه، وام‌گیرنده این اختیار را خواهد داشت تا مانده‌ی اصل وام را بدون جریمه‌ی دیرکرد و در پایان سال پنجم (۲۰۱۴) بازپرداخت کند. جزء سرمایه از این برنامه‌ی تأمین مالی توسط شرکت کرون تأمین می‌شود و مقدار آن معادل مانده‌ی موردنیاز برای اکتساب سیرا است. پس از تکمیل مراحل تصاحب شرکت، سیرای جدید با سیرا ادغام می‌شود. مبلغ بدهی با جریان نقدی آزاد ایجادشده توسط سیرا، بازپرداخت خواهد شد. مدیران کرون قبل از تصاحب، تحقیقات و مطالعاتی در رابطه با سیرا انجام دادند و روند سوددهی و هزینه‌های سیرا را تا ۵ سال آتی (۲۰۱۴-۲۰۱۰) پیش‌بینی کردند.

سناریو ۱: اگر سیرا مستقل بماند: انتظار می‌رود فروش تا ۱۰ درصد در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ رشد کند و پس از آن در سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۴ نرخ رشد ۹ درصد بشود. هم‌چنین، انتظار می‌رود حاشیه‌ی سود عملیاتی قبل از بهره، مالیات و استهلاک (که برای سال

^۱. Crown

^۲. Sierra

^۳. cross selling

^۴. economy of scale

۲۰۰۹، ۱۷/۱ درصد برآورد شده است) در سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۲ تا ۱۷ درصد کاهش یابد و این کاهش برای سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ به ۱۶/۵ درصد برسد. سرمایه در گردش معادل ۱۵ درصد فروش از سال ۲۰۰۹ به بعد در نظر گرفته شده است. مخارج سرمایه‌ای برآورد شده به این قرار است: ۴۵ میلیون یورو در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱، ۴۰ میلیون یورو در سال‌های ۲۰۱۲، ۲۰۱۳، و ۲۰۱۴. هزینه‌ی استهلاک در سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳، ۴۵ میلیون یورو و در سال ۲۰۱۴، ۴۰ میلیون یورو برآورد شده است. در ساختار سرمایه‌ی سیرا بدهی وجود ندارد. در نتیجه، سیرا هزینه‌ی مالی از بابت بهره پرداخت نمی‌کند. انتظار می‌رود نرخ مالیات شرکت در سطح ۳۵ درصد باقی بماند.

سناریو ۲: اگر کرون موفق به تصاحب سیرا بشود، هم‌افزایی و بهبودهایی حاصل می‌شود. حاشیه‌ی سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تا ۱۸/۵ درصد برای سال ۲۰۱۰ افزایش خواهد یافت و در سال‌های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۲ به ۲۰ درصد خواهد رسید، درحالی‌که در سال ۲۰۱۳ (به دلیل رقابت سنگین) تا ۱۹ درصد کاهش یافته و در این حد تا سال ۲۰۱۴ باقی خواهد ماند. سرمایه در گردش به عنوان درصدی از فروش در ۲۰۱۰ تا ۱۲ درصد کاهش یافته و در این سطح باقی می‌ماند. رشد فروش در ۲۰۱۰، ۱۲ درصد، در سال‌های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۲، ۱۵ درصد، و برای ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴، ۱۲ درصد خواهد بود. سیرا باید برنامه‌ای برای سرمایه‌گذاری در بازسازی زمین و تجهیزات خود داشته باشد؛ در نتیجه، مخارج سرمایه‌ای در ۲۰۱۰، ۸۰ میلیون یورو، در ۲۰۱۱، برابر ۷۰ میلیون یورو، در ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳، معادل ۵۰ میلیون یورو و در ۲۰۱۴ برابر ۶۰ میلیون یورو در نظر گرفته شده است. به دلیل این سرمایه‌گذاری، هزینه‌ی استهلاک نیز از سناریو اول بیشتر خواهد بود به طوری که ۴۵ میلیون یورو در ۲۰۱۰، ۵۵ میلیون یورو در ۲۰۱۱، و در ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۴، ۶۰ میلیون یورو برآورد شده است. در نهایت انتظار می‌رود مالیات شرکت در سطح ۳۵ درصد باقی بماند.

شرایط تملک طبق برآورد مدیران کرون به صورت زیر است:

- نرخ مناسب هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام^۱ سیرا، قبل از ادغام، (بدون اهرم) ۱۲ درصد است.
- در ۳۱ دسامبر ۲۰۰۹، سیرا وجه نقد در دسترس ندارد.
- هزینه‌های معاملاتی به صورت زیر محاسبه می‌شود:
 - بانک سرمایه‌گذاری مشاور کرون در این معامله (رابرتسون^۲) کارمزدی برابر با ۱ درصد ارزش شرکت تملک‌شده را دریافت می‌کند، و حداقل این کارمزد ۱۰ میلیون یورو است.
 - کارمزد دریافتی بانک به میزان ۰/۷۵ درصد بدهی در ابتدای اخذ وام دریافت می‌شود.

^۱ Equity required rate of return

^۲. Robertson & Company

▪ هزینه ریز کاوی^۱ و هزینه‌های قانونی به‌طور کلی ۳ میلیون یورو برآورد شده است.

تمامی مخارج در پایان سال ۲۰۰۹ (۳۱ دسامبر) پرداخت شده است. با توجه به قانون کنونی مالیات، هزینه‌های معاملاتی کاهنده‌ی مالیات نیستند، و در نتیجه سپر مالیاتی ایجاد نمی‌کنند.

با استفاده از روش APV^۲، سیرا را در هر دو سناریو ارزش‌گذاری کنید.

در هر سناریو، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد را برای ۵ سال آتی طراحی کنید. (سال ۲۰۰۹ را به‌عنوان سال پایه در نظر بگیرید.)

از آن‌جا که ارزش نهایی اهمیت بسیاری دارد، برای برآورد آن از اطلاعات زیر استفاده کنید:

- جریان نقد آزاد: در سناریو ۱، جریان‌های نقدی را ثابت و مادام‌العمر و در سناریو ۲، جریان‌های نقدی را با نرخ رشد ۳/۵ درصد سالانه در نظر بگیرید.

- در رابطه با سپر مالیاتی، فرض کنید میزان بدهی در ترازنامه‌ی ۲۰۱۴، به‌طور مادام‌العمر (در همان نرخ بهره) باقی خواهد ماند. در واقع کرون بعد از بازپرداخت وام، اوراق قرضه‌ی بلندمدت با نرخ بهره‌ی ثابت صادر می‌کند.

جهت ساده‌سازی، در نظر بگیرید که ادغام در تاریخ ۳۱ دسامبر ۲۰۰۹ انجام شده است و تمامی جریان‌های نقد باید به این تاریخ تنزیل شوند. هم‌چنین فرض کنید اقساط وام در پایان هر سال پرداخت می‌شود. (تمامی مقادیر به میلیون یورو و با یک رقم اعشار نمایش داده شود.)

با توجه به اطلاعات ارائه شده، به سؤالات زیر پاسخ دهید.

۱. ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت^۳ سیرا در سناریو ۱ چقدر است؟ این ارزش‌ها در صورتی که سیرا در سناریو ۲ با ساختاری اهرمی تصاحب شود، چه مقدار خواهد بود؟

۲. فرض کنید سیرای جدید برای ادغام باید ۶/۵ برابر سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک ۲۰۰۹ به‌عنوان هزینه‌ی ادغام بپردازد:

۲-۱. مقدار صرفی^۴ که سهامداران سیرا (به‌صورت قطعی و درصدی) دریافت می‌کنند چقدر است؟ (صرف را در مقایسه با

ارزش سیرا قبل از ادغام بدست آورید.)

۲-۲. میزان سرمایه‌گذاری کرون در قسمت سرمایه‌ی سیرا چقدر خواهد بود؟ (جهت پاسخ به این سؤال جدول منابع و مصارف

ادغام را ارائه کنید.)

۳. ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت سیرا در سناریوی ۲، با استفاده از روش CCF^۵ چقدر خواهد بود؟

^۳. Due Diligence

^۴. adjusted present value

^۱. equity value and enterprise value

^۲. premium

^۳. capital cash flow

افته‌ی ۴-۶. شرکت ای‌بی (الف و ب)

شرکت ای‌بی^۱ (eBay)

گری بن‌گی‌یر^۲ مالی و معاون عملیاتی شرکت ای‌بی، دگمه ارسال روی لپ‌تاپ را فشار داد تا گزارش مالی هفتگی را برای پی‌یر امیدیار^۳ رئیس هیأت‌مدیره‌ی ۳۱ ساله‌ی شرکت، بفرستد. روز ۱۵ سپتامبر ۱۹۹۸ بود و وال استریت هنوز از تأثیر تابستانی تلاطم شدید بازار دچار سرگیجه بود. بی‌ثباتی بازار تا حد زیادی ناشی از نگرانی‌های بازار سرمایه‌ی افتان‌نگر ناشی از بحران اقتصادی فزاینده در آسیا و سایر بازارهای روبه توسعه بود. بسیاری از سرمایه‌گذاران نگران بودند اقتصاد ایالات متحده نتواند در مقابل آن‌چه «آنفولانزای آسیایی» نام گرفته بود مقاومت کند و از سوی دیگر کساد را اجتناب‌ناپذیر می‌دانستند. اگرچه نرخ بهره‌ی ایالات متحده هنوز پایین بود و اسناد خزانه ۴ درصد و اوراق سی‌ساله‌ی خزانه ۵/۶ درصد ثمر^۴ به‌همراه داشت، شاخص اس‌اند‌پی^۵ حدود ۱۳ درصد از بالاترین سطح آن که فقط دو ماه پیش به آن رسیده بود، پایین‌تر آمده بود. بازار اوراق بهادار بعد از سقوط به پایین‌ترین سطح خود در اواخر اوت، دوباره حرکت صعودی‌اش را آغاز کرده بود، اما بازده هم‌چنان دستخوش تلاطم^۶ شدید بود. اما ارزش سهام اینترنتی هم‌چنان پایین می‌آمد.

شاخص سهام اینترنتی (ISDEX) کم‌وبیش ۴۰ درصد از اوج خود در نیمه‌ی ژوئیه سقوط کرده بود.

شکل ۱ مسیر حرکت شاخص اس‌اند‌پی^۵ و شاخص اینترنتی را برای سه ماه گذشته نشان می‌دهد، و شکل ۲ روند درازمدت تلاطم کل بازار را تصویر می‌کند.

دو ماه قبل که ارزش سهام به سطحی بی‌سابقه رسیده بود، ای‌بی فرایند ثبت نخستین عرضه‌ی عمومی سهامش را در کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۷ آغاز کرده بود. اما، وقتی بازار شروع به اصلاح خود کرد، بسیاری از شرکت‌های دیگر که عرضه‌ی اولیه‌ی عمومی سهام^۸ داشتند یا از عرضه‌ی سهام چشم پوشیدند و یا آن را به تعویق انداختند. درواقع، چند هفته‌ی گذشته آرام‌ترین زمان برای عرضه‌ی عمومی سهام از اواسط دهه‌ی ۱۹۷۰ بود. شکل ۳ شمار عرضه‌های اولیه‌ی منتفی شده یا به تعویق افتاده در سال ۱۹۹۸ را نسبت به تعداد عرضه‌های تحقق‌یافته نشان می‌دهد. برخی سرمایه‌گذاران فکر می‌کردند ای‌بی نیز از دیگران پیروی

^۱ این افته را جیسون برونِت (Jason Burnett) و پروفیسور مایکل ج. شیل (Michael J. Schill) برای بحث در کلاس نوشته‌اند، و نه این که نحوه‌ی اداره‌ی مؤثر یا ناکارآمد امور در شرکتی را نشان داده باشند. افته مربوط به سال ۱۹۹۹ و دانشگاه ویرجینیا، مدرسه‌ی داردن است.

^۲ Gary Bengier

^۳ Pierre Omidyar

^۴ yield

^۵ S&P 500 Index

^۶ volatility

^۷ Securities & Exchange Commission (SEC)

^۸ initial public offering (IPO)

می‌کند و از عرضه‌ی سهام چشم می‌پوشد یا آن را به تعویق می‌اندازد.

معاملات فرد به فرد از دیرباز از طریق امانت‌فروشی‌ها، سمساری‌ها، جمعه‌بازارها و تبلیغات طبقه‌بندی شده صورت می‌پذیرفت. همه‌ی فروشندگان موظف بودند هزینه‌ی تبلیغات و هزینه‌ی محل فروش را پردازند و کل هزینه‌ی حمل‌ونقل و بازاریابی را تقبل کنند. این هزینه‌های گزاف به صورت قیمت‌های بالاتر به خریداران منتقل می‌شد. این روش مرسوم معامله مستلزم تقبل هزینه‌ی مدیریت انبار بود و از ضعف و پوشش محدود بازار نیز رنج می‌برد.

فکر امانت‌فروشی اینترنتی زمانی به سرپی‌یر امیدیار افتاد که دوست دخترش که بسته‌های فشاری آب‌نبات PEZ اتریشی را جمع می‌کرد، شکایت داشت که در خلیج سانفرانسیسکو، فروشنده‌ی PEZ پیدا نمی‌شود. چند ماه بعد، پی‌یر که می‌کوشید یک سایت اینترنتی بسازد که گردآورندگان PEZ از طریق آن با هم آشنا بشوند و معامله کنند، در نهایت به تأسیس ای‌پی‌دست زد. پی‌یر از طریق معامله‌ی اینترنتی به بازار وسیع‌تری دست یافت، بی‌آن‌که ناچار باشد هزینه‌ی گزاف مدیریت انبار در روش ارسال متعارف را تقبل کند. در وضع جدید، خریداران و فروشندگان می‌توانستند در بیست و چهار ساعت شبانه‌روز به مرکز معاملات دسترسی داشته باشند و هزینه‌ی معامله‌ی اینترنتی هم برای هر دو طرف بسیار کم‌تر می‌شد.

معامله‌گران می‌گفتند اجزای اصلی تجربه‌ی خرید و فروش عبارت است از: زمان صرف‌شده برای جستجوی اقلام مختلف و تعامل اجتماعی ملازم با این فرایند. امیدیار برای جلب مجموعه‌داران و کسانی که حاضر بشوند از این طریق معامله کنند، با مشکل بازآفرینی محیط معاملات روبه‌رو بود. محیطی که در آن خریداران و فروشندگان به راحتی معامله کنند و از انجام معامله لذت ببرند.

امیدیار برای جلب توجه ابتکارات هوشمندانه‌ای در خدمات وب خود گنجانید. نخست این‌که او نوعی چارچوب معاملاتی شبیه حراج ابداع کرد تا نه تنها حس فوریت و ضرورت را القا کند، بلکه به خریدار امکان بدهد در نوعی مناقصه برای هر کالا شرکت کنند. دوم، برای فروشندگان فرصتی برای «چاشنی‌زدن» به صفحات تبلیغاتی‌شان فراهم کرد: فروشندگان تشویق می‌شدند عکس اجناس‌شان را آپلود کنند یا از موسیقی استفاده کنند. سوم این‌که امیدیار نوعی جامعه‌ی ای‌پی‌متشکل از کاربران معامله‌گر ثبت شده درست کرد که منافع مشترک داشتند و علاقه‌مند کالاهای موضوع معاملات بودند. ای‌پی‌فهرستی از پست الکترونیک همه‌ی فعالان و چت‌روم‌هایی مثل کافه ای‌پی فراهم کرد که از آن طریق اعضای جامعه‌ی ای‌پی می‌توانستند درباره‌ی فروش اقلام، سرگرمی‌ها و عادات خود و سایر مسائلی حرف بزنند که ربط مستقیمی به معاملات نداشت. سرانجام این‌که ای‌پی به

کاربران امکان داد درباره‌ی کیفیت نسبی اقلام، فروشندگان و خریداران فعال در جامعه‌ی ای‌بی با هم بحث کنند و بدین‌منظور برای تعامل اعضای جامعه با یکدیگر فضایی ایجاد کرد.

نخستین حراج ای‌بی در روز کارگر سال ۱۹۹۵ برگزار شد. سه سال بعد، ای‌بی با بیش از یک هزار گروه کالایی فهرست‌شده و هفتاد هزار اقلام فروش جدید در هر روز مبدل به بزرگ‌ترین و محبوب‌ترین فضای معاملاتی فرد به فرد در اینترنت شده بود. اجناس معامله‌شده در آدرس وب ای‌بی شامل عتیقه‌جات، یادگاری‌های ورزشی، کتاب، اسباب‌بازی، اتومبیل، کامپیوتر، عروسک، سکه، جواهرات، لوازم برقی، عکس و موزیک می‌شد. این شرکت نه کالایی دریافت می‌کرد و نه پولی برای اجناس می‌پرداخت، بلکه صرفاً محیطی برای معامله میان خریداران و فروشندگان ایجاد کرده بود. برای کسب درآمد، این شرکت از فروشندگان برای ارسال به‌اصطلاح پستی حق‌العملی از ۰/۲۵ تا ۲۰ دلار به‌ازای هر قلم کالا دریافت می‌کرد و به‌عنوان حق انجام معامله هم از ۱/۲۵ تا ۵ درصد قیمت فروش نهایی را می‌گرفت. شکل ۴ جدول این نرخ‌ها را نشان می‌دهد. حراج برای اقلام ارسالی از دو ساعت تا چند هفته طول می‌کشید. خریداران اجازه داشتند به‌طور مجانی در سایت جستجو کنند. در پایان حراج، ای‌بی به فروشندگان و خریداران اطلاع می‌داد و معامله بدون دخالت ای‌بی به‌انجام می‌رسید.

ای‌بی از معدود شرکت‌های اینترنتی سودآور بود. در طول شش ماه مختوم به ۳۰ ژوئن ۱۹۹۸، بنابر گزارش سود عملیاتی این شرکت ۲/۷ میلیون دلار روی درآمد کل ۱۴/۹ میلیون دلاری بود، و این به‌معنای ۲۲۰ درصد افزایش سود و ۸۰۰ درصد افزایش درآمد فروش نسبت به نیمه‌ی اول سال قبل بود. گزارش‌های مالی شرکت را در شکل‌های ۵ و ۶ مشاهده می‌کنید.

رقابت

ای‌بی که پیشاهنگ معامله‌ی اینترنتی فردبه‌فرد بوده است، در طول شش ماه اول سال ۱۹۹۸ شمار کاربران را از ۳۴۰٫۰۰۰ به ۸۵۰٫۰۰۰ و تعداد حراج‌های هم‌زمانش را از ۲۰۰٫۰۰۰ به ۵۰۰٫۰۰۰ در همان دوره‌ی زمانی افزایش داده است. ای‌بی ادامه‌ی این نفوذ در بازار را برای دوام موفقیت خود ضروری می‌شمرد. این شرکت امیدوار بود با بهره‌گیری از افزایش دسترسی جهانی به اینترنت خدمات خود را به سطح بین‌المللی برساند. تعداد کارکنان ای‌بی در این زمان ۷۶ نفر بود.

اگرچه ای‌بی در این راه با فاصله‌ی زیادی پیشگام بود، معامله‌ی فردبه‌فرد در اینترنت چندان جذاب از کار درآمد که بسیاری از شرکت‌های خلق‌الساعه‌ی اینترنتی و نیز برخی شرکت‌های بزرگ را به میدان کشانید. چیزی نگذشت شمار شرکت‌هایی

که درگیری مستقیم یا غیرمستقیم داشتند چشمگیر شد. در آن زمان شرکت حراج یاهو با استفاده از نرم افزار آن سیل^۱، شرکت حراج یونی ورس^۲ (شاخه ای از شرکت تایمز میروور^۳)، شرکت یوبید^۴ (شرکت تابعه ی کریتو کامپیوترز^۵) و شمار زیادی شرکت های کوچک تر تخصصی در خدمات معاملات الکترونیک مستقیماً با بازار معامله ی فرد به فرد ای پی رقابت می کردند. علاوه بر این ها، شرکت هایی نیز بودند که در این بازار رقابت غیرمستقیم داشتند. انتظار می رفت سایر شرکت های بزرگ تثبیت شده مثل AOL، مایکروسافت و آمازون دات کام و روزنامه های معتبر یا سایر شرکت های رسانه ای، نقش فعال تری در این صنعت برعهده گیرند. مقایسه ی مالی میان ای پی و رقبای مستقیمش را در شکل ۷ مشاهده می کنید.

صنعت اینترنت چندان مدتی نیست که در مقام رسانه ای عمده برای ارتباطات شناخته شده است. شرکت بین المللی داده ها (IDC) برآورد می کرد شمار کاربران اینترنت در سراسر جهان از ۶۹ میلیون در سال ۱۹۹۷ به ۳۲۰ میلیون در سال ۲۰۰۲ خواهد رسید. هم چنین IDC برآورد می کرد تجارت اینترنتی از ۳۲ میلیارد دلار در سراسر جهان در سال ۱۹۹۸ به ۱۳۰ میلیارد در سال ۲۰۰۰ خواهد رسید. حفظ موقعیت رقابتی در صنعت پرتلاطم اینترنت کاری دشوار بود. پیشرفت های سریع تکنولوژیک، محدودیت ظرفیت زیرساخت وب/شبکه و امنیت سیستم از مهم ترین مسائل در این رقابت بود. فراهم کردن سیستم قابل اعتماد نرم افزار و سخت افزار هزینه ی گزافی به شرکت های اینترنتی تحمیل می کرد. آهنگ سریع پیشرفت تکنولوژی مستلزم دسترسی به سرمایه ی کافی بود تا صرف این تغییرات سریع بشود. امنیت سیستم مهم ترین تهدید برای ای پی بود. وبسایت ای پی تا حد زیادی وابسته به حمایت شرکت ارتباطات اکسدوس^۶ بود. نارسایی سیستم اکسدوس لطمه ی بزرگی به اعتبار ای پی می زد. علاوه بر این، ای پی با ریسک امنیت تجارت آن لاین روبه رو بود. اگر انتقالات این سیستم رمزگشایی می شد، به احتمال زیاد معاملات مشتریان دستکاری می شد یا به کلی پاک می شد.

دو هفته ی قبل AOL ای پی را به عنوان ارائه کننده ی انحصاری خدمات حراج فرد به فرد خود برای حداقل یک سال معرفی کرده بود. موفقیت هر بنگاه اینترنتی بستگی جدی به توانایی آن در تعامل با موتور جستجو (search engine)، اپراتورهای بولتن برد و دسترسی به خدمات آن لاین دارد، چرا که این ها ست که جملگی اسباب دسترسی کاربر به سایت بنگاه را فراهم می کنند. به همین دلیل توافق با AOL موقعیت ای پی را در رقابت بسیار استوارتر کرد.

^۱. Onsale
^۲. Auction Universe
^۳. Times-Mirror
^۴. Ubid
^۵. Creative Computer
^۶. Exodus

عرضه عمومی سهام ای‌بی

ای‌بی در این فکر بود که برای گردآوری سرمایه‌ی بیش‌تر برای پرداخت بدهی‌های موجود و سرمایه‌گذاری در تجهیزات الکترونیک با هدف بهبودبخشیدن به خدمات و عملیات شرکت، دست به انتشار عمومی سهام بزند. ای‌بی برای آغاز این طرح (IPO) گولدمن ساکس^۱ را به‌عنوان پذیرهنویس مقدم^۲ و فن‌ویک اند وست^۳ را به‌عنوان مشاور حقوقی خود انتخاب کرده بود. هم‌چنین مؤسسه‌ی پرایس واترهاوس - کوپرز^۴ را برای حسابرسی برگزیده بود.

در اوایل تابستان ۱۹۹۸ این تیم اظهارنامه‌ای برای ثبت شرکت تنظیم و آن را در روز ۱۵ ژوئیه به SEC تسلیم کرده بود (فرم S-1). در طی چند هفته‌ی بعد SEC انطباق مدارک را با الزامات گزارشگری و ثبت‌شده بررسی کرد، اما بنابر تقاضای شرکت در مورد چشم‌انداز مالی شرکت اظهارنظر نکرد. موارد ناهم‌خوانی که SEC یافته بود در نامه‌ای به ای‌بی تذکر داده بود و در اصلاحیه‌های بعدی ای‌بی این موارد برطرف شد و این شرکت بنابر ضوابط SEC آن‌ها را به واحد پذیرش هیأت بورس و اوراق بهادار تسلیم کرد. در ایامی که SEC سرگرم بررسی اظهارنامه‌ی شرکت بود، گولدمن ساکس و ای‌بی قراردادی برای توزیع سهام تنظیم کردند و در آن به‌جای روش سعی وافر^۵ بر سر روش تعهد پذیرهنویسی توافق کردند.^۶

گولدمن ساکس سندیکای پذیرهنویسی را تشکیل داد و امیدنامه‌ی مقدماتی^۷ یا آن‌چه در بورس نیویورک ردهرینگ^۸ نامیده می‌شود را منتشر کرد. اعضای سندیکای فروش به‌شرح شکل ۸ توافق کردند ریسک فروش مقدار سهام تخصیص‌یافته به آن‌ها را بپذیرند. در عوض، متعهدان پذیرهنویس ۷ درصد از کل عایدات عرضه را به‌شکل تخفیف دریافت می‌کردند. غیر از جبران زحمات متعهدان پذیرهنویسی، ای‌بی برآورد کرده بود ۱ میلیون دلار مخارج عرضه‌ی مستقیم را برای پوشش هزینه‌های قانونی، حسابرسی، چاپ، و کارمزدهای ثبت پرداخت کند. از دیرباز IPO چنان قیمت‌گذاری می‌شد که سرمایه‌گذاران در روز اول شاهد نرخ بازدهی مثبت چشم‌گیری باشند (ر.ک. شکل ۹). قیمت نازل، هزینه‌ی غیرمستقیم دیگری بود برای شرکت‌هایی که دست به انتشار عمومی سهام می‌زدند.

بنابر عرف، SEC نوع اطلاعاتی را که قرار بود ای‌بی و متعهد پذیرهنویس افشا کنند، محدود کرد. این اطلاعات محدود

^۱ Goldman Sachs

^۲ lead underwriter

^۳ Fenwick and West

^۴ Pricewaterhouse-Coopers

^۵ best effort offering

^۶ در روش سعی بلیغ پذیرهنویس صرفاً موافقت می‌کند «در حد امکان خود» عرضه‌ی سهام را بنابر تعداد سهام توافق‌شده، به‌انجام رساند. اگر در طی دوره‌ی «فروش» سهام (معمولاً ۹۰ روز) حداقل توافق‌شده‌ی سهام به فروش نرفت، متعهد پذیرهنویسی انتشار را ابطال می‌کند. در روش «تعهد پذیرهنویسی» وی تعهد می‌کند به تعداد سهام مورد توافق و به قیمت توافق‌شده سهام را به فروش رساند.

^۷ preliminary prospectus

^۸ red herring

شد به امیدنامه‌ی مقدماتی، آگهی عرضه‌ی عمومی^۱ در روزنامه‌های مالی معتبر و ارائه‌ی نماره^۲ به سرمایه‌گذاران نهادی. به‌رغم تلاطم قیمت در بازار سهام، هجده‌ی تقاضای سرمایه‌گذاران در این نماره‌ها حاکی از شدت تقاضا بود.

نتیجه

ای‌پی به مرحله‌ی حساسی رسیده بود، گری‌بن‌گی‌یر شتاب ایجادشده در فرایند عرضه‌ی اولیه را درک می‌کرد، اما نگران پیامدهای عرضه‌ی ناموفق سهام بود. او فکر می‌کرد هرچند توافق به روش تعهد پذیره‌نویسی وصول منابع مالی توافق‌شده را تضمین می‌کرد، اما عرضه‌ی ناموفق سهام ممکن بود تأثیر سوء عمده و ناخوشایندی بر دسترسی به سرمایه‌ی آتی داشته باشد. در طول ماه سپتامبر، هیچ شرکتی جرأت نکرده بود سهامی را در بازار منتشر کند. حتی گولدمن که می‌خواست سهام خود را عرضه‌ی عمومی کند، در فکر تعویق انتشار سهام بود. آخرین عرضه‌ی اولیه‌ی انجام‌شده مربوط به ۲۶ ماه اوت بود؛ در آن زمان، بنک فرست^۳ از ایالت تنسی، ۱۹ میلیون دلار گرد آورده بود. آخرین شرکت اینترنتی که دست به انتشار عمومی زده بود، شرکت اینتراست تکنولوژی^۴ بود که ۱۲۵ میلیون دلار در طول چهار هفته‌ی گذشته به‌دست آورده بود. امروز سهام اینتراست کم‌وبیش پایین‌تر از قیمت اولیه به فروش می‌رفت و بنابراین انتشار موفق محسوب نمی‌شد. درواقع، ۸۸ درصد از کل عرضه‌های اولیه‌ی یک سال اخیر زیر قیمت اصلی معامله می‌شد. تعویق انتشار به‌مدت شش ماه برای شرکت چیزی کم‌تر از یک میلیون دلار هزینه برمی‌داشت که همان مخارج مستقیم بود، اما این هزینه‌ی بالقوه با احتساب عدم‌النفع تعویق سرمایه‌گذاری‌های ضروری بسیار بیش‌تر می‌شد.

بن‌گی‌یر از این بیم داشت که اگر ای‌پی عرضه‌ی سهام را عملی کند، قیمت اولیه شدیداً افت کند. در همان ایام ارزش سهام شرکت‌های تازه تأسیس اینترنتی افت بسیار کرده بود. سهام اینترنتی با ریسک بالایی روبه‌رو بود و علت آن بی‌اعتمادی در مورد اعتبار درازمدت این صنعت بود. سرمایه‌گذاران که از این بی‌اعتباری واهمه داشتند، سرمایه‌ی خود را به سهام ایمن‌تر تبدیل می‌کردند. گولدمن ای‌پی را تشویق کرده بود که مقدار ۳/۵ میلیون سهم با قیمت ۱۴ تا ۱۸ دلار برای هر سهم عرضه کند. سندیکای پذیره‌نویسان هم‌چنان که از انتشار حمایت می‌کرد، درعین حال بسیار محتاط بود. اساساً قیمت عرضه‌های اولیه با استفاده از نسبت‌های صنعتی چون نسبت قیمت به عایدی، نسبت قیمت به فروش یا نسبت قیمت بازار به قیمت دفتری تعیین می‌شد. اما

^۱. tombstone ads

^۲. road-show

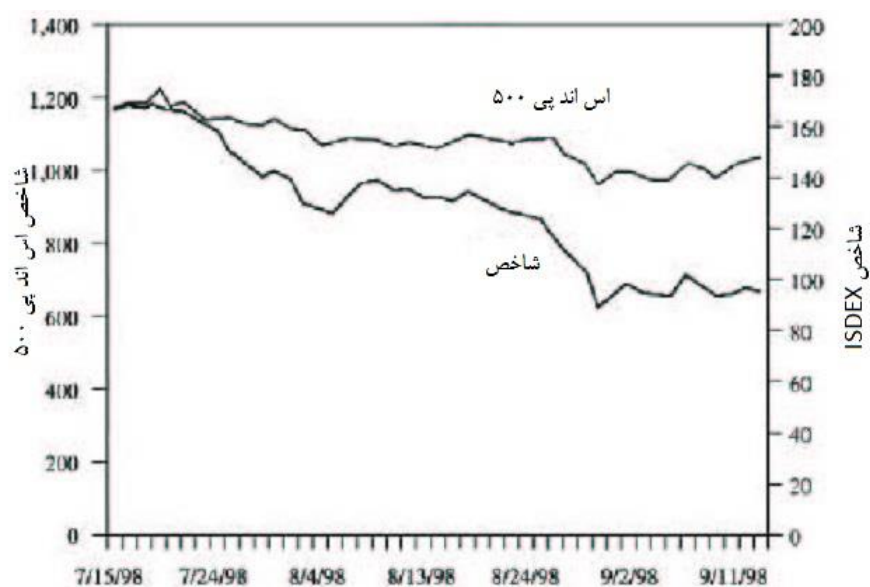
^۳. Bank First

^۴. Entrust Technologies

کاربرد این نسبت‌ها برای صنعت جدیدی چون اینترنت دشوار بود.

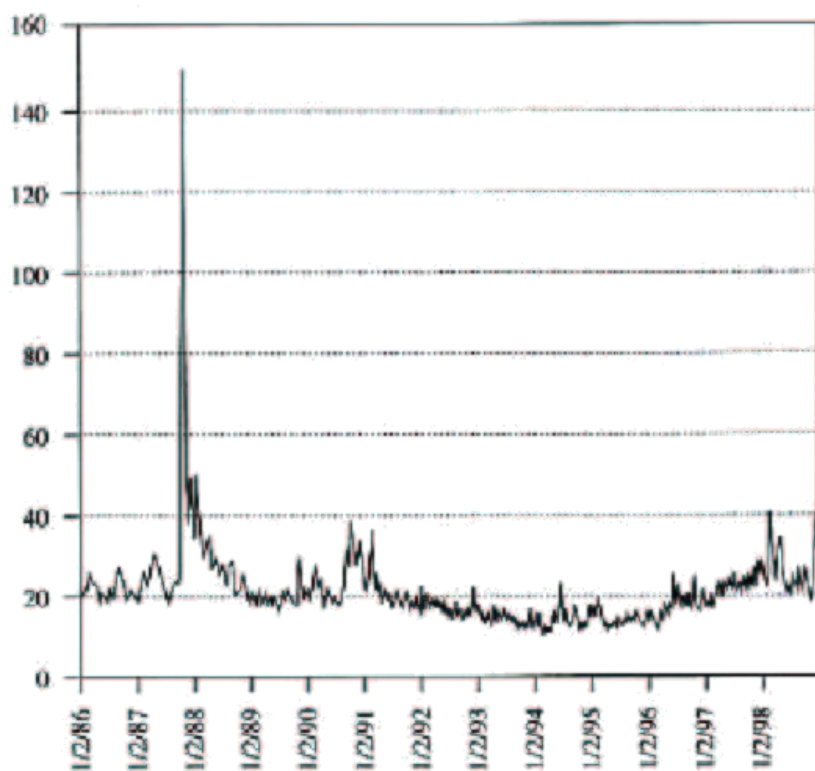
بن‌گی‌یر آرزو می‌کرد فرصت بیش‌تری داشت و داده‌های بیش‌تری را گرد می‌آورد، اما تا زمان عرضه‌ی اولیه‌ی سهم شرکت ای‌بی فقط یک هفته وقت داشت. بن‌گی‌یر فکر می‌کرد اگر قرار باشد ای‌بی کل قرارداد را به هم بزند، باید همین امروز تصمیم بگیرد. اگر ای‌بی می‌خواست دست به انتشار سهام بزند، او ناچار بود قیمت هدف را تثبیت کند. از آن‌جا که بنابر توافق اولیه می‌باید چیزی کم‌تر از ۹ درصد کل سهام شرکت به‌صورت عرضه‌ی اولیه به فروش رسد (ر.ک. شکل ۱۰)، با قیمت ۱۶ دلار، ارزش دارایی سهام‌داران فعلی به حدود ۶۰۰ میلیون دلار می‌رسید و این برای او چشم‌اندازی فریبنده بود.

شکل ۱. عملکرد بازار سهام



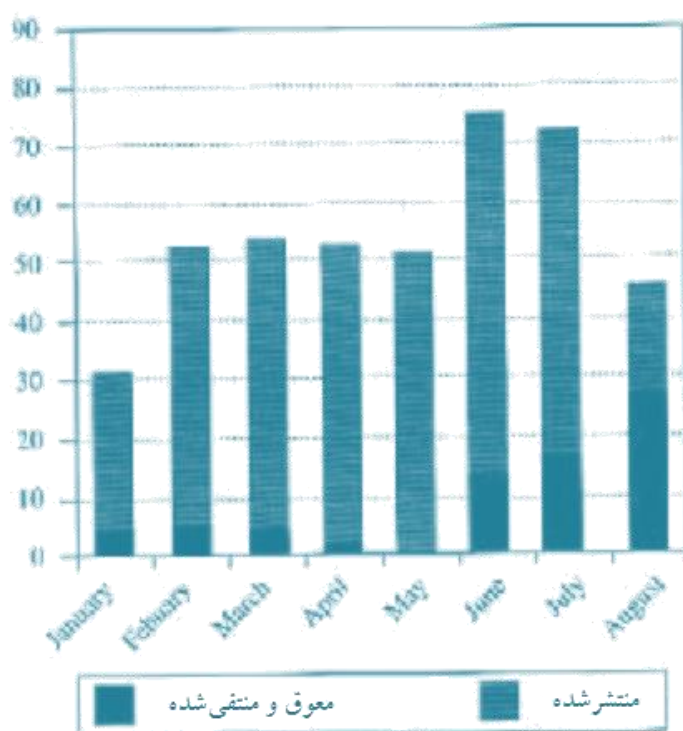
مأخذ: Datastream, Internet.com

شکل ۲. تلاطم قیمت سهام
(شاخص تلاطم ۳۰ روزهی CBOE برای سهامی که اختیار معامله داشت)



مأخذ: Chicago Board of Options Exchange

شکل ۳. عرضه‌های اولیه‌ی منتشرشده، معوق و متفی شده در سال ۱۹۹۸



مأخذ: IPO Data Systems

شکل ۴. جدول کارمزدهای معاملاتی ای بی

کارمزد ارسال	
کارمزد	ارزش هر قلم در آغاز فروش
۰/۲۵ دلار	۰/۰۱ تا ۹/۹۹ دلار
۰/۵۰	۲۴/۹۹ تا ۱۰/۰۰
۱/۰۰	۴۹/۹۹ تا ۲۵/۰۰
۲/۰۰	بالای ۵۰/۰۰
کارمزد معاملات انجام شده	
کارمزد	قیمت فروش نهایی
۵/۰۰ درصد	۰/۰۱ تا ۲۵/۰۰ دلار
۲/۵۰ درصد	۲۵/۰۱ تا ۱۰۰۰
۱/۲۵ درصد	بالای ۱۰۰۰

کارمزد معاملات انجام شده برای هر طیف

قیمت محاسبه می شود. به عنوان مثال، فروش ۵۰

دلاری به ۱/۸۸ دلار کارمزد فروش منتهی می شود.

$$(۲۵/۰۰ \times ۰/۵ + ۲۵/۰۰ \times ۰/۲۵)$$

مأخذ: امیدنامه‌ی مقدماتی

شکل ۵. ترازنامه‌ی تلفیقی شرکت ای بی

۳۱ دسامبر ۱۹۹۷		دارایی‌ها
۳۰ ژوئن ۱۹۹۸		
		دارایی‌های جاری
۱۰٫۷۱۶٫۰۰۰	۳٫۷۲۳٫۰۰۰	نقد و معادل نقد
۲٫۸۴۶٫۰۰۰	۱٫۰۲۴٫۰۰۰	خالص حساب‌های دریافتنی
۴۵۳٫۰۰۰	۲۲۰٫۰۰۰	سایر دارایی‌های جاری
۱۴٫۰۱۵٫۰۰۰	۴٫۹۶۷٫۰۰۰	کل دارایی‌های جاری
۳٫۵۸۴٫۰۰۰	۶۵۲٫۰۰۰	خالص املاک و تجهیزات
۲٫۲۱۶٫۰۰۰	۰	خالص دارایی‌های نامشهود
۱۹٫۸۱۵٫۰۰۰	۵٫۶۱۹٫۰۰۰	کل دارایی‌ها
		کل بدهی‌ها و حقوق سهام‌داران
		بدهی‌های جاری

۳۱۴ر۰۰۰	۲۵۸ر۰۰۰	بخش جاری بدهی‌ها و اجاره‌ی بلندمدت
۱ر۸۴۱ر۰۰۰	۲۵۲ر۰۰۰	حساب‌های پرداختی
۳۹۰ر۰۰۰	۱۲۸ر۰۰۰	پیش‌پرداخت مشتریان
۱ر۰۳۳ر۰۰۰	۱۶۹ر۰۰۰	مالیات بر درآمد قابل‌پرداخت
۱ر۶۳۴ر۰۰۰	۳۱۷ر۰۰۰	سایر بدهی‌های جاری
۵ر۲۱۲ر۰۰۰	۱ر۱۲۴ر۰۰۰	کل بدهی‌های جاری
۱۶۷ر۰۰۰	۳۰۵ر۰۰۰	بخش بلندمدت بدهی‌ها و اجاره‌ی بلندمدت
۱۵۷ر۰۰۰	۱۵۷ر۰۰۰	بدهی مالیاتی معوق
۵ر۵۳۶ر۰۰۰	۱ر۵۸۶ر۰۰۰	کل بدهی‌ها
۵ر۱۵۷ر۰۰۰	۳ر۰۱۸ر۰۰۰	سری B، سهام ممتاز اجباراً قابل‌تبدیل
۴ر۰۰۰	۴ر۰۰۰	سری A، سهام ممتاز قابل‌تبدیل، ارزش اسمی ۰/۰۰۱ دلار
۲۷ر۰۰۰	۲۰ر۰۰۰	سهام عادی، ارزش اسمی ۰/۰۰۱ دلار
۱۵ر۲۱۱ر۰۰۰	۱ر۴۸۲ر۰۰۰	سرمایه‌ی پرداخت‌شده‌ی اضافی
-۱ر۵۳۶ر۰۰۰	-۶۸ر۰۰۰	اوراق قابل‌دریافت از سهام‌داران
-۵ر۷۲۹ر۰۰۰	-۱ر۳۹۹ر۰۰۰	جبران خدمات تسویه‌نشده
۱ر۱۴۵ر۰۰۰	۹۷۶ر۰۰۰	سود انباشته
۹ر۱۲۲ر۰۰۰	۱ر۰۱۵ر۰۰۰	جمع حقوق صاحبان سهام
۱۹ر۸۱۵ر۰۰۰	۵ر۶۱۹ر۰۰۰	کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

شکل ۶. صورت سود و زیان تلفیقی شرکت ای پی

برای سال منتهی به ۳۱ دسامبر ۱۹۹۷	برای ۶ ماهه‌ی منتهی به ۳۱ ژوئن ۱۹۹۸	
۵,۷۴۴,۰۰۰	۱۴,۹۲۲,۰۰۰	خالص فروش
۷۴۶,۰۰۰	۱,۷۳۶,۰۰۰	قیمت تمام شده‌ی فروش
۴,۹۹۸,۰۰۰	۱۳,۱۸۶,۰۰۰	سود ناخالص
		مخارج عملیاتی
۱,۷۳۰,۰۰۰	۴,۹۱۰,۰۰۰	فروش و بازاریابی
۸۳۱,۰۰۰	۱,۵۴۸,۰۰۰	توسعه‌ی محصولات
۹۵۰,۰۰۰	۴,۱۸۷,۰۰۰	عمومی و اداری
۰	۱۵۰	تحقیق و توسعه
۳,۵۱۱,۰۰۰	۱۰,۴۹۵,۰۰۰	کل مخارج عملیاتی
۱,۴۸۷,۰۰۰	۲,۶۹۱,۰۰۰	سود حاصل از عملیات
۵۹,۰۰۰	۱۰۱,۰۰۰	خالص بهره و سایر درآمدها
-۳,۰۰۰	-۲۵,۰۰۰	مخارج بهره
۱,۵۴۳,۰۰۰	۲,۷۶۷,۰۰۰	سود قبل از مالیات بر درآمد
-۶۶۹,۰۰۰	-۲,۵۵۲,۰۰۰	ذخیره‌ی مالیات بر درآمد
۸۷۴,۰۰۰	۲۱۵,۰۰۰	سود خالص
۰/۱۱	۰/۰۱	عایدی هر سهم

مأخذ: امیدنامه‌ی مقدماتی

شکل ۷. اطلاعات مالی مقایسه ای رقبا مستقیم

(برای ۶ ماه منتهی به ۳۰ ژوئن ۱۹۹۸، به میلیون غیر از اطلاعات هر سهم و کارکنان)

اکسایت	یوئید	آن سیل	ای بی	
۵۶/۰	۸/۸	۹۱/۰	۱۴/۹	کل فروش (دلار)
۱۲/۱	۸/۱	۸۲/۸	۱/۷	قیمت تمام شده ی فروش
۱۲۹/۲	۲/۵	۱۷/۸	۱۰/۵	مخارج عملیاتی
(۸۷/۱)	۱/۹	(۸/۲)	۰/۲	سود خالص
(۱/۹۸)	۰/۲۶	۰/۴۴	۰/۰۱	عایدی هر سهم (دلار)
۴۴/۰	۷/۳	۱۸/۸	۳۴/۲	مانده ی سهام
۸۲/۹	N.A	۶۳/۳	۱۴/۰	دارایی های جاری
۳۶/۰	N.A	۵۱/۹	۱۰/۷	نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت
۱۲۵/۶	۲/۷	۶۶/۹	۱۹/۸	کل دارایی ها
۴۱/۹	N.A	۱۲/۱	۵/۲	بدهی های جاری
۵/۰	N.A	۰/۰	۰/۲	بدهی های بلندمدت
۷۰/۶	(۲/۲)	۵۴/۸	۹/۱	ارزش ویژه
۳۱	تعویق افتاده	۲۰	N.A	قیمت اخیر سهام
۱۹۹۶ آوریل	در حال عرضه	۲۰ آوریل ۱۹۹۷		اطلاعات عرضه ی اولیه
۲۰۰	۳۰	۱۷۵	۷۶	تعداد کارکنان

مأخذ: SEC filings, case writer estimates

شکل ۸. اعضای سندیکای متعهدان پذیرهنویسی

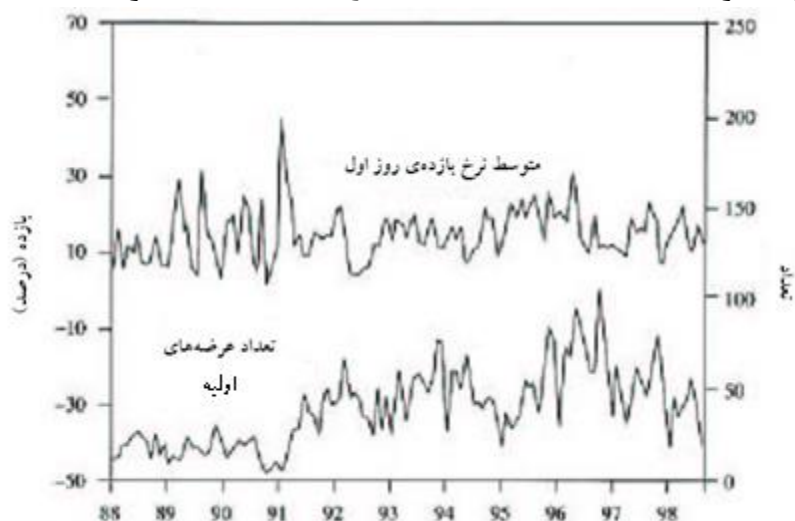
تعداد سهام	نام متعهد پذیرهنویسی
۱,۱۹۰,۰۰۰	Goldman, Sachs & Co
۵۹۵,۰۰۰	Donaldson, Lufkin & Jenrette
۵۹۵,۰۰۰	BankBoston Robertson Stephens
۵۹۵,۰۰۰	BT Alex Brown
۱۷۵,۰۰۰	Dain Rauscher Weasels
۱۷۵,۰۰۰	E*TRADE Securities
۱۷۵,۰۰۰	Volpe Brown Whelan & Company
۳,۵۰۰,۰۰۰	کل

* اعضای سندیکای پذیرهنویسی اختیار دارند سهام اضافه تا ۱۵ درصد سهام تخصیصی به قیمت عرضه پس از کسر ۷

درصد تخفیف تعهد پذیرهنویسی خریداری کنند.

مأخذ: امیدنامه ی مقدماتی

شکل ۹. متوسط بازده‌های روز اول همه‌ی عرضه‌های اولیه‌ی ژانویه تا اوت ۱۹۹۸



شکل ۱۰. ساختار مالکیت جاری و پیش‌بینی شده برای آتی

سهام‌داران ذی‌نفعان پس از عرضه		تعداد سهام عرضه شده	سهام‌داران ذی‌نفعان قبل از عرضه		نام مالک ذی‌نفع
درصد	تعداد		درصد	تعداد	
۳۸/	۴۴۵ ۱۵,۲۲۹		۴۰/	۱۵,۲۲۹,۴۴۵	Pierre M. Omidyar مؤسس و رئیس هیأت‌مدیره
۲۵/۷	۱۰,۲۰۰,۰۰۰		۲۸/۱	۱۰,۲۰۰,۰۰۰	Jeffrey S. Skoll معاون برنامه‌ریزی و تحلیل راهبردی
۲۲/۱	۸,۷۹۱,۸۳۶		۲۴/۳	۸,۷۹۱,۸۳۶	Robert C. Kagle صندوق‌های پایه
۶/۰	۲,۴۰۰,۰۰۰		۶/۶	۲,۴۰۰,۰۰۰	Margaret C. Whitman رئیس کل و مدیرعامل
—	۲۵۷,۲۵۰		—*	۲۵۷,۲۵۰	Scott D. Cook مدیر و مؤسس Intuit
—	۲۵۷,۲۵۰		—	۲۵۷,۲۵۰	Howard D. Schultz مدیر و مؤسس Starbucks
—	۹۶,۵۲۵	۱۰,۷۲۵	—	۱۰,۷۲۵	Community Foundation Silicon Valley**
۸۶/۶	۳۴,۷۹۶,۹۲۵		۹۴/۸	۳۴,۷۹۶,۹۲۵	همه‌ی مدیران و اعضای هیأت‌مدیره
۹۱/۲	۳۶,۲۴۹,۷۹۸		۱۰۰/۰	۳۶,۲۶۰,۵۲۳	همه‌ی سهام‌داران موجود
۸/۸	۳,۴۸۹,۲۷۵	۳,۴۸۹,۲۷۵			سهام‌داران جدید

* بیانگر ذی‌نفعان مالک کم‌تر از ۱٪

** ای‌بی صندوقی زده است و نام آن بنیاد ای‌بی است. این صندوق به خیریه‌ها کمک مالی می‌کند. سرمایه‌ی صندوق

از محل اعطای ۱۰۷۲۵۰ سهم عادی از طرف شرکت، تأمین مالی شده و این سهام به بنیاد خیریه‌ی سیلیکون ولی (CFCV) تعلق می‌گیرد. بنیاد CFCV در نظر دارد ۱۰۷۲۵ سهم خود را از طرف بنیاد خیریه‌ی ای‌بی در عرضه‌ی اولیه بفروشد.

مأخذ: امیدنامه‌ی مقدماتی که بر این فرض استوار است که متعهدان پذیرهنویسی از اختیار خرید سهام اضافی استفاده نخواهند کرد. همچنین، این سند ۷۵۶۴۵۰۰ اختیار سهام موجود مدیران را در نظر نگرفته است.

افته‌ی ۵-۶. شرکت پالامون کاپیتال پارتنرز

شرکت پالامون کپیتال پارتنرز^۱ / شرکت تیم سیستم^۲ با مسئولیت محدود

می‌خواهیم با سرمایه‌گذاری در تغییر، پول درآوریم.

لوئیس السون^۳، شریک موظف، شرکت پالامون

در فوریه‌ی سال ۲۰۰۰، لوئیس السون در حالی که به چشم‌انداز شهر لندن می‌نگریست، به صنعت بین‌المللی صندوق‌های سهامی خاص^۴ می‌اندیشد و نیز در فکر آن فرآیندهای سرمایه‌گذاری‌ای بود که برای کسب موفقیت در آن این صنعت رقابتی ضروری می‌نمود. السون، یکی از شرکای موظف مؤسسه‌ی سهامی خاص انگلیسی‌الاصل پالامون کپیتال پارتنرز بود، و در آن زمان به‌طور خاص، موضوع سرمایه‌گذاری روی شرکت نرم‌افزاری ایتالیایی به‌نام تیم سیستم را بررسی می‌کرد. پالامون به سرمایه‌گذاری در تیم سیستم علاقه‌مند شده بود، چراکه آن شرکت در بازاری پرسرعت، فرصت‌های بالقوه‌ای برای رشد داشت. پالامون فرصت داشت ۵۱ درصد از سهام تیم سیستم را به قیمت ۲۵/۹ میلیون یورو خریداری کند. السون در حالی که قصد داشت گزارش توصیه‌ی خرید تیم سیستم را برای شرکای خود آماده کند، مصمم بود استراتژی شرکت را بررسی کند، شرکت را ارزشیابی، ریسک‌های عمده‌ی آن را شناسایی و شرایط پیشنهادی سرمایه‌گذاری را ارزیابی کند، و گزینه‌های استراتژی خروج را مورد بررسی قرار دهد.

صنعت بین‌المللی سهام اختصاصی

صنعت بین‌المللی سهامی‌ای خاص به سه بخش تفکیک می‌شد: صندوق‌های سرمایه‌ی خطرپذیره^۵ که در مراحل اولیه‌ی کسب‌وکارهای تازه‌تأسیس، سرمایه‌گذاری‌های پرریسک انجام می‌دادند. صندوق‌های سهامی خاص که وجوه لازم را جهت توسعه یا گذار (از سهامی خاص به عام) شرکت‌های کوچک فراهم می‌کردند؛ وجوهی که آن شرکت‌ها را جهت رشد و در نهایت عرضه‌ی عمومی سهام آماده می‌ساخت. و صندوق‌های خرید اهرمی^۶ که منابع مالی لازم را جهت تصاحب شرکت‌های موجود (غالباً توسط مدیران آن شرکت‌ها) فراهم می‌کردند؛ شرکت‌هایی که ظرفیت وام‌گیری داشتند و ارتقای کارایی عملیات

^۱ Palamon Capital Partners

^۲ TeamSystem S.p.A

^۳ Louis Elson

^۴ Private Equity Funds

^۵ Venture Capital Funds

^۶ Leverage buying Pounds

*. این افته را در سال چاد رینبرانت (Chad Rynbrandt) تحت نظارت رابرت ف. برونر (Robert F. Bruner) تهیه کرده است. پاره‌ای جزئیات برای وضوح مطلب ساده شده است. همکاری پالامون کپیتال پارتنرز و نیز حمایت مالی بتن انستیتوت (Batten Institute) مورد تقدیر افته‌نویس است. همه‌ی حقوق اثر به بنیاد مدرسه‌ی داردن (Darden) دانشگاه ویرجینیا متعلق است. این افته در فروردین‌ماه ۱۳۹۵ برای تدریس در کلاس «بررسی موارد خاص در مالی شرکت‌ها» در دانشکده‌ی مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی ترجمه شده است.

آنها ممکن بود.

سرمایه‌گذاران انفرادی، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های وقفی منابع اصلی تأمین مالی صندوق‌های سهامی خاص بودند. این سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری‌هایی را جستجو می‌کردند که نسبت به بازارهای عمومی سرمایه، ویژگی‌های ریسک و بازده جذاب‌تری ارائه می‌دادند. صندوق‌های سهامی خاص در سراسر دنیا پراکنده بودند، و البته در سال ۱۹۹۹ آمریکای شمالی بیشترین تعداد صندوق‌ها و نیز بالاترین ارزش دلاری سرمایه‌گذاری را در خود جای داده بود. اروپا و آسیا به ترتیب در مقام‌های دوم و سوم صنعت صندوق‌های سهامی خاص قرار داشتند. شکل ۱ تعداد صندوق‌ها و ارزش دلاری سرمایه‌گذاری در صنعت را بر اساس توزیع جغرافیایی آنها به تصویر می‌کشد.

اغلب صندوق‌های در دهه‌ی ۱۹۹۰ رشد سریعی را تجربه کردند. در اروپا، سرمایه‌ی جدید تجهیز شده از ۴/۴ میلیارد یورو در سال ۱۹۹۴ به ۲۵/۴ میلیارد یورو در سال ۱۹۹۹ افزایش یافت. در نتیجه، طی آن دوره مبالغ سرمایه‌گذاری شده در صنعت از ۵/۵ به ۲۵/۱ میلیارد یورو افزایش یافت. برخی از بزرگ‌ترین بازیگران در این بازار متوسط مقیاس عبارت بودند از: دوک استریت کپیتال^۱ (انگلیسی با ۶۵۰ میلیون یورو)، مرکپیتال^۲ (اسپانیایی با ۶۰۰ میلیون یورو)، و نوردیک کپیتال^۳ (سوئدی با ۷۵۰ میلیون یورو). شرکت‌های تأمین سرمایه‌ی^۴ بزرگ مانند درزرنر^۵، دچ بانک^۶، و بانکا دی روما^۷ نیز حضوری چشمگیر در صندوق‌های سهامی خاص داشتند.

لوئیس السون و پالامون کپیتال پارتنرز

لوئیس السون در سال ۱۹۹۰ همزمان با ورود به شرکت «ای‌ام واربرگ، پینکوس اند کو»^۸ فعالیت خود را در سهام اختصاصی آغاز کرد. کمی پس از پیوستن به آن شرکت، روی خرید و فروش شرکت‌های اروپایی متمرکز شد، و تصمیم گرفت برای همیشه به اروپا نقل مکان کند. السون در سال ۱۹۹۵ شریک واربرگ، پینکوس شد، و به عضو اصلی تیمی بدل شد که سبد سرمایه‌گذاری سهامی با ارزشی بالغ بر ۱/۳ میلیارد یورو را اداره می‌کرد. سبد سهام مشتمل بر تعداد ۴۰ سرمایه‌گذاری در هفت

^۱. Duke Street Capital

^۲. Mercapital

^۳. Nordic Capital

^۴. Investment Banks

^۵. Dresdner

^۶. Deutsche Bank

^۷. Banca DE Roma

^۸. E.M. Warburg, Pincus & Co.

کشور مختلف اروپایی بود. در اواخر سال ۱۹۹۸، السون و یکی دیگر از شرکا به نام میثائیل هافمن^۱ فرصت منحصربه‌فردی را در صنعت شناسایی کردند. آن‌ها بر این باور بودند که چشم‌انداز اقتصادی اروپا به نفع شرکت‌های کوچک و متوسط در حال تغییر است. بر این اساس، آن‌ها دو شریک دیگر را به همکاری فراخواندند، و پایه‌های شرکتی را بنا کردند که نهایتاً به پالامون کپیتال پارتنرز تبدیل شد.

السون و هافمن در اوت سال ۱۹۹۹، صندوقی با سرمایه‌ی ۴۴۰ میلیون یورو تجهیز کردند. با وجود موانع کلان اقتصادی مانند نكول بدهی‌های کشور روسیه، آنان با عرضه‌ی تجارب منحصربه‌فرد خود در زمینه‌ی صندوق‌های سهامی خاص ناحیه‌ی یورو، به این موفقیت نایل شدند. پس از پایان دوره‌ی صندوق یادشده، السون و هافمن تعداد نفرات تیم پالامون را به نه عضو حرفه‌ای افزایش دادند؛ افرادی را با تخصص در زمینه‌ی صندوق سهامی خاص، بانکداری سرمایه‌گذاری، مالی شرکت‌ها و مشاوره‌ی مدیریت استخدام کردند. مطابق چشم‌انداز اولیه‌ی السون و هافمن، تیم پالامون از گستره‌ی تجربه‌های خود برای ایجاد سبدهای از سرمایه‌گذاری‌ها بهره گرفت؛ سبدهای که به سرمایه‌گذاران موازنه‌ای منحصربه‌فرد از ریسک و بازده‌های بالای بلندمدت ارائه می‌کرد. پالامون در واقع صندوق سهام اختصاصی فعالی در حوزه‌ی عمومی بود و به بخشی از سرمایه‌گذاران خدمت‌رسانی می‌کرد که ریسک‌هایی پایین‌تر از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر ولی بالاتر از صندوق‌های خرید اهرمی را جستجو می‌کردند. بر همین اساس، پالامون برای هر سرمایه‌گذاری نرخ ۳۵ درصد، و برای سبد سرمایه‌گذاری‌ها نرخی بین ۲۰ تا ۲۵ درصد را طی افق سرمایه‌گذاری شش ساله هدف‌گذاری کرده بود. بنا به گفته‌ی لوئیس السون:

سرمایه‌گذاران ما عبارت‌اند از: صندوق‌های بازنشتگی بخش دولتی در ایالات متحده، صندوق‌های بازنشتگی شرکتی، مؤسسات مهم مالی و صندوق‌های وقفی بزرگ. آن‌ها جهت کسب بازده‌هایی که سالانه به‌طور متوسط ۵ درصد فراتر از شاخص اس‌اند‌پی^۲ است. اگر بازده تعدیل‌شده با ریسک بر بازده شاخص فایق آید، شانس خوبی برای تأمین مالی دوباره خواهیم یافت. هدف ما گزینش کسب‌وکارهای خوب با قیمت‌های مناسب و سپس ایجاد ارزش افزوده از طریق اداره‌ی آن‌هاست.

همچون دیگر صندوق‌های عمومی، راهبرد سرمایه‌گذاری پالامون آن بود که سرمایه‌گذاری‌های وسط پرکنی^۳ در شرکت‌هایی انجام دهد که می‌خواهند از مالکیت کوچک خصوصی به بازار سرمایه‌ی عمومی تغییر و مکان دهند. برخلاف بسیاری از صندوق‌های سهام اختصاصی، پالامون خود را به کشوی خاص و حوزه‌ی کار خود را به صندوقی خاص محدود نکرد.

^۱. Michael Hoffman

^۲. S&P

^۳. Bridge Investment

برعکس، پالامون وسیع تر روی شرکت‌های اروپایی کوچک و متوسط اروپایی متمرکز شد که با ۱۰ تا ۵۰ میلیون یورو می‌شد آن‌ها را کنترل کرد.

برای شرکت‌هایی که با شرایط پالامون سازگار بودند، انتقال از مالکیت خصوصی به عمومی سهام مستلزم توان‌مندی‌های تأمین مالی و نیز مدیریتی است. برای افزایش احتمال راه‌یابی موفقیت‌آمیز شرکت‌های سبد با به بازارهای عمومی سهام، پالامون خدمات مشاوره‌ای خود را مکمل سرمایه‌گذاری‌های مالی خود قرار داد. السون نسبت به استراتژی سرمایه‌گذاری پالامون خوش‌بین بود. پالامون در همان اوایل تأسیس، اولین سرمایه‌گذاری خود را به مرحله‌ی نهایی رساند؛ سرمایه‌گذاری در شرکتی اسپانیایی با نام لانترو^۱ که محتوا برای فضای مجازی تولید می‌کرد. پالامون در آن زمان هم‌چنین سه سرمایه‌گذاری و از جمله تیم سیستم را در دست بررسی داشت.

فرایند سرمایه‌گذاری

فرآیند سرمایه‌گذاری پالامون با تدوین نظریه‌ی سرمایه‌گذاری‌ای آغاز می‌شد که عموماً تغییرات عمده‌ای در وضعیت جاری بازار پیش‌بینی می‌کرد: تغییراتی بر اثر مقررات‌زدایی، آزادسازی تجاری، فناوری جدید، تغییرات جمعیت‌شناسی و مانند این‌ها. وقتی پالامون بازاری را گزینش می‌کرد، آن‌گاه به کمک تأمین سرمایه‌ها، منابع اطلاعاتی صنعت و ارتباط‌های شخصی، در آن بازار به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب می‌گشت. فرایند تحقیق زمان‌بر بود، و تنها یک درصد از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به مرحله‌ی بعدی یعنی ریز کاوی^۲ راه می‌یافتند. در این مرحله در مورد تاریخچه، عملکرد، و مزیت‌های رقابتی هر گزینه‌ی سرمایه‌گذاری تحقیق می‌شد. عموماً از میان گزینه‌های غربال‌شده، تنها یک شرکت به مرحله‌ی بازبینی نهایی می‌رسید؛ شرکتی که مفروض بود فرصت موجه سرمایه‌گذاری برای پالامون فراهم می‌آورد.

پالامون تجربه‌های چانه‌زنی خود را در تعیین مفاد خاص قراردادهای سرمایه‌گذاری به کار می‌گرفت. به اعتقاد پالامون، قراردادهایی که برانده‌ی شرایط طرفین است، از یک طرف مشوق‌های مناسبی برای مدیران عملیاتی جهت تحقق اهداف فراهم می‌کرد، و نیز از طرف دیگر زمان‌بندی پرداخت سود نقدی به سرمایه‌گذاران را با استراتژی‌های عملیاتی اهداف منطبق می‌سازند، و از این رهگذر چنین قراردادهایی شانس حصول نتایج موفقیت‌آمیز را افزایش می‌دهد. مذاکراتی که به انجام معاملات منتهی

^۱ Lanetro, S.A

^۲. Due Diligence

می‌شدند، بسیاری مباحث را از جمله قیمت، رهبری عملیات، و ترکیب هیأت‌مدیره شامل می‌شد. به محض این که معاملات انجام می‌شد، پالامون حمایت خود را از مدیریت جهت خلق ارزش آغاز می‌نمود.

برای اتمام فرآیند سرمایه‌گذاری، پالامون بهترین گزینه‌ی خروج را جستجو می‌کرد؛ گزینه‌ای که به آن‌ها امکان می‌داد که بازده سرمایه‌گذاری‌های صندوق سهامی خاص را به‌طور کامل شناسایی کنند. گزینه‌های سنتی خروج عبارت بودند از: فروش شرکت از طریق عرضه‌ی اولیه‌ی عمومی در بازار سهام، و فروش شرکت به یک خریدار استراتژیک. شکل ۳ جزئیات بیشتری درباره‌ی فرآیند و معیارهای نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های پالامون ارائه می‌دهد.

شرکت با مسئولیت محدود تیم سیستم

تحقیقات اساسی پالامون فرصت سرمایه‌گذاری در تیم سیستم را فراهم کرد. در سال ۱۹۹۹، قبل از این که صندوق پالامون بسته شود، السون به این جمع‌بندی رسیده بود که صنعت خدمات حقوق و دستمزد در ایتالیا ممکن است فرصت خوبی باشد، چراکه در ایتالیا آن صنعت بسیار چندپاره، و قوانین و مقررات دائماً در حال تغییر بود. گذشته نشان داده بود که قانونگذاران در ایتالیا سیاست‌های خود را سالی چهار مرتبه تعدیل می‌کنند. برای پالامون فضای قانونی ایتالیا نمایان‌گر فرصت تمام‌عیاری برای سرمایه‌گذاری در شرکتی بود که می‌توانست نیاز شرکت‌های کوچک در مواجهه با تلاطم قانونی ایتالیا را تبدیل پاسخگو باشد. با بهره‌گیری از اطلاعات شرکت‌های تأمین سرمایه و ارتباطات شکل گرفته در صنعت، پالامون کار را با بررسی دو شرکت پیشرو در بازار آغاز کرد. هیچ کدام از آن شرکت‌ها برای پالامون مناسب نبودند، ولی هر دو مهم‌ترین رقیب خود را تیم سیستم می‌دانستند. پس از آن پالامون مستقیماً تیم سیستم مراجعه کرد و آن شرکت را برازنده‌ی خود یافت. ریزکاوی آغاز شد و در پایان سال سند پیشنهاد سرمایه‌گذاری در آن شرکت تکمیل شد. این همان سندی بود که السون در حال بررسی آن بود.

تیم سیستم در سال ۱۹۷۹ در شهر پزارو ایتالیا تأسیس شد. از زمان تأسیس، شرکت به‌طور پیوسته رشد کرد تا این که به یکی از رهبران نرم‌افزارهای حسابداری، مالیات و مدیریت حقوق و دستمزد برای شرکت‌های کوچک تا متوسط بدل شد. شرکت که توسط جیوانی رانوچی رهبری می‌شد که مؤسس و مدیرعامل شرکت بود. وی توانسته بود حدود ۲۸ هزار شرکت را تحت پوشش قرار دهد، و این به معنی ۱۴ درصد از سهم بازار ایتالیا بود.

تیم سیستم به مشتریان خود ارزش‌های مجاب‌کننده‌ای را ارائه می‌کرد. نرم‌افزار تیم سیستم اطلاعات مالی کسب‌وکارها و

نظام طاقت فرسا و پیچیده اتوماسیون اداری را با هم تجمیع کرده بود. این نرم افزار هم چنین به شرکت های کوچک و متوسط و مشاوران مالی آن ها امکان می داد که بر محیط پیوسته در حال تغییر کشور فائق آیند. برای نیل به این منظور تیم سیستم پیوسته در بخش تحقیق و توسعه سرمایه گذاری می کرد، تا نرم افزارهای خود را به روز نگه دارد. کسب و کارها از این امکان برخوردار بودند که با پرداخت هزینه ی سالانه (علاوه بر هزینه ی اولیه ی نرم افزار) از ویرایش های ارتقایافته ی شرکت استفاده نمایند. تیم سیستم در ارائه ی خدمات به مشتریان و حفظ مشتریان وفادار بسیار خوش درخشید. نزدیک به ۹۵ درصد مشتریان، قراردادهای خود را هر ساله تمدید می کردند.

در سال ۱۹۹۹ فروش شرکت بالغ بر ۶۰/۵ میلیارد لیره (معادل ۳۱۳ میلیون یورو)، سود قبل از بهره و مالیات حدود ۱۸/۵ میلیارد لیره (معادل ۹/۵ میلیون یورو) بود. این نتایج روند رشد قدرتمندی را برای شرکت رقم می زد. از سال ۱۹۹۶ فروش سالانه به طور متوسط ۱۵ درصد رشد کرده بود، و حاشیه ی سود عملیاتی در حال بهبود بود. در نتیجه، سود قبل از بهره و مالیات با نرخ سالانه ی ۳۱/۶ درصد طی همان دوران رشد کرد. شکل ۴ جزئیات بیشتری از فروش و سودآوری تاریخی تیم سیستم را نشان می دهد. شکل ۵ شامل اطلاعات ترازنامه ی شرکت طی همان دوره است.

در حالی که السون ارقام صورت های مالی تیم سیستم را بررسی می کرد، فقدان بدهی در ترازنامه ی شرکت نظرش را جلب کرد. از نظر او فقدان بدهی به معنی فرصت ایجاد ساختار سرمایه ای مؤثرتر بود که می توانست هزینه ی سرمایه ی شرکت را کاهش دهد. السون هم چنین به عبارت «پروفرما» در صورت های مالی شرکت توجه کرد. تیم سیستم که مالکیت خصوصی و ساختار چندشرکتی داشته، طی پنج سال گذشته، صورت های مالی تلفیقی حسابرسی شده نداشته است.

نمای صنعت

صنعت نرم افزارهای حسابداری، مالیات و مدیریت حقوق و دستمزد که تیم سیستم در آن فعالیت می کرد، بشدت چندپاره بود. بیش تر از ۳۰ شرکت نرم افزاری با چنگ و دندان برای تصاحب بازاری با حدود ۲۰۰ هزار شرکت کوچک و متوسط با هم رقابت می کردند، که بزرگ ترین آن ها ۱۵ درصد از سهم بازار را در اختیار داشت. (تیم سیستم با سهم بازار ۱۴ درصد مقام دوم را به خود اختصاص داده بود). تمامی بازیگران عمده ی صنعت شرکت هایی خانوادگی بودند که به بازارهای بین المللی دسترسی نداشتند. شکل ۶ عایدات ۹ شرکت از بزرگ ترین بازیگران صنعت را در سال ۱۹۹۸ نشان می دهد.

تحلیل ها نشان می داد که دو چیز آینده ی در صنعت را رقم می زند: ادغام و رشد ادغام ها ضروری به نظر می رسید چراکه

تنها تعداد کمی از شرکت های کوچک از عهده ی هزینه های تحقیق و توسعه ی صنعت در حال تغییر برمی آمدند. در تحلیل صنعت به سه نمونه از تصاحب شرکت ها طی سال های ۱۹۹۸ تا ۱۹۹۹ به عنوان طلوعی روند ادغام ها اشاره شده بود. کارشناسان هم چنین رشدی معادل ۹ درصد را طی سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۲ پیش بینی کرده بودند. این رشد عمدتاً از محل افزایش ضریب نفوذ PC در میان شرکت های کوچک و متوسط، افزایش سطح پیشرفتگی کاربران نهایی، و کامپیوتری شدن مستمر عملیات اداری ایجاد می شد.

معامله ی تیم سیستم

پس از مرور عملکرد گذشته ی تیم سیستم و وضعیت صنعت، السون توجه خود را بر شرایط سرمایه گذاران در شرکت متمرکز کرد. آخرین پیشنهاد روی میز شامل ۵۱ درصد از مالکیت سهام عادی تیم سیستم با قیمت ۲۵/۹ میلیون یورو بود که البته افزایش بدهی در ترازنامه و در نتیجه تجدید ساختار سرمایه ی شرکت را نیز شامل می شد:

- پالامون می بایست ۵۰/۲۳۵ میلیارد لیره (معادل ۲۵/۹ میلیون یورو) در سهام عادی تیم سیستم سرمایه گذاری می کرد. این سهام از سهامداران فعلی شرکت خریداری می شد. جیوانی رانوچی ۲۰ درصد از سهام شرکت را در مالکیت خود نگه می داشت، و موجودی سهام کارکنان غیر استراتژیک شرکت که نوعاً ۳ تا ۸ درصد سهام را در اختیار داشتند، پس از تکمیل معامله به ۱ درصد کاهش می یافت.
- در آوریل سال ۲۰۰۰ و قبل از سرمایه گذاری پالامون، بیش از نیمی از وجوه نقد ۲۸/۵ میلیارد لیری تیم سیستم طی دو پرداخت سود نقدی و ۶/۵ میلیارد لیره سود نقدی نیز در زمان تکمیل سرمایه گذاری میان سهامداران فعلی شرکت توزیع می شد. در نتیجه، مانده ی نقدی شرکت به مبلغ ۱۳/۵ میلیارد لیره می رسید.
- تیم سیستم با یاری پالامون مبلغ ۴۶ میلیارد لیره از دچ بانک وام هفت ساله با نرخ یک درصد فراتر از نرخ پایه (نرخ وراق قرضه ی دولت ایتالیا) و با معافیت ۳ ساله از پرداخت اصل وام اخذ می کرد. در زمان تکمیل معامله، عایدات ناشی از بدهی بار دیگر در قالب سود تقسیمی ویژه ای میان سهامداران توزیع می شد.
- تیم سیستم املاک و مستغلات اضافی خود را به فروش می رساند، و بدین ترتیب سرمایه گذاری های نامربوط مزاحم حذف می شدند. به گروهی از سهامداران موجود، خرید ۲/۱ میلیارد لیره از املاک و مستغلات شرکت به ارزش دفتری پیشنهاد می شد، که در صورت تکمیل کل معامله، عملی می شد.

منابع و مصارف وجوه در معامله ی یادشده در شکل ۷ خلاصه شده است. صورت سود و زیان و ترازنامه ی تیم سیستم

(پروفرمای معامله) در شکل ۸ و ۹ ارائه شده است. با تکمیل معامله پالامون به عنوان سهامدار عمده عملاً کنترل کامل شرکت را

به دست می گیرد، با این وجود سهامداران موجود از حقوق حمایت از اقلیت برخوردارند. به عنوان مثال پالامون مجاز نبود رانوچی را طی ۲ سال اخراج نماید. اما اختیار داشت چنانچه فرصت خروج که راه مناسبی پیدا کند، ۱۰۰ درصد سهام شرکت را به خریدار دلال بفروشد. به علاوه ۴۰ درصد از وجه نقدی که بایستی به سهامداران غیرفعال پرداخت شود، طی حداقل ۲ سال در حسابی امانی نگهداری می شود که تحت کنترل پالامون است.

ارزشیابی

برای ارزشیابی صحیح این معامله السون می بایست نسبت به ارزش تیم سیستم به دیدگاهی دست می یافت. به هر ترتیب او با چالش هایی در این مسیر مواجه بود. اول این که تیم سیستم هیچ برنامه ی استراتژیک یا پیش بینی سودآوری نداشت. السون تنها عملکرد تاریخی ۴ ساله ی شرکت را داشت. اگر السون می خواست ارزشیابی درستی داشته باشد، باید جریان های نقدی آتی شرکت را که از محل روندهای بازار و ارزش افزوده ی بالقوه ی ناشی از مدیریت پالامون ایجاد می شد، پیش بینی می کرد. بهترین گمانه زنی وی این بود که عایدات شرکت طی چند سال آینده با نرخ ۱۵ درصد رشد می کند (نرخ که بالاتر از نرخ رشد مورد انتظار ۹ درصدی بازار بود) و پس از آن برای همیشه با نرخ ۶ درصد رشد خواهد کرد. او هم چنین بر این باور بود که حرفه ای های پالامون تا حدی رانوچی را در بهبود حاشیه ی سود عملیاتی یاری خواهند کرد. در نهایت السون معتقد بود که نرخ تنزیل ۱۴ درصد به درستی ریسک جریان های نقدی را منعکس می سازد. این نرخ بر اساس سه شرکت نرم افزاری محاسبه شده بود که در بورس سهام میلان معامله می شدند. متوسط بتای آن شرکت ها ۱/۴۴ و متوسط بتای غیرهرمی آن ها ۱ بود.

چالش دوم السون این بود که معیاری برای مقایسه ی ارزشیابی در بازار سهام ایتالیا نبود. از آن جا که بیشتر رقبا شرکت هایی خانوادگی بودند، شفافیت بازار بسیار پایین بود. نزدیک ترین شرکت هایی که السون توانست پیدا کند، شرکت های اروپایی و امریکایی فعال در حوزه ی برنامه ریزی منابع بنگاه (ERP) و شرکت های تولیدکننده ی نرم افزارهای حسابداری بود. نمای مالی این شرکت ها در شکل های ۱۰ و ۱۱ ارائه شده است. هم چنین نرخ های برابری و شرایط بازار سرمایه در شکل های ۱۲ و ۱۳ ارائه شده اند. السون با مروری بر داده ها متوجه شد که انتظارات رشد بالا (بیش از ۲۰ درصد) و متعاقباً ضرایب ارزشیابی بالایی را می توان برای شرکت های نرم افزاری تصور کرد.

ریسک ها

السون تنها نگران ارزشیابی شرکت نبود. او می خواست با دقت تمام ریسک های مرتبط با خرید شرکت را ارزیابی کند.

به طور خاص:

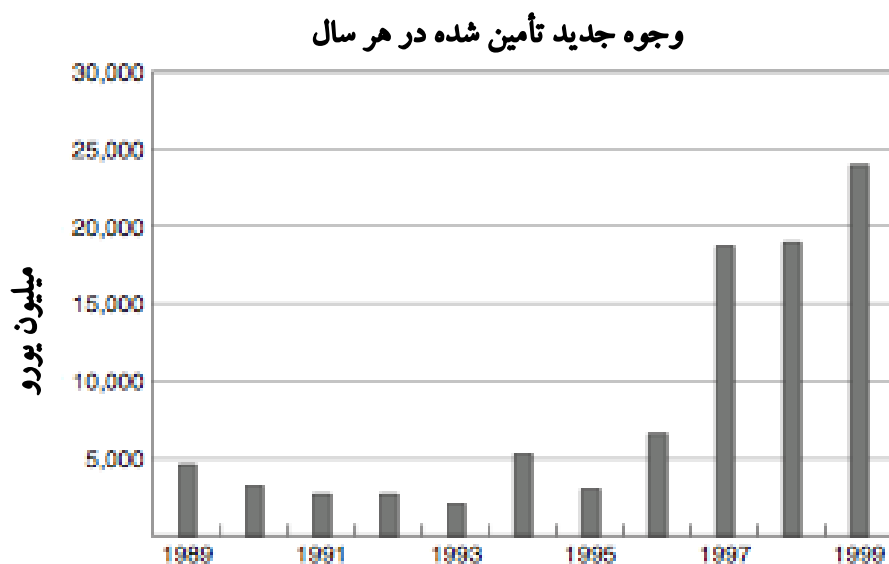
- تیم مدیریت تیم سیستم احتمالاً نمی توانستند در شرکتی که (پس از تکمیل معامله) به شکل استاندارد تری اداره می شود، کاری از پیش ببرند. سرمایه گذاری در تیم سیستم نوعی شرط بندی در شرکتی خصوصی محسوب می شد که السون امیدوار بود در آینده به بازیگر عمده و رهبر بازار مبدل شود. مدیرعامل (رانوچی) شرکت را طی ۵ سال گذشته با موفقیت اداره کرده بود، اما به اعتراف خودش تیم مدیریتی ایجاد کرده بود که برای اخذ هر نوع تصمیمی به وی اتکا می کردند. با گفتگوها و مصاحبه هایی که السون به عمل آورد، به این نتیجه رسید که رانوچی ممکن است بتواند شرکت را به جلو هدایت کند، اما در مورد این که آیا حمایت های پالامون می تواند به رشد مستمر شرکت بیانجامد، تردید داشت.
- تیم سیستم در معرض بازرسی های مقام ذیصلاح مالیاتی ایتالیا قرار داشت. این بازرسی ها شرکت را متحمل ریسک های مالی می کرد، و بنابراین ممکن بود عامل مزاحمی برای مدیریت شرکت باشد. علاوه چنانچه این بازرسی ها تا زمانی طولانی ادامه می یافت، عرضه ی عمومی سهام شرکت با تأخیر صورت می گرفت. السون ریسک بازرسی ها را از طریق تحلیل حساسیت و تحلیل سناریو کمی کرد، و به این باور رسید که اثر پولی موردانتظار بازرسی ها ناچیز است.
- ممکن بود شرکت نتواند خود را همگام با تغییرات فناوری به روز نگه دارد. با وجود این که شرکت مثلاً از طریق یادگیری زبان های برنامه نویسی جدید خود را با فناوری های جدید همسو می کرد، هنوز هم بعضی از نرم افزارهایش قدیمی بودند و از این بابت نیاز به تجدید برنامه نویسی ها به شدت احساس می شد. علاوه بر این، چنانچه رقبا خود را سریع تر از تیم سیستم با فناوری های اینترنتی تطبیق می دادند، تهدیدی فوری برای شرکت محسوب می شدند.

نتیجه گیری

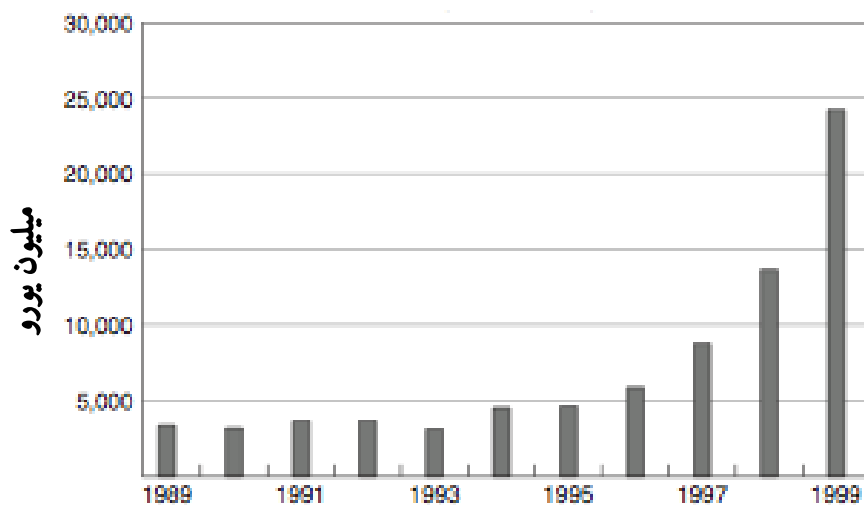
السون تمامی اطلاعات موجود را مرور کرد و اندیشید که چه توصیه ای به شرکای خود ارائه دهد. واقعاً ۵۱ درصد از سهم شرکت چقدر می ارزید؟ چه چیزی نتایج ارزیابی شرکت را توضیح می داد؟ کدام ملاحظات غیر قیمتی در آن معامله حائز اهمیت بودند؟ پالامون چگونه می تواند به طور توجیه پذیری از سرمایه گذاری خود ارزش خلق کند؟ آیا ریسک ها به اندازه ای جدی بودند که از زندگی تیم سیستم را با ابهام مواجه سازد؟

شکل ۱. اندازه‌ی بازارهای منطقه‌ای صندوق‌های سهامی خاص، سال ۱۹۹۹		
منطقه	تعداد صندوق‌ها	ارزش صندوق‌ها (به میلیون دلار)
امریکای شمالی	۸,۳۷۶	۹۰۲,۵۹۸
اروپا	۲,۵۵۶	۱۶۰,۷۴۹
آسیا	۱,۳۶۰	۶۰,۵۸۲
خاورمیانه	۱۳۰	۶,۴۶۹
استرالیا/اقیانوسیه	۱۵۵	۵,۷۴۱
امریکای مرکزی/جنوبی	۴۲	۵,۰۴۴
افریقا	۱۳	۱,۷۱۱

شکل ۲. داده‌های تاریخی بازار صندوق‌های سهامی خاص اروپا



وجوه سرمایه‌گذاری شده در هر سال
(میلیون یورو)



Source of data: European Private Equity & Venture Capital Association.

شکل ۳. معیارهای ارزیابی و فرآیند سرمایه‌گذاری

فرآیند سرمایه‌گذاری

پالامون از فرآیند سرمایه‌گذاری‌ای استفاده می‌کند که کارایی آن در دهه‌ی گذشته طی چرخه‌های اقتصادی و در میان نوای مختلف جغرافیایی به اثبات رسیده است. این فرآیند بر پایه‌ی مجموعه‌ای از اموال اساسی سرمایه‌گذاری استوار است، و می‌توان آن را در قالب مراحل فرآیند سرمایه‌گذاری خلاصه کرد:

- تعیین کانون‌های سرمایه‌گذاری - بخش‌هایی را شناسایی کنید که با تغییرات عمده همراهند منابع؟؟ دانش کسب کنید و در صورت لزوم نظرهای مخالفان را اخذ کنید.
- جستجوی فعالانه‌ی فرصت‌ها - فعالانه‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بخش‌های شناسایی‌شده را پیگیری کنید.
- ریزکاوی جانانه - ریزکاوی جامع و در عین حال تمرکز یافته در مورد شرکت انجام دهید. در مراحل اولیه بر مواردی که ممکن است باعث برهم خوردن معامله شوند، تمرکز کنید.
- تعیین استاندارد‌ی ساختار معامله - بدون این که بر قواعد دست‌وپاگیر اتکا کنید، چارچوب معامله را براساس فهم خود از عرف‌های محلی معاملات استوار کنید؛ اهداف را با همکاری کارآفرین تدوین کنید. از اهرم اضافی بپرهیزید.
- حمایت از ارزش آفرینی - مسیرهای استراتژیک را برای شرکت‌های موجود در سبد سرمایه‌گذاری فراهم کنید؛ رای تیم مدیریت امکان دسترسی به شبکه‌ای از مشاوران بین‌المللی را فراهم کنید. به افق سرمایه‌گذاری بلندمدت پایبند باشید، آن‌قدر بلندمدت که مجال کافی برای رشد شرکت فراهم باشد.
- استراتژی اثبات‌شده در عمل - برای مسائل نقدینگی آماده شوید؛ از تخصص موجود برای دسترس به سرمایه در بازارهای عمومی با جهت سازماندهی فروش شرکت‌ها استفاده کنید، گزینه‌های خروج را برای تمامی سهامداران طراحی کنید.

معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری

- شرکای پالاسون خصوصاً در انتخاب معیارهای سرمایه‌گذاری‌هایشان سخت گیرند، آن‌ها ویژگی‌هایی را شناسایی می‌کنند که ضمن تقویت رشد شرکت، ریسک قابل مدیریت دارند.
- عناصر کلیدی ذیل در هر سرمایه‌گذاری لحاظ می‌شود:
- مدیریت برتر با توانمندی‌ها و تخصص‌های منحصربه‌فرد
 - رهبری در بازارهای اصلی‌ای که شدیداً در حال توسعه‌اند و یا آن بازارهایی که ماهیت مکانی خود را به دلیل تغییرات تکنولوژی، قانونی، یا رقابتی از دست می‌دهند.
 - پتانسیل بالا برای اهرم عملیاتی
 - فرصت دسترسی به بازارهای بدیل
 - دسترسی به دارایی‌ها؟؟ ارزش

شکل ۴. صورت سود و زیان حسابرسی شده‌ی تیم سیستم (ارقام به میلیون لیر)

۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۵	
۶۰,۴۹۹	۵۰,۶۹۴	۴۲,۹۲۲	۳۹,۶۶۵	کل فروش
(۱۵,۱۷۹)	(۱۲,۲۵۸)	(۱۱,۴۳۰)	(۹,۹۷۹)	هزینه‌ی مواد
(۱۲,۳۸۹)	(۱۰,۸۸۹)	(۸,۶۹۲)	(۹,۳۸۰)	هزینه‌ی خدمات
(۱,۵۵۳)	(۱,۴۹۳)	(۳۹۴)	(۳۲۸)	هزینه‌ی اجاری و واسطاری
(۲۰,۱۲۱)	(۲۴,۶۴۰)	(۲۰,۵۱۶)	(۱۹,۶۸۷)	کل هزینه‌های عملیاتی
(۷,۱۵۱)	(۶,۲۸۲)	(۵,۳۸۲)	(۴,۸۷۵)	حقوق و دستمزد
(۲,۰۱۱)	(۱,۹۱۷)	(۲,۰۴۷)	(۱,۸۵۵)	بیمه
(۷۵۳)	(۵۷۲)	(۴۸۱)	(۴۵۶)	دیگر هزینه‌های کارکنان
(۹,۹۱۵)	(۹,۷۷۱)	(۷,۹۱۰)	(۷,۱۹۶)	کل هزینه‌های کارکنان
(۱,۳۳۹)	(۳,۱۳۳)	(۳,۰۵۲)	(۲,۷۹۳)	دیگر هزینه‌های عملیاتی
۲۰,۱۲۴	۱۴,۱۵۰	۱۱,۴۴۴	۹,۹۹۹	سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک
				دارایی‌های مشهود و نامشهود
(۱,۶۳۶)	(۱,۳۵۵)	(۱,۴۲۷)	(۱,۰۵۲)	استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود
۱۸,۴۸۸	۱۲,۷۹۵	۱۰,۰۱۷	۸,۹۴۷	سود قبل از بهره و مالیات
(۲۱۰)	(۱۵۴)	(۱۴۴)	(۱۸۵)	درآمدهای غیرعملیاتی
۱,۲۸۳	۱,۱۳۲	۱,۳۰۵	۱,۸۰۰	مخارج بهره
۱۹,۵۶۲	۱۳,۷۷۳	۱۱,۱۷۸	۱۰,۵۶۳	سود قبل از مالیات
(۹,۵۲۵)	(۶,۴۳۷)	(۶,۶۹۹)	(۵,۸۷۰)	مالیات
۱۰,۰۳۶	۷,۳۳۶	۴,۴۷۹	۴,۶۹۳	سود قبل از کسر سهام اقلیت
(۲۸۷)	(۱۳۹)	(۱۳)	(۳۰)	لحاظ سرمایه‌گذاری‌های متقابل شرکت
۹,۷۴۹	۷,۱۹۷	۴,۴۶۶	۴,۶۶۳	سود خالص

منبع: Pakmoon ????

شکل ۵. ترازنامه‌ی تاریخی حسابرسی شده‌ی تیم سیستم
(ارقام به میلیون لیر)

۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	
				دارایی‌ها
۲۸,۵۱۳	۲۱,۱۴۴	۱۹,۱۳۴	۱۳,۰۹۲	نقد
				اوراق بهادار قابل فروش
۱۹,۴۴۳	۱۶,۳۲۸	۱۴,۹۵۷	۱۳,۲۵۷	حساب‌های دریافتی
۱,۲۳۵	۱,۱۹۵	۱,۰۸۷	۱,۳۳۳	موجودی
۴۹,۱۹۱	۳۸,۶۶۷	۳۵,۱۷۸	۲۷,۶۸۲	کل دارایی‌های جاری
۲۱	۱۸	۲۲	۱۴	دارایی‌های نامشهود
۳,۶۸۱	۲,۴۸۹	۲,۰۸۰	۴,۹۶۲	زمین، اموال، کارخانه و تجهیزات
۲,۰۵۵	۱,۱۴۰	۶۶۸	۷۲۹	سایر دارایی‌های مشهود
۱,۶۶۵	۱,۷۳۸	۱,۹۴۷	۳۲۷	پیش‌پرداخت هزینه‌ها
۱,۲۲۶	۱,۲۲۹	۱,۱۷۳	۱,۴۳۴	اوراق بهادار و دیگر دارایی‌ها
۵۸,۰۳۹	۴۵,۲۹۱	۴۱,۰۶۸	۳۵,۱۴۸	کل دارایی‌ها
				بدهی‌ها
۹,۶۶۹	۸,۹۸۹	۸,۹۳۲	۷,۶۶۱	حساب‌های پرداختنی
۹,۹۵۶	۸,۶۶۰	۹,۸۲۷	۶,۷۹۶	مالیات و دیگر پرداختنی‌ها
۴,۱۵۶	۱,۲۵۷	۱,۱۲۷	۱,۲۰۰	پیش‌دریافت درآمد و دیگر بدهی‌های انباشته
۳,۰۵۵	۲,۲۳۵	۲,۰۹۴	۲,۶۸۸	بدهی‌های بلندمدت
۲۶,۸۳۶	۲۱,۱۲۱	۲۱,۹۸۰	۱۸,۳۴۵	کل بدهی‌ها
				حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت
۴,۵۹۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۹۰	سرمایه
۱۵,۸۸۴	۱۱,۶۶۲	۹,۴۴۲	۶,۶۳۶	ذخایر
۹,۶۶۰	۷,۱۳۲	۴,۴۰۵	۴,۵۸۴	درآمد عملیاتی (پس از کسر سود پرداختنی و ویژه)
۳۰,۱۲۴	۲۳,۳۷۴	۱۸,۴۲۷	۱۵,۸۰۰	کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت
۱,۰۷۹	۷۸۶	۶۸۱	۱,۰۰۳	سهام اقلیت
۳۱,۲۰۳	۲۴,۱۶۰	۱۹,۰۸۸	۱۶,۸۰۳	کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت
۵۸,۰۳۹	۴۵,۲۹۱	۴۱,۰۶۸	۳۴,۱۴۸	کل حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها

منابع: Palmon

شکل ۶. فروش شرکت‌های برتر ایتالیایی
(در صنعت نرم‌افزارهای حقوق و دستمزد)

شرکت	فروش (میلیون لیر)
TeamSystem	50.7
Inaz Paghe	47.0
Osra	38.0
Sistemi	37.0
Zuchetti	36.0
Esa Software	35.0
Omega Data	34.4
Axioma	26.0
Dylog Italia	25.0

Source: Palamon memorandum.

شکل ۷. منابع / مصارف وجوه در طرح پیشنهادی تجدید ساختار
(ارقام به میلیون لیر)

منابع	
بدهی	۴۶,۰۰۰
وجوه مازاد	۱۵,۰۰۰
	۶۱,۰۰۰
مصارف	
سود پرداختی ویژه - آوریل ۲۰۰۰	۸,۵۰۰
سود پرداختی ویژه - نهایی	۵۲,۵۰۰
	۶۱,۰۰۰

توجه: این جدول به طور دقیق تجدید اهرمی ساختار سرمایه‌ی تیم سیستم را نشان می‌دهد. مواردی که در این جدول صرف نظر شده است عبارتند از (۱) مبلغ خرید ۵۰,۲۳۵ میلیون لیری سهام از سرمایه‌گذاران تیم سیستم توسط پالامون و (۲) مبلغ خرید ۲/۱ میلیون لیری املاک و مستغلات توسط سرمایه‌گذاران از تیم سیستم. پالامون چیزی به عنوان سود پرداختی ویژه دریافت نمی‌کند.

شکل ۸. صورت سود و زیان پیش‌بینی شده‌ی تیم سیستم (ارقام به میلیون لیر)

	۱۹۹۵	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷
					%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۶	%۶	%۶	%۶	%۶
کل فروش	۳۹,۶۶۵	۴۲,۹۲۲	۵۰,۶۹۴	۶۰,۴۹۹	۹۹,۵۷۳	۸۰,۰۰۹	۹۲,۰۱۱	۹۷,۵۳۲	۱۰۳,۳۸۳	۱۰۹,۵۰۵	۱۶,۱۶۲	۲۳,۱۳۱
هزینه‌ی مواد	(۹,۹۷۹)	(۱۱,۴۳۰)	(۱۲,۲۵۸)	(۱۵,۱۷۹)								
هزینه‌ی خدمات	(۹,۳۸۰)	(۸,۶۹۲)	(۱۰,۸۸۹)	(۱۲,۳۸۹)								
هزینه‌ی اجاری و واسطه‌ای	(۳۲۸)	(۳۹۴)	(۱,۴۹۳)	(۱,۵۵۳)								
کل هزینه‌های عملیاتی	(۱۹,۶۸۷)	(۲۰,۵۱۶)	(۲۴,۶۴۰)	(۲۰,۱۲۱)	(۳۱,۳۰۸)	(۳۶,۰۰۴)	(۴۱,۴۰۵)	(۴۳,۸۸۰)	(۴۶,۵۲۳)	(۴۹,۳۱۴)	(۵۲,۲۷۳)	(۵۵,۴۰۹)
حقوق و دستمزد	(۴,۸۷۵)	(۵,۳۸۲)	(۶,۲۸۲)	(۷,۱۵۱)								
بیمه	(۱,۸۵۵)	(۲,۰۴۷)	(۱,۹۱۷)	(۲,۰۱۱)								
دیگر هزینه‌های کارکنان	(۴۵۶)	(۴۸۱)	(۵۷۲)	(۷۵۳)								
کل هزینه‌های کارکنان	(۷,۱۹۶)	(۷,۹۱۰)	(۹,۷۷۱)	(۹,۹۱۵)	(۱۰,۷۸۴)	(۱۲,۴۰۱)	(۱۴,۲۰۲)	(۱۵,۱۱۷)	(۱۶,۰۲۴)	(۱۶,۹۰۵)	(۱۸,۰۰۵)	(۱۹,۰۸۵)
دیگر هزینه‌های عملیاتی	(۲,۷۹۳)	(۳,۰۵۲)	(۳,۱۳۳)	(۱,۳۳۹)	(۲,۷۸۳)	(۳,۲۰۰)	(۳,۶۸۰)	(۳,۹۰۱)	(۴,۱۳۵)	(۴,۳۸۳)	(۴,۶۴۶)	(۴,۹۲۵)
سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک	۹,۹۹۹	۱۱,۴۴۴	۱۴,۱۵۰	۲۰,۱۲۴	۲۴,۰۹۰	۲۸,۴۰۳	۳۲,۶۶۴	۳۴,۶۲۴	۳۶,۷۰۱	۳۸,۹۰۳	۴۱,۲۳۷	۴۳,۷۱۲
دارایی‌های مشهود و نامشهود												
استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود	(۱,۰۵۲)	(۱,۴۲۷)	(۱,۳۵۵)	(۱,۶۳۶)	(۸۹۵)	(۹۳۰)	(۹۷۵)	(۱,۰۱۰)	(۱,۰۴۶)	(۱,۰۸۵)	(۱,۱۲۶)	(۱,۱۷۰)
سود قبل از بهره و مالیات	۸,۹۴۷	۱۰,۰۱۷	۱۲,۷۹۵	۱۸,۴۸۸	۲۳,۶۶۳	۲۷,۵۰۳	۳۱,۶۸۹	۳۳,۶۱۴	۳۵,۶۵۵	۳۷,۸۱۸	۴۰,۱۱۱	۴۲,۵۴۲
درآمدهای غیر عملیاتی	(۱۸۵)	(۱۴۴)	(۱۵۴)	(۲۱۰)	(۳,۱۶۰)	(۳,۱۶۰)	(۳,۱۶۰)	(۲,۷۰۵)	(۱,۹۷۵)	(۱,۱۸۵)	(۳۸۵)	-
مخارج بهره	۱,۸۰۰	۱,۳۰۵	۱,۱۳۲	۱,۲۸۳	۵۰۱	۱,۱۵۷	۱,۸۵۵	۲,۰۹۱	۲,۴۰۸	۲,۸۱۳	۳,۳۱۰	۴,۵۰۷
سود قبل از مالیات	۱۰,۵۶۳	۱۱,۱۷۸	۱۳,۷۷۳	۱۹,۵۶۲	۲۱,۲۶۵	۲۵,۵۰۰	۳۰,۳۸۳	۳۲,۹۹۹	۳۶,۰۸۸	۳۵,۰۸۸	۴۳,۰۲۶	۴۷,۰۴۹
مالیات	(۵,۸۷۰)	(۶,۶۹۹)	(۶,۴۳۷)	(۹,۵۲۵)	(۱۰,۲۰۷)	(۱۲,۲۴۰)	(۱۴,۵۸۴)	(۱۵,۸۱۱)	(۱۷,۳۲۲)	(۱۸,۹۳۴)	(۲۰,۶۵۲)	(۲۲,۵۸۴)
سود قبل از کسر سهام اقلیت	۴,۶۹۳	۴,۴۷۹	۷,۳۳۶	۱۰,۰۳۶								
لحاظ سرمایه‌گذاری‌های متقابل شرکت	(۳۰)	(۱۳)	(۱۳۹)	(۲۸۷)								
سود خالص	۴,۶۶۳	۴,۴۶۶	۷,۱۹۷	۹,۷۴۹	۱۱,۵۸	۱۳,۲۰۰	۱۵,۷۹۹	۱۷,۱۲۹	۱۸,۷۶۸	۲۰,۵۱۲	۲۲,۳۷۳	۲۴,۴۶۵

شکل ۹. ترازنامه‌ی پیش‌بینی‌شده‌ی تیم سیستم
(ارقام به میلیون لیر)

	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	
دارایی‌ها													
نقد	۲۳,۳۹۵	۲۲,۰۷۱	۲۰,۸۲۱	۱۹,۶۴۳	۱۸,۵۳۱	۱۷,۴۸۲	۱۵,۲۰۲	۱۳,۵۰۰	۲۸,۵۱۳	۲۱,۱۴۴	۱۹,۱۳۴	۱۳,۰۹۲	
اوراق بهادار قابل فروش	۹۰,۱۴۴	۶۶,۱۹۶	۵۶,۲۵۳	۴۸,۱۶۵	۴۱,۸۱۶	۳۷,۰۹۶	۲۳,۱۴۳	۱۱,۲۲۴					
حساب‌های دریافتی	۳۵,۹۳۹	۳۴,۸۴۸	۳۲,۸۷۶	۳۱,۰۱۵	۲۹,۲۵۹	۲۷,۶۰۳	۲۴,۰۰۳	۲۰,۸۷۲	۱۹,۴۴۳	۱۶,۳۲۸	۱۴,۹۵۷	۱۳,۲۵۷	
موجودی	۲,۴۶۳	۲,۳۲۳	۲,۱۹۲	۲,۰۶۸	۱,۹۵۱	۱,۸۴۰	۱,۶۰۰	۱,۳۹۱	۱,۲۳۵	۱,۱۹۵	۱,۰۸۷	۱,۳۳۳	
کل دارایی‌های جاری	۱۵۲,۹۴۱	۱۲۵,۴۳۸	۱۱۲,۱۴۲	۱۰۰,۸۹۱	۹۱,۵۵۱	۸۴,۰۲۱	۶۳,۹۴۸	۴۶,۹۸۸	۴۹,۱۹۱	۳۸,۶۶۷	۳۵,۱۷۸	۲۷,۶۸۲	
دارایی‌های نامشهود	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۱	۱۸	۲۲	۱۴	
زمین، اموال، کارخانه و تجهیزات	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۳,۶۸۱	۲,۴۸۹	۲,۰۸۰	۴,۹۶۲	
سایر دارایی‌های مشهود	۳,۰۷۶	۲,۹۰۴	۲,۷۴۰	۲,۵۸۵	۲,۴۳۸	۲,۳۰۰	۲,۰۰۰	۱,۷۳۹	۲,۰۵۵	۱,۱۴۰	۶۶۸	۷۲۹	
پیش‌پرداخت هزینه‌ها	۳,۶۹۴	۳,۴۸۵	۳,۲۸۸	۳,۱۰۲	۲,۹۲۵	۲,۷۶۰	۲,۴۰۰	۲,۸۷	۱,۶۶۵	۱,۷۳۸	۱,۹۴۷	۳۲۷	
اوراق بهادار و دیگر دارایی‌ها	۲,۴۶۳	۲,۳۲۳	۲,۱۹۲	۲,۰۶۸	۱,۹۵۱	۱,۸۴۰	۱,۶۰۰	۱,۳۹۱	۱,۲۲۶	۱,۲۲۹	۱,۱۷۳	۱,۴۳۴	
کل دارایی‌ها	۱۶۳,۷۷۶	۱۳۵,۷۵۱	۱۲۱,۹۶۲	۱۱۰,۲۴۵	۱۰۰,۴۷۳	۹۲,۵۲۳	۷۱,۵۴۹	۵۳,۸۰۷	۵۸,۰۳۹	۴۵,۲۹۱	۴۱,۰۶۸	۳۵,۱۴۸	
بدهی‌ها													
حساب‌های پرداختی	۱۹,۷۰۱	۱۸,۵۸۸	۱۷,۵۳۴	۱۶,۵۴۱	۱۵,۶۰۵	۱۴,۷۲۲	۱۲,۸۰۲	۱۱,۱۳۲	۹,۶۶۹	۸,۹۸۹	۸,۹۳۲	۷,۶۶۱	
مالیات و دیگر	۱۹,۷۰۱	۱۸,۵۸۸	۱۷,۵۳۴	۱۶,۵۴۱	۱۵,۶۰۵	۱۴,۷۲۲	۱۲,۸۰۲	۱۱,۱۳۲	۹,۹۵۶	۸,۶۶۰	۹,۸۲۷	۶,۷۹۶	

پرداختی‌ها	۱,۲۰۰	۱,۱۲۷	۱,۲۵۷	۴,۱۵۶	۳,۴۷۹	۴,۰۰۰	۴,۶۰۱	۴,۸۷۷	۵,۱۶۹	۵,۴۷۹	۵,۸۰۸	۶,۱۵۷	%/۰
پیش‌دریافت	۲,۶۸۸	۲,۰۹۴	۲,۲۳۵	۳,۰۵۵	۴۶,۰۰۰	۴۶,۰۰۰	۴۶,۰۰۰	۳۴,۵۰۰	۲۳,۰۰۰	۱۱,۵۰۰	-	-	
درآمد و دیگر													
بدهی‌های انباشته													
بدهی‌های بلندمدت													
کل بدهی‌ها	۱۸,۳۴۵	۲۱,۹۸۰	۲۱,۱۲۱	۲۶,۸۳۶	۷۱,۷۴۲	۷۵,۶۰۴	۸۰,۰۴۴	۷۰,۵۸۷	۶۱,۲۵۲	۵۲,۰۴۷	۴۲,۹۸۰	۴۵,۵۵۹	
حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت	۴,۵۹۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۹۰	۲۴,۵۴۴	(۲۴,۳۵۸)	(۱۱,۱۳۸)	۴,۶۶۱	۲۱,۷۸۹	۴۰,۵۵۵	۶۱,۰۶۷	۸۳,۴۴۰	
سرمایه	۶,۶۳۶	۹,۴۴۲	۱۱,۶۶۲	۱۵,۸۸۴	۱۱,۰۶۸	۱۳,۲۰۰	۱۵,۷۹۹	۱۷,۱۲۹	۱۸,۷۶۶	۲۰,۵۱۲	۲۲,۳۷۳	۲۴,۴۶۵	
ذخایر	۴,۵۸۴	۴,۴۰۵	۷,۱۳۲	۹,۶۶۰	(۵۱,۰۰۰)								
درآمد عملیاتی													
(پس از کسر سود پرداختی ویژه)													
کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت	۱۵,۸۰۰	۱۸,۴۲۷	۲۳,۳۷۴	۳۰,۱۲۴	(۱۹,۸۱۸)	(۶,۵۵۸)	۹,۲۴۱	۲۶,۳۶۹	۴۵,۱۳۵	۶۵,۶۴۷	۸۸,۰۲۰	۱۱۲,۴۸۶	
سهام اقلیت	۱,۰۰۳	۶۸۱	۷۸۶	۱,۰۷۹	۱,۸۰۳	۲,۵۰۴	۳,۲۳۸	۳,۵۱۷	۳,۸۵۹	۴,۲۶۹	۴,۷۵۱	۵,۷۳۲	%/۵
سهام اقلیت	۱۶,۸۰۳	۱۹,۰۸۸	۲۴,۱۶۰	۳۱,۲۰۳	(۱۷,۹۰۵)	(۴,۰۵۴)	۱۲,۴۷۹	۲۹,۸۸۸	۴۸,۹۹۴	۶۹,۹۱۵	۹۲,۷۷۱	۱۱۸,۲۱۸	
کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت	۳۴,۱۴۸	۴۱,۰۶۸	۴۵,۲۹۱	۵۸,۰۳۹	۵۳,۸۰۷	۷۱,۵۴۹	۹۲,۵۲۳	۱۰۰,۴۷۳	۱۱۰,۲۴۵	۱۲۱,۹۶۲	۱۳۵,۷۵۱	۱۶۳,۷۷۶	
بازپرداخت بدهی مانده‌ی اولیه	۴۶,۰۰۰												
درصد پرداخت اصلی بدهی	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
مبلغ پرداخت	-	-	-	-	-	-	-	(۱۱,۵۰۰)	(۱۱,۵۰۰)	(۱۱,۵۰۰)	(۱۱,۵۰۰)	(۱۱,۵۰۰)	

شکل ۱۰. معیارهای ارزشیابی شرکت‌های سهامی عام در حوزه‌ی تولید نرم‌افزارهای برنامه‌ریزی منابع بنگاه (ERP)

ارزش بازار تعدیل شده براساس ضریبی از:		ارزش بازار سهام براساس ضریبی از				نرخ رشد بلندمدت تخمینی از عایدی هر سهام	سال محاسبه ۲۰۰۱	سال محاسبه ۲۰۰۰	سال محاسبه ۱۹۸۹	عایدی هر سهم	سود عملیاتی بلندمدت	ذخایر بلندمدت	حاشیه‌ی بلندمدت
سود خالص	سود قبل از بهره و مالیات	سود قبل از بهره و مالیات	فروش	نسبت به نرخ رشد بلندمدت	سال ۱۹۹۹ نسبت به نرخ رشد بلندمدت	نرخ رشد بلندمدت تخمینی از عایدی هر سهام	عایدی هر سهام تخمینی	عایدی هر سهام تخمینی	عایدی هر سهام تخمینی	عایدی هر سهام	سود عملیاتی بلندمدت	ذخایر بلندمدت	حاشیه‌ی بلندمدت
ردیف ۱- بازیگران بزرگ ERP													
Basn	×۴/۰	NM	NM	NM	NM	٪۲۸	NM	×۷۴/۹	×۸۵/۰	NM	×۳۷/۹	×۲۶/۲	×۱/۶
JO Edwards	×۱/۶	×۲۶/۲	×۳۷/۹	NM	×۷۴/۹	٪۲۷	NM	×۸۵/۰	×۳۴/۴	×۲۷/۸	×۲۱/۶	×۷۷/۰	٪۴۴/۲
Orade	×۶/۸	×۳۲/۰	×۴۷/۸	×۴۲/۱	×۳۴/۴	٪۲۴	٪۱۴۳	×۲۷/۸	×۴۲/۱	×۴۷/۸	×۳۲/۰	×۶/۸	٪۲۱/۲
Peopl???	×۲/۳	×۲۳/۶	NM	NM	×۴۴/۳	٪۲۴	٪۲۳۱	×۵۴/۸	NM	×۴۴/۳	×۲۳/۶	×۲/۳	٪۸/۹
SAP	×۸/۳	×۴۲/۱	×۷۵/۲	×۶۱/۹	×۴۵/۸	٪۲۵	٪۱۸۲	×۳۶/۶	×۴۵/۸	×۶۱/۹	×۷۵/۲	×۴۲/۱	٪۱۹/۷
Low	×۱/۶	×۲۳/۶	×۳۷/۹	×۴۲/۱	×۳۴/۴	٪۲۴	٪۱۴۳	×۲۷/۸	×۴۲/۱	×۳۷/۹	×۲۳/۶	×۱/۶	٪۳۸/۰
Mean	×۴/۶	×۳۱/۰	×۵۳/۶	×۵۲/۰	×۵۷/۵	٪۲۵	٪۱۸۵	×۴۵/۹	×۵۷/۵	×۵۲/۰	×۳۱/۰	×۴/۶	٪۳/۸
High	×۴/۳	×۴۲/۱	×۷۵/۲	×۶۱/۹	×۹۵/۰	٪۲۷	٪۲۳۱	×۷۴/۹	×۹۵/۰	×۶۱/۹	×۴۲/۱	×۴/۳	٪۲۱/۲
ردیف ۲- شرکت‌های میان مقیاس تولیدکننده‌ی نرم‌افزارهای حسابداری													
Great Plains Software Inc	×۴/۸	×۸/۱	×۵۶/۱	×۴۸/۲	×۳۷/۸	٪۳۵	٪۱۰۸	×۲۸/۰	×۳۷/۸	×۴۸/۲	×۵۶/۱	×۴/۸	٪۵۸/۹
Intui Inc	×۵/۸	×۴۲/۸	×۴۳/۶	×۶۲/۴	×۵۲/۴	٪۲۱	٪۲۴۷	×۴۳/۲	×۵۲/۴	×۶۲/۴	×۴۳/۶	×۵/۸	٪۱۳/۶
Epcor Software	×۱/۵	NM	NA	×۵۴/۲	×۱۸/۱	٪۲۸	٪۶۶	×۱۴/۲	×۱۸/۱	×۵۴/۲	NA	×۱/۵	٪۱۰/۰
Sage Group PLC	×۱۶/۰	×۵۸/۵	×۸۴/۳	×۷۱/۱	×۵۸/۲	٪۳۵	٪۱۶۵	×۴۳/۰	×۵۸/۲	×۷۱/۱	×۸۴/۳	×۱۶/۰	٪۲۶/۴
Symix	×۷/۰	×۸/۲	×۱۲/۶	×۱۳/۵	×۱۲/۱	٪۲۸	٪۴۳	×۹/۴	×۱۲/۱	×۱۳/۵	×۱۲/۶	×۷/۰	٪۸/۴
Low	×۷/۰	×۸/۱	×۱۲/۶	×۱۳/۵	×۱۲/۱	٪۲۱	٪۴۳	×۹/۴	×۱۲/۱	×۱۳/۵	×۱۲/۶	×۷/۰	٪۱۰/۰
Mean	×۵/۸	×۲۹/۴	×۴۹/۲	×۴۹/۹	×۳۵/۷	٪۲۹	٪۱۲۶	×۲۷/۶	×۳۵/۷	×۴۹/۹	×۴۹/۲	×۵/۸	٪۱۹/۷
Highe	×۱۶/۰	×۵۸/۵	×۸۴/۳	×۷۱/۱	×۵۸/۲	٪۳۵	٪۲۴۷	×۴۳/۲	×۵۸/۲	×۷۱/۱	×۸۴/۳	×۱۶/۰	٪۵۸/۹

ردیف ۳- دیگر شرکت‌ها												
Agresso	×۰/۸	×۴۰/۲	×۴۲/۰	×۱۵/۶	×۷/۷	×۳/۵	%۱۲۱	%۶	%۲۰۶/۴	%۳,۲۰۹/۱	%۱/۲	%۱/۸
Intenfa	×۱/۶	×-۶۹/۲	NM	×۶۲/۱	×۲۹/۵	NA	NA	NA	%۵۱/۷	%۱۱۵/۶	%-۲/۴	%-۵/۵
Navision	×۱۷/۶	×۷۹/۶	×۱۲۶/۹	×۴۱/۶	×۳۲/۰	NA	NA	NA	%۹۱/۵	%۱۳۷/۹	%۲۲/۱	%۱۴/۰
Brain International	×۳/۱	NM	NM	×۷۲/۷	×۳۱/۸	NA	NA	NA	%۲۳/۱	%-۶۶/۰	%-۰/۲	%۱/۱
Low	×۸/۰	×-۶۹/۲	×۴۲/۰	×۱۵/۶	×۷/۷	×۳/۵	%۱۲۱	%۶	%۲۳/۱	%-۶۶/۰	%-۲/۴	%-۵/۵
Mean	×۵/۸	×۱۶/۹	×۸۴/۵	×۴۸/۰	×۲۵/۳	×۳/۵	%۱۲۱	%۶	%۱۰۸/۲	%۸۴۹/۲	%۵/۴	%۲/۹
High	×۱۷/۶	×۷۹/۶	×۱۲۶/۸	×۷۲/۷	×۳۲/۰	×۳/۵	%۱۲۱	%۶	%۲۰۶/۴	%۳,۲۰۹/۱	%۲۲/۱	%۱۴/۰

* براساس ارزش تعدیل‌شده‌ی بازار که به این صورت تعریف می‌شود: ارزش بازار حق مالی + بدهی بلندمدت - نقد و شبه نقد

* براساس تخمین‌های I/B/ES

منبع: ؟؟

شکل ۱۱. داده‌های مالی منتخب شرکت‌های نرم‌افزاری فعال در حوزه‌ی برنامه‌ریزی منابع بنگاه (ERP)
(ارقام به هزار دلار، به استثنای داده‌های هر سهم)

	ارزش بازار حق مالی	بدهی بلندمدت	نقد و شبه نقد	ارزش بازار تعدیل شده	فروش	سود عملیاتی	عایدی هر سهم	سال محاسبه: ۲۰۰۰	سال محاسبه: ۲۰۰۱	ارزش دفتری	کل دارایی‌ها
ردیف ۱- بازیگران بزرگ ERP											
Basn	۲,۶۳۷,۶۱۸	۲۰۰,۵۴۶	۱۲۱,۶۹۷	۲,۷۱۶,۴۶۷	۶۷۴,۶۶۴	(۲۵۶,۴۴۶)	\$(۱/۳۵)	\$۰/۰۸	\$۰/۱۰	۱۱۲,۸۲۱	۶۹۸,۵۱۰
JO Edwards	۱,۸۲۹,۳۸۵	-	۲۱۱,۷۸۲	۱,۶۱۷,۶۰۳	۱,۰۰۱,۲۶۳	۶۱,۸۴۲	\$۰/۴۵	\$۰/۱۸	\$۰/۲۳	۵۸۳,۹۹۶	۹۵۰,۴۷۳
Orade	۶۲,۲۸۲,۷۴۶	۳۰۱,۱۴۰	۲,۵۸۲,۷۶۴	۶۰,۰۲۱,۱۲۲	۸,۸۲۷,۲۵۲	۱,۸۷۲,۸۸۱	\$۰/۸۷	\$۱/۲۱	\$۱/۵۰	۳,۶۹۵,۲۶۷	۷,۲۵۹,۶۵۴
Peoplesfot	۳,۶۱۱,۴۵۲	-	۴۹۶,۱۵۵	۳,۱۱۳,۲۹۷	۱,۳۳۳,۰۹۵	۱۳۱,۹۷۸	\$۰/۰۵	\$۰/۲۶	\$۰/۳۲	۶۶۴,۲۹۲	۱,۴۴۰,۶۰۵
SAP	۴۱,۹۰۷,۴۶۰	۷۱۸,۸۵۸	۶۹۳,۴۱۱	۴۱,۹۳۲,۹۰۷	۵,۰۵۲,۳۲۱	۹۹۵,۵۳۵	\$۵/۳۳	\$۸/۷۶	\$۱۰/۹۶	۲,۰۹۶,۱۳۸	۶,۰۸۳,۰۶۹

ردیف ۲- شرکت های میان مقیاس تولید کننده نرم افزارهای حسابداری											
۱۸۰,۲۵۲	۱۳۳,۱۹۳	\$۱/۷۲	\$۱/۲۶	\$۰/۸۶	۷۹,۴۸۹	۱۳۴,۹۰۷	۶۴۴,۲۱۰	۱۲۳,۶۸۳	-	۷۶۷,۸۹۳	Great Plairs Software
۲,۴۶۹,۸۸۵	۱,۶۷۳,۴۰۵	\$۲/۱۷	\$۱/۷۹	\$۲/۱۵	۱۱۱,۰۰۹	۸۱۴,۸۸۹	۴,۷۵۰,۸۵۳	۱,۷۶۱,۲۰۰	۳۶,۰۴۳	۶,۴۷۶,۰۱۰	Intui Inc
۱۹۹,۷۳۵	۱۲۲,۱۹۶	\$۰/۲۷	\$۰/۲۱	NA	(۷,۳۳۳)	۷۳,۶۸۸	۱۰۷,۶۷۳	۴۷,۳۰۴	-	۱۵۴,۹۷۷	Epicor Software
۸۵۰,۳۷۵	۱۱,۱۸۷	\$۱/۱۳	\$۰/۸۳	\$۰/۵۸	۱۰۳,۵۹۵	۳۷۷,۴۷۷	۶,۰۵۵,۵۲۳	۷۸,۱۷۱	۱۳۶,۰۴۶	۵,۹۹۷,۶۴۸	Sage Group PLC
۷۳,۳۴۶	۳۸,۷۴۹	\$۱/۲۲	\$۰/۹۵	\$۰/۹۱	۱۰,۳۷۴	۱۲۳,۰۱۰	۸۵,۲۶۹	۳,۲۶۱	۴,۱۰۹	۸۴,۴۲۱	Symix
ردیف ۳- دیگر شرکت ها											
۸۹,۷۸۹	۴۰,۸۰۴	\$۰/۵۳	\$۰/۲۴	\$۰/۰۴	۱,۷۷۱	۸۵,۹۷۳	۷۱,۲۷۲	۱۸,۶۹۰	۱,۳۹۶	۸۸,۵۵۴	Agresso
۲۷۵,۷۱۴	۱۰۴,۰۸۵	NA	\$۰/۷۴	\$ (۰/۷۲)	(۸,۴۰۰)	۳۵۲,۹۸۸	۵۸۱,۳۹۵	۱۲,۶۵۵	۳۶,۸۳۳	۵۵۷,۲۱۷	Intenfa
۲۵,۱۲۷	۹,۵۴۰	NA	\$۰/۸۰	\$۰/۲۰	۸,۱۵۵	۳۶,۸۷۵	۶۴۹,۴۲۲	۶,۲۸۵	-	۶۵۵,۷۰۷	Navision
۱۰۸,۸۴۴	۶۵,۳۸۵	NA	\$۱/۲۶	\$۰/۱۳	(۱۶۴)	۷۶,۶۸۶	۲۳۷,۲۰۷	۳۹,۲۸۳	۱۹,۹۹۱	۲۵۶,۴۹۹	Brain International

* براساس ارزش تعدیل شده بازار که به این صورت تعریف می شود: ارزش بازار حق مالی + بدهی بلندمدت - نقد و شبه نقد

* براساس تخمین های I/B/ES

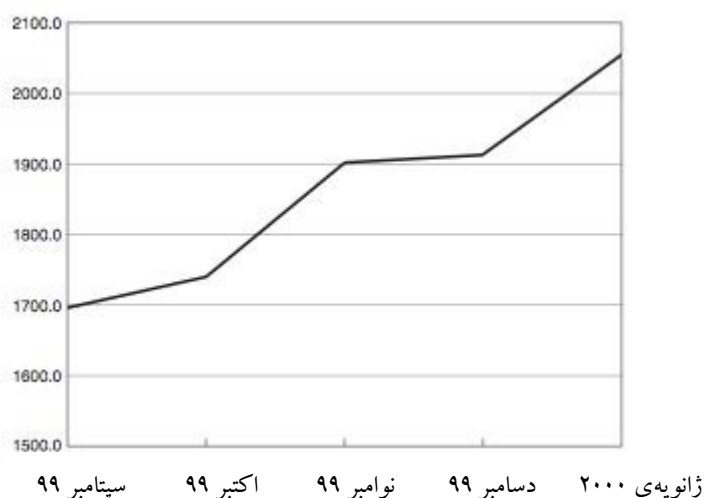
منبع: ؟؟

شکل ۱۲. نرخ‌های برابری اخیر یورو به لیر

در اول ژانویه ۱۹۹۹ اتحادیه اروپا نرخ تبدیل یورو به لیر را روی ۱,۹۳۶/۲۷ را تثبیت کرد. نرخ‌های برابری ذیل براساس نرخ‌های برابری یورو به دلار برآورد شده و بنابراین، نماینده نرخ‌های برابری بازار آزاد است.

تاریخ	یورو به لیر
سپتامبر ۱۹۹۹	۱,۶۹۶/۳
اکتبر ۱۹۹۹	۱,۷۴۰/۱
نوامبر ۱۹۹۹	۱,۹۰۱/۸
دسامبر ۱۹۹۹	۱,۹۱۲/۶
ژانویه ۲۰۰۰	۲,۰۵۵/۰

یورو به لیر



منابع: به عنوان نمونه در سپتامبر ۱۹۹۹ نرخ برابری دلار به یورو برای ۱/۰۶۸۲ و نرخ برابری دلار به لیر برابر ۱۸۱۲/۳۲ بوده که تقسیم دومی بر اولی نرخ برابری ضمنی یورو به لیر به دست می‌آید.

شکل ۱۳. شرایط بازار سرمایه - فوریه ۲۰۰۰

ابزار	نمر
نرخ بهره‌ی بین بانکی یورو ^۱	
۹۰ روزه	۳/۴۱
۶ ماهه	۳/۷۸
یکساله	۴/۱۱
اوراق قرضه‌ی دولتی (یوروی)	
ایتالیا - آوریل ۲۰۰۴	۶/۰۰
ایتالیا - ژوئیه ۲۰۰۷	۵/۸۷
ایتالیا - مارس ۲۰۱۱	۹/۲۵
ناحیه‌ی یورو ^۲ ، ۵ساله	۵/۱۰
ناحیه‌ی یورو، ۷ساله	۵/۴۵
ناحیه‌ی یورو، ۱۰ساله	۵/۶۱
شاخص بازار سهام	نفت P/E
شاخص Main MIB30	۳۷/۸۷
شاخص FTSE100 (لندن)	۲۹/۷۵
شاخص DAX (فرانکفورت)	۵۷/۴۷
منبع: ؟؟؟	

^۱. EURIBOR

^۲. نمر اوراق قرضه‌ی ناحیه‌ی یورو میانگین هارمونیک نمر اوراق قرضه‌ی دولت‌ها است که با مبلغ قرضه‌ی منتشرشده‌ی کشورها توزین شده است.

افته‌ی ۶-۶. شرکت پتروشیمی زنجان (سهامی عام)^۱

در پنج‌شنبه‌ی آخر آذرماه سال ۱۴۰۱ آقای ابولفضل ناظمی، رئیس هیأت‌مدیره‌ی شرکت، در مسیر بازگشت به تهران با خود می‌اندیشید که چگونه باید فرایند افزایش سرمایه را شتاب داد تا با گردآوری منابع مورد نیاز، طرح به پایان برسد. به‌ویژه موقعیت بین‌المللی ایران و تشدید منازعات باعث می‌شد که خرید تجهیزات باقی‌مانده‌ی پروژه دشوارتر شود، و آقای ناظمی چشم‌اندازی از بهبود وضعیت نداشت.

تاریخچه‌ی شکل‌گیری شرکت

شرکت در سال ۱۳۸۶ و با تصمیم رئیس جمهور وقت همزمان با چند شرکت دیگر در سایر استان‌ها و با مالکیت جزئی شرکت ملی صنایع پتروشیمی همراه با مشارکت حدود ۱۰۰ هزار نفر از سرمایه‌گذاران حقیقی به شکل سهامی عام و با سرمایه‌ی ۵۰۰ میلیارد ریال، تشکیل شده بود. ۹۰٪ از سهامداران بومی استان زنجان بودند. چون موضوع تأمین سرمایه برای اجرای طرح روشن نبود، بعد از مدتی در چارچوب برنامه‌های خصوصی‌سازی، شرکت ملی صنایع پتروشیمی سهم خود را به بانک‌ها و شرکت‌های وابسته به نیروهای نظامی واگذار کرد، و از پروژه خارج شد. حدود ۸ سال بعد، در سال ۱۳۹۴ سهام این نهادها از طریق بازار سرمایه به خریدارانی از بخش خصوصی واگذار شد که آقای ناظمی اکنون نمایندگی آنها را برعهده داشت. در طول آن مدت، پروژه عملاً رشد چندانی نداشت.

برنامه‌های افزایش سرمایه

به منظور اجرایی کردن پروژه، افزایش سرمایه اجتناب‌ناپذیر تلقی می‌شود. از این‌رو، در سال ۱۳۹۷ سرمایه‌ی شرکت از ۵۰۰ میلیارد ریال با پرداخت نقدی سهامداران افزایش یافت و به ۳۵۰۰ میلیارد ریال رسید. عمده‌ی سهامداران خرد حقیقی در افزایش سرمایه شرکت نکردند، و خریداران حقوقی سهام در جریان این افزایش سرمایه، میزان مالکیت خود را افزایش دادند، به گونه‌ای که سهم سهامداران خرد به سطح ۳۵ درصد کاهش یافت.

علت عدم مشارکت سهامداران خرد در افزایش سرمایه، طولانی شدن دوره‌ی تکمیل پروژه بود. درصد بالایی از سهامداران حقیقی خرد که هر یک حدود یک تا ۵ میلیون ریال سرمایه‌گذاری کرده بودند، این تلقی را داشتند که پروژه می‌باید ۵ ساله تمام می‌شد. اما، مشکلات عدیده‌ی شرکت از قبیل سوءمدیریت مدیران اولیه، تأمین مالی‌های کوتاه‌مدتی که عمدتاً صرف سرمایه‌گذاری در عملیات ساختمانی شده بود، و عدم ایفای تعهدات به منظور برخورداری جدید از امکانات بازارهای پول و سرمایه باعث شده بود که پروژه عملاً با توقف همراه شود.

^۱ این افته با هدف آموزشی براساس داده‌های شرکتی واقعی در آذرماه سال ۱۴۰۱ به منظور تدریس در کلاس «درس افته‌های مالی شرکت‌ها»ی دانشگاه شریف تهیه شده است. ارقام و اعداد گاه‌گاهاً تعدیل شده و از این‌رو مطالب افته نمی‌تواند برای موارد اجرایی یا سرمایه‌گذاری مورد استناد قرار گیرد. حسین عبده تبریزی و مهدی کریمی احمدآبادی متن اولیه‌ی افته را نوشته‌اند. هر نوع تشابه اسمی تصادفی و غیرقابل استناد است.

ورود سرمایه گذاران جدید از امکانات بازارهای پول و سرمایه باعث شده بود که پروژه عملاً با توقف همراه شود.

ورود سرمایه گذاران جدید از بخش خصوصی جان تازه‌ای از پروژه داده بود، و مدیران جدید در طول قریب به سال (۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷) تلاش کرده بودند مشکلات عدیده‌ی شرکت از قبیل به‌روزآوری مجوزات، پرداخت بدهی‌های معوق، ادعاها و دعاوی پیمانکاران جزء، تکمیل اسناد اراضی و دارایی‌های حل مشکلات با صندوق توسعه‌ی ملی، ... را برطرف کنند.

با این همه، طبعاً برای تکمیل پروژه، با توجه به تغییر نرخ ارز از ۳ هزار تومان به بیش از ۳۰ هزار تومان، کماکان نیاز شدید به افزایش سرمایه بود. شرکت ماه‌ها بود که برای اخذ مجوز افزایش سرمایه دائماً به شرکا و سازمان بورس و اوراق بهادار مراجعه می‌کرد.

آخرین درخواست افزایش سرمایه

به دلیل اختلافات جدی بین دیدگاه‌های مدیریت و کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار، طرح افزایش سرمایه مدت‌ها بود که به نتیجه نمی‌رسید؛ این طرح دائماً با توجه به نظریات مقام تنظیم‌گر تغییر می‌کرد؛ و در هر بار تغییر، تهیه‌ی گزارش‌های جدید حسابرسی، ارزشیابی، و مدارک دیگر ضروری می‌شد.

آخرین پیشنهاد شرکت به سازمان آن بود که رقم سرمایه تا مبلغ ۷۵۰ میلیارد تومان نقداً افزایش یابد، و بعد از آن، افزایش سرمایه‌ی مجددی از محل تجدید ارزشیابی دارایی‌های شرکت داده شود. مدیریت شرکت مصراً علاقه‌مند بود مزایای تجدید ارزشیابی نصیب کسانی شود که در افزایش سرمایه شرکت می‌کنند. کارشناسان سازمان برعکس معتقد بودند که بهتر است افزایش سرمایه نخست از محل تجدید ارزشیابی انجام شود.

آقای ناظمی که در بازگشت از سفر خود برای شکر در جلسه‌ی هیأت‌مدیره در زنجان بازمی‌گشت، و کم‌کم داشت به منزل خود در تهران می‌رسید، هنوز نتوانسته بود جمع‌بندی روشنی از اوضاع داشته باشد. هم به انتشار اوراق سهام «با صرف» و «سلب حق تقدم» می‌اندیشید، و هم به انتشار اوراق با رعایت حق تقدم. به علاوه، در مورد افزایش سرمایه‌ی نقدی جدید به میزان ۷۵۰ میلیارد تومان نیز ابهام داشت. می‌انیشید که آیا می‌توان مبلغ افزایش سرمایه‌ی نقدی جدید را کاهش داد. علاقه‌ی آقای ناظمی به آن بود که سهمیه‌ی سهامداران راغب شوند در افزایش سرمایه شرکت کند. عدم شرکت آنان باعث می‌شد که تعداد بالایی از حق تقدم‌ها روی میز بماند و نگران بود برای آنها مشتری پیدا نشود. صورت‌های مالی شرکت در جدول‌های ۱ تا ۶ نشان‌دهنده‌ی تغییرات صورت‌های مالی در طول سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۱ نشان داده شده است.

جدول ۶

شرکت صنایع پتروشیمی زنجان (سهامی عام) - قبل از مرحله بهره‌برداری
 صورت تغییرات در حقوق مالکانه (جدداً گانه)
 سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۰

(مبالغ به میلیون ریال)					
جمع کل	سهام خزانه	سود انباشته	اندوخته قانونی	سرمایه	مانده در ۱۳۹۹/۰۱/۰۱
۳,۶۶۲,۴۳۸	-	۱۵۰,۸۶۲	۱۱,۵۷۶	۳,۵۰۰,۰۰۰	تغییرات حقوق مالکانه در سال ۱۳۹۹
۷۴,۹۶۱	-	۷۴,۹۶۱	-	-	سود (زیان) خالص سال ۱۳۹۹
-	-	(۳,۷۴۸)	۳,۷۴۸	-	تخصیص به اندوخته قانونی
۳,۷۳۷,۳۹۹	-	۲۲۲,۰۷۵	۱۵,۳۲۴	۳,۵۰۰,۰۰۰	مانده در ۱۳۹۹/۱۲/۳۰
(۹۹,۸۵۹)	(۲۶,۹۲۳)	(۷۲,۹۳۶)	-	-	تغییرات حقوق مالکانه در سال ۱۴۰۰
(۳۱,۵۰۰)	-	(۳۱,۵۰۰)	-	-	خالص سال ۱۴۰۰ (زیان)
۳,۶۰۶,۰۴۰	(۲۶,۹۲۳)	۱۱۷,۶۳۹	۱۵,۳۲۴	۳,۵۰۰,۰۰۰	سود سهام مصوب
					مانده در ۱۴۰۰/۱۲/۲۹

جدول ۵

شرکت صنایع پتروشیمی زنجان (سهامی عام) - قبل از مرحله بهره‌برداری
 صورت وضعیت مالی جداگانه
 به تاریخ ۲۹ اسفند ۱۴۰۰

(مبالغ به میلیون ریال)		یادداشت
۱۳۹۹/۱۲/۳۰	۱۴۰۰/۱۲/۲۹	
دارایی‌ها		
دارایی‌های غیر جاری		
۱۴,۵۳۷,۹۱۶	۲۰,۶۰۱,۱۵۷	۱۱ دارایی‌های ثابت مشهود
۱۰۳,۹۲۱	۲۰۷,۸۲۱	۱۳ دارایی‌های نامشهود
۵۳,۰۹۰	۵۳,۰۹۰	۱۴ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت
۲۱,۳۹۵	۲۱,۳۹۵	۱۵ سایر دارایی‌ها
۱۴,۷۱۶,۳۲۳	۲۰,۸۸۳,۴۶۳	جمع دارایی‌های غیر جاری
دارایی‌های جاری		
۸۰,۹۵۱	۲,۱۹۱	۱۶ پیش‌پرداخت‌ها
۱,۰۶۹,۳۹۷	۴۶۹,۹۸۷	۱۸ دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها
۰	۰	۱۹ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت
۳۶,۹۱۶	۸,۳۹۸	۲۰ موجودی نقد
۱,۱۸۷,۲۶۴	۴۸۰,۵۷۶	
۰	-	۲۰ دارایی‌های غیر تجاری نگهداری شده برای فروش
۱,۱۸۷,۲۶۴	۴۸۰,۵۷۶	جمع دارایی‌های جاری
۱۵,۹۰۳,۵۸۶	۲۱,۳۶۴,۰۳۹	جمع دارایی‌ها
حقوق مالکانه و بدهی‌ها		
حقوق مالکانه		
۳,۵۰۰,۰۰۰	۳,۵۰۰,۰۰۰	۲۱ سرمایه
۱۵,۳۲۴	۱۵,۳۲۴	۲۲ اندوخته قانونی
۲۲۲,۰۷۵	۱۱۷,۶۳۹	سود انباشته
-	(۲۶,۹۲۳)	سهم خزانه
۳,۷۳۷,۳۹۹	۳,۶۰۶,۰۴۰	جمع حقوق مالکانه
بدهی‌ها		
بدهی‌های غیر جاری		
۸,۷۸۱,۱۴۳	۱۴,۲۹۹,۱۶۳	۲۴ تسهیلات مالی بلندمدت
۷,۹۴۹	۱۴,۷۵۱	۲۵ ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
۸,۷۸۹,۰۹۲	۱۴,۳۱۳,۹۱۴	جمع بدهی‌های غیر جاری
بدهی‌های جاری		
۱,۶۱۵,۷۷۱	۱,۳۹۴,۳۴۶	۲۶ پرداختی‌های تجاری و سایر پرداختی‌ها
۴,۶۵۴	۳۶,۱۵۴	۲۷ سود سهام پرداختی
۱,۷۵۶,۶۷۰	۲,۰۱۳,۵۸۵	۲۴ تسهیلات مالی
۳,۳۷۷,۰۹۵	۳,۴۴۴,۰۸۵	جمع بدهی‌های جاری
۱۲,۱۶۶,۱۸۷	۱۷,۷۵۷,۹۹۹	جمع بدهی‌ها
۱۵,۹۰۳,۵۸۶	۲۱,۳۶۴,۰۳۹	جمع حقوق مالکانه و بدهی‌ها

جدول ۳

شرکت صنایع پتروشیمی زنجان (سهامی عام) - قبل از مرحله بهره‌برداری
صورت تغییرات در حقوق مالکانه (جدداً گانه)
دوره شش ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۱

شش ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۱				
سرمایه	اندوخته قانونی	سود انباشته	سهام خزانه	(مبالغ به میلیون ریال) جمع کل
۳,۵۰۰,۰۰۰	۱۵,۳۲۴	۱۱۷,۶۳۹	(۲۶,۹۲۳)	۳,۶۰۶,۰۴۰
۰	۰	(۲۷,۵۹۱)	۰	(۲۷,۵۹۱)
۰	۰	۰	۶,۹۲۳	۶,۹۲۳
۳,۵۰۰,۰۰۰	۱۵,۳۲۴	۹۰,۰۴۸	(۲۰,۰۰۰)	۳,۵۸۵,۳۷۲
۳,۵۰۰,۰۰۰	۱۵,۳۲۴	۲۲۲,۰۷۵	۰	۳,۷۲۷,۳۹۹
۰	۰	(۲۶,۸۴۵)	۰	(۲۶,۸۴۵)
۰	۰	(۳۱,۵۰۰)	۰	(۳۱,۵۰۰)
۳,۵۰۰,۰۰۰	۱۵,۳۲۴	۱۶۳,۷۳۰	۰	۳,۶۷۹,۰۵۴

مانده در ۱۴۰۱/۰۱/۰۱
تغییرات حقوق مالکانه شش ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۱
سود (زیان) خالص دوره شش ماهه منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱
فروش سهام خزانه
مانده در ۱۴۰۱/۰۶/۳۱
شش ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۰
مانده در تاریخ ۱۴۰۰/۰۱/۰۱
تغییرات حقوق مالکانه شش ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۰
سود (زیان) خالص دوره شش ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱
سود سهام مصوب
مانده در ۱۴۰۰/۰۶/۳۱

جدول ۴

شرکت صنایع پتروشیمی زنجان (سهامی عام) - قبل از مرحله بهره‌برداری
صورت سود و زیان (جدداً گانه)
سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۰

(مبالغ به میلیون ریال)			
یادداشت	سال ۱۴۰۰	سال ۱۳۹۹	۱۴۰۰/۱۲/۲۹
هزینه‌های اداری و عمومی	(۵۰,۲۲۶)	(۲۹,۲۷۱)	(۱۷۶,۱۳۳)
سود (زیان) عملیاتی	(۵۰,۲۲۶)	(۲۹,۲۷۱)	(۱۷۶,۱۳۳)
هزینه‌های مالی	۰	۰	(۳۱,۹۸۷)
سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی	(۲۲,۷۱۰)	۱۰۴,۲۳۲	۴۹۶,۳۲۸
سود (زیان) عملیات قبل از مالیات	(۷۲,۹۳۶)	۷۴,۹۶۱	۲۸۸,۲۰۸
مالیات بر درآمد	۰	۰	(۷,۱۱۹)
سود (زیان) خالص	(۷۲,۹۳۶)	۷۴,۹۶۱	۲۸۱,۰۸۹

جدول ۲

شرکت صنایع پتروشیمی زنجان (سهامی عام) - قبل از مرحله بهره‌برداری
صورت وضعیت مالی جداگانه
به تاریخ ۳۱ شهریور ۱۴۰۱

(مبالغ به میلیون ریال)		یادداشت	
۱۴۰۰/۱۲/۲۹	۱۴۰۱/۰۶/۳۱		
دارایی‌ها			
دارایی‌های غیر جاری			
۲۰,۶۰۱,۱۵۷	۲۵,۱۳۷,۷۸۸	۱۱	دارایی‌های ثابت مشهود
۲۰۷,۸۲۱	۲۰۷,۸۲۱	۱۳	دارایی‌های نامشهود
۵۳,۰۹۰	۵۳,۰۹۰	۱۴	سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت
۲۱,۳۹۵	۲۱,۳۹۵	۱۵	سایر دارایی‌ها
۲۰,۸۸۳,۴۶۳	۲۵,۴۲۰,۰۹۴	جمع دارایی‌های غیر جاری	
دارایی‌های جاری			
۲,۱۹۱	۲,۸۴۷	۱۶	پیش‌پرداخت‌ها
۴۶۹,۹۸۷	۴۵۶,۸۰۸	۱۸	دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها
۸,۳۹۸	۶,۴۵۶	۲۰	موجودی نقد
۴۸۰,۵۷۶	۴۶۶,۱۱۱	جمع دارایی‌های جاری	
۲۱,۳۶۴,۰۳۹	۲۵,۸۸۶,۲۰۵	جمع دارایی‌ها	
حقوق مالکانه و بدهی‌ها			
حقوق مالکانه			
۳,۵۰۰,۰۰۰	۳,۵۰۰,۰۰۰	۲۱	سرمایه
۱۵,۳۲۴	۱۵,۳۲۴	۲۲	اندرخته قانونی
۱۱۷,۶۳۹	۹۰,۰۴۸		سود انباشته
(۲۶,۹۲۳)	(۲۰,۰۰۰)		سهم خزانه
۳,۶۰۶,۰۴۰	۳,۵۸۵,۳۷۲	جمع حقوق مالکانه	
بدهی‌ها			
بدهی‌های غیر جاری			
۱۴,۲۹۹,۱۶۳	۱۵,۲۷۹,۲۹۱	۲۴	تسهیلات مالی بلندمدت
۱۴,۷۵۱	۲۶,۲۸۸	۲۵	ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
۱۴,۳۱۳,۹۱۴	۱۵,۳۰۵,۵۱۹	جمع بدهی‌های غیر جاری	
بدهی‌های جاری			
۱,۳۹۴,۳۴۶	۴,۸۳۲,۴۹۶	۲۶	پرداختی‌های تجاری و سایر پرداختی‌ها
۳۶,۱۵۴	۲۹,۰۵۵	۲۷	سود سهام پرداختی
۲,۰۱۳,۵۵۵	۲,۱۳۳,۷۶۳	۲۸	تسهیلات مالی
۳,۴۴۴,۰۸۵	۶,۹۹۵,۳۱۴	جمع بدهی‌های جاری	
۱۷,۷۵۷,۹۹۹	۲۲,۳۰۰,۸۳۳	جمع بدهی‌ها	
۲۱,۳۶۴,۰۳۹	۲۵,۸۸۶,۲۰۵	جمع حقوق مالکانه و بدهی‌ها	

جدول ۱

شرکت صنایع پتروشیمی زنجان (سهامی عام) - قبل از مرحله بهره‌برداری
صورت سود و زیان (جدداً گانه)
دوره شش ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۱

(مبالغ به میلیون ریال)

یادداشت	۶ ماهه منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱	۶ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱	انباشته تا ۱۴۰۱/۰۶/۳۱
۷ هزینه‌های اداری و عمومی	(۲۷,۹۸۴)	(۲۷,۰۴۹)	(۲۰۴,۱۱۷)
سود (زیان) عملیاتی	(۲۷,۹۸۴)	(۲۷,۰۴۹)	(۲۰۴,۱۱۷)
۸ هزینه‌های مالی	۰	۰	(۳۱,۹۸۷)
۹ سایر درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی	۳۹۳	۲۰۴	۴۹۶,۷۲۱
سود (زیان) عملیات قبل از مالیات	(۲۷,۵۹۱)	(۲۶,۸۴۵)	۲۶۰,۶۱۷
مالیات بر درآمد	۰	۰	(۷,۱۱۹)
سود (زیان) خالص	(۲۷,۵۹۱)	(۲۶,۸۴۵)	۲۵۳,۴۹۸
۱۰ سود (زیان) پایه هر سهم:			
عملیاتی (ریال)	(۸)	(۸)	
غیرعملیاتی (ریال)	۰.۱	۰.۱	
سود (زیان) پایه هر سهم (ریال)	(۷.۹)	(۷.۹)	

افته‌ی ۶-۷. شرکت تولید انرژی مزید

افته‌ی ۸-۶. شرکت بهداشتی صنم مدرن

افته‌ی ۹-۶. شرکت صنعتی و معدنی خورشید

افته‌ی ۱۰-۶. شرکت پیشگامان فن آوری و دانش آرامیس (تپسی)

فصل هفتم:

مدیریت ریسک

افته‌ی ۱-۷. راه‌آهن J&L

شرکت راه‌آهن جی اند ال^۱

موضوع محوری افته: مدیریت ریسک

در روز شنبه ۲۵ آوریل سال ۲۰۰۹، خانم جنین ماتیوس^۲، مدیر مالی شرکت جی اند ال، گزارش خود برای نشست آتی هیأت مدیره‌ی شرکت در روز سه‌شنبه‌ی همان هفته را تکمیل می‌کرد. ماتیوس وظیفه داشت استراتژی‌هایی را برای پوشش ریسک تلاطم قیمت سوخت دیزل در ۱۲ ماه آینده طراحی کند، و آن را برای بررسی در اختیار اعضای هیأت مدیره قرار دهد. هم‌چنین ماتیوس باید ضمن برشمردن مزایا و معایب هر کدام از استراتژی‌ها، استراتژی مورد نظر خود را نیز در جلسه‌ی هیأت مدیره مطرح کند.

قیمت سوخت همیشه نقشی قابل ملاحظه در سود شرکت جی اند ال داشته است، اما مدیران شرکت تاکنون به ریسک تلاطم قیمت سوخت توجه شایانی نداشته‌اند. زمانی که هیأت مدیره جزئیات عملکرد شرکت را در سال ۲۰۰۸ بررسی کرد، مشخص شد با وجود افزایش ۱۵۴ میلیون دلاری درآمد شرکت در آن سال، حاشیه‌ی سود عملیاتی عمدتاً به دلیل افزایش ۱۱۴ میلیون دلاری هزینه‌های سوخت، کاهش یافته است (نمودار ۱ و ۲). هیأت مدیره کاهش ۱۱ درصدی سود عملیاتی را پس از افزایش ۹ درصدی آن در سال ۲۰۰۷، قبول نداشت، و اعضا می‌خواستند مطمئن شوند که از تکرار چنین وضعیتی در سال ۲۰۰۹ جلوگیری خواهد شد.

رئیس هیأت مدیره‌ی شرکت در گفتگوی اخیر با ماتیوس، نظرات خود راجع به این موضوع را چنین بیان کرده بود:

کسب و کار ما حمل و نقل ریلی است، نه پیش‌بینی قدرت کارت‌ل‌های نفتی، و یا پیش‌بینی این که آیا یکی از کشورهای خاورمیانه به دیگری حمله می‌کند یا نه. در گذشته خوش شانس بوده ایم، ولی نباید بیش از این سهامدارانمان را در معرض ریسک‌های غیرضروری قرار دهیم. اگر سهامدارانمان مایل باشند روی قیمت سوخت دیزل سفته‌بازی کنند، می‌توانند در حساب شخصی خود این کار را انجام دهند. پس، معتقدم ریسک قیمت سوخت نباید هم‌چنان بر قیمت سهام شرکت سایه بیفکند. البته می‌فهمم چنانچه رکود ادامه یابد و قیمت سوخت کاهش یابد، با پوشش ندادن ریسک، حاشیه‌ی سود عملیاتی شرکت افزایش می‌یابد.

¹. J&L Railroad Co.

ریک گرین (Rick Green) این افته را براساس نسخه‌های قدیمی بازیابی و روزآوری کرده است. نسخه‌ی قدیمی افته در واقع مطالعه‌ای موردی بوده که توسط جنین لیمن (Jeannine Lehman) و تحت نظارت پروفسور کینث ایدس (Keneth Eades) نگاشته شده است. صندوق الوایت ماتیوس (L.White Mathews Fund) افته را تأمین مالی کرده است. تمام حقوق این اثر به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینیا، شارلوتسویل (Charlottesville)، ۱۹۹۴ متعلق است. آخرین ویراست ترجمه‌ی این متن در تاریخ ۱۳۹۷/۰۲/۳۱ انجام شده است.

². Jeannine Matthews

در اوایل سال ۲۰۰۸، سوخت دیزل به بالاترین قیمت تاریخی خود رسید، ولی پس از آن به دلیل رکود جهانی و کاهش تقاضا، قیمت روندی نزولی در پیش گرفت. در ژانویه سال ۲۰۰۹ سوخت دیزل به پایین ترین قیمت خود از سال ۲۰۰۵ رسید. در نشست فوریه سال ۲۰۰۹، هیأت مدیره تصمیم گرفت نظاره گر واکنش بازار انرژی نسبت به رکود و کاهش تقاضای ناشی از آن باشد. در ماه مارس، قیمت نفت و سوخت دیزل بار دیگر خیز برداشت، و در پی آن هیأت مدیره خانم ماتیوس را موظف کرد تا در نشست ۲۸ آوریل، پیشنهادهایی برای پوشش ریسک شرکت ارائه دهد.

مطابق عرف صنعت، عموماً عرضه کنندگان خدمات حمل و نقل ریلی با مشتریان خود وارد قراردادهای بلندمدت می شوند، این قراردادها البته آثار منفی و مثبتی برای فعالان صنعت دارد. آثار مثبت این قراردادها آن است که شرکت حمل و نقل با قفل کردن قیمت فروش خدمات خود، پیش بینی دقیق تری از منابع مالی در دسترس خود خواهد داشت. آثار منفی قراردادهای یادشده این است که حاشیه سود شرکت حمل و نقل را محدود می کند، و شرکت را در معرض ریسک "تلاطم های سود ناشی از تغییر هزینه ها" قرار می دهد. در این میان، قیمت سوخت دیزل، هزینه مسأله آفرین صنعت حمل و نقل ریلی است، چراکه بخش عمده ای از هزینه های صنعت را تشکیل می دهد؛ هزینه ای که به دلیل نوسانات بالای قیمت سوخت دیزل، به سختی می توان آن را پیش بینی کرد.

راه حل ایده آل برای کنترل ریسک قیمت سوخت دیزل در شرکت های حمل و نقل ریلی، انعقاد "قراردادهای بلندمدت با قیمت ثابت"^۱ با عرضه کنندگان سوخت است. انعقاد "قراردادهای با قیمت ثابت" با عرضه کنندگان به همراه "قراردادهای با قیمت ثابت" با مشتریان سود آتی شرکت را تثبیت می کند. هم چنین، مدیران شرکت جی اندال با انعقاد قرارداد با عرضه کنندگان سوخت جهت تحویل گرفتن تمامی سوخت مورد نیاز شرکت به قیمت ثابت، نسبت به تحقق ارقام بودجه ای سوخت تا پایان هر سال مالی اطمینان می یابند. عرضه کنندگان سوخت همواره با انعقاد چنین قراردادهایی موافقت کرده اند، اما جی اندال نسبت به نتایج چنین قراردادهایی راضی نبوده است. مشکل این جاست که بسیاری از عرضه کنندگان به هنگام افزایش قابل ملاحظه ای قیمت سوخت، از ایفای تعهدات خود سرباز می زنند، و بدین ترتیب سه گزینه ی غیر جذاب پیش روی جی اندال قرار می دهند:

۱. طرح دعوی: جی اندال می تواند جهت تحت فشار گذاشتن عرضه کنندگان برای اجرای مفاد قراردادها، آن ها را به دادگاه بکشاند. بسیاری از عرضه کنندگان، شرکت هایی با سرمایه های کوچک اند، و اقدام قانونی علیه شان، آنها را در معرض

¹. long-term fixed-price contracts

ورشکستگی قرار می‌دهد. در نتیجه، ممکن است چیزی عاید جی‌اندال نشود، و یا مبالغ ناچیزی به جی‌اندال پرداخت شود. بدیهی است با هر نتیجه، هزینه‌های قانونی قابل ملاحظه‌ای به شرکت تحمیل می‌شود.

۲. مذاکره برای تعیین قیمت جدید: در این حالت شرکت جی‌اندال می‌پذیرد سوخت را به قیمت بازار یا به قیمت‌هایی نزدیک به قیمت بازار از عرضه‌کنندگان تحویل بگیرد؛ این به معنی چشم‌پوشی از قرارداد اولیه است، و البته سابقه‌ی بدی را برای انعقاد قراردادهای آتی بر جای می‌گذارد.

۳. چشم‌پوشی از تعهدات عرضه‌کنندگان سوخت، و تهیه‌ی سوخت در بازار آزاد از دیگر عرضه‌کنندگان. این گزینه باعث می‌شود شرکت حداقل به عرضه‌کنندگان خاطی پاداشی ندهد، ولی در عمل بدان معناست که شرکت از ابتدا اصلاً قراردادی نداشته است.

با این سابقه، هیأت‌مدیره‌ی جی‌اندال تصمیم گرفت برای حل مسأله‌ی قیمت سوخت به عرضه‌کنندگان سوخت متوسل نشود تا به رابطه‌ی شرکت با آنها خدشه‌ای وارد نشود. به همین دلیل، هیأت‌مدیره از خانم ماتئوس خواست روش‌های دیگری را برای مدیریت ریسک قیمت سوخت پیشنهاد کند.

ماتئوس به این نتیجه رسیده بود که اگر شرکت بخواهد ریسک خود را پوشش دهد، باید از بین دو استراتژی یکی را انتخاب کند: در اولین استراتژی شرکت می‌تواند خودش ریسک تلاطم قیمت سوخت را پوشش دهد، و این کار را از طریق معامله‌ی قراردادهای آتی^۱ و اختیار معامله^۲ در بورس انجام دهد. البته با انتخاب این استراتژی، چالش یادگیری نحوه‌ی صحیح معامله پیش‌روی شرکت قرار می‌گیرد. در دومین استراتژی شرکت می‌تواند از خدمات مدیریت ریسک بانک‌ها استفاده کند. این استراتژی هزینه‌ی بیشتری را برای شرکت به همراه دارد، ولی اجرای آن ساده‌تر است. ماتئوس در هر دو استراتژی باید برخی جزئیات مهم را مورد توجه قرار می‌داد؛ از جمله این که چه میزان سوخت پوشش داده شود، و چه میزان ریسک با استراتژی‌های پوششی برداشته شود.

صنعت حمل‌ونقل ریلی

صنعت حمل‌ونقل ریلی در سال ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷ رکورد زد و میزان حمل‌ونقل به بالاترین ارقام در طول عمر این صنعت دست یافت، و با مشکل کمبود ظرفیت مواجه شد. در سال ۲۰۰۸، با وجود کاهش ترافیک حمل‌ونقل ریلی به دلیل رکود اقتصادی، صنعت حمل‌ونقل ریلی حدود دو میلیون تن محموله را جابه‌جا کرد. در میان کالاهای حمل‌شده، رتبه‌ی اول با اختلاف

^۱. futures

^۲. options

زیاد به ذغال سنگ تعلق داشت. دیگر کالاهای مهم عبارت بود از مواد شیمیایی، محصولات کشاورزی، کانی‌های فلزی، موادمعدنی غیرفلزی، الوار، لوله و کاغذ.

"قطارهای حامل کالاهای واحد"^۱ از زمان مقررات زدایی، یعنی سال ۱۹۸۰، باعث توسعه‌ی صنعت حمل و نقل ریلی شده بودند. شرکت‌های فعال در صنعت حمل و نقل ریلی محموله‌هایی را در مسافت‌هایی طولانی حمل می‌کردند؛ محموله‌هایی که نیاز به حمل و نقل ترکیبی همزمان جاده‌ای و ریلی داشتند. به‌عنوان مثال، آن شرکت‌ها کانتینرها را برای خطوط کشتی‌رانی و تریلرها را برای خطوط حمل و نقل جاده‌ای جابه‌جا می‌کردند.

قطارهای حامل کالاهای واحد با بهره‌گیری از لوکوموتیوهای کارا تر برای جابه‌جایی مقادیر زیادی از یک کالا (مثلاً تعداد ۵۰ دستگاه اتوموبیل و یا بیش‌تر) در مسیری ثابت استفاده می‌شدند. به‌عنوان مثال، قطارهای یادشده عموماً برای حمل و نقل ذغال سنگ از معدن تا نیروگاه برق مورد استفاده قرار می‌گرفتند.

چندین عامل در سودآوری شرکت‌های حمل و نقل ریلی تعیین‌کننده بودند: مقررات دولتی، رقابت ژئوپلیتیک در صنعت نفت، و قراردادهای بلندمدت بین شرکت‌های حمل و نقل و عرضه‌کنندگان سوخت. صنعت حمل و نقل ریلی تاریخچه‌ای طولانی از قوانین و مقررات قیمتی را در خاطر داشت: در دهه‌ی ۱۹۷۰ که دولت از انحصار در قیمت‌گذاری در صنعت واهمه داشت، قوانینی وضع کرد که صنعت را تا مرز نابودی پیش برد. در نهایت در سال ۱۹۸۰ که رقابت میان شرکت‌ها بسیار شدت گرفته بود، مجلس قانون استاگرز ریل^۲ را وضع کرد که به شرکت‌ها اجازه می‌داد دارایی‌هایشان را خودشان مدیریت کنند، و کرایه‌های حمل را بر اساس تقاضای بازار تعیین کنند تا درآمد مکفی برای حمایت از عملیاتشان کسب کنند. شرکت‌های حمل و نقل در امریکا تقریباً تمامی هزینه‌های راه‌سازی، احداث پل و حفر تونل را خودشان پرداخت می‌کردند، در حالی که شرکت‌های حمل و نقل جاده‌ای و دریایی از بزرگراه‌ها و کانال‌هایی استفاده می‌کردند که توسط دولت امریکا احداث شده بود.

پس از تصویب قانون استاگرز، کارایی حمل و نقل ریلی در مصرف سوخت، ۹۴ درصد افزایش یافت. در سال ۲۰۰۹ قطار باربری می‌توانست با صرف تنها یک گالن سوخت دیزل لوکوموتیو، یک تن محموله را ۴۳۶ مایل جابه‌جا کند، در حالی که کامیون‌ها برای حمل همان مقدار بار تقریباً چهار برابر این مقدار سوخت مصرف می‌کردند. صنعت حمل و نقل ریلی در

^۱. unit trains

^۲. Staggers Rail Act

فناوری‌های نوآورانه پول‌های زیادی صرف کرد تا قدرت و کارایی لوکوموتیوها را بهبود بخشد، و قطارهایی سبک‌تر تولید کند. در حال حاضر، هر قطار مسافت‌های طولانی می‌تواند معادل بار ۲۸۰ کامیون را با صرف زمانی یکسان و با تولید تنها یک‌سوم گازهای گلخانه‌ای جابه‌جا کند.

سهم بازار صنعت دائماً بسته به کرایه‌های حمل‌ونقل شرکت‌های رقیب کم و زیاد می‌شد. هرچند به‌ندرت بیش از دو یا سه شرکت با هم بر سر یک مشتری خاص رقابت می‌کردند، رقابت قیمتی اغلب به اندازه‌ای شدید بود که در پی افزایش قیمت سوخت، شرکت‌های حمل‌ونقل از افزایش کرایه‌های حمل‌ونقل خودداری می‌کردند. اما، از آن‌جا که قیمت سوخت طی سال ۲۰۰۸ بسیار شدیدتر از گذشته افزایش یافت، در میان شرکت‌های فعال در صنعت، بحث تعیین هزینه‌های اضافی برای تجدید قراردادها قوت گرفت. به هر حال تا آن زمان، هیچ‌کدام از شرکت‌های بزرگ حمل‌ونقل ریلی در عمل اقدامی برای اصلاح قیمت نکرده بودند.

شرکت حمل‌ونقل ریلی جی‌اندال

شرکت حمل‌ونقل ریلی جی‌اندال در سال ۱۹۲۸ تأسیس شد. در پی ادغام دو شرکت ریلی جکسون^۱ و لارنس^۲ یکی از بزرگ‌ترین شرکت‌های حمل‌ونقل ریلی کشور (جی‌اندال) ایجاد شد. شرکت جی‌اندال ۲۵۰۰ مایل خط ریلی در سراسر غرب آمریکا در اختیار داشت و جزو شرکت‌های ریلی کلاس یک طبقه‌بندی می‌شد. هرچند جی‌اندال حالا دیگر شرکتی سهامی عام بود، از معدود شرکت‌های کلاس یک بود که مدیریتش هنوز در اختیار خانواده‌های مؤسسان بود. درواقع، خانواده‌های مؤسسان هنوز کرسی‌هایی را در هیأت‌مدیره‌ی شرکت در اختیار داشتند. طی سال‌های ۸۹-۱۹۸۳، ۹۹-۱۹۹۶ و ۰۸-۲۰۰۴ جی‌اندال مبالغ سنگینی را جهت تعویض تجهیزات و بازسازی خطوط ریلی سرمایه‌گذاری کرده بود. این مخارج سرمایه‌ای هم از محل وجوه داخلی و هم از محل بدهی‌های بلندمدت تأمین شده بود. با وجود این که سرمایه‌گذاری در لوکوموتیوهای کاراتر پرداخت‌های اصل و بهره‌ی بدهی‌های بلندمدت را به شرکت تحمیل می‌کرد، حالا دیگر این سرمایه‌گذاری به مرحله‌ی سوددهی رسیده بود.

جی‌اندال یکی از گسترده‌ترین شبکه‌های حمل‌ونقل چندوجهی^۳ را در اختیار داشت؛ شبکه‌هایی که حدود ۲۰ درصد درآمدهای شرکت را طی چند سال گذشته تشکیل می‌داد. (که می‌توان آن را با سهم متوسط ۱۰ درصدی درآمد صنعت از محل

^۱ Jackson
^۲ Lawrence
^۳ intermodal

یادشده مقایسه کرد.) حمل و نقل ذغال سنگ به تنهایی حدود ۲۵ تا ۳۰ درصد از درآمد شرکت را تشکیل می داد. پیش بینی ها حاکی از افزایش تقاضای ذغال سنگ از جانب اقتصادهای نوظهور در آسیا بود، و به همین دلیل هیأت مدیره خود را متعهد کرده بود درآمد حاصل از آن محل را طی سه سال آینده تا سطح ۳۵ درصد درآمد کل افزایش دهد. با توجه به رکود حاکم بر اقتصاد جهانی و کاهش اخیر قیمت های انرژی، به نظر می رسید هیأت مدیره باید در تعهدات خود بازنگری می کرد.

قراردادهای قابل معامله در بورس^۱

جی اندال طی ۱۲ ماه آینده به میزان قابل ملاحظه ای در معرض تلاطم های قیمت انرژی قرار خواهد داشت. ماتیوس برآورد کرده شرکت تقریباً به ۱۷/۵ میلیون گالن سوخت در هر ماه یا ۲۱۰ میلیون گالن سوخت در سال آتی نیاز دارد. ریسک نوسانات قیمت این میزان انرژی را می توان از طریق قراردادهای آتی و اختیار معامله های نفت گرمایشی^۲ در بورس کالای نیویورک (NYMEX) پوشش داد (نمودار ۳ و ۴). در بورس یادشده سوخت دیزل معامله نمی شد، و بنابراین امکان پوشش مستقیم ریسک قیمت سوخت دیزل موجود نبود. نفت گرمایشی و سوخت دیزل هر دو از تقطیر نفت خام ایجاد می شود، و ترکیبات شیمیایی بسیار مشابهی دارند، و قیمت های بازار آن دو همبستگی بالایی دارند (نمودار ۵). به همین دلیل، قراردادهای آتی نفت گرمایشی ابزاری عالی برای پوشش ریسک سوخت دیزل تلقی می شد.

قراردادهای آتی به فعالان بازار امکان می دهد کالایی را در تاریخی در آینده و با قیمت از پیش تعیین شده خرید و فروش کنند. اگر بازیگران بازار نمی خواهند کالایی را امروز به قیمت نقدی^۳ بخرند، می توانند آن را در تاریخی در آینده و به قیمت های آتی بخرند. قیمت آتی منعکس کننده ی پیش بینی بازار از قیمت آتی کالاها در زمان سر رسید است. عوامل بسیاری بر قیمت های نقدی و آتی اثر می گذارند. قیمت های نقدی و آتی دائماً بر اثر اخبار جدید بازار تغییر می کنند. در شرایط جاری بازار، بازار آتی انتظار داشت قیمت نفت گرمایشی طی ۱۲ ماه آتی از ۱/۳۶ به ۱/۵۲ دلار برسد.

معامله گری که می خواهد کالا را بخرد، موضع عینی^۴ یا موقعیت خرید می گیرد و معامله گری که می خواهد کالا را بفروشد، موضع عاریه ای^۵ یا موقعیت فروش روی قرارداد آتی اخذ می کند. از آن جا که سود شرکت بر اثر افزایش قیمت سوخت کاهش می یابد، شرکت برای جبران ریسک کاهش سود، می باید موضع عینی روی قراردادهای آتی نفت گرمایشی بگیرد. به عنوان

^۱. exchange-traded contracts

^۲. heating oil

^۳. spot price

^۴. long position

^۵. short position

مثال، به جای این که شرکت دو ماه صبر کند تا سوخت را در قیمت‌های جاری بازار بخرد، می‌تواند در ۲۵ آوریل با قیمت ۱/۴۱۳۸ دلار به ازای هر گالن، وارد قرارداد آتی نفت گرمایشی برای تحویل در ماه ژوئیه شود (نمودار ۳). بنابراین در سررسید قرارداد آتی، شرکت می‌تواند هر گالن نفت گرمایشی را بدون توجه به قیمت نفت گرمایشی در آن زمان، دقیقاً به قیمت ۱/۴۱۳۸ تحویل بگیرد. این کار، بسته به این که قیمت نفت گرمایشی طی آن دو ماه افزایش یا کاهش یافته باشد، به نفع یا به ضرر شرکت تمام می‌شود. برای مثال، اگر در سررسید قیمت فروش هر گالن نفت گرمایشی ۱/۴۶۳۸ دلار باشد، در صورتی که شرکت موضع عینی روی قراردادهای آتی نفت گرمایشی گرفته باشد، به ازای هر گالن ۵ سنت سود می‌کند. چنانچه قیمت فروش ۱/۳۶۳۸ شود، شرکت به ازای هر گالن، ۵ سنت ضرر می‌کند. به هر ترتیب، در هر دو حالت شرکت ۱/۴۱۳۸ دلار بابت هر گالن نفت گرمایشی پرداخت می‌کند، و پس از اخذ موقعیت‌های آتی، بابت بهای پرداختی هر گالن با عدم اطمینانی مواجه نخواهد شد.

تولیدکنندگان و توزیع‌کنندگان سوخت که می‌خواهند قیمت فروش خود را تثبیت کنند، برعکس می‌توانند در قراردادهای آتی موضع عاریه‌ای یا موقعیت فروش بگیرند. هم‌چنین فروشنده‌ی قراردادهای آتی ممکن است سفته‌بازی باشد که معتقد است قیمت نقدی نفت گرمایشی در سررسید کمتر از قیمت آتی فعلی آن خواهد بود. در هر صورت، قراردادهای آتی بازی مجموعاً صفر^۱ است، چرا که مقدار پولی که یک طرف به دست می‌آورد، دقیقاً برابر مقداری است که طرف دیگر از دست می‌دهد. چنانچه قیمت‌های آتی برآورد نارایی^۲ از قیمت‌های مورد انتظار آتی باشد، دریافتی مورد انتظار هر دو طرف صفر خواهد بود. با وجود این که هر دو طرف باید مبلغی را به بورس قراردادهای آتی بپردازند، هیچ پولی در زمان انعقاد قرارداد بین خریدار و فروشنده ردوبدل نمی‌شود. چنانچه قیمت‌ها طی زمان افزایش یابد، خریدار منتفع می‌شود، و چنانچه کاهش یابد، فروشنده نفع می‌برد. در سررسید به ندرت اتفاق می‌افتد که خریدار متقاضی تحویل فیزیکی^۳ کالا شود، چرا که عمده‌ی قراردادهای پیش از سررسید، به صورت نقدی تسویه می‌شوند.^۴

البته، قراردادهای آتی بورس کالای نیویورک مشکلاتی را هم برای شرکت جی‌اندال ایجاد می‌کند. اول این که چون شرکت باید برای پوشش ریسک سوخت دیزل از قراردادهای آتی نفت گرمایشی استفاده کند، ریسک ناچیزی به دلیل عدم انطباق کامل قیمت‌های آن دو کالا به شرکت تحمیل می‌شود. این ریسک به دلیل همبستگی بالای تاریخی بین سری زمانی قیمت‌های آن

^۱ zero-sum game
^۲ unbiased estimates
^۳ physical delivery
^۴ cash settlement

دو کالا، کوچک است. نگرانی بزرگ‌تر به این مسأله مربوط می‌شود که قراردادهای بورس کالای نیویورک براساس اندازه و تاریخ سررسید استاندارد شده است. هر قرارداد آتی نفت گرمایشی شامل ۴۲ هزار گالن برای تحویل در آخرین روز کاری در ماه تحویل است. بنابراین، جی‌اندال با عدم انطباق سررسید مواجه می‌شود، چراکه پوشش ریسک تنها زمانی مؤثر خواهد بود که تعداد گالنهایی که پوشش داده می‌شود، در روز سررسید قرارداد خریداری شود. علاوه بر این، شرکت با عدم انطباق اندازه مواجه می‌شود، چراکه بعید است تعداد گالنهایی مورد نیاز شرکت در هر ماه دقیقاً مضربی از ۴۲ هزار باشد.

برخی از ویژگی‌های ساختاری قراردادهای آتی بورس کالای نیویورک نیز باید مورد ملاحظه قرار گیرد. قراردادهای آتی بورس هر روز مطابق قیمت‌های بازار به روز می‌شود^۱، بدین معنی که موقعیت‌های هر سرمایه‌گذار بدون توجه به این که آن موقعیت‌ها بسته شده و یا باز مانده، روزانه تسویه می‌شود. به‌روزشدن روزانه‌ی موقعیت‌ها مطابق قیمت‌های بازار، ریسک اعتباری ناشی از قرارداد را به جابه‌جایی‌های یک‌روزه‌ی قیمت‌ها محدود می‌کند. برای کاهش بیشتر ریسک اعتباری، بورس کالا، وجه‌الضمانی^۲ را به‌عنوان وثیقه مطالبه می‌کند. به‌هنگام گشایش موقعیت‌ها، هر دو طرف باید مبلغی در حدود ۵ درصد از ارزش قرارداد را پرداخت کنند. در پایان هر روز معاملاتی، بسته به این که قیمت قرارداد آتی افزایش یا کاهش یافته باشد، به حساب وجه‌الضمان پول واریز و یا از آن کسر می‌شود. اگر مانده‌ی حساب وجه‌الضمان از مبلغی که به آن حداقل وجه‌الضمان^۳ می‌گویند، کم‌تر شود، معامله‌گر باید مانده‌ی حساب خود را به میزان وجه‌الضمان اولیه^۴ بالا ببرد. بر این اساس، ترکیب وجه‌الضمان و نیز به‌روزشدن حساب‌ها مطابق قیمت بازار، ریسک اعتباری قراردادهای آتی بورس کالای نیویورک را به‌شیوه‌ی مؤثری از بین می‌برد. بدیهی است فرآیند تسویه‌ی روزانه، برای جی‌اندال ریسک جریان‌های نقدی را به‌همراه می‌آورد، چراکه ممکن است پیش از سررسید قرارداد لازم باشد شرکت وجوه نقدی به حساب وجه‌الضمان خود واریز کند.

علاوه بر قراردادهای آتی، این امکان برای شرکت فراهم است که در بورس کالا، اختیار معامله روی قرارداد آتی^۵ بخرد. اختیار خرید به خریدار اختیار می‌دهد (و نه این که او را متعهد کند) موقعیت خرید قرارداد آتی مربوطه را در قیمت مشخصی (قیمت اعمال^۶) در (و یا تا) روز سررسید اخذ کند. اختیار فروش به فروشنده اختیار می‌دهد که روی قرارداد آتی موضوع قرارداد

^۱ marking to market
^۲ margin
^۳ maintenance margin
^۴ initial margin
^۵ options on futures
^۶ strike price

موقعیت فروش بگیرد. اختیار معامله عموماً چند روز قبل از انقضای قرارداد آتی مربوطه منقضی می‌شود تا برای طرفین فرصت کافی برای تسویه‌ی موقعیت‌ها در بورس قراردادهای آتی فراهم شود. اختیار معامله‌ها در قیمت‌های توافقی و سررسیدهای متنوعی عرضه می‌شود (نمودار ۴). برخلاف قراردادهای آتی (که دارایی مبنای^۱ اختیار معامله‌ها بهایی دارند که به آن سرک^۲ می‌گویند. سرک اختیار خرید با افزایش دامنه^۳ قرارداد آتی و قیمت توافقی افزایش می‌یابد، در حالی که سرک اختیار فروش با افزایش دامنه قیمت توافقی و قیمت قرارداد آتی افزایش می‌یابد. سرک اختیار خرید و نیز اختیار فروش با افزایش زمان تا سررسید افزایش می‌یابد. بر این اساس، برخلاف قراردادهای آتی، خریداران اختیار معامله باید برای خرید اختیار، سرک اختیار پرداخت کنند. علاوه بر این، هم خریدار و هم واگذارکننده‌ی اختیار برای انجام معامله، باید هزینه‌ای را پردازند.

گروه مدیریت ریسک در بانک ملی کانزاس^۴

والث برنالد^۵ معاون گروه مدیریت ریسک در بانک ملی کانزاس (KCNB)، اخیراً برشوری را به مدیریت ارشد جی‌اندال عرضه کرده که طی آن طیف وسیعی از ابزارها و روش‌های موجود مدیریت ریسک را برای محافظت از حاشیه سود جی‌اندال شرح داده است. در هر کدام از روش‌ها، از ابزار مالی خاصی استفاده می‌شود که جی‌اندال را با درجات مختلفی در برابر ریسک تغییرات قیمت سوخت محافظت می‌کند. روش‌هایی که KCNB پیشنهاد داده همگی صرفاً ابزار مالی بوده، بدین معنی که در هیچ کدام سوخت به‌طور واقعی تحویل گرفته نمی‌شود. برای پوشش ریسک سوخت دیزل، بانک کانزاس نیز استفاده از قراردادهای نفت گرمایشی را پیشنهاد می‌کند که در بورس کالای نیویورک معامله می‌شود. چه جی‌اندال خود از طریق معامله در بورس کالای نیویورک برای پوشش ریسک سوخت دیزل اقدام کند، و چه از طریق بانک این کار را انجام دهد، در هر دو حالت، شرکت می‌باید به‌طور معمول مراودات خود را با عرضه‌کنندگان سوخت ادامه دهد، و فعالیت‌های پوشش ریسک را به‌طور مستقل انجام دهد.

پیشنهادهای اولیه‌ی بانک در مورد ابزار مدیریت ریسک عبارت بوده از قراردادهای سواپ کالاهای اساسی^۶، قراردادهای سقف^۷، قراردادهای کف^۱، و قراردادهای سقف و کف^۲ (نمودار ۷ شامل قیمت قراردادهای سقف و کف است).

^۱ underlying asset

^۲ premium

^۳ spread

^۴ Kansas City National Bank (KCNB)

^۵ Walt Bernard

^۶ commodity swap

^۷ caps

ابزارهای مالی کانزاسی طوری طراحی شده که میانگین قیمت نفت گرمایشی را در طول دوره‌ی قرارداد پوشش می‌دهند، در حالی که قراردادهای آتی و اختیار معامله‌های بورس کالای نیویورک جهت پوشش ریسک نوسانات قیمت نقدی در آخرین روز قرارداد طراحی شده‌اند. در قراردادهای سواپ کالاهای اساسی، طبق توافق چنانچه متوسط قیمت نفت گرمایشی در طی سال فراتر از قیمت توافق شده برای آن سال باشد، بانک باید مابه‌التفاوت را در روز تسویه به جی‌اندال پرداخت نماید. برعکس، چنانچه متوسط قیمت پایین‌تر از قیمت توافق شده‌ی سواپ باشد، شرکت باید مابه‌التفاوت را به بانک پرداخت نماید. بنابراین، قرارداد سواپ چیزی جز قراردادهای آتی تطابق یافته با نیازهای شرکت نیست که البته ریسک اعتباری آن نه به بورس کالای نیویورک، بلکه به KCNB تحمیل می‌شود.

از آن جا که سواپ بر اساس قیمت متوسط قیمت گذاری می‌شود، دوره‌ی تسویه به جای این که مانند قراردادهای آتی بورس کالای نیویورک روزانه باشد، تسویه در انتهای دوره‌ی سواپ (در این مورد، ۱۲ ماه بعد) انجام می‌شود. علاوه بر این، بانک کانزاس از شرکت وجه‌الضمانی را مطالبه نمی‌کند، بلکه تنها هزینه‌ای را جهت جبران پذیرش ریسک اعتباری جی‌اندال در ابتدا اخذ می‌کند. گروه مدیریت ریسک در بانک در آن زمان قیمت قرارداد سواپ ۱۲ ماهه را ۱/۵۲۲ دلار به ازای هر گالن تعیین کرده بود.

هم چنین بانک به شرکت اختیار معامله‌ی کالاهای اساسی را پیشنهاد داده بود که قراردادهای سقف، کف، و سقف و کف نامیده می‌شد. در واقع قرارداد سقف، همان اختیار خرید؛ قرارداد کف همان اختیار فروش؛ و قرارداد سقف و کف هم ترکیبی از قراردادهای سقف و کف بود. بانک توافق کرد در مورد قراردادهای سقف، مازاد قیمت متوسط تحقق یافته‌ی سوخت را نسبت به قیمت توافقی به شرکت پرداخت نماید. اگر متوسط قیمت سوخت به قیمت توافقی نمی‌رسید، بانک چیزی پرداخت نمی‌کرد. شرکت باید برای خرید قرارداد سقف همانند اختیار معامله، سرک می‌پرداخت. اگر قیمت توافقی نزدیک به قیمت مورد انتظاری بود که تلویحاً از روی قراردادهای آتی محاسبه می‌شد، شرکت باید سرک نسبتاً بالایی را به بانک می‌پرداخت. اگر جی‌اندال تمایل داشت با پذیرش سطحی از ریسک روی قیمتی توافق کند که به طرز قابل ملاحظه‌ای فراتر از قیمت متوسط مورد انتظار بود، میزان سرک کمتر می‌شد. به طور کلی در تمامی قراردادهای سقف، شرکت ضمن پوشش ریسک افزایش قیمت نسبت به قیمت

توافقی، از مزایای کاهش قیمت نیز بهره‌مند می‌شود.

قرارداد سقف و کف جهت محدود کردن تحرکات قیمت در دامنه‌ی قیمت‌های توافقی قراردادهای سقف و قراردادهای کف مورد استفاده قرار می‌گیرد. با انتخاب قرارداد سقف و کف، شرکت در واقع به‌طور همزمان قرارداد کف را می‌فروشد، و قرارداد سقف را می‌خرد. بانک توافق می‌کند که مازاد متوسط قیمت نفت گرمایشی را نسبت به قیمت توافقی قرارداد سقف بپردازد. برعکس، در قراردادهای کف شرکت باید در صورتی که قیمت متوسط پایین‌تر از قیمت توافقی قرار می‌گیرد، مابه‌التفاوت را به بانک پرداخت کند. قراردادهای سقف و کف را می‌توان طوری طراحی کرد که هزینه‌ی اولیه را کمینه نماید، به این ترتیب که قیمت‌های توافقی به‌گونه‌ای تنظیم می‌شوند که درآمد حاصل از فروش قرارداد کف دقیقاً با صرف مورد نیاز برای خرید قرارداد سقف جبران شود. مدیریت جی‌اندال می‌خواست ریسک افزایش قیمت‌ها نسبت به قیمتی معین (قیمت توافقی قرارداد سقف) را پوشش دهد، و در ضمن آمادگی داشت از مزایای حاصل از کاهش قیمت‌ها نسبت به قیمتی معین (قیمت توافقی قرارداد کف) دست بکشد. بنابراین، قرارداد سقف و کف می‌توانست انتخابی منطقی برای شرکت باشد.

انتخاب ماتیوس

جنین ماتیوس تصمیم گرفت پیشنهاد کند شرکت جی‌اندال (حداقل تا حدی) ریسک قیمت سوخت را طی ۱۲ ماه آینده پوشش دهد. تحلیل‌های او نشان می‌داد با وجود به‌کارگیری تجهیزات کاراتر، هزینه‌ی سوخت به صورت درصدی از درآمدها هر سال تا سال ۲۰۰۱ افزایش یافته بود (نمودار ۷). سؤالی که فوراً به ذهن خطور می‌کند این است که چه مقدار سوخت باید پوشش داده شود؟

برنالد احتمالات مختلفی را به ماتیوس نشان داده بود که هر کدام نشان‌گر درجه‌ای از پوشش سود شرکت بود. به‌عنوان مثال، سواپ کالاهای اساسی را می‌توان برای تثبیت کامل قیمت‌ها برای سال آینده استفاده کرد. البته، چنانچه قیمت سوخت دیزل در پایان سال پایین‌تر از قیمت توافقی سواپ باشد، پوشش ریسک به جای این که به نفع شرکت تمام شود، به ضرر آن تمام می‌شود. چنانچه پوشش ریسک باعث شود شرکت نتواند از مزایای کاهش قیمت‌ها استفاده کند و از رقبای خود عقب بیفتد، دفاع از برنامه‌ی پوشش ریسک سخت‌تر می‌شود.

مسأله‌ی مقدار سوختی که باید پوشش داده شود هم‌چنان مطرح است. اگر اقتصاد وارد دوره‌ی رکود شود، ممکن است

شرکت با کاهش تقاضا برای حمل و نقل ریلی مواجه شود؛ در نتیجه میزان سوخت مصرفی آن از میزان مورد انتظار یعنی ۲۱۰ میلیون گالن کمتر خواهد شد. اگر میزان سوخت پوشش داده شده بیش از میزان سوخت مورد نیاز باشد، شرکت باید موقعیت‌های اضافی اخذ شده را با بانک تسویه کند. به همین ترتیب، این احتمال نیز موجود است که اقتصاد رونق یابد و شرکت مجبور شود بدون بهره‌مندی از مزایای پوشش ریسک، مقادیر قابل ملاحظه‌ای سوخت از بازار آزاد فراهم کند.

ماتیوس می‌توانست به جای سوآپ از قرارداد سقف برای پوشش ریسک قیمت‌های بالای سوخت استفاده کند. این ابزار مسأله‌ای پوشش زیاده از حد یا کمتر از حد سوخت را تا حدی برطرف می‌کرد، چراکه قرارداد سقف تنها زمانی اعمال می‌شود که سودآور باشد (یعنی قیمت‌ها از قیمت توافقی قرارداد سقف فراتر رفته باشد). در صورت بروز چنین حالتی، جی‌اندال ترجیح می‌دهد بیش از حد نیاز، ریسک سوخت را پوشش داده باشد، چراکه دریافت‌های نسبتاً بیشتری از قرارداد سقف نصیبش می‌شود. بزرگ‌ترین نگرانی راجع به قراردادهای سقف این است که قیمت‌ها به اندازه‌ای که برای اجرایی شدن قرارداد نیاز است، افزایش نیابند. در چنین حالتی سرک پرداختی برای قرارداد تنها باعث کاهش سود می‌شود، بدون این که این کاهش سود از محل دیگری جبران شود. گزینه‌ی دیگر برای شرکت، ورود به قرارداد سقف و کف است، که می‌توان طوری آن را طراحی کرد که با هیچ هزینه‌ای همراه نباشد. با این وجود، قرارداد سقف و کف هزینه‌ای پنهان به دنبال دارد، چرا که باعث می‌شود صرفه‌جویی‌های ناشی از کاهش قیمت از دست برود (البته در صورتی که قیمت در سطحی پایین‌تر از قیمت توافقی کف قرار گیرد).

ماتیوس در ذهن داشت که تمامی محصولات بانک کانزاس را می‌توان با استفاده از قراردادهای آتی و اختیار معامله‌ی بورس کالای نیویورک بازتولید کرد. در واقع، حتی قابل تصور بود که به روشی خلاقانه بتوان از طریق ترکیب ابزار مالی بورس کالای نیویورک راهی برای پوشش ریسک شرکت یافت که از پیشنهاد بانک بهتر باشد. ماتیوس به فکر آن بود که استراتژی پوشش ریسکی ابداع کند که برای جی‌اندال کم‌ترین هزینه و بیش‌ترین نفع را به همراه داشته باشد، و در ضمن مایه‌ی گرفتاری کسی نشود.

نمودار ۱: صورت سود و زیان تلفیقی، ۲۰۰۶-۰۸ (ارقام به میلیون دلار) منتهی به ۳۱ دسامبر

۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	
			فروش برپایه‌ی گروه‌های تعریف شده در بازار
۸۵۷	۸۷۱	۱,۰۸۰	زغال سنگ
۱,۸۷۸	۱,۹۵۴	۱,۹۰۷	کالای بازرگانی
۷۲۵	۷۲۲	۷۱۴	حمل و نقل چندوجهی
۳,۴۶۱	۳,۵۴۷	۳,۷۰۱	کل درآمد فروش عملیاتی
			مخارج
۹۷۰	۹۳۹	۹۸۷	حقوق، دستمزد و مزایا
۵۸۱	۵۷۱	۵۸۸	خدمات خریداری شده و اجاره
۴۰۳	۴۳۰	۶۰۳	سوخت
۲۷۱	۲۸۵	۲۹۶	استهلاک
۲۹۵	۲۹۴	۳۱۳	مواد و دیگر موارد
۲,۵۲۰	۲,۵۱۹	۲,۷۸۷	کل هزینه‌های عملیاتی
۹۴۱	۱,۰۲۸	۹۱۴	دیگر درآمدها
۵۵	۳۴	۴۰	درآمدهای دیگر
(۱۷۵)	(۱۶۲)	(۱۶۳)	خالص مخارج بهره
۸۲۰	۹۰۰	۷۹۱	سود (زیان) قبل از مالیات
(۲۷۶)	(۳۱۰)	(۲۹۷)	مالیات
۵۴۵	۵۹۰	۴۹۴	سود خالص

منبع: Main Street Trading

نمودار ۲: ترازنامه‌ی تلفیقی، ۲۰۰۶-۰۸ (ارقام به میلیون دلار) در ۳۱ دسامبر

۲۰۰۷	۲۰۰۸	دارایی‌ها
دارایی‌های جاری		
۷۶	۲۲۷	نقد
۳۴۷	۳۲۰	خالص حساب‌های دریافتی نقد
۶۵	۷۱	موجودی مواد به قیمت متوسط
۷۰	۵۵	پیش‌پرداخت مالیات بر درآمد وصول نشده، جاری
۵۸	۶۲	سایر دارایی‌های جاری
<u>۶۱۶</u>	<u>۷۳۵</u>	کل دارایی‌های جاری
اموال		
۷۲۶	۶۵۴	سرمایه گذاری
۷,۹۴۰	۸,۱۸۴	خالص املاک، جاده‌ها و سازه‌ها
۳۳۶	۱۰۱	سایر دارایی‌ها
<u>۹,۶۱۸</u>	<u>۹,۶۷۴</u>	کل دارایی‌ها
بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام		
بدهی‌های جاری		
۴۱۹	۴۱۹	حساب‌های پرداختی
۷۵	۹۶	بخش جاری بدهی‌های بلندمدت
۸۷	۸۱	مالیات بر درآمد پرداختی
۱۳۶	۱۷۸	سایر مخارج پرداختی
<u>۷۱۷</u>	<u>۷۷۴</u>	کل بدهی‌های جاری
۲,۲۰۷	۲,۲۷۵	بدهی بلندمدت
۲,۳۶۶	۲,۳۴۴	مالیات بر درآمد معوق
۷۵۰	۷۴۷	سایر بدهی‌ها و ذخایر
<u>۶,۰۴۰</u>	<u>۶,۱۴۰</u>	کل بدهی‌ها
حقوق صاحبان سهام		
۱۴۰	۱۳۵	سهام عادی
۵۳۹	۶۱۸	مازاد سرمایه‌ی پرداخت شده
(۱۴۷)	(۳۴۷)	سایر سود (زیان) جامع تجمعی
۳,۰۴۶	۳,۱۲۸	سود انباشته
<u>۳,۵۳۸</u>	<u>۳,۵۳۴</u>	کل حقوق صاحبان سهام
<u>۹,۶۱۸</u>	<u>۹,۶۷۴</u>	کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

منبع: Main Street Trading

نمودار ۳: قیمت قراردادهای آتی نفت گرمایشی در بورس کالای نیویورک، (به دلار/گالن) ۲۴ آوریل ۲۰۰۹

ماه تحویل	آخرین قیمت
مه ۲۰۰۹	۱/۳۶۸
ژوئن ۲۰۰۹	۱/۳۶۸
ژوئیه ۲۰۰۹	۱/۴۱۴
اوت ۲۰۰۹	۱/۴۴۳
سپتامبر ۲۰۰۹	۱/۴۷۲
اکتبر ۲۰۰۹	۱/۵۰۲
نوامبر ۲۰۰۹	۱/۵۳۳
دسامبر ۲۰۰۹	۱/۵۶۳
ژانویه ۲۰۱۰	۱/۵۹۳
فوریه ۲۰۱۰	۱/۶۱۴
مارس ۲۰۱۰	۱/۶۲۶
آوریل ۲۰۱۰	۱/۶۲۹
مه ۲۰۱۰	۱/۶۳۸

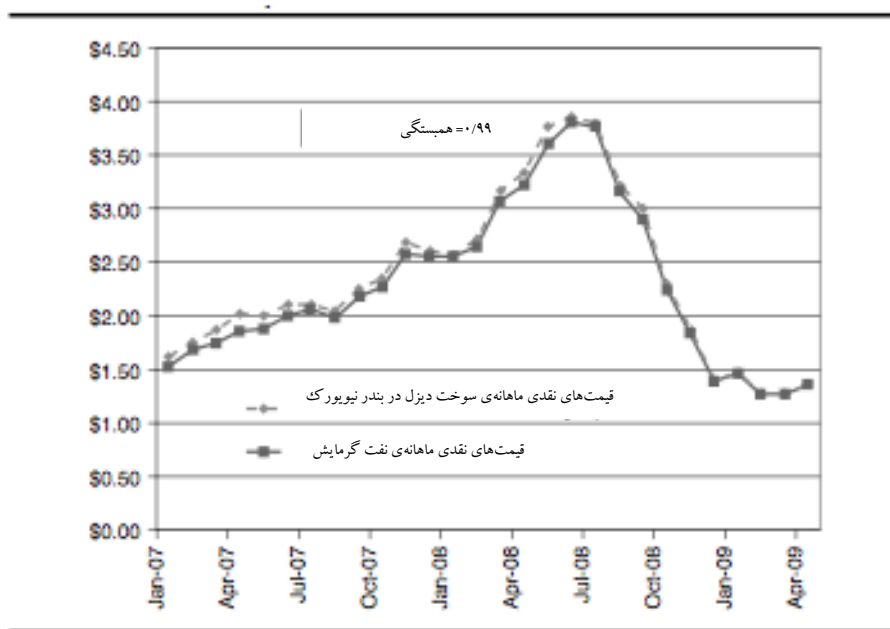
قیمت نقدی: ۱/۳۶۰ دلار
 هر قرارداد آتی نفت گرمایشی تحویل
 ۴۲,۰۰۰ گالن را در سررسید آخرین روز
 کاری ماه قبل تعهد می‌کند. به عنوان مثال،
 قرارداد ژوئن ۲۰۰۹ در ۲۹ ماه مه ۲۰۰۹
 مقتضی می‌شد.

منبع: New York Mercantile
 Exchange

نمودار ۴: بهای اختیار معامله های نفت گرمایشی در بورس کالای نیویورک (به گالن/دلار) ۲۴ آوریل ۲۰۰۹

قیمت اعمال	اوت ۲۰۰۹ اختیار خرید	اکتبر ۲۰۰۹ اختیار خرید	دسامبر ۲۰۰۹ اختیار خرید	فوریه ۲۰۱۰ اختیار خرید	مه ۲۰۱۰ اختیار خرید
۱/۳۶	۰/۱۹۶	۰/۲۶۵	۰/۳۲۶	۰/۳۷۶	۰/۳۹۴
۱/۴۰	۰/۱۷۵	۰/۲۴۴	۰/۳۰۳	۰/۳۵۳	۰/۳۷۱
۱/۴۵	۰/۱۵۱	۰/۲۱۹	۰/۲۷۷	۰/۳۲۶	۰/۳۴۴
۱/۵۰	۰/۱۳۱	۰/۱۹۶	۰/۲۵۳	۰/۳۰۱	۰/۳۱۹
۱/۵۵	۰/۱۱۳	۰/۱۷۶	۰/۲۳۰	۰/۲۷۷	۰/۲۹۵
۱/۶۰	۰/۰۹۸	۰/۱۵۸	۰/۲۱۰	۰/۲۵۵	۰/۲۷۲
۱/۶۵	۰/۰۸۴	۰/۱۴۲	۰/۱۹۲	۰/۲۳۵	۰/۲۵۲
۱/۷۰	۰/۰۷۲	۰/۱۲۷	۰/۱۷۵	۰/۲۱۶	۰/۲۳۳
تاریخ انقضا	۲۰۰۹/۰۷/۲۸	۲۰۰۹/۰۹/۲۵	۲۰۰۹/۱۱/۲۴	۲۰۱۰/۰۱/۲۶	۲۰۱۰/۰۴/۲۷
تعداد روز مانده به انقضا	۹۵	۱۵۴	۲۱۵	۲۷۸	۳۶۹
قیمت قراردادهای آتی	۱/۴۴۳	۱/۵۰۲	۱/۵۶۳	۱/۶۱۴	۱/۶۳۸
بازده اسناد خزانه (درصد)	۰/۱۱	۰/۱۷	۰/۳۱	۰/۳۸	۰/۴۹
منبع: Main Street Trading					

نمودار ۵: قیمت سوخت دیزل در مقابل نفت گرمایشی (قیمت به دلار در ازای هر گالن) ژانویه ۲۰۰۷ تا مارس ۲۰۰۹



منبع: Energy Information Association

نمودار ۶: قیمت‌های قراردادهای سقف و کف بانک کانزاس (قیمت به دلار به ازای هر گالن) ۲۴ آوریل ۲۰۰۹

قیمت اعمال	سقف یک ساله	کف یک ساله
۱/۴۰	۰/۲۰۱	۰/۰۷۹
۱/۴۵	۰/۱۷۲	۰/۱۰۱
۱/۵۰	۰/۱۴۷	۰/۱۲۵
۱/۵۵	۰/۱۲۵	۰/۱۵۲
۱/۶۰	۰/۱۰۵	۰/۱۸۲
۱/۶۵	۰/۰۸۸	۰/۲۱۵
۱/۷۰	۰/۰۷۳	۰/۲۵۰

توجه: قیمت‌های قراردادهای سقف و کف براساس متوسط قیمت روزانه سوخت گرمایشی در یک سال است

منبع: براساس مدارک شرکت

نمودار ۷: هزینه‌های سوخت دیزل ۲۰۰۱-۰۸

سال	درآمد حمل و نقل (میلیون دلار)	هزینه‌ی سوخت (میلیون دلار)	نسبت هزینه‌ی سوخت از درآمد حمل و نقل	تعداد گالن (میلیون)
۲۰۰۸	۳,۷۰۱	۶۰۳	٪۱۶/۳	۲۰۵/۱
۲۰۰۷	۳,۵۴۷	۴۳۰	٪۱۲/۱	۲۰۵/۶
۲۰۰۶	۳,۴۶۱	۴۰۳	٪۱۱/۶	۲۱۶/۶
۲۰۰۵	۳,۱۳۷	۲۸۵	٪۹/۱	۱۷۰/۰
۲۰۰۴	۲,۶۹۰	۲۲۰	٪۸/۲	۱۹۱/۲
۲۰۰۳	۲,۳۷۹	۱۸۹	٪۷/۹	۲۱۶/۱
۲۰۰۲	۲,۳۰۷	۱۲۶	٪۵/۵	۱۷۹/۴
۲۰۰۱	۲,۲۷۰	۱۵۲	٪۶/۷	۲۰۶/۴

منبع: براساس مدارک شرکت

فصل هشتم:

مدیریت سرمایه‌گذاری

افته‌ی ۸-۱. شرکت بیمه سامان (بساما)

افته‌ی ۲-۸. تحلیلی صنعت کاشی- بررسی ۵ نماد کپارس، کلوند، کسترام، کحافظ و

کساوه برای سرمایه‌گذاری

فصل نهم:

مالی زمین و ساختمان

افته‌لی ۱-۹. شرکت مسکن آفرین^۱

در اواسط مهرماه سال ۱۳۷۳، مدیران شرکت مسکن آفرین کماکان با مشکل نحوه‌ی تأمین مالی پروژه‌ی خیابان مدرس دست به گریبان بودند. هرچند آقای مهرش یکی از اعضای هیأت‌مدیره بر این باور بود که «طرح با شرایط امروز بازار و وضعیت سازماندهی ما در این شرکت سودآور نیست، و آن گاو شیردهی که همکاران فکر می‌کنند دیگر شیرش خشک شده است»؛ اما مدیران شرکت به اتفاق بر این باور بودند که طرح توسعه‌ی زمین پروژه‌ی مدرس بسیار سودآور خواهد بود، و تنها کافی است که روش‌های صحیح تأمین مالی شناسایی و دنبال شود.

تاریخچه‌ی فعالیت شرکت

شرکت مسکن آفرین در اواخر سال ۱۳۵۱ به شکل سهامی در تهران به ثبت رسید. سرمایه‌ی اولیه‌ی شرکت یک میلیون ریال تعیین شد و مؤسسان شرکت عبارت بودند از:

شرکت سهامی صنایع ساختمانی	۳۴ سهم	۱۰٫۰۰۰ ریالی
شرکت خانه‌سازی مشهد	۳۳ سهم	۱۰٫۰۰۰ ریال
شرکت خانه‌سازی ساری	۳۳ سهم	۱۰٫۰۰۰ ریال

در اساسنامه‌ی شرکت، موضوع فعالیت آن به شکل زیر تعریف شده است:

طرح و انجام هرگونه عملیات ساختمانی، تأسیساتی، شهرسازی، تولید و نصب قطعات پیش‌ساخته‌ی سبک، تهیه و تأمین مواد، قطعات، وسایل، دستگاه‌ها، و ماشین‌آلات مورد لزوم در داخل یا خارج از کشور به طور مستقیم یا با مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی داخلی یا خارجی.

شرکت از بدو تأسیس تا زمان حاضر به اقدامات و فعالیت‌های مختلفی دست زده است. به عنوان پیمانکار در طرح‌های مختلفی از قبیل پروژه‌ی ساختمانی افریقا، پروژه‌ی مجتمع مهرشهر، طرح توسعه‌ی دانشکده‌ی کشاورزی دانشگاه تهران، طرح‌های آماده‌سازی بابل و رودهن، پروژه‌ی بیمارستانی رودسر و فومن، پروژه‌ی بیمارستان اعصاب، پروژه‌ی هواپیمایی جمهوری اسلامی ایران،

^۱ این افته توسط آقایان دکتر حسین عبده تبریزی و غلامرضا افشار براساس اطلاعات واقعی درمورد شرکتهای ایرانی در پاییز سال ۱۳۷۳ تهیه شده است. افته‌نویسان از راهنمایی و نقد شادروان استاد مصطفی علی‌مدد برخوردار بودند. پاره‌ای از اسم‌ها و رقم‌ها تغییر کرده، اما روابط اساسی بین صورت‌های مالی و نیز تصویری که از فعالیت‌ها عرضه می‌شود، تغییر نکرده است. هدف افته، طرح و آموزش مبحث‌ها و موضوع‌های مالی است و انتقاد از مدیر یا مدیرانی مدنظر نبوده است.

پروژه‌ی دانشکده‌ی امور قضایی، مجتمع تفریحی دیزین، پروژه‌ی انرژی اتمی بوشهر، و ... شرکت داشته است. شرکت در طرح‌های گازکشی شمال اصفهان نیز مشارکت داشته است. رشد فعالیت‌های پیمانکاری از سال ۱۳۶۴ به بعد، رکود فعالیت‌های قبلی شرکت را شکسته، و تکمیل مجتمع نیمه‌تمام افریقا، کمک خوبی به بنیه‌ی مالی شرکت کرده بود.

«دوره‌ی پیمانکاری ما به سر آمده است. براساس دستورات مجمع عمومی که به هیأت‌مدیره ابلاغ شده، تغییرات مهمی در روند فعالیت‌های ما صورت گرفته است. باید هرچه زودتر کارهای پیمانکاری را تمام کنیم، رودس سه ماه دیگر تمام می‌شود، پروژه‌ی فومن نیمه‌ی اول سال آینده به پایان می‌رسد. طرح توسعه‌ی دانشکده‌ی کشاورزی امسال، و امور قضایی نیز تا سه ماه دیگر به پایان می‌رسد؛ باید کلیه‌ی طرح‌های ناتمام را تکمیل کنیم، و در جهت سیاست‌های دولت و رفع نیازهای مسکن در جامعه، به کارهای انبوه‌سازی و غیره پردازیم. پروژه‌ی انبوه‌سازی ۶۵۸ واحدی را شروع کرده‌ایم. مجمع عمومی می‌گوید در آن پروژه‌های زیستی و مسکونی وارد شویم که در جهت رفع نیازهای عمومی مسکن حرکت می‌کند. از این به بعد، ما انبوه‌ساز هستیم. باید کارهای قبلی را سبک کرده و وظیفه‌ی انبوه‌سازی را دنبال کنیم. پیمانکاری ما به این دلیل انجام شد که در آن تاریخ (یا زمان) برای انبوه‌سازی بنیه‌ی مالی نداشتیم. باید در طرح‌های انبوه‌سازی بازوی اجرایی وزارت مسکن باشیم و مجری سیاست‌های آن باشیم. فلسفه‌ی واگذاری پروژه‌ی دیزین به ما تقویت بنیه‌ی مالی بود. با تکیه به آن، باید دنبال وظیفه‌ی خودمان برویم. چون بنابه تصویب مجمع عمومی انعقاد قرارداد پیمانکاری ممنوع است. باید به دنبال مسکن اجتماعی و مجتمع زیستی و انبوه‌سازی باشیم. در حال حاضر، ۱۵۰ واحد انبوه‌سازی در واوان شروع کرده‌ایم که در مرحله‌ی طراحی هستیم: ۱۵۰۰ واحد در مهرشهر داریم شروع می‌کنیم. در تهران و کرج مشکل زمین را داریم حل می‌کنیم. در طرشت، تهران‌پارس، و پردیس کرج مسکن اجتماعی و حمایت‌شده خواهیم ساخت.

البته بنای یادبود بهشت‌زها را داریم که پروژه‌ی سوبسیدی است و به وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی تحویل خواهد شد. اما این آخرین کار سوبسیدی ماست، و اگر کار دیگری را بدهند، سوبسید را خود باید پرداخت کنند.»

توضیحات مدیرعامل در بالا حاکی از تغییرات جدید در مسیر فعالیت‌های شرکت است. این تغییرات بارها در شرکت صورت گرفته است. هرچند به دلیل کمبود سرمایه، و کثرت زبان‌های انباشته‌ی سال‌های گذشته، شرکت نباید عملاً قادر به ادامه‌ی حیات می‌بود، اما به دلیل حمایت دولت و دریافت پروژه‌های دولتی، به‌رغم وضعیت آشفته‌ی ترازنامه، کماکان به حیات خود ادامه داده است.

در سال ۱۳۶۱، شرکت از سازمان گسترش و نوسازی صنایع به وزارت مسکن و شهرسازی تحویل شد، و ۸۰٪ سهام آن به وزارت مسکن و شهرسازی انتقال یافت. در سال ۱۳۷۰، بخشی از سهام وزارت مسکن به تملک بنیاد مسکن درآمد که در حال حاضر بحث انتقال بقیه‌ی سهام نیز در جریان است. این انتقال بیشتر دلایل مالیاتی داشت. جدول ۱، ترکیب نیروی انسانی شرکت را نشان می‌دهد.

طرح مجتمع ساختمانی خیابان مدرس

یکی از مدیران شرکت در جریان نشست خود در این باره توضیح داد که:

«طرح بارها از دیدگاه توجیه اقتصادی کنترل شده است و بدون شک بسیار سودآور است. همه‌ی کارها انجام شده است. با شهرداری درمورد همه‌ی جزئیات صحبت کرده‌ایم. سهم شهرداری کاملاً روشن است. روی نقشه‌ها بسیار کار شده است. فقط پول لازم است. پلان‌های اجرایی هم تا حد زیادی حاضر است. یعنی نقشه‌ی فاز یک به اتمام رسیده، و فاز دو هم اینک در دست مطالعه قرار دارد.»

وقتی از این مدیر در مورد مغایرت اجرایی طرح با سیاست‌های جاری انبوه‌سازی و ارزان‌سازی پرسیده شد، توضیح داد:

«اشتباه نکنید، این دیگر کار پیمانکاری نیست. این درست در خط وظایف جدید ما است. البته تأسیسات ارزان قیمت نیست. خانه‌ی اجتماعی نیست، اما سودآور است، و از محل سود آن می‌توانیم بسیاری از طرح‌های وزارت‌خانه را انجام دهیم. اولاً هدف جاری فعالیت ما هر چند گفته‌اند که مسکن ارزان قیمت است، اما کامل و درست نگفته‌اند. در کارهای ما اول سودآوری است، و پروژه مدرس هم در رأس پروژه‌های سودآور قرار دارد که اگر اجرا شود با پول آن طرح‌های اجتماعی بسیاری را می‌توان پیاده کرد.»

وقتی از مدیر در مورد ابعاد پروژه سؤال شد، وی توضیحات زیر را داد:

«بله، بسیار طرح عظیم و مفصلی است. البته، مساحت زمین فقط حدود ۲۰۰۰ متر است، اما ۲۰۰۰ متر در بهترین نقطه‌ی شهر. این جا سه برج و ۳۰ طبقه‌ی اداری و تجاری درست می‌شود. تراکم بالاست. البته از ارتفاع ۳۵ طبقه بالاتر نمی‌رویم. اما همه نوع وسایل رفاهی از قبیل پارکینگ کافی، فضای سبز، محوطه‌های مناسب، انبار، محل‌های فرهنگی و ورزشی، سیستم‌های پیشرفته‌ی سرد و گرم کننده و خلاصه همه چیز داریم. اگر حوصله دارید می‌توانم دفترچه‌ی مشخصات کامل طرح را در اختیارتان بگذارم (جدول ۲). به علاوه، همان‌طور که گفتم، طرح بسیار سودآور است. به هر شکلی که محاسبه کنید به همین نتیجه می‌رسید. من سردستی و بدبینانه

محاسبه کرده‌ام و ۱۲ میلیارد تومان سود پیش‌بینی کرده‌ام (جدول ۳)».

منابع تأمین مالی

آقای منافی از مدیران شرکت در این مورد گفت:

لازم نیست همه چیز را قرض بگیریم. خودمان منابعی داریم. از پروژه‌ی ولی عصر حداقل ۶۰۰ میلیون تومان دیگر باید بگیریم؛ پروژه‌ی شمشک خیلی موفق بوده و حداقل ۴۰۰ میلیون تومان پول برای شرکت می‌آورد. از بقیه‌ی پروژه‌ها هم هنوز می‌توانیم ۳۰۰ میلیون تومان انتظار داشته باشیم. در ۲۵ انبار شرکت هنوز مصالح زیادی داریم. شاید بشود ۱۵۰ یا ۲۰۰ میلیون تومانی از آن محل عاید شرکت کرد و حدود ۳۰۰ میلیون تومان هم طلب داریم که البته عمده‌ی آن بدهی کارکنان و وام و مساعده است. مقداری هم پول نقد داریم. البته، کفاف کی دهد این باده‌ها به مستی ما. می‌فهمم که خیلی پول لازم است، و با این پول‌ها به جایی نمی‌رسیم. اما کدام سازنده‌ای همه‌ی پول را خود می‌گذارد؟ ۱۰٪ پول هم کافی است. تا مقداری بنا بالا برود، مردم هنوز هم پیش‌خرید می‌کنند. نباید ترسید. باید امکانات موجود را داخل پروژه ریخت، و پشت آن گذاشت، و روی منابع مردم حساب کرد.

آقای مهرش که در مورد سودآوری پروژه هنوز هم اندکی تردید داشت، اظهار می‌کرد که «فکر کردن روی پیش‌فروش، کاری کاملاً غیرعقلانه است. اگر بخواهیم پروژه را اجرا کنیم باید به دنبال بانک و سایر منابع خارجی باشیم.» او در این باره با چند نفر در خارج از شرکت صحبت کرده بود و فهرستی از امکانات خارجی تأمین مالی پروژه را تهیه کرده بود. (جدول ۴)

خلاصه‌ی ترازنامه‌ی شرکت در سال ۱۳۷۱ و ۱۳۷۲ در نمودار ۵ نشان داده شده است. شرکت مشکل قانونی ندارد، و از موقعیت مناسبی برخوردار است.

سؤال‌ها

۱. آیا در حال حاضر شرکت مسکن آفرین هدف روشن و استراتژی تعریف‌شده‌ای دارد؟
۲. برآوردهای هزینه و درآمد طرح مدرس را چه قدر قابل قبول می‌دانید؟
۳. جریان‌های نقدی طرح را با توجه به جریان‌های ورودی و خروجی در طول عمر طرح و مدت زمان لازم برای فروش واحدها تهیه، و نیازهای مالی طرح را برآورد کنید. با استفاده از «تحلیل حساسیت» و تغییر ارقام، جدول‌های بدیلی تهیه کنید که با

مفروضات مختلف جواب بدهد. در موارد لازم از مفروضات مقتضی استفاده کنید. با توجه به اطلاعات موجود خودتان از شرایط سال ۱۳۷۳، مفروضات لازم را انجام دهید.

۴. نرخ بازده طرح چقدر است؟ آیا طرح اقتصادی است؟

۵. شیوه‌های تأمین مالی آقای مهرش تا چه حد قابل قبول است؟ نظری را با نظر آقای منافی مقایسه کنید. راه‌های دیگر تأمین مالی را نام برده، و برای تأمین مالی طرح روش‌های روشنی پیشنهاد دهید.

جدول ۱
شرکت مسکن آفرین
تصویر آمار نیروی انسانی
پاییز ۱۳۷۳

۱. تعداد کارکنان ۲۸۱ نفر به شرح زیر است:

پیمانی	۲۲۶ نفر
رسمی	۶
قراردادی	۴۳
آزمایشی	۳
روزمزد	۳
	<u>۲۸۱ نفر</u>

۲. ترکیب سنی کارکنان به شرح زیر است:

تعداد	درصد	
۱۱۰ نفر	۳۹	۲۰ تا ۳۰ سال
۱۱۴	۴۱	۳۱ تا ۴۰ سال
۲۸	۱۰	۴۱ تا ۵۰
۲۹	۱۰	۵۱ تا ۶۰
<u>۲۸۱ نفر</u>	<u>۱۰۰ نفر</u>	

۳. توزیع کارکنان از نظر سطح تحصیلات بدین شرح است: ۵۳ نفر دارای تحصیلات عالی، ۱۲۹ نفر تحصیلات متوسطه، و ۹۹ نفر دیپلم و زیر دیپلم

۴. از نظر طول خدمت با شرکت، کارکنان به شرح زیر توزیع می شوند:

۶۸	۸۲ نفر	ورودی به شرکت قبل از سال
۶۸	۴۶	ورودی به شرکت در سال
۶۹	۵۶	ورودی به شرکت در سال
۷۰	۵۹	ورودی به شرکت در سال
۷۱	۲۳	ورودی به شرکت در سال
۷۲	۱۵	ورودی به شرکت در سال
	<u>۲۸۱ نفر</u>	

جدول ۲
شرکت مسکن آفرین
خلاصه‌ای از ارقام و آمار طرح خیابان مدرس
پاییز ۱۳۷۳

وسعت زمین ۱۹۴۷۵ مترمربع شامل سه برج و ۳۰ طبقه‌ی اداری و تجاری	
تراکم ۴۴۰٪/ اداری و تجاری با ۸۷۸۰ مترمربع مساحت تجاری	
اجرای سه یا چهار برج با سطح اشغال حداکثر ۲۵٪	
حداکثر طبقه‌های برج‌ها ۳۵ طبقه است	
تأمین پارکینگ برای ۳۰۰۰ واحد	
بخش اداری ۱۱۵۰۰۰ مترمربع (در سه برج) در واحدهایی با مساحت ۶۰، ۹۰ و ۱۲۰ مترمربع قابل ادغام و تبدیل به واحدهای بزرگ‌تر	
بخش تجاری ۸۷۸۰ مترمربع در سه برج	
مشاعات (فضای عمومی): سطح کاربری مشاع خارج از تراکم ۴۴۰٪ با مساحتی حدود ۱۱۰۰۰۰ مترمربع شامل:	
الف. پارکینگ‌ها برای ۳۰۰۰ واحد اتوموبیل و ۱۰۰۰ واحد موتورسیکلت	۷۵۰۰۰ مترمربع
ب. تأسیسات فنی ساختمان	۹۷۲ مترمربع
ج. واحد مدیریت و خودگرانی مجموعه	۱۷۳۰ مترمربع
د. فضای سبز و محوطه‌سازی	۱۳۶۲۶ مترمربع
هـ. انبارها	۱۰۷۰۰ مترمربع
و. کاربری‌های فرهنگی، ورزشی و تفریحی	۲۷۱۶ مترمربع
تأسیسات فنی مجتمع شامل:	
۱. بخش سرمایش و گرمایش (تولید انرژی)	
۲. بخش سردکننده و گرم‌کننده (توزیع انرژی)	
۳. سیستم آبرسانی	
۴. جمع‌آوری و دفع فاضلاب	
۵. آتش‌نشانی	
۶. آسانسورها	
۷. سایر تجهیزات	

جدول ۳

شرکت مسکن آفرین

درآمد و هزینه‌های پیش‌بینی شده برای پروژه‌ی خیابان مدرس

پاییز ۱۳۷۳

۱. زمین به قیمت عادلانه‌ی روز معادل هر مترمربع		۶۵۰٫۰۰۰ ریال	
		$۶۵۰٫۰۰۰ \times ۱۹٫۴۷۵ = ۱۲٫۶۵۸٫۷۵۰٫۰۰۰$	
هزینه‌ی احداث بنا و تأسیسات و تجهیزات کارگاه		۲٫۳۴۱٫۲۵۰٫۰۰۰	
ارزش زمین و تأسیسات کارگاه		۱۵٫۰۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال	
۲. هزینه‌ی ساخت پروژه مشروط بر آن که طبق زمان‌بندی انجام‌شده ظرف ۵ سال از سال شروع تکمیل، و نحوه‌ی پرداخت هزینه‌ها به‌شرح ذیل باشد:			
سال اول	۲۵٪		
سال دوم	۲۰٪		
سال سوم	۱۵٪		
سال چهارم	۱۵٪		
سال پنجم	۲۵٪		
جمع هزینه‌ی ساخت معادل ۲۰۰٫۰۰۰٫۲۰۵٫۵۵۷٫۱۴۵ ریال است که بدین ترتیب کل هزینه به‌شرح زیر برآورد می‌شود:			
	هزینه‌ی زمین	۱۵٫۰۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال	
	هزینه‌ی ساخت	۲۰۰٫۰۰۰٫۲۰۵٫۵۵۷٫۱۴۵ ریال	
	کل هزینه‌ی پروژه	<u>۲۱۵٫۵۵۷٫۱۴۵٫۰۰۰ ریال</u>	
۳. محاسبه‌ی فضاها‌ی مفید قابل فروش مجتمع:			
زیربنای مفید اداری:			
مترمربع ۹۲٫۰۰۰ = ۱۱۵٫۰۰۰ متر پس از کسر سهم ۲۰٪ مشاع برابر ۲۳٫۰۰۰ مترمربع			
کسر می‌شوند سهم شهرداری	۲۱٫۱۶۰		
باقی‌مانده‌ی قابل فروش	<u>۷۰٫۸۴۰</u>		
زیربنای مفید تجاری			
مترمربع ۶٫۰۸۵ = ۸٫۷۸۰ مترمربع پس از کسر ۲۵٪ سهم مشاع برابر ۲٫۱۹۵ مترمربع			
کسر می‌شود ۵۰٪ سهم شهرداری	۳٫۲۹۲/۵		
باقی‌مانده‌ی قابل فروش تجاری	<u>۳٫۲۹۲/۵ مترمربع</u>		
زیربنای مفید انبارها:			
مترمربع ۸٫۰۲۵ = ۱۰٫۷۰۰ متر پس از کسر ۲٫۶۷۵ مترمربع سهم مشاع ۲۵٪			
زیربنای مفید ورزشی:			
مترمربع ۲٫۱۷۰ = ۲٫۷۱۶ متر پس از کسر ۵۴۶ مترمربع سهم مشاع ۲۰٪			
پیش‌بینی مبلغ ریالی فضاها‌ی مفید قابل فروش:			
مفید اداری	ریال	=	۲۱۲٫۵۲۰٫۰۰۰٫۰۰۰
مفید تجاری	ریال	=	۲۷٫۹۸۶٫۲۵۰٫۰۰۰
مفید انباری	ریال	=	۶٫۴۲۰٫۰۰۰٫۰۰۰
مفید ورزشی	ریال	=	۳٫۲۵۵٫۰۰۰٫۰۰۰
مفید پارکینگ	ریال	=	۲۲٫۵۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰
جمع مبلغ فروش	ریال	=	<u>۲۷۲٫۶۸۱٫۲۵۰٫۰۰۰</u>

پیش‌بینی شده					
طبق توافق انجام شده، سهم شهرداری از پروژه‌ی فوق برابر رقم زیر خواهد بود:					
۶۳٫۴۸۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ر	=	۲۱٫۱۶۰ × ۳٫۰۰۰٫۰۰۰ ر			
۲۸٫۰۰۷٫۵۰۰٫۰۰۰ ر	=	۳٫۲۹۲/۵ × ۸٫۵۰۰٫۰۰۰ ر			
۹۱٫۴۸۷٫۵۰۰٫۰۰۰ ر			جمع کل		
محاسبه‌ی سود و زیان پیش‌بینی شده‌ی مجتمع:					
الف. قیمت فروش سهم ۷۷٪ اداری و ۵۰٪ تجاری، انباری و پارکینگ و فضای ورزشی:					
۱۷۲٫۶۸۱٫۲۵۰٫۰۰۰ ر	ریال				
ب. اضافه می‌شود قیمت فروش ۶٫۰۰۰ متر افزایش تراکم مابه‌ازای ۸٫۶۴۰ متر اصلاحی شهرداری					
۱٫۳۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ر	ریال				
۲۷۱٫۳۸۱٫۲۵۰٫۰۰۰ ر	جمع مبالغ قابل دریافت از فروش				
(۱۶۰٫۵۵۷٫۲۰۰٫۰۰۰ ر)	کسر می‌شود قیمت زمین و هزینه‌های ساخت				
۱۱۷٫۴۲۴٫۰۵۰٫۰۰۰ ر	سود مورد پیش‌بینی				

جدول ۴

شرکت مسکن آفرین

فهرستی از منابع مالی پروژه‌ی مدرس از دیدگاه یکی از مدیران

پاییز ۱۳۷۳

روش‌های تأمین مالی:

۱. بانک‌ها (مشارکت حقوقی و مشارکت مدنی)

- ## ۲. مشارکت با اشخاص حقیقی و حقوقی

۳. پیش فروش

۱. مشارکت با بانک‌ها مستلزم مقدماتی است:

مشارکت مدنی نیازمند تأمین ۲۰٪ منابع از سوی شرکت است؛ به علاوه؛ بانک هزینه‌ی ساخت را حداکثر ۲۵۰٫۰۰۰ ریال برای هر مترمربع (در مقابل هزینه‌ی پیش‌فروش‌شده‌ی ۷۰۰٫۰۰۰ ریالی شرکت) خواهد پذیرفت که برای حدود ۲۳۰٫۰۰۰ مترمربع بنا، حداکثر معادل ۵۷٫۵۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال پرداخت می‌کند.

۲۳۰,۰۰۰	×	۲۵۰,۰۰۰	=	۵۷,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰		جمع کل
۵۷,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	×	٪۸۰	=	۴۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰		سهم بانک
۵۷,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	×	٪۲۰	=	۱۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰		سهم شرکت

برای پرداخت مبلغ یادشده، بانک ۲۴٪ از سود شرکت را مطالبه خواهد کرد.

۲. مشارکت با اشخاص حقیقی یا حقوقی نیز مستلزم اعطای تضمین معتبر به آنان است تا از مداخله‌ی مستمر این افراد در امور شرکت جلوگیری شود. اما سرمایه‌گذاران بر این امر واقف‌اند که اگر مثلاً اوراق مشارکت شهرداری را خریداری کنند که کاملاً تضمین شده و بدون خطر است، حداقل سالانه ۲۰٪ سود به‌دست می‌آورند. با توجه به این که عایدات ناشی از اجرای پروژه ممکن است متفاوت با پیش‌بینی انجام‌شده باشد، لذا بابت این خطر سرمایه‌گذاران توقع به‌دست‌آوردن شاید حداقل ۱۰٪ بازده داشته باشند (یعنی در کل ۱۰٪ + ۲۰٪ = ۳۰٪)، از این رو، موقعی باید طرح را اقتصادی دانست که پیش‌بینی به‌دست‌آوردن حداقل ۳۰٪ بازده، بعد از مالیات از مشارکت در طرح، امکان‌پذیر باشد.

۳. چون پروژه در یکی از بهترین نقاط تهران است، پیش فروش نیز می تواند به عنوان یکی از روش های تأمین مالی به حساب آید. اما این کار مستلزم صرف هزینه ای معادل ۴۰ میلیارد ریال برای اجرای حداقل اسکلت، شروع عملیات سفت کاری و غیره است که تهیه ی این مبلغ خود برای شرکت آسان نیست.

جدول ۵
شرکت مسکن آفرین ترازنامه
تاریخ تهیه گزارش پاییز ۱۳۷۳

ارقام به هزار ریال		
<u>۱۳۷۲</u>	<u>۱۳۷۱</u>	دارایی ها:
		<u>دارایی های جاری</u>
۵۹,۶۶۷	۳۲۸,۶۰۶	موجودی نقد و بانک
۱,۴۹۲,۳۸۷	۱,۴۷۲,۲۲۹	سپرده های بانکی
۲,۵۳۰,۸۲۸	۲,۹۴۲,۶۱۱	حساب ها و اسناد دریافتی تجاری
-	۷,۴۵۰	اسناد در جریان وصول
۱۱,۲۹۳	۱۱,۲۹۳	حساب های بین گروه شرکت ها
۶۹۲,۰۹۹	۲,۲۱۸,۴۸۸	موجودی کالا و مصالح
۴,۴۰۹	۱۱,۱۱۲	سفارشات
۶۱۹,۲۶۶	۶۷۲,۳۶۸	پیش پرداخت ها
۲۸,۰۰۶,۳۸۲	۲۴,۸۶۵,۱۲۷	پروژه های در جریان ساخت
<u>۳۳,۴۱۶,۳۳۱</u>	<u>۳۲,۵۲۹,۲۸۴</u>	جمع دارایی های جاری
		<u>دارایی های بلندمدت</u>
۱۰,۹۰۰	۱۰,۹۰۰	سرمایه گذاری های بلندمدت
۱,۳۹۳,۵۸۲	۱,۳۰۵,۶۶۵	دارایی های مشهود پس از کسر استهلاک انباشته
<u>۱۸,۹۸۳</u>	<u>۱۸,۰۹۳</u>	سایر دارایی ها
<u>۳۴,۸۳۹,۷۹۶</u>	<u>۳۳,۸۶۳,۹۴۱</u>	جمع دارایی ها
		بدهی ها و حقوق صاحبان سهام:
<u>۱۳۷۲</u>	<u>۱۳۷۱</u>	<u>بدهی های جاری</u>
۱,۴۸۵,۰۵۲	۱,۵۳۹,۸۵۹	اسناد پرداختنی
۲۳,۱۹۰,۴۹۶	۲۱,۸۵۲,۶۸۴	حساب های پیش فروش
۴,۹۶۰,۳۹۳	۴,۹۶۲,۵۲۳	حساب های پرداختنی
۲۹۴,۸۳۶	۲۹۴,۷۰۱	حساب های بین گروه شرکت ها
۱,۰۴۳,۵۷۰	۱,۰۳۸,۹۰۱	پیش دریافت از کارفرما
-	-	وام های پرداختنی
<u>۲۲۴,۲۲۵</u>	<u>۲۲۴,۲۲۵</u>	ذخیره ی مالیات
۳۱,۱۹۸,۵۷۰	۲۹,۹۱۲,۸۹۳	جمع بدهی های جاری
		<u>بدهی های بلندمدت</u>
۴,۲۷۸,۱۲۴	۴,۵۷۵,۰۷۴	بدهی های بلندمدت

		<u>حقوق صاحبان سهام</u>
۲۴,۸۷۳	۱۳۰,۰۵۰	ذخیره‌ی بازخرید خدمت کارکنان
	(۵۱,۴۳۹)	تعدیل ذخایر حقوق صاحبان سهام
۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	سرمایه
<u>۶۱۰,۳۳۲</u>	<u>۷۵۵,۰۷۶</u>	خالص زیان انباشته
<u>(۶۰۹,۳۳۲)</u>	<u>(۷۵۴,۰۷۶)</u>	جمع حقوق صاحبان سهام
<u><u>۳۴,۸۳۹,۷۹۶</u></u>	<u><u>۳۳,۸۶۳,۹۴۱</u></u>	جمع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

افته‌ی ۲-۹. شرکت توسعه‌ی فضاهای ورزشی و تفریحی (پروژه‌ی مای‌لند)

مقدمه

گزارش حاضر مروری است بر اولین پروژه گردشگری- ورزشی و اقامتی در منطقه نمونه گردشگری زرندیه که در ۳۵ کیلومتری جنوب غرب تهران واقع شده است. این پروژه با استانداردهای روز جهانی و توسط مشاورین مطرح بین‌المللی طراحی شده که در این گزارش به معرفی و بررسی اهداف ترسیم شده و چهارچوب توسعه این طرح پرداخته شده است.

در راستای تحقق اهداف چشم انداز ۲۰ ساله کشور در حوزه گردشگری مبنی بر رشد تولید ناخالص داخلی این حوزه تا ۲۰ میلیارد دلار در سال، شرکت توسعه سیاحان سرزمین ایرانیان در سال ۱۳۸۶ به عنوان شرکت مادر تخصصی به ثبت رسید و به عنوان اولین توسعه دهنده‌ی طرح‌های جامع (Master Developer) در ایران به طور خاص اقدام به ساخت و توسعه پروژه‌های اقامتی- مسکونی، ورزشی، تجاری، تفریحی، جهانگردی در کلاس جهانی در سطح کشور نموده است.

در حال حاضر شرکت توسعه سیاحان سرزمین من شرکتی خصوصی با سرمایه ۱۰۰۰ میلیارد ریال می‌باشد. این شرکت در تاریخ ۸۶/۳/۶ به ثبت رسیده است.

MYLAND به عنوان اولین توسعه‌دهنده‌ی طرح‌های جامع (Master Developer) در ایران، متولی طراحی، ساخت و مدیریت پروژه سرزمین من به وسعت ۱۴۰۰ هکتار می‌باشد.

چشم‌انداز و مأموریت^۱ MYLAND

شرکت توسعه سیاحان سرزمین من با نگاه توسعه دهنده طرح جامع در پروژه‌های متعددی فعالیت نموده است. به عنوان نمونه مجموعه کارتینگ آزادی و همچنین کارتینگ پرند از پروژه‌های است که این شرکت در زمینه فعالیت‌های تفریحی و ورزشی اجرا نموده است. در پروژه سرزمین من نیز بنیانگذاران مجموعه با هدف توسعه طرح جامع اقدام به احداث آن نموده‌اند تا بسترهای لازم و همچنین زیرساخت‌های لازم را جهت احداث چنین پروژه عظیمی را فراهم نموده و زمینه‌های سرمایه‌گذاری را برای subdeveloperها فراهم سازند. با این وجود بنیانگذاران مجموعه بر آن شدند تا پروژه‌هایی را به عنوان Fast tracks انتخاب نموده و در نقش Subdeveloper آنها را اجرا نمایند. در طول سال جاری فاز اول پروژه‌های مذکور تحت عنوان QuickWin برنامه ریزی و در

^۱. Vision and mission

حال اجراست که در بخش ۹ تشریح گردیده است.

Something for everyone...

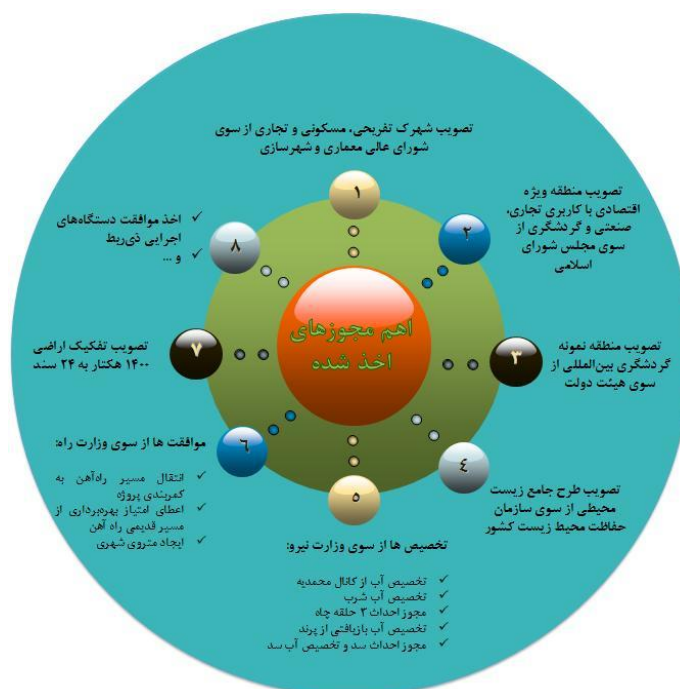


مکان یابی و مدل مفهومی پروژه سرزمین من

پروژه بین‌المللی سرزمین من یک مجموعه توریستی، اقامتی و ورزشی در مساحت 1,400 هکتار می‌باشد که در ۳۵ کیلومتری جنوب تهران و در کنار شهر جدید پرند واقع شده است. علاوه بر 1,400 هکتار مذکور، ۲۶۱ هکتار فضای آزاد و محیط طبیعی وجود داشته و کل فضای در دسترس به 1,661 هکتار بالغ می‌گردد. نزدیکی پروژه به پایتخت، فرودگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، نمایشگاه بین‌المللی تهران، شهرک‌های صنعتی (کاوه، پرند، مامونیه، شمس آباد) و شهر جدید پرند و دسترسی به آزادراه ساوه، آزادراه قم، جاده قدیم ساوه، خط راه آهن و خط توسعه متروی شهری تهران که با عبور از فرودگاه بین‌المللی امام خمینی و شهر پرند به سایت می‌رسد، از فاکتورهای اصلی برای انتخاب این منطقه برای اجرای پروژه بوده‌اند.

مجوزات اخذ شده

اجرای این مگا پروژه منوط به طی مسیرهای قانونی و اخذ موافقت‌نامه‌هایی از سوی شرکت توسعه سیاحان سرزمین من می‌باشد. با توجه به اقدامات طاقت‌فرسای انجام شده که بیش از پنج سال به طول انجامیده و مجوزات اخذ شده از مراجع مختلف جهت برنامه‌ریزی، احداث و بهره‌برداری از پروژه سرزمین من، چشم انداز روشنی برای این پروژه ملی متصور است.



شکل ۱- خلاصه مجوزات

فهرست مشاورین پروژه

در این پروژه عظیم ملی از بیش از ۱۵ مشاور مطرح بین‌المللی و بیش از ۲۰ مشاور بزرگ داخلی بهره گرفته شده است که این امر به ورود دانش فنی جدید به کشور کمک شایانی خواهد نمود. در زمره حاضرین بیش از ۱۵ پیمانکار به صورت مشارکتی یا پیمانکاری در پروژه‌های مختلف سایت مشغول فعالیت می‌باشند.

مشاورین طرح جامع و زیرساخت‌ها در سطح مختلف گزارش خود را به تدریج ارائه می‌نمایند. این طرح‌ها به وسیله مجریان مجرب داخلی اجرا خواهد شد.



شکل ۲- طرح جامع ارایه شده از سوی Broadway Malyan

طرح جامع تهیه شده توسط این موسسه دارای ویژگی‌های ذیل می باشد.

۱. جمعیت پیش بینی شده ۶۷ هزار نفر می باشد که ۵۰٪ جمعیت به صورت ثابت و مابقی جمعیت غیر ساکن می باشد.
۲. ۵ مرکز شهری اصلی در این طرح در نظر گرفته شده است.
۳. ایجاد اشتغال برای ۳۶,۵ هزار نفر در مجموعه های مختلف دفاتر، مدارس، کلینک ها و سایر کاربری ها
۴. پیش بینی آب بندها و طراحی منظر آبی، هتل ها، ویلا با تم های مشخص
۵. پیش بینی مسیرهای دسترسی، میادین اصلی و خیابان ها بر اساس ظرفیت پیش بینی شده و جلوگیری از بروز ترافیک

ساختار هلدینگ

در حال حاضر شرکت MYLAND اقدام به تاسیس ۲۴ شرکت زیرمجموعه نموده است. جانمایی پروژه های مرتبط با این شرکت ها در پیوست ۳ نشان داده شده است.

پروژه سرزمین من به عنوان مقصدی برای زندگی، تفریح، آموزش، کار، و سلامت در ارتباطی ارگانیک و در راستای شکل دادن به

یک سبک زندگی ایده آل طراحی گردیده است. این طرح بزرگ فراملی شامل ۲۴ پروژه در ابعاد و استانداردهای بین‌المللی بوده و اشتغال مستقیم آن بیش از ۳۶ هزار نفر می‌باشد و وسعت آن ۱۴۰۰ هکتار و در حال اجرا می‌باشد، ضمن اینکه بعنوان الگوی طرح-های سازمان میراث فرهنگی کشور شناخته شده است.



شکل ۳- موضوعات فعال در مجموعه

کاربری‌های مجموعه

بر اساس نظر مشاورین طرح جامع، این پروژه به طور کلی در ۵ گروه اصلی خودرو، گردشگری، تفریحی، اقامتی و سایر طبقه بندی شده است. این گروه‌های اصلی و پروژه‌های زیرمجموعه آن در شکل ۹ معرفی گردیده است. مساحت این پروژه در حدود ۱۴۰۰ هکتار بوده که کاربری آن در جدول ۳ نشان داده شده است. هریک از کاربری‌های پروژه به صورت مستقل در شرکتی به ثبت رسیده و مراحل قانونی آنها نیز به صورت مجزا قابل پیگیری می‌باشد.

جدول ۱- کاربری‌های اراضی مجموعه

کاربری اراضی	مساحت (هکتار)
ساختمان‌ها، کاربری‌ها و تأسیسات	۸۱۵
پارکینگ، فضای سبز، زمین رزرو و مسیرهای دسترسی محلی	۵۸۵
مجموع کل اراضی قابل بهره‌برداری شرکت	۱۴۰۰
دریاچه، منابع طبیعی، مسیرهای عبور موجود، حریم و دره رودخانه	۲۶۱
مجموع کل اراضی واقع در محدوده سرزمین من	۱۶۶۱



شکل ۴- کاربری‌های مجموعه سرزمین من

در ادامه کلیه هلدینگ‌ها که بر اساس طرح جامع ارایه شده توسط مشاور BM و همچنین مصوبه شورای عالی معماری و شهرسازی تعریف گردیده است، معرفی می‌گردد.

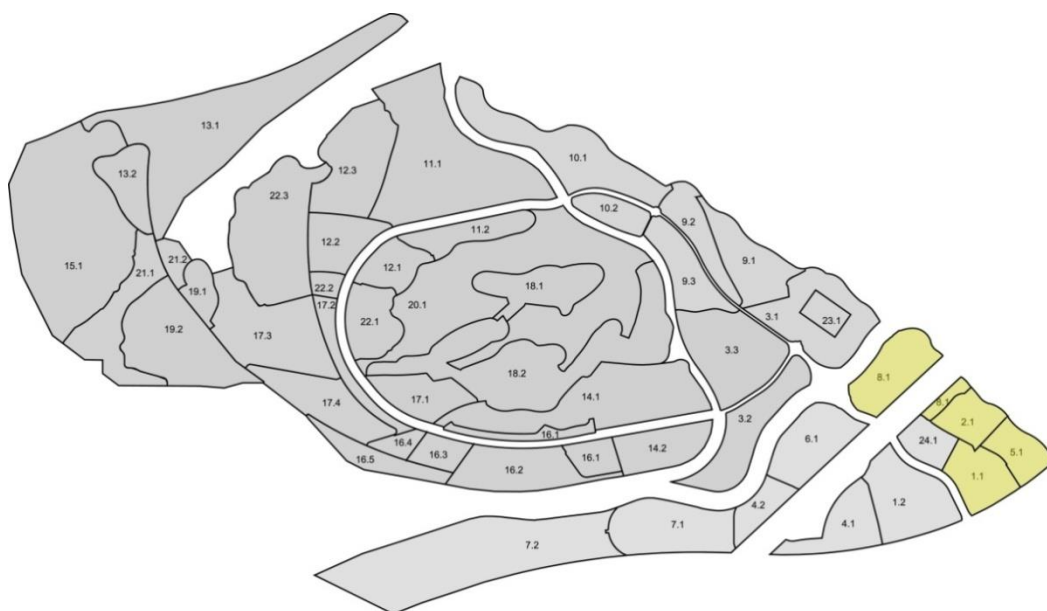
هلدینگ گردشگری

هلدینگ گردشگری شامل دهکده چوگان، دهکده ساحلی و مرکز شهری است که مجموعه‌ای از کاربری‌های اقامتی، مسکونی، و

یکی از مزایای عمده این بخش، مجاورت با دریاچه مصنوعی ایجاد است. هتل و ریزورت و رستوران‌های مجاور منظر آبی امکان اقامتی دلچسب و خوشایند را برای اعضای خانواده فراهم می‌نمایند. همچنین در طراحی المان‌های این بخش از بناهای معماری ایرانی- سنتی مانند سی و سه پل و میدان نقش جهان اصفهان الهام گرفته شده است. انواع ورزش‌های آبی و منظره طبیعی ایجاد شده برای کاربری‌های اقامتی و تفریحی جذابیت ویژه‌ای را در هاب گردشگری ایجاد می‌نماید.

هلدینگ فراغتی - تفریحی

هاب تفریحی در بر گیرنده مرکز خرید، هتل و شهر بازی در محدوده‌ای به وسعت ۷۳,۵ هکتار است. ایجاد یک مرکز جمعیتی برای تفریح، سرگرمی و خرید در طول ساعات روز، هدف اصلی طراحی و ساخت این قسمت به شمار می‌رود.



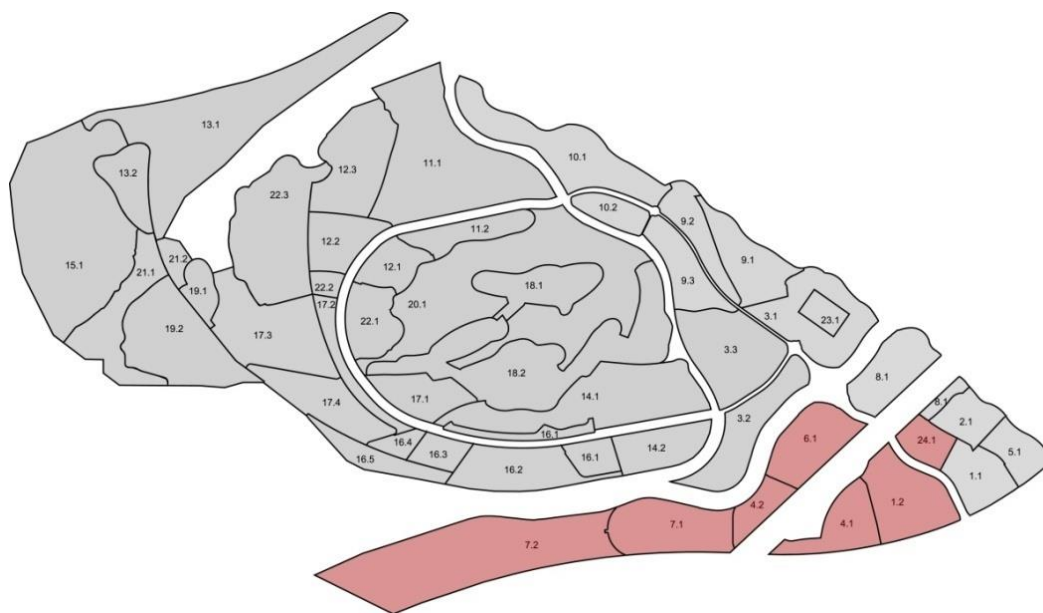
شکل ۶- محدوده هلدینگ فراغتی و تفریحی

جدول ۳- کاربری‌های هلدینگ فراغتی - تفریحی

کاربری	GFA(m2)	مساحت (هکتار)
مجتمع سوارکاری و اسب‌دوانی	۱۱,۰۲۶	۳۰
شهر بازی و پارک تفریحی	۱۲,۸۵۲	۱۳
مرکز خرید	۵۵۲,۶۷۳	۱۷,۵
پارک آبی	۳۵,۶۹۵	۱۳
مجموع	۶۱۲,۲۴۶	۷۳,۵

هلدينك خودرو

در این مجموعه کاربری‌های تجاری-اداری خرید و فروش خودرو و همچنین امکانات انواع ورزش‌های موتوری مستقر خواهند شد. مرکز تجارت خودرو به عنوان یکی از پروژه‌های شاخص سرزمین من، تمامی امکانات مورد نیاز خرید و فروش، فضاهای نمایشگاهی وسیع و استاندارد، تست خودرو، شماره‌گذاری، بانک، بیمه، شرکت‌های لیزینگ و مراکز آپشن و تیونینگ خودرو را در اختیار خریداران و فروشندگان خودرو قرار می‌دهد. همچنین پست‌های کارتینگ، آفرود، موتور کراس و پست اتومبیلرانی پذیرای علاقه‌مندان ورزش‌های موتوری خواهد بود. استقرار در منطقه ویژه اقتصادی زرنديه فرصت‌های کم‌نظیری را متوجه کاربری‌های مذکور خواهد کرد. بهره‌مندی از مزایای قانونی شامل معافیت از پرداخت حقوق گمرکی در انبارهای خودرو داخل منطقه ویژه اقتصادی، امکان واردات و نگهداری خودروها و موتورسیکلت‌های اسپرت نو و دست دوم از این جمله به شمار می‌روند.



شکل ۷- محدوده هلدينك خودرو

جدول ۴- کاربری‌های هلدینگ خودرو

کاربری	GFA(m2)	مساحت (هکتار)
پیست و مجموعه اتومبیل رانی	۳۱،۸۲۹	۸۲
پیست چند منظوره و سوپر کارت	۲،۱۸۳	۱۰
پیست‌های آفرود	۱۲۸،۳۰۰	۲۵
مرکز تجارت خودرو	۴۴،۴۷۲	۲۰
مرکز لجستیک و پارک تجاری	۲۰۲،۹۵۱	۴۱
پارک خرده فروشی	۱۱۴،۴۲۴	۳۰
مجموع	۵۲۴،۱۵۹	۲۰۸

هلدینگ اقامتی

این هلدینگ شمال زمین گلف و مجموعه‌های اقامتی اطراف که هریک با سبک معماری و شهرسازی متفاوت و هدفمندی طراحی شده است، می باشد مجموعه‌های اقامتی سرزمین من دارای امتیازات ویژه ایست مانند:

- ✓ امکانات ورزشی-تفریحی عمومی توزیع شده در تمام نقاط
- ✓ مراکز تجاری و خرید در مرکز محلات جهت برآورده ساختن نیازهای روزانه
- ✓ امنیت بالا به سبب وجود بخش‌های اقامتی محصور (Gated Community) و عدم نیاز به حصارکشی در اطراف منازل
- ✓ فناوری سبز و توجه به توسعه پایدار
- ✓ وجود مسیرهای اختصاصی پیاده‌روی و دوچرخه‌سواری
- ✓ ساختار مناسب محلات و دسترسی به خدمات و حمل و نقل عمومی در شعاع دسترسی پیاده
- ✓ اهمیت و اولویت بخشی به دسترسی و امنیت تردد عابرین پیاده در محلات

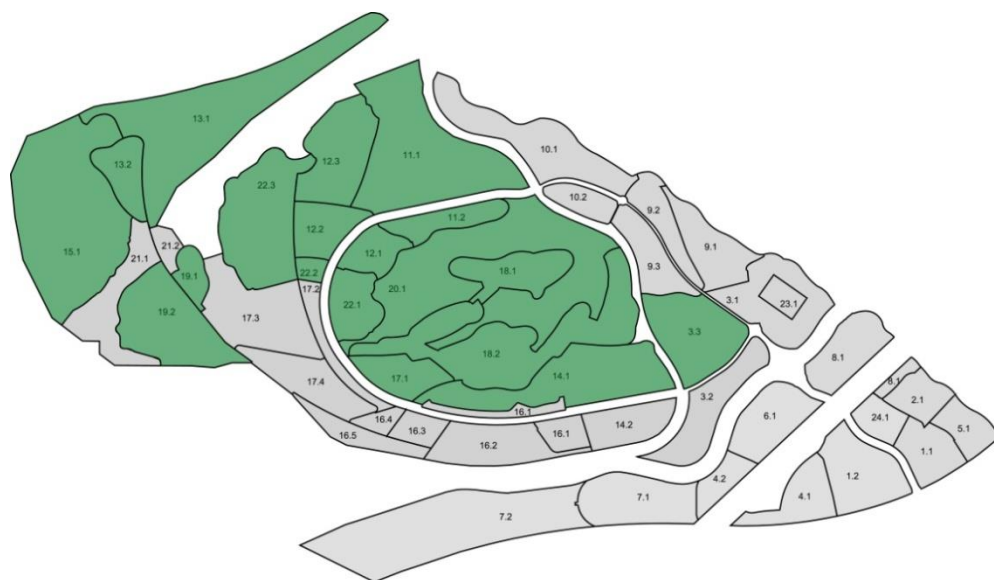
زمین گلف سرزمین من

مجموعه زمین گلف و ریزورت سرزمین ایرانیان در زمینی به وسعت ۱۹۵ هکتار با امکانات منحصر به فرد در کشور به پایگاهی برای علاقه‌مندان ورزش گلف و ورزشکاران حرفه‌ای تبدیل خواهد شد.

حضور مشاوران بین‌المللی این ورزش در تمامی مراحل پیش برد پروژه موجب بهبود و تسریع روند ساخت و ایجاد مجموعه‌ای با بالاترین استانداردهای جهانی خواهد شد. این زمین گلف تنها زمین ۱۸ حفره‌ای گلف در کشور بوده و در ساخت آن از تکنولوژی‌های پایدار جهت بهینه سازی مصرف آب جهت آبیاری استفاده گردیده است. مجموعه‌های اقامتی ویلایی نیز گلف با دارا بودن منظر سبز، کیفیت فضایی بسیار بالایی را فراهم خواهند آورد. تعداد ویلاهای واقع در دهکده گلف بالغ بر ۱۳۰۰ عدد ویلای لوکس است. مشاور این مجموعه شرکت Pacific Coast Design می باشد.



شکل ۸- نمونه‌ای از زمین گلف طراحی شده توسط مشاور طرح - PCD



شکل ۹- محدوده هلدینگ گلف و مجموعه اقامتی

در جدول ۵ مشخصات مجموعه گلف و دهکده‌های اقامتی اطراف آن مساحت ۷۷۸ هکتار معرفی گردیده است.

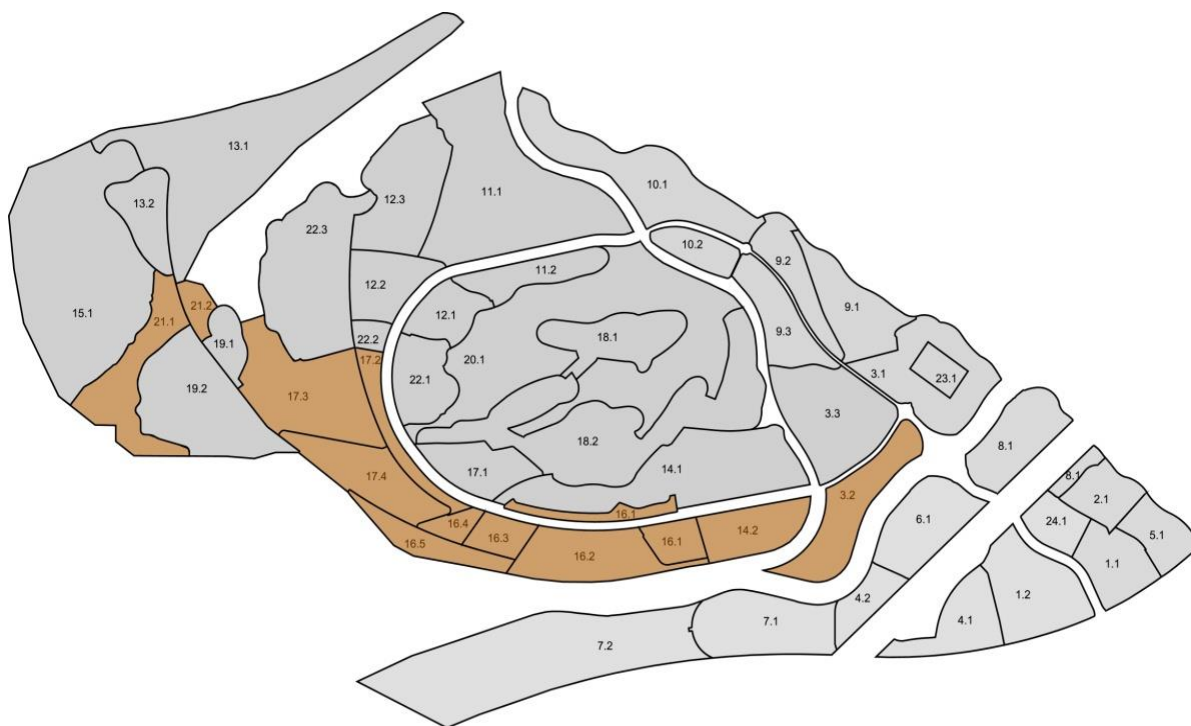
جدول ۵- معرفی کاربری‌های هلدینگ گلف و مجموعه اقامتی

شرکت	طرح ساخت	پروژه	امکانات	GFA(m2)	مساحت
		گلف و دهکده اقامتی	زمین گلف با ۱۸ حفره/ شامل کلوپ گلف به مساحت ۲۰۰۰ مترمربع، آکادمی و زمین تمرین، هتل، ۸ دریاچه، و مرکز نگهداری و پرورش گونه‌های جانوری همچون آهو و گوزن و در حدود ۸۵۰ ویلا مشرف به زمین گلف	۲۳۸,۱۴۲	۱۹۹ هکتار (شامل ۹۶ هکتار زمین گلف)
		دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم دوران تاریخی ایران	حدود ۱۱۰۰ ویلا با شهرسازی و معماری الهام گرفته از مکتبهای موجود در کشور خصوصا مسکن واقع در مناطق مرکزی ایران (یزد، کاشان،...)	۲۳۲,۹۲۲	۹۳
		دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم مدرن	شامل ۴۸۰ ویلا و ۵۰۰ واحد آپارتمانی با سبک شهرسازی و معماری مدرن	۳۰۱,۶۰۶	۵۳
		دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم اسپانیایی	شامل حدودا ۹۳۰ ویلا و ۴۶۰ واحد آپارتمانی با سبک اسپانیایی	۲۵۴,۷۵۴	۶۷
		دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم مدیترانه‌ای	حدود ۹۸۰ ویلا با سبک مدیترانه‌ای است. این دهکده متشکل از ویلاها دارای دیوارهای سفید با سقف‌های مسطح، گنبد، الهام گرفته از ویلاهای یونانی، ترکی و جزایر دریای مدیترانه	۲۴۵,۱۸۳	۱۰۲

شرکت	طرح ساخت	پروژه	امکانات	GFA(m2)	مساحت
		دهکده بین‌المللی و اقامتی و فرهنگی با تم مراکشی	حدود ۱۳۹۲ ویلا با سبک مراکشی / معماری درون‌گرا، دارای حیاط مرکزی و قرارگیری ساختمان در تمام جهات حیاط در ۲ طبقه، کاشی کاری، نور و آب‌نما در داخل و نمای بیرونی ساده با رنگ روشن و پنجره‌های مشبک	۳۰۴,۱۲۴	۱۰۰
		دهکده اقامتی ویژه کارکنان	شامل ۳۵۵ ویلا و ۱۷۲ واحد آپارتمانی با قابلیت پذیرش ۲۰۰۰ نفر جمعیت	۲۲۰,۲۳۴	۵۳
		دهکده دیپلماتیک	شامل ۷۶۳ ویلا که جمعیتی بیش از ۳۰۰۰ نفر را در خود جای خواهد داد.	۱۸۴,۷۶۴	۷۴
		محل کنسولی	این کاربری‌ها عمدتاً مربوط به موسسات بین‌المللی، دفاتر ارائه دهنده خدمات کنسولی و سفارتخانه‌ها و کاربری‌های اداری و تجاری هستند. این محله شامل ۳۱۷۰ واحد آپارتمان نیز می‌باشد	۵۵۴,۹۵۴	۳۷
مجموع				۲,۵۳۶,۶۸۳	۷۷۸

هلدینگ کاربری‌های فاز ۳

این هلدینگ شامل کاربری‌هایی همچون دهکده سلامت، دهکده ورزش، باغ بوتانیک، باشگاه پرواز و دهکده دانش است که هریک شامل مجموعه‌های تخصصی و اقامتی منحصر به خود می‌باشد. پروژه‌های اقامتی پیش‌بینی شده در این مجموعه‌ها به گونه‌ای طراحی شده‌اند که مرتبط با فضاهای تخصصی پیش‌بینی شده باشد.



شکل ۱۰- هلدینگ سایر کاربری ها

کاربری های تخصصی موجود در این هلدینگ در جدول ۶ معرفی گردیده است. همچنین مساحت زیر بنای پیش بینی شده نیز در هر پروژه به تفکیک ارایه گردیده است.

جدول ۶- معرفی کاربرهای هلدینگ فاز ۳

مساحت (هکتار)	GFA(m2)	امکانات	پروژه
۹۵	۵۳۳,۶۵۲	ارائه خدمات درمانی در بخش های تخصصی و فوق تخصصی گوناگون به بیماران داخلی و خارجی/دارای دهکده اقامتی سالمندان، مرکز توانبخشی / بیمارستان و...	دهکده سلامت 
۶۹	۶۰۱,۵۷۲	دارا بودن اماکن مختلف ورزشی از جمله سالن فوتسال و زمینهای تنیس و پیست دو میدانی/امکان برگزاری مسابقات/ کمپ های اقامتی ورزشکاران و برگزاری اردوهای ورزشی	دهکده ورزش 

مساحت (هکتار)	GFA(m2)	امکانات	پروژه
۵,۵	۶,۹۲۳	باغ گیاه‌شناسی سرزمین من مکانی برای جمع آوری گونه‌های متنوع و نادر گیاهی در کشور	باغ بوتانیک 
۲۸,۵	۵۶,۲۶۱	ارایه خدمات هوانوردی عمومی با استانداردهای روز دنیا / دارای مجموعه اقامتی کارکنان / طول باند ۱۸۰۰ متر	باشگاه پرواز 
۴۵,۵	۲۴۰,۸۲۳	برنامه ریزی جهت دست یافتن به یکی بزرگترین مجموعه دانشگاهی کشور با استانداردهای بین‌المللی	دهکده دانش 
۲۸۹	۱۴۳۹۲۳۱	مجموع	

گروه‌های هدف

براساس نظر مشاورین مجموعه، این پروژه مجموعه‌ای جذاب و کارآمد برای کلیه گروه‌های سنی و فرهنگی طراحی گردیده است. این مدل منحصربه‌فرد برای هریک از گروه‌های هدف پروژه‌های مشخص و متناسب با سلايق و نیازهای آنان طراحی نموده که کلیه اعضای خانواده به‌صورت مجزا و هم‌چنین در کنار هم بتوانند از امتیازات آن بهره‌مند گردند.



شکل ۱۱- گروه‌های هدف

مزایای نسبی پروژه

امتیازت ویژه این پروژه که آن را از موارد مشابه موجود و یا در حال احداث متمایز می‌کند در جدول ۷ نشان داده شده است. به طور کلی تنوع بالای کاربری‌ها، موقعیت جغرافیای ممتاز و همچنین برخورداری از سطوح بالای استاندارد که توسط مشاورین مجموعه مورد نظر قرار می‌گیرد از جمله این امتیازات می‌باشد.

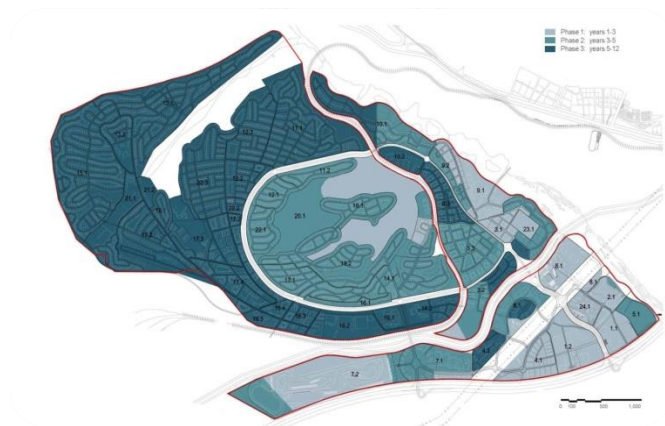
جدول ۷- امتیازات پروژه

مزایا	ویژگی‌ها
✓ امتیاز پیشرو بودن ✓ جذب مشتریان داخلی	اولین در کشور
✓ قوانین خاص برای سرمایه‌گذاری خارجی ✓ معافیت مالی/عدم وجود مالیات واردات بر روی کالاهای وارد شده در این منطقه ✓ سهولت صادرات مجدد کالاهای ✓ بوروکراسی کمتر به خاطر قوانین حاکم بر منطقه ✓ قوانین واردات/صادرات آسان ✓ ورود و خروج آسان به کشور ✓ قوانین ویژه برای واردات تکنولوژی‌های جدید	بخشی از پروژه به منطقه ویژه اقتصادی زرننده اختصاص دارد (مصوبه مجلس شورای اسلامی و هیات وزیران در ارتباط با منطقه ویژه اقتصادی زرننده)
✓ تفریح (پارک آبی، شهربازی، کارتینگ) ✓ سرگرمی و خرید (مرکز خرید، پارک خرده‌فروشی، اسب‌سواری، باشگاه پرواز) ✓ ورزش (کارتینگ، فرمولان، آفرود، گلف، چوگان، دهکده ورزشی) ✓ اقامت (هتل، آپارتمان و ویلا) ✓ کار (مرکز تجارت خودرو، پارک تجاری) ✓ آموزش (موسسات آموزشی و دانشگاه‌ها) ✓ درمان (دهکده سلامت)	هم‌افزایی حاصل از تمرکز امکانات متنوع
✓ استانداردهای در سطح جهانی (ارجاع شود به صفحه معرفی مشاوران) ✓ رضایت‌مندی بالای مشتری (مدیریت بهره‌برداری از طریق دانش فنی منتقل شده توسط مشاورین بین‌المللی و مدل‌های تجاری موفق)	مشاوران توانمند بین‌المللی خدمات فوق‌العاده
✓ امکان جذب تعداد زیادی مشتری	نزدیکی به تهران (مرکز جمعیتی کشور)
✓ سرمایه‌گذاری‌ها و پشتیبانی دولت ✓ هم‌جهتی با اولویت‌های جامعه	هم‌راستایی با طرح‌های بلند مدت دولت
✓ امکان جذب بخش قابل توجهی از جمعیت با توجه به دموگرافی کشور	سازگاری با سلايق نسل جدید
✓ جذابیت‌های توریستی بالا	فضای سبز گسترده
✓ امکان توسعه‌های آتی	وسعت زمین

مزایا	ویژگی‌ها
✓ دسترسی هوایی آسان	نزدیکی به ۴ فرودگاه: - فرودگاه بین‌المللی امام خمینی (۷ کیلومتر) - فرودگاه مهرآباد (۳۰ کیلومتر) - فرودگاه پیام (۶۰ کیلومتر)
✓ دسترسی جاده‌ای آسان	مجاورت با آزادراه‌ها - جاده قدیم تهران- ساوه - آزاد راه تهران- ساوه - آزاد راه تهران- قم - کمربندی جنوب تهران
✓ دسترسی آسان از طریق راه آهن	راه آهن شمال به جنوب کشور
✓ دسترسی سریع به پایتخت	ایستگاه قطار شهری
✓ مدیریت انعطاف پذیرتر و موثرتر	شرکت MYLAND یک شرکت ۱۰۰٪ خصوصی است
✓ سرعت در تصمیم‌گیری	تصویب پروژه به عنوان منطقه نمونه گردشگری در مقیاس بین‌المللی توسط هیأت دولت
✓ حمایت کامل ملی و استانی از طرح	امنیت سرمایه‌گذاری خارجی بواسطه قانون FIPPA
✓ ایمنی در مقابل ریسک‌های غیر تجاری	سند تفکیکی جداگانه برای هر کاربری
✓ سهولت در انتقال پول به کشور مبدأ	اخذ تمامی مجوزات لازم شامل پروانه ساخت جهت همه کاربری‌ها در طی مدت سه سال
✓ پرداخت خسارت در صورت ملی شدن پروژه	مجاورت با استان قم، البرز و قزوین
✓ به رسمیت شناختن همه حقوق سرمایه‌گذاران	یکی از جاذبه‌های منحصر به فرد در دنیا
✓ انتقال آسان مالکیت به شرکت‌های ملی و بین‌المللی	
✓ پروژه شروع شده و آماده سرمایه‌گذاری می باشد	
✓ جذب تعداد زیادی توریست‌های مذهبی	
✓ جذب مشتریان بین‌المللی	

مراحل اجرای پروژه

با توجه به حجم عظیم پروژه‌ها و لزوم رعایت استانداردها بالا آن و با توجه به ظرفیت موجود در کشورچه از منظر بازار و چه از منظر جذب سرمایه‌گذاری امکان اجرا و بهره‌برداری از کلیه این پروژه‌ها به صورت همزمان وجود ندارد. به همین دلیل بر اساس نظرات تخصصی مشاورین این پروژه در سه فاز طراحی، ساخت و به بهره‌برداری خواهد رسید. فازبندی پروژه در **شکل ۱۲** نشان داده شده است.



شکل ۱۲- فازبندی مراحل اجرای پروژه

در این بخش به معرفی بسته‌های مختلف فعالیت و معرفی کاربری‌های مجموعه پرداخته خواهد شد. بر این اساس می‌توان مراحل اجرای پروژه را به بخش‌هایی ذیل تقسیم نمود.



۱. زیر ساخت

- آب، برق، گاز
- مسیرهای دسترسی
- تقاطع‌های غیرهمسطح
- فضای سبز



۲. Quick win of Fast tracks

- پارک آبی
- کارتینگ
- آفرود
- شهر خودرو
- پیست اتومبیلرانی
- کورس اسب
- گلف
- چرخ‌گردان



۳. توسعه کامل کاربری‌ها

- شهرسازی
- مرکز خرید
- مجموعه‌های اقامتی با تم مشخص
- سایر کاربری‌های فاز ۳
- اتمام Fast track ها

زیرساخت

در مجموع زیرساخت‌های پروژه شامل برق، آب و فاضلاب، راه، گاز و مخابرات می‌باشد.

Quick win of Fast track projects

پروژه‌های ایجاد کننده ارزش افزوده^۱ در کاربری‌های اقامتی تحت عنوان بسته اول شناخته می‌شوند. ماهیت این پروژه‌ها به گونه‌ای است که به سرعت به بهره‌برداری رسیده و نقش مهمی در ایجاد ارزش افزوده و همچنین معرفی و شناساندن پروژه به عنوان یک مرکز اقامتی/رفاهی لوکس و مدرن و برخوردار از امکانات ویژه ایفا خواهند نمود. این بسته از ۸ پروژه به شرح زیر تشکیل می‌شود:

۱. شهرخودرو

۲. پیست‌های آفرود

۳. پیست کارتینگ

۴. موتوراسپرت - پیست اصلی

۵. پارک آبی باز

۶. پیست کورس اسب

۷. زمین گلف

۸. زمین چوگان

مطالعات طرح توجیهی این بخش از پروژه سرزمین من، در معاونت سرمایه گذاری و مشارکت شرکت توسعه سیاحان سرزمین من انجام گرفته است.

در مرحله اول اجرای این پروژه‌ها شرکت MYLAND اقدام به تهیه بسته‌های سرمایه گذاری زودبازده نموده که گزارشات توجیه فنی و اقتصادی این بسته‌ها نیز تهیه گردیده است. همچنین برنامه زمانبندی ساخت و بهره برداری از این پروژه‌ها نیز در جدول ۱۱ نشان داده شده است. لازم به ذکر است در صورت ابراز علاقه مندی سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری در هریک از این پروژه‌ها چه به صورت کامل و چه به صورت بسته‌های زودبازده، شرکت MYLAND آمادگی لازم را جهت همکاری و ارایه این پروژه‌ها دارد. خلاصه اطلاعات مربوط به حجم سرمایه گذاری، و میزان ساخت و ساز پیشنهادی در پروژه‌های Fast Track و همچنین بسته‌های زودبازده در

جدول ۸ نشان داده شده است.

^۱. این پروژه‌ها تحت عنوان Fast Track نیز شناخته می‌شوند.

جدول ۸- پروژه‌های Fast Track

ردیف	نام پروژه	حجم کل سرمایه گذاری (میلیون ریال)	بسته‌های زودبازده (میلیون ریال)
۱	مرکز تجاری خودرو	۱۶۵,۴۲۹	۹۸,۷۹۸
۲	پیست‌های آفرود	۱۰۸,۳۶۳	۸۵,۷۲۸
۳	پیست کارتینگ	۱۱۰,۷۶۴	۶۷,۶۱۶
۴	موتور اسپرت - پیست اصلی	۴۲۹,۱۸۹	۸۸,۰۸۰
۵	پارک آبی باز	۳۳۶,۹۰۲	۹۳,۱۱۰
۶	پیست کورس اسب	۱۵۸,۷۹۳	۸۴,۰۸۵
۷	گلف	۳۰۷,۰۰۰	۸۶,۲۰۵
	جمع حجم سرمایه گذاری	1,616,000	603,622

توسعه کل پروژه

به‌طور کلی پروژه سرزمین من در قالب هلدینگ‌های مختلف تعریف شده است که به‌جز پروژه‌های تعریف‌شده در بخش Fast

Tracks، توسعه مابقی این پروژه‌ها توسط Subdevelopers انجام خواهد گرفت.

اقدامات انجام شده و در دست اجرا

پروژه سرزمین من در ابعاد مختلف اجتماعی، فرهنگی، اقتصادی و سیاسی چه در سطح خرد و چه در سطح کلان، بسیار تأثیرگذار بوده و به راحتی می توان نمود اثرات مثبت آن را در جامعه مشاهده نمود. یکی از دلایل شروع این حرکت بزرگ و مهم، باور به اجرای قوانین، دستورالعمل ها، ضوابط و اعتماد و اطمینانی است که در مسیر به اجرا درآمدن آنها از سوی مسئولین وجود دارد. لذا در این مسیر سرمایه گذار با انجام تعهدات خود و بدون دریافت تسهیلات بانکی بر اساس تأیید حسابرس معتمد سازمان بورس تا انتهای سال ۸۹ بالغ بر ۱۱۶۰ میلیارد ریال صرف نموده است. شایان ذکر است این هزینه ها جهت مطالعات اصلی، طراحی کامل شهرسازی، طراحی زیرساخت، ایجاد زیرساخت های اولیه، تکمیل و آماده افتتاح شدن دو کاربری از ۲۴ کاربری، ساخت خیابان های اصلی و بسیاری موارد دیگر است.

در راستای آیین نامه اجرایی نحوه تشکیل و اداره مناطق نمونه گردشگری مصوب هیئت محترم دولت به ویژه ماده ۷ آیین نامه مذکور و اختیارات داده شده، قراردادی فیما بین سازمان محترم میراث فرهنگی کشور به عنوان بخشی از مجموعه دولت محترم و سرمایه گذار منعقد گردید که بر اساس مفاد ماده ۱۸ قرارداد فیما بین سازمان میراث فرهنگی و سرمایه گذار، این سازمان متعهد گردیده به میزان ۸۰٪ از سرمایه گذاری های انجام شده را به صورت وام و تسهیلات برای سرمایه گذار تأمین نماید.

به طور کلی اقدامات پروژه در دو مرحله بین المللی و داخلی انجام می گیرد.

اقدامات بین المللی

در مرحله بین المللی ارتباطات شکل گرفته با مشاورین بین المللی و همچنین کارگاه های برگزار شده در داخل و یا خارج از کشور از جمله فعالیت هایی است که تا کنون انجام گرفته و منجر به تهیه طرح جامع، برنامه زیرساخت و همچنین طراحی های زیر ساخت شده است. همچنین در هریک از پروژه های تعریف شده نیز از برترین مشاورین تخصصی در سطح بین المللی جهت همکاری در این پروژه ها دعوت به عمل آمده است. فهرست این مشاورین در پیوست ۲ ارایه گردیده است.

اقدامات داخلی

اقدامات داخلی انجام شده در دو مرحله قبل از شروع عملیات اجرایی و پس از آن تقسیم بندی شده است. ایده پروژه سرزمین من از سال ۱۳۸۶ شکل گرفته است. مرحله بعدی طی شده که از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، اخذ کلیه مجوزات قانونی بوده که در بخش مجوزات به تفصیل ارایه گردیده است.

ساخت پروژه

با اتمام مراحل اولیه قانونی، اقدامات اجرایی و مراحل ساخت به موازات اخذ سایر مجوزات قانونی آغاز گردید. به طور کلی می توان گفت ساخت و اقدامات اجرایی پروژه از سال ۹۰ آغاز گردیده بر اساس برنامه ریزی صوت گرفته فاز اول پروژه ۳ سال پس از شروع عملیات به بهره برداری خواهد رسید.

پیشرفت فیزیکی و برنامه آتی

تصاویر پیشرفت فیزیکی نیز در ادامه نشان داده شده است. این تصاویر متعلق به بلوار اصلی، ساختمان کارتینگ، ساختمان نمایشگاه خودر و همچنین خط انتقال آب کانال محمدیه می باشد.

پیشرفت فیزیکی پروژه

بلوار اصلی



ساختمان

مرکز تجارت
خودرو و مسیر

خط لوله انتقال آب



عملیات خاکی



گلخانه جهت پرورش چمن



اجزای سرمایه‌گذاری در پروژه سرزمین من

با توجه به طرح جامع ارائه شده از سوی شرکت **broadway malyan** مجموعه سرزمین من به ۲۴ کاربری مختلف تقسیم گردیده است که هریک در شرکتی مجزا به ثبت رسیده است. بر مبنای مطالعات امکان‌سنجی انجام شده و مطالعات فنی، بازار، و سرمایه‌گذاری که با همکاری مشاور مالی مجموعه "شرکت تامین سرمایه امین" انجام گرفته است، بر این اساس مجموع سرمایه‌گذاری مورد نیاز در این مگا پروژه ۵,۲ هزار میلیارد تومان می‌باشد که شامل هزینه‌های زیرساخت و توسعه ۲۴ کاربری طراحی شده توسط مشاور می‌باشد.

سرمایه‌گذاری در ۲۴ کاربری

حجم کل سرمایه‌گذاری ۵۲۰۰ میلیارد تومان است.

برآورد سرمایه‌گذاری زیرساخت

زیر ساخت پروژه چنانکه در **جدول ۹** نشان داده شده است شامل آب، برق، گاز، مخابرات، مسیرهای دسترسی و می‌باشد.

جدول ۹- زیرساخت‌های پروژه

فاز	برق	آب و فاضلاب	راه	گاز	مخابرات	مجموع	متر از	هزینه بر مترمربع (تومان)	درصد از کل	سرمایه گذاری زیر ساخت باقی مانده (میلیارد ریال)	سرمایه گذاری زیر ساخت باقی مانده (ریال بر مترمربع)
فاز ۱ a)	۳.۸	۱۲.۲	۲۲.۳	۳.۳	۱.۵	۳۳.۱۳۰۶۷	۱,۵۳۰,۰۰۰	۲۸,۱۹۰	۱۳٪	۳۵۵	۲۳۱,۹۱۵
فاز ۱ b)	۸.۱	۲۳.۹	۳۱.۳	۶.۶	۳	۸۲.۹۳۱۷۷	۲,۹۷۰,۰۰۰	۲۷,۹۲۷	۲۶٪	۶۸۲	۲۴۹,۷۳۷
فاز ۲	۸.۹	۲۸.۰	۱۸.۹	۶.۸	۲.۵	۶۵.۱۳۲۶۱	۳,۵۲۰,۰۰۰	۱۸,۵۰۳	۲۰٪	۵۳۶	۱۵۲,۲۲۶
فاز ۳	۱۶.۶	۳۳.۷	۲۰.۰	۱۲.۳	۳.۹	۹۶.۵۳۹۲۶	۵,۶۰۰,۰۰۰	۱۷,۳۳۹	۳۰٪	۷۹۳	۱۳۱,۸۲۳
فاز ۴	۱.۱	۲.۳	۲۹.۷	۰.۹	۱.۳	۳۵.۳۷۵۶۹	۳۰۰,۰۰۰	۸۸,۳۳۹	۱۱٪	۲۹۱	۷۲۷,۵۷۷
مجموع	۳۸.۵	۱۱۰.۲	۱۳۲.۳	۳۰	۱۲.۲	۳۲۳.۱۲	۱۴,۰۲۰,۰۰۰	۲۳,۰۴۷	٪۱۰۰	۲,۶۵۸	۱۸۹,۶۰۵

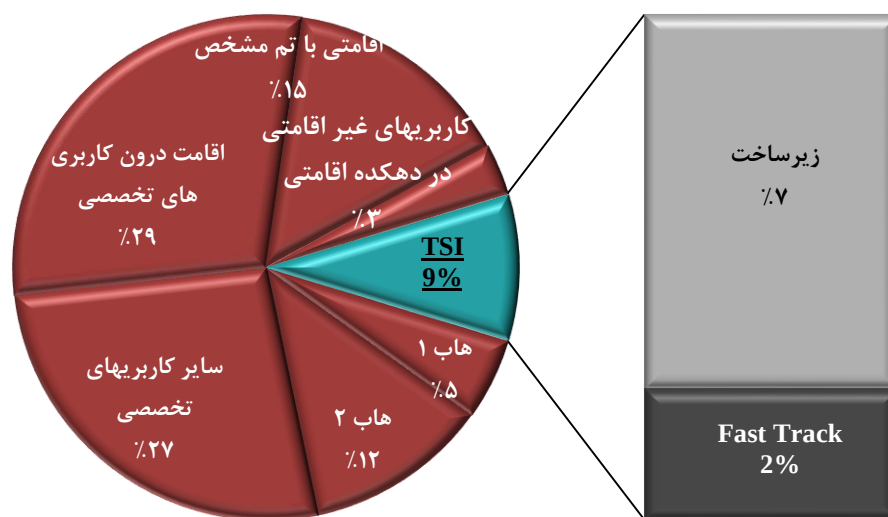
به طور متوسط هزینه مجموعه موارد یاد شده در هر مترمربع در حدود ۲۳,۰۴۰ تومان می باشد که با احتساب ۱۴۰۰ هکتار مساحت کل پروژه، مجموع سرمایه گذاری مورد نیاز در زیرساخت ۳۲۲ میلیارد تومان خواهد بود. همچنین هزینه زیرساخت فضای سبز با احتساب هر متر مربع ۱۱,۷۰۰ تومان و ۳۳۶ هکتار مساحت فضای سبز، مجموع سرمایه گذاری زیرساخت به ۳۶۳ میلیارد تومان افزایش می یابد. حجم سرمایه گذاری در فاز ۱ زیرساخت‌ها (انتهای ۹۰) در **جدول ۱۰** نشان داده شده است.

جدول ۱۰- حجم سرمایه گذاری در زیرساخت‌ها

شرح	کل سرمایه گذاری (میلیون تومان)
آب	۱۴۳۶
برق	۲۰۲۶
گاز	۰
سایر (طرح تفصیلی، تقاطع‌های غیر همسطح، راه‌ها، گلخانه، منظر آبی)	۱۵۲۹۵
مجموع	۱۸,۷۵۷

ساختار سرمایه گذاری

سهام سرمایه گذاری MYLAND از مجموع کل سرمایه گذاری پروژه در **شکل ۱۳** مشخص گردیده است.

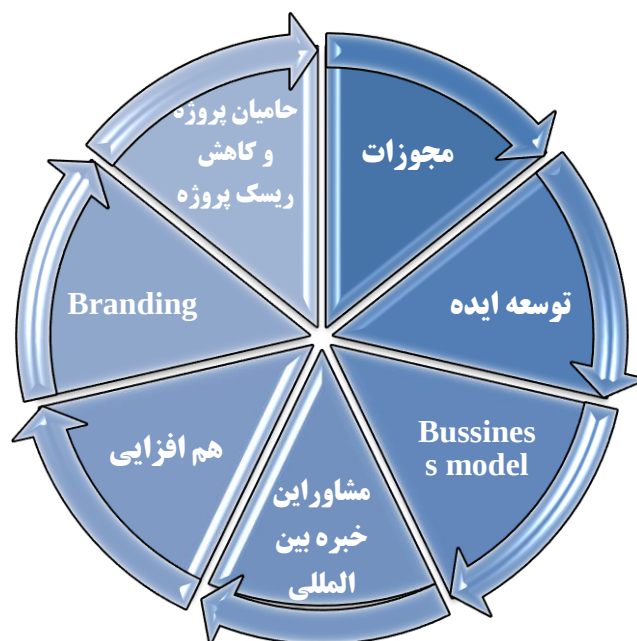


شکل ۱۳- ساختار سرمایه گذاری

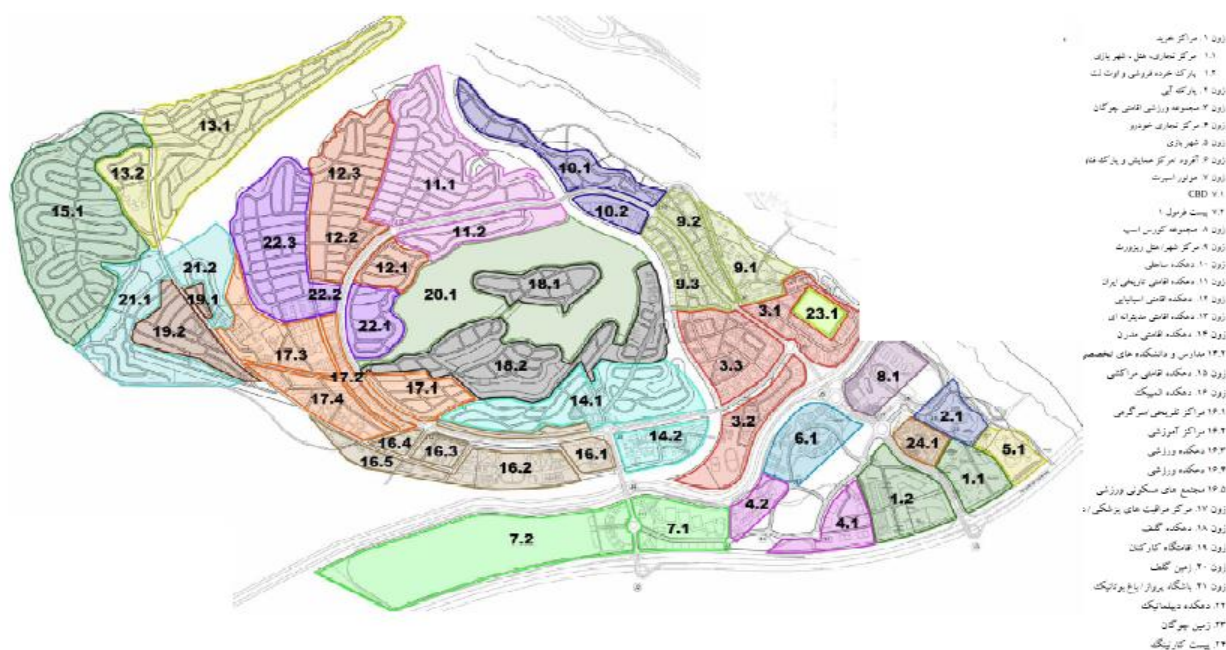
ساختار سرمایه گذاری در پروژه سرزمین من در شکل نشان داده شده است. حجم سرمایه گذاری کل مجموعه معادل ۵,۲ هزار میلیارد تومان می باشد. بر این مبنا ۹٪ از کل مبلغ سرمایه گذاری سهم Master Developer و مابقی سهم Sub developer می باشد. سهم MYLAND شامل سرمایه گذاری در پروژه های بسته اول ۱۲۷ میلیارد تومان و زیرساخت معادل ۳۶۳ میلیارد تومان می باشد. بر این اساس کل سرمایه گذاری مورد نیاز شرکت توسعه سیاحان سرزمین من به عنوان توسعه دهنده طرح جامع، ۴۹۰ میلیارد تومان می باشد. مابقی سرمایه گذاری معادل ۴,۷ هزار میلیارد تومان می باشد که توسط sub developer انجام می پذیرد.

در حال حاضر بر مبنای گزارشات حسابرسی شده^۱ شرکت تا پایان سال ۱۳۸۹، ۱,۱۶۰ میلیارد ریال توسط شرکت MYLAND در زیرساخت های پروژه و همچنین پروژه های Fast Track هزینه گردیده است.

سرمایه گذاری در زیر ساخت شامل زمین، عقد قرارداد با مشاورین، تجهیز منابع انسانی، توسعه راه ها و مسیرهای دسترسی، تامین و فوق توزیع شبکه آب، برق، گاز و مخابرات، و توسعه فضاهای سبز می باشد. علاوه بر سرمایه گذاری در زیر ساخت آورده MYLAND شامل موارد دیگری نیز می باشد که به طور کلی می توان تحت عنوان آورده MYLAND را تعریف نمود.



شکل ۱۴- آورده‌های MYLAND علاوه بر سرمایه گذاری در زیرساخت



یوست ۳- جانمایی شرکت های زیر مجموعه

پیوست ۴- سوالات مورد کاوی MyLand

۱- الف: به نظر شما چه میزان سرمایه برای استقلال پروژه مورد نیاز است؟

ب: در صورت عدم کفایت اطلاعات برای برآورد، فرآیند آن را توضیح دهید.

۲- الف: روش های مختلف تامین سرمایه را نام ببرید.

ب: نقشه راه تامین سرمایه پروژه فوق را ترسیم کنید.

۳- الف: به نظر شما، چه روش هایی برای تامین سرمایه بخش اقامتی وجود دارد؟

ب: منافع و محدودیت های آن را مقایسه کنید.

۴- الف: محور اصلی درآمدزایی پروژه کدامست؟

ب: چه روش های خاصی درباره مورد فوق وجود دارد؟

ریسک های مترتب بر پروژه را گروه بندی، اولویت بندی، و نهایتاً تشریح کنید.

افته‌ی ۳-۹. شرکت ساختمانی ابنیه‌گستران روشن

فصل دهم:

حاکمیت شرکتی و مسئولیت

اجتماعی بنگاه

افتهی ۱-۱۰. شرکت سهامی بن اندجری^۱

هنری مورگان^۲ در حالی که با هواپیما از فراز تپه‌های پوشیده از برف اراضی دامپروری ورمونت^۳ عبور می‌کرد، در ذهن خود حوادث چند ماه اخیر را مرور می‌کرد. اواخر ژانویه سال ۲۰۰۰ بود و مورگان، رئیس بازنشسته‌ی دانشگاه کسب‌وکار بوستون، در حال سفر به برلینگتون^۴ بود. او طی ۱۳ سال گذشته به‌عنوان عضو هیات‌مدیره‌ی شرکت بن اندجری، شاهد رشد شرکت در دو حوزه‌ی مالی و اجتماعی بود. در آن زمان شرکت نه تنها رهبر بازار بستنی‌های ممتاز بود، بلکه هدایت تعدادی از بنیادهای اجتماعی را نیز از مزارع دامپروری ورمونت گرفته تا جنگل‌های استوایی شمال امریکا برعهده داشت.

افزایش فشار رقابت و افت عملکرد مالی شرکت باعث شده بود برای تصاحب شرکت بن اندجری پیشنهادهایی مطرح شود؛ آن هم برای شرکتی که در حفظ استقلال خود بسیار مصمم بود. در آن روز جلسه‌ی هیات‌مدیره برای بررسی پیشنهادهای تصاحب شرکت تشکیل شده بود. مورگان انتظار داشت بحث داغی میان اعضا آغاز شود. مؤسسان شرکت یعنی آقایان بن کوهن^۵ و جری گرینفیلد^۶ می‌دانستند حفظ گرایش‌های اجتماعی شرکت مستلزم تأمین استقلال شرکت است. در نقطه‌ی مقابل، پری اوداک^۷، مدیر عامل شرکت، قرار داشت که بهترین کار جهت حفظ منافع سهامداران عمده یعنی بن و جری را در فروش شرکت به بالاترین قیمت پیشنهادی خریداران می‌دانست.

فعالیت شرکت بن اندجری

شرکت بن اندجری، توزیع‌کننده‌ی پیشگام در زمینه‌ی بستنی ممتاز، ماست و ژله‌ی خوراکی، در سال ۱۹۷۸ در محل پمپ بنزینی قدیمی در ناحیه‌ی ورمونت در برلینگتون تأسیس شد. کوهن و گرینفیلد پایه‌گذاران شرکت بودند.

با فعالیت‌های پیگیر کوهن و گرینفیلد، شرکت بن اندجری تا سال ۲۰۰۰ به بزرگترین زنجیره‌ی تولیدکننده‌ی بستنی‌های ممتاز با بیش از

^۱ این افته را پرفسور مایکل جی شیل (Michael J. Schill) با دستیاری دانیل پرک (Daniel Burke) و عده‌ای دیگر از همکاران خود تهیه کرده است. افته متنی برای بحث در کلاس است و شرح موفقیت یا عدم موفقیت کسی یا سازمانی نیست. موضوع افته خلق ارزش و حاکمیت در شرکت‌ها ذکر شده است. متن انگلیسی را در مآخذ زیر می‌یابید. متن ترجمه‌ی فارسی در فروردین‌ماه ۱۳۹۵ تهیه و در خردادماه ۱۳۹۷ بازویرایش شده است.

Michael J. Schill, Daniel Burke & Others, University of Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, VA, 2001.

^۲ Henry Morgan

^۳ Vermont

^۴ Burlington

^۵ Ben Cohen

^۶ Jerry Greenfield

^۷ Perry Odak

۱۷۰ شعبه (در سراسر ایالات متحده و خارج از آن) بدل شده بود. بستنی‌های بن اندجری در قفسه‌های بیش‌تر سوپرمارکت‌ها یافت می‌شد. در آن زمان فروش سالانه‌ی شرکت بیش از ۲۳۷ میلیون دلار و ارزش سهام شرکت ۱۶۰ میلیون دلار بود (شکل ۱ و ۲). شرکت به‌دلیل طعم خوشمزه‌ی بستنی‌های خود که نام‌های عجیب‌وغریبی هم‌چون چابی‌هابی^۱ (شوهر چاق و چله)، چانکی‌مانکی^۲ و بووینیتی دیوینیتی^۳ داشت، معروف شده بود. شکل ۳ فهرستی از طعم‌های مختلف بستنی‌های شرکت را نشان می‌دهد که در شعبه‌های بستنی‌فروشی شرکت به فروش می‌رسد.

فعالیت‌های اجتماعی شرکت بن اندجری

بن اندجری به‌دلیل تأکید بر برخی آرمان‌های اجتماعی و پایبندی به اهداف سازمان‌های مردم‌نهاد نیز معروف شده بود. اگرچه در سال‌های اولیه‌ی پس از تأسیس، تأکید شرکت بر تعقیب اهداف اجتماعی و ویژگی منحصربه‌فردی می‌نمود، اما حالا دیگر به‌عنوان یکی از گرایش‌های عمده‌ی شرکت مورد قبول ذینفعان آن قرار گرفته بود. شرکت‌هایی چون پاتاگونیا^۴ (پوشاک)، اوودوالا^۵ (آب میوه)، بادی‌شاپ^۶ (محصولات بهداشتی) و تامز آو مین^۷ (محصولات سلامت) آرمان مشترکی را تحت عنوان "سرمایه‌داری ملاحظه‌گر"^۸ دنبال می‌کردند.

اهداف اجتماعی بن اندجری بسیاری دیگر از جنبه‌های کسب‌وکار شرکت را نیز تحت تأثیر قرار داده بود. به‌عنوان مثال یکی از رسوم شرکت، اهدای کمک‌های مالی سخاوتمندانه از محل منابع شرکت بود. از سال ۱۹۸۵ به بعد، بن اندجری همه ساله معادل ۷/۵ درصد از سود قبل از مالیات شرکت را به بنیادهای اجتماعی و سازمان‌های مردم‌نهاد اختصاص داده بودند. شرکت از جنبش‌هایی نظیر صلح سبز جهانی و بنیاد جانبازان امریکایی جنگ ویتنام از طریق جمع‌آوری امضا، تهیه‌ی طومار و هم‌چنین داوطلب‌یابی از میان کارکنان خود و نیز عموم مردم حمایت می‌کرد. شرکت طرح تکریم مشتریان خود را با فروش مجانی بستنی‌ها در تمامی مغازه‌های بستنی‌فروشی خود در یکی از روزهای سال به اجرا می‌گذاشت. در طول آن روز از مشتریان با بستنی‌های قیفی رایگان پذیرایی می‌شد.

هرچند میزان کمک‌های بن اندجری به بنیادها و سازمان‌های مردم‌نهاد واقعاً استثنایی بود، اما آن‌چه شرکت را منحصربه‌فرد می‌کرد،

^۱ Chubby Hubby

^۲ Chunky Monkey

^۳ Bovinity Divinity

^۴ Patagonia

^۵ Odwalla

^۶ Body Shop

^۷ Tom's of Maine

^۸ Caring Capitalism

پایبندی سیاست‌های بازاریابی، عملیات و تأمین مالی بن‌اندجری به اهداف آن سازمان‌ها بود. کوهن و گرینفیلد تأکید می‌کردند اهداف آنان در حمایت از بنیادها اساساً با انگیزه‌های منفعت‌طلبانه‌ی اغلب شرکت‌ها تفاوت دارد:

در بهترین حالت، بازاریابی مبتنی بر اهداف اجتماعی از این بابت مفید است که وجوه آن برای تأمین مالی برنامه‌های اجتماعی و افزایش آگاهی‌های عمومی نسبت به نارسایی‌های اجتماعی مؤثر است. در بدترین حالت، بازاریابی مبتنی بر اهداف اجتماعی عملی متظاهرانه است که سعی دارد با فعالیت‌های بشردوستانه مشتریان را متقاعد کند که سازمان به وظایف اجتماعی خود پایبند است تا بدین ترتیب تصویر مثبتی از سازمان در اذهان عمومی نقش بندد. ... آن شرکت‌ها تصور می‌کنند چنانچه با دستاویز اهداف اجتماعی ظاهر سازی کنند، و تصویر خوشایندی از خود ارائه دهند، محصولاتشان بیش‌تر به فروش می‌رسد. اما آیا بهتر نیست آن شرکت‌ها به جای ظاهر سازی واقعاً به مشتریان و سازمان‌های مردم‌نهاد تحت حمایت خود توجه کنند؟

تصمیمات مالی شرکت نیز با اهداف سازمان‌های مردم‌نهاد تحت حمایت شرکت هم‌خوانی دارد. در سال ۱۹۹۴ بن و جری برای اولین بار سهام خود را به عموم عرضه کردند. به جای این که سهام شرکت مطابق معمول در دسترس تمامی اشخاص باشد، آنان تنها به ساکنان ورمونت امکان خرید ۷۵ هزار سهم شرکت را به قیمت هر سهم ۱۰/۵ دلار دادند. کوهن امیدوار بود با محدود کردن عرضه‌ی سهام به ساکنان ورمونت، به کسانی فرصت سهم‌شدن در سودهای ناشی از موفقیت‌های شرکت را بدهد که قبل از دیگران از شرکت حمایت کرده بودند. در مراحل بعدی برای افزایش نقدشوندگی سهام و گردآوری سرمایه‌ی بیشتر، عرضه‌ی عمومی سهام شرکت انجام شد و نام شرکت در فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده در نزدک ثبت شد. با وجود این که بن‌اندجری به شرکتی سهامی عام بدل شده بود، کوهن و گرینفیلد همیشه به شیوه‌های معمول با سهامداران شرکت رفتار نمی‌کردند. چیکو لاگر^۱ مدیرعامل وقت شرکت از پیش‌نویس مصاحبه‌ی آقای بن کوهن که قبل از انتشار در وال‌استریت دریافت کرده بود، خبر داد:

مصاحبه‌گر: آیا شما بر این اعتقادید که طی پنج سال آینده، درآمد شرکت سالانه ۱۵ درصد رشد خواهد کرد؟

کوهن: هیچ نظری ندارم.

مصاحبه‌گر: بسیار خوب. در مورد مخارج سرمایه‌ای خود طی پنج سال آینده چه نظری دارید؟

^۱. Chico Lager

کوهن: همانند پاسخ اول، در این مورد هم هیچ نظری ندارم.

مصاحبه‌گر: می‌فهمم. به طور کلی در مورد نوسانات قیمت سهام شرکت خود و نیز سهام شرکت‌های رقیب خود در

بازار چه نظری دارید؟

کوهن: فکر می‌کنم بازار سهام بدون توجه به این که شرکت‌ها چه می‌کنند، بالا و پایین می‌رود. هرگز انتظار

نداشته‌ام که بازار طوری دیگر رفتار کند. پیش‌بینی می‌کنم بازار باز هم منحصرأ بر اساس شایعات و دستکاری‌ها

تلاطم داشته باشد.

مصاحبه‌گر: تفریح شما چیست؟

کوهن: تفریح. اجازه بدهید فکر کنم. بیشتر خوردن. پینگ‌پنگ.

مصاحبه‌گر: بله؟

کوهن: پینگ‌پنگ.

راه‌حل‌های مربوط به مشکلات عملیاتی شرکت نیز بر اساس علاقه‌ی بن و جری به حفظ رفاه سازمان‌های تحت حمایت شرکت، به

هیأت‌مدیره دیکته می‌شد. طرح جلوگیری از اتلاف آب، مثال خوبی است:

در سال ۱۹۸۵، وقتی به محل جدید کارخانه در واتربری^۱ منتقل شدیم، مجبور بودیم میزان اتلاف آب را در

شرکت جهت رعایت الزامات شهرداری محدود کنیم. با افزایش نجومی فروش شرکت، میزان اتلاف مایعات نیز

که غالباً آب حاوی شیر بود، افزایش یافت. ما با یک پرورش‌دهنده‌ی خوک (آقای ارل^۲) قرارداد بستیم که از آب

حاوی شیر برای تغذیه‌ی خوک‌های خود استفاده کند. چون خوک‌های آقای ارل به تنهایی برای مصرف مایعات

اضافی شرکت کافی نبود، به او ده هزار دلار وام دادیم تا دویست خوک دیگر بخرد. این یک طرح برنده-برنده

برای حل مشکل اتلاف مایعات شرکت بود. ما خوشحال بودیم، و نهادهای اجتماعی نیز همین‌طور.

گرایش‌های اجتماعی شرکت بن‌اندجری با اهداف تولیدی و اقتصادی‌اش در تعادل بودند. رسالت شرکت هر سه هدف را شامل می‌شد.

رسالت شرکت هم‌چنین بر جستجوی راه‌های جدید و خلاقانه برای دستیابی به هر یک از اهداف بدون آسیب‌رساندن به تحقق اهداف

^۱ Waterbury
^۲ Earl

دیگر تأکید داشت:

محصول: تولید، توزیع و فروش بستنی و دیگر محصولات مرتبط به صورت کاملاً طبیعی و با بالاترین کیفیت و ابداع

طعم‌های خلاقانه از فرآورده‌های لبنی ورمونت.

اقتصادی: اداره‌ی عملیات شرکت با حفظ سلامت مالی در جهت رشد سودآور، افزایش ارزش سهامداران، و ایجاد

فرصت‌های شغلی و اهدای جوایز مالی به کارکنان.

اجتماعی: اداره‌ی عملیات شرکت به شیوه‌ای که شرکت فعالانه و با ابداع راه‌های نوآورانه برای بهبود کیفیت زندگی (محلی،

ملی و بین‌المللی)، نقش محوری خود را در جهت نیل به اهداف اجتماعی ایفا کند.

مدیریت بزودی متوجه شده بود که سه هدف یادشده همیشه با هم سازگار نیستند. کوهن و گرینفیلد در این زمینه مثالی ساده ارائه

کردند:

روزی ما در مورد ناتوانی خود در ایجاد سود با پدر بن که حسابدار بود، صحبت کردیم. او گفت: از آن‌جا که شما

در نظر دارید محصولی با کیفیت بالا ارائه کنید، چرا قیمت‌ها را افزایش نمی‌دهید؟ در آن زمان قیمت هر بستنی

قیفی را پنجاه و دو سنت تعیین کرده بودیم. در خروج از دهه‌ی ۶۰، هدف ما برای ورود به این کسب‌وکار

ارائه‌ی "بستنی برای مردم" بود. قرار بود بستنی‌ها با کیفیت عالی برای همه‌ی مردم تهیه شود، و نه تنها برای تعدادی

پولدار. ... در نهایت به این نتیجه رسیدیم که یا باید قیمت‌ها را افزایش دهیم و یا کاسبی را کنار بگذاریم. اما اگر

تعطیل می‌شدیم چه بر سر "بستنی مردم" می‌آمد؟ آن موقع مردم باید بستنی خود را از طریق دیگران تأمین

می‌کردند. بنابراین، ما قیمت‌ها را افزایش دادیم و کسب‌وکار خود را ادامه دادیم.

در موردی دیگر، مدیریت از سود کوتاه‌مدت گذشت تا دستاورد اجتماعی داشته باشد. گرینفیلد به مثالی از کار با یکی از فروشندگان

مواد اولیه به شرکت اشاره می‌کند:

بن روزی وارد جلسه‌ی شبکه‌ی کسب‌وکارهای نوآورانه شد و با برنی گلسمن^۱ دیدار کرد. او راهبی یهودی-

^۱. Bernie Glassman

بودایی بود که قبلاً به عنوان فیزیکدان هسته‌ای کار می‌کرد. برنی در بخش فقیرنشین محله‌ی یونکرز^۱ (نیویورک) نانوائی‌ای به نام گریستون^۲ داشت. نانوائی در مالکیت یک مؤسسه‌ی مذهبی غیرانتفاعی بود. هدف آن مؤسسه آموزش و استخدام اشخاص محروم از حقوق شهروندی، و نیز تأمین مالی خانه‌های ارزان‌قیمت برای آنان بود. آقای بن گفت "ما دنبال کسی هستیم که بتونه برامون از این نان‌های نازک، ترد، شیرین و برشته درست کنه. اگه شما می‌تونید این کار رو انجام بدید، ما برای شما کار داریم. شما برای ما از این نان‌ها درست کنید، این معامله برای هر دوی ما عالی است." ... اولین سفارشی که به گریستون دادیم، بالغ بر دو تن می‌شد. برای ما، سفارش ناچیزی بود، و برای گریستون، سفارشی بسیار بزرگ. این سفارش بزرگ در دسر بزرگی برای گریستون ایجاد کرد. نان‌ها با سرعت از خط تولید بیرون می‌آمدند و آن‌ها مجبور بودند نان‌ها را داغ داغ بسته‌بندی کنند. سپس نان‌ها باید منجمد می‌شدند. یخچال با حجم بالای نانی که داشت، نمی‌توانست نان‌ها را زود سرد کند، و روزها طول می‌کشید تا نان‌ها خنک شوند. پس از این که نان‌ها سرد شدند، عملاً به توده‌های ۲۰ کیلویی بدل شده بودند. و این همان چیزی بود که گریستون برای ما فرستاد. ما با برنی صحبت کردیم و به او گفتیم که نان‌ها به هم چسبیده‌اند و به کار ما نمی‌آیند و نان‌ها را برایتان پس می‌فرستیم. برنی گفت که باید فردا هزینه‌های تولید را پرداخت کند و از پس هزینه‌ها بر نمی‌آید. و به ما گفت "شما نمی‌توانید نان‌ها را از هم جدا کنید؟" به برنی گفتیم این نان‌ها واقعاً به درد ما نمی‌خورد. ولی پس از آن، رفت و آمد ما به گریستون برای حل مسأله‌ی نان‌ها در نهایت به ابداع طعمی جدید منتهی شد. نان شکلاتی شیرین برشته. حالا ما می‌توانستیم از توده‌های ۲۰ کیلویی گریستون استفاده کنیم.

کنترل دارایی‌ها

پیگیری سیاست‌های غیرانتفاعی مستلزم اعمال کنترل‌های سفت و سخت در کنترل شرکت بود. در بن اندجری، کنترل شرکت از طریق سه اهرم کنترلی صورت می‌گرفت: موادی از اساسنامه‌ی شرکت، حقوق متفاوت سهام صاحب رأی و نیز مقررات حمایتی ایالت ورمونت.

^۱. Yonkers
^۲. Greyston

محدودیت‌های اساسنامه‌ی شرکت

در مجمع عمومی سال ۱۹۹۷، سهامداران بن‌اندجری موادی را در اساسنامه‌ی شرکت اصلاح کردند که به هیأت‌مدیره اختیار می‌داد برای همیشه مأموریت شرکت را دنبال کند. هم‌چنین مطابق این الحاقیه، هیأت‌مدیره‌ی شرکت چرخشی انتخاب می‌شد، به‌طوری که هیأت‌مدیره به سه گروه تقسیم‌بندی می‌شد و هر گروه از هیأت‌مدیره در هر سال و برای سه سال انتخاب می‌شدند. عضو هیأت‌مدیره را تنها با رأی دوسوم سهامداران می‌شد عزل کرد. هم‌چنین، جای خالی اعضا نیز تنها با رأی دوسوم هیأت‌مدیره و از میان کارکنان پر می‌شد. به علاوه، سهامداران تعداد آرای موردنیاز برای تغییر، اصلاح، لغو یا تعدیل هر کدام از تمهیدات ناسازگار با آن الحاقیه‌ها را به حداقل دوسوم آرا افزایش دادند. شکل ۴ به طور خلاصه ترکیب جاری هیأت‌مدیره را نشان می‌دهد.

حقوق متفاوت رأی‌دهی

شرکت بن‌اندجری سه طبقه سهام داشت: سهام عادی A، سهامی عادی B و سهام ممتاز. صاحبان سهام عادی A به ازای هر سهم، یک حق رأی داشتند. صاحبان سهام عادی B (که در اصل برای محرمان شرکت بود) به ازای هر سهم، ده حق رأی داشتند. سهام کلاس B عادی، قابل انتقال نبوده، ولی به صورت یک به یک به سهم عادی A قابل تبدیل بود، و پس از آن قابلیت انتقال می‌یافت. مالکان عمده‌ی شرکت یعنی بن کوهن، جری گرینفیلد و جفری فرمن^۱ با در اختیار داشتن تنها ۱۷ درصد از سهام عادی شرکت، عملاً ۴۷ درصد از قدرت رأی‌دهی را در اختیار داشتند. سهامدارانی که عضو هیأت‌مدیره نبودند، ۵۱ درصد قدرت رأی‌دهی را در اختیار داشتند (به شکل ۵ مراجعه کنید). سهام ممتاز منحصراً در اختیار بن‌اندجری بود، و این سهام به بنیاد حق رأی مخصوصی می‌داد که براساس آن می‌توانست در مورد ترکیب کسب و کارهای شرکت اعمال نفوذ کند. سهام ممتاز به علاوه اختیار محدود کردن حقوق رأی‌دهی صاحبان سهام عادی را در مورد معاملات خاص مانند ادغام‌ها و برگزاری مناقصات (حتی در صورتی که صاحبان سهام عادی موافق آن معاملات باشند) اعطا می‌کرد. بنابراین، سهام ممتاز عملاً در مواردی به دارندگان آن حق و تو می‌داد.

مقررات مجلس ورمونت

در آوریل ۱۹۹۸، مجلس ورمونت الحاقیه‌ای را به قانون شرکت‌های تجاری اضافه کرد. این قانون به مدیران هر شرکت واقع در

^۱. Jeffrey Furman

ورمونت اختیار می‌داد منافع کارکنان، عرضه‌کنندگان مواد اولیه، اعتباردهندگان و مشتریان را به‌هنگام تعیین منافع ناشی از تصاحب دیگر شرکت‌ها و یا موضوع‌های دیگر، در تصمیم خود لحاظ کنند. هیأت‌مدیره هم‌چنین می‌توانست شرایط اقتصادی ایالتی را که شرکت در آن واقع است مورد بررسی قرار دهد و نیز این موضوع را در نظر بگیرد که آیا حداکثر منافع شرکت با برقراری استقلال شرکت تأمین می‌شود یا نه.

این سازوکارهای دفاعی توانایی بن و جری را برای حفظ استقلال شرکت، و ماندگاری در ورمونت و تمرکز بر انجام مأموریت سه‌گانه‌ی شرکت تقویت می‌کرد که به اعتقاد مدیران بیشترین منافع را برای سهامداران، کارکنان، عرضه‌کنندگان مواد اولیه، مشتریان و به‌طور کلی ایالت ورمونت به‌دنبال داشت.

پیشنهادهای

مورگان پیشنهاد خریداران شرکت را مرور کرد. بحث در مورد ادغام‌های احتمالی از تابستان گذشته ادامه داشته است. در اوت سال ۱۹۹۹، شرکت پیلزبری^۱ (تولیدکننده‌ی بستنی ممتاز هاگن‌داس^۲) و شرکت نستله^۳ (سازنده‌ی بستنی‌های منجمد نستله و مالک ۲۲ درصدی شرکت دریرزگرند^۴) مشارکت عملی^۵ خود را در زمینه‌ی تولید بستنی اعلام کردند. بر اساس توافق‌نامه‌های قبلی توزیع بستنی، شرکت‌های پیلزبری و دریرز بزرگ‌ترین توزیع‌کننده‌ی محصولات بن‌اندجری بودند. اما با ادغام پیلزبری با نستله، شرکت جدید عملاً بزرگ‌ترین توزیع‌کننده‌ی محصولات بن‌اندجری شده بود. در پی تشدید نگرانی‌ها از این که شبکه‌ی توزیع پیلزبری-نستله ممکن است دیگر به منفعت شرکت کار نکند، هیأت‌مدیره‌ی بن‌اندجری به آقای اوداک اختیار داد که مسأله‌ی مشارکت عملی و ادغام با یونیلیور^۶ و دریرز را پیگیری نماید. در دسامبر آن سال، مسأله‌ی مشارکت عملی منتفی شد، و بحث به پیشنهاد خرید سهام بن‌اندجری از جانب یونیلیور با قیمتی بین ۳۳ تا ۳۵ دلار به ازای هر سهم و پیشنهاد خرید دیگری از جانب دریرز با قیمت ۳۱ دلار به ازای هر سهم کشیده شد. همین دیروز یونیلیور قیمت خرید هر سهم را تا سطح ۳۶ دلار بالا برد و دو شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی مدوبروک لین کپیتال^۷ و چارترول اینوستمنت^۸ جداگانه دو پیشنهاد دیگر به

^۱. Pillsbury

^۲. Häagen-Dazs

^۳. Nestlé

^۴. Dreyer's Grand

^۵. joint venture

^۶. Unilever

^۷. Meadowbrook Lane Capital

^۸. Chartwell Investments

شرکت ارائه کردند. پیشنهادهای جدید اختلاف قابل توجهی با قیمت سهام شرکت قبل از پیشنهادهای خرید (۲۱ دلار) داشتند.^۱ شکل ۶ معیارهای ارزش گذاری شرکت بن اندجری و رقبای منتخب آن را نشان می دهد.

دریگزگرنند آیس کریم^۲

شرکت دریگزگرنند آیس کریم بستنی ممتاز و دسرهای دیگری را با نام های تجاری دریگز و ادیز^۳ و برخی دیگر را با نام های ناشناخته به فروش می رساند. محصولات دریگز و ادیز از طریق شبکه ی تحویل مستقیم فروشگاه های توزیع می شد. کل فروش شرکت بالغ بر یک میلیارد دلار و ارزش سهام شرکت حدود ۴۵۰ میلیون دلار بود. شرکت دریگز مشغول توسعه ی فعالیت های اجتماعی بود. شرکت در سال ۱۹۸۷، بنیاد دریگز را جهت تمرکز حمایت های اجتماعی خود خصوصاً در زمینه ی نوجوانان و تحصیلات عمومی تأسیس کرد.

یونیلیور

یونیلیور کالاهای مصرفی مارک دار شامل غذا، مواد شوینده و دیگر لوازم خانگی و شخصی تولید می کرد. واحد تولید بستنی شرکت شامل نام های تجاری گود هیومر^۴، بریز^۵، کلوندایک^۶، دیک کی دی^۷، و پاپ سی کل^۸ بود، و بزرگ ترین تولید کننده ی بستنی در جهان محسوب می شد. دفتر مرکزی مارک های گود هیومر و بریز در گرین بی ویسکانسین^۹ واقع شده و کارخانه ها و دفاتر فروش محلی آن در سراسر ایالات متحده پراکنده بود. ارزش بازار سهام یونیلیور بالغ بر ۱۸ میلیارد دلار بود.

مدو بروک لین کپیتال

مدو بروک لین کپیتال صندوق سرمایه گذاری خصوصی ای بود که موقعیت خود را به عنوان صندوقی با مسئولیت پذیری اجتماعی تثبیت کرده بود. شرکت در نورث هامپتون ماساچوست^{۱۰} واقع شده بود. سبد دارایی های مدوبروک شامل سهام شرکت هین فوودز^{۱۱}، تولید کننده ی محصولات غذایی اورگانیک، بود. مدوبروک درخواست خرید بخش عمده ی سهام شرکت را از طریق مزایده به سهامداران بن اندجری اعلام کرده بود.

^۱. اخیراً دو تصاحب مالکیت صورت گرفته بود. شرکت کرافت (Kraft) به قیمت ۲۷۰ میلیون دلار شرکت بالانس بار (Balance Bar) و شرکت کلاگ (Kellogg) به قیمت ۳۷۰ میلیون دلار شرکت ورتینگتون فودز (Worthington Foods) را تصاحب کرده بودند؛ هر دو شرکت غذاهای بهداشتی می فروختند. سهام این دو شرکت در این تصاحب های مالکیت به ترتیب با صرف قیمت ۷۶ و ۸۸ درصد معامله شد. میانگین صرف قیمت تصاحب های مالکیت رقابتی موفق در نمونه ی بزرگی از شرکت های امریکایی حدود ۷۰ درصد بود.

^۲. Dreyer's Grand Ice Cream

^۳. Edy's

^۴. Good Humor

^۵. Breyers

^۶. Klondike

^۷. Dickie Dee

^۸. Popsicle

^۹. Green Bay, Wisconsin

^{۱۰}. Northampton, Massachusetts

^{۱۱}. Hain Foods

چارتول اینوستمنت

چارتول اینوستمنت شرکت سهامی خاص واقع در شهر نیویورک بود که در تأمین مالی‌های رشد و خرید سهام مدیریتی شرکت‌های متوسط سرمایه‌گذاری می‌کرد. چارتول پیشنهاد سرمایه‌گذاری در محدوده‌ی ۳۰ تا ۵۰ میلیون دلار را برای سهام شرکت بن‌اندجری در ازای واگذاری سهام ممتاز تبدیل‌پذیر^۱ به هیأت‌مدیره‌ی شرکت پیشنهاد داده بود. در صورت پذیرش این پیشنهاد، چارتول حق رأی عمده‌ی سهام شرکت را در هیأت‌مدیره بدست می‌آورد.

مورگان پیشنهادهای خرید رسیده را به شرح زیر خلاصه کرد:

متقاضی	قیمت پیشنهادی	پیشنادهای عمده
دریرز گرند	۳۰ دلار (سهام)	- حفظ تیم مدیریت بن‌اندجری - اداره‌ی بن‌اندجری به عنوان واحد تجاری شبه‌مستقل - تشویق برخی تلاش‌های اجتماعی
یونیلیور	۳۶ دلار (نقد)	- حفظ منتخبی از تیم مدیریت بن‌اندجری - ادغام بن‌اندجری با بخش دسرهای منجمد شرکت یونیلیور - محدود کردن تعهدات و علایق اجتماعی
مدوبروک لین	۳۲ دلار (نقد)	- انتصاب تیم مدیریت جدید - ادامه‌ی عملیات بن‌اندجری به مثابه‌ی شرکتی مستقل در کنترل و زیر چتر شرکت مدوبروک - حفظ منتخبی از پروژه‌ها و علایق اجتماعی
چارتول	سهام اقلیت	- انتصاب تیم جدید مدیریت - موافقت با ادامه‌ی حیات بن‌اندجری به شکل شرکتی مستقل

نتیجه‌گیری

هنری مورگان اطمینان نداشت که اگر شرکت بزرگ متعارفی سهام را بخرد، اهداف اجتماعی شرکت را حفظ کند. به‌رغم نگرانی‌ای که مورگان راجع به رسالت‌های اجتماعی شرکت داشت، به خاطر سپرده بود که به هر حال به‌عنوان عضو هیأت‌مدیره جهت تأمین منافع سهامداران انتخاب شده است. خبرنگار مالی‌ای به نام ریچارد مک‌کافری^۲، نظر بسیاری از سهامداران را به شرح ذیل گزارش کرد:

اجازه دهید مستقیم بروم سراصل مطلب و بگویم که اگر شرکت خریدار بالقوه در خلق ارزش سابقه‌ی خوبی

^۱ Convertible Preferred- Equity

^۲ Richard McCaffrey

داشته باشد، شرکت [بن اندجری] بهتر است سهام شرکت را بفروشد. چرا؟ سال‌هاست قیمت سهام شرکت با وجود تحقق برنامه‌های فروش و افزایش سود، حول و حوش ۲۱ دلار معامله می‌شود. شرکتی با چنین نام تجاری بزرگی که ۴۵ درصد از سهم بازار بستنی ممتاز را در اختیار دارد، و محصولات جدیدی را با موفقیت معرفی کرده، و سابقه‌ی شایسته‌ای در عرصه‌ی بین‌المللی دارد، باید بازدهی بالاتری ایجاد کند. برخی، دلایل افت عملکرد شرکت را به افزایش قیمت خامه و شیر نسبت می‌دهند. این‌ها عوامل در کنترل شرکت نیست؛ این مسائل جزو لاینفک کسب‌وکار بستنی‌سازی است. در مورد نرخ بازدهی شرکت بن اندجری، به عنوان معیار موفقیت شرکت در بکارگیری پول سهامداران، باید گفت که این بازده سال گذشته ۷ درصد بوده است، یعنی بالاتر از بازدهی ۵ درصدی سال قبل از آن. هرچند امسال بازده بهبود یافته و به سطح ۹ درصد رسیده، اما این ارقام بازده با هر معیار اندازه‌گیری و مقایسه، کافی نیست. هر چند کمک‌های شرکت به خیریه‌ها به بهبود وضعیت شرکت کمکی نمی‌کند، اما اگر سرمایه‌گذاری هستید که مایلید در بن اندجری سرمایه‌گذاری کنید، باید بدانید که این کمک‌ها بخش جدانشدنی از فرهنگ شرکت است و بی‌شک در ارتقای تصویر اجتماعی شرکت مؤثر بوده است. با این همه، بن اندجری باید به دنبال راه‌هایی برای خلق ارزش باشد.

هوایما از کنار دریاچه‌ی یخ‌زده‌ی شامپلین^۱ می‌گذشت و به سمت برلینگتون فرود می‌آمد، و مورگان در افکار خود غرق بود. می‌باید جمع‌بندی می‌کرد تا آماده‌ی ورود به جلسه‌ای پر از احساس، شور و هیجان می‌شد.

^۱, Champlain

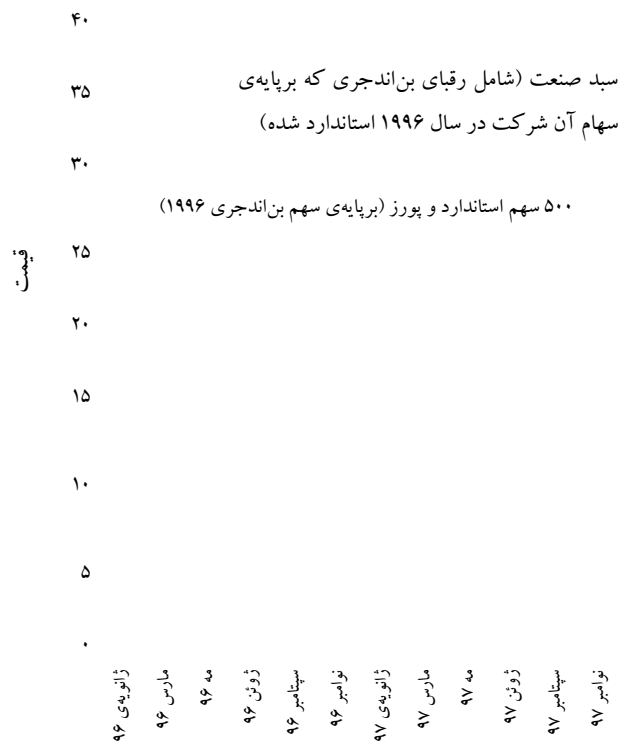
شکل ۱. صورت‌های مالی و نسبت‌های مالی شرکت بن اندجری (ارقام به میلیون، غیر از ارقام هر سهم)

	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	
۱. فروش خالص	۱۴۸/۸	۱۵۵/۳ دلار	۱۶۷/۲ دلار	۱۷۴/۲ دلار	۲۰۹/۲ دلار	۲۳۷/۰ دلار	
۲. قیمت تمام‌شده‌ی فروش	۱۰۹/۸	۱۰۹/۱	۱۱۵/۲	۱۱۴/۳	۱۳۶/۲	۱۴۵/۳	
۳. سود ناخالص	۳۹/۰	۴۶/۲	۵۱/۹	۵۹/۹	۷۳/۰	۹۱/۸	
۴. مخارج فروش، عمومی و اداری	۳۶/۳	۳۶/۴	۴۵/۶	۵۳/۵	۶۳/۹	۸۲/۹*	
۵. سود قبل از بهره و مالیات	۲/۸	۹/۸	۶/۴	۶/۴	۹/۱	۸/۹*	
۶. سود خالص	(۱/۹)	۵/۹	۳/۹	۳/۹	۶/۲	۸/۰*	
۷. سرمایه در گردش	۳۷/۵ دلار	۵۱/۰ دلار	۵۰/۱ دلار	۵۱/۴ دلار	۴۸/۴ دلار	۴۲/۸ دلار	
۸. کل دارایی‌ها	۱۲۰/۳	۱۳۱/۱	۱۳۶/۷ دلار	۱۴۶/۵	۱۴۹/۵	۱۵۰/۶	
۹. بدهی و تعهدات بلندمدت	۳۲/۴	۳۲/۰	۳۱/۱	۲۵/۷	۲۰/۵	۱۶/۷	
۱۰. حق مالی سهامداران	۷۲/۵	۷۸/۵	۸۲/۷	۸۶/۹	۹۰/۹	۸۹/۴	
ارقام هر سهم							
فروش						۳۱/۳۴ دلار	
عایدی						۱/۰۶*	
قیمت دفتری سهم						۱۱/۸۲ دلار	
نسبت‌های مالی							
حاشیه‌ی سود ناخالص (۳ تقسیم بر ۱)	٪ ۲۶/۲	٪ ۲۹/۷	٪ ۳۱/۰	٪ ۳۴/۴	٪ ۳۴/۹	٪ ۳۸/۷	
حاشیه‌ی عملیاتی (۵ تقسیم بر ۱)	٪ ۱/۹	٪ ۶/۳	٪ ۳/۸	٪ ۳/۷	٪ ۴/۳	٪ ۳/۸*	
حاشیه‌ی سود خالص (۶ تقسیم بر ۱)	٪ -۱/۳	٪ ۳/۸	٪ ۲/۳	٪ ۲/۲	٪ ۳/۰	٪ ۳/۴*	
گردش دارایی‌ها (۱ تقسیم بر ۹)	۱/۲	۱/۲	۱/۲	۱/۲	۱/۴	۱/۶	
گردش سرمایه در گردش (۱ تقسیم بر ۸)	۴/۰	۳/۰	۳/۳	۳/۴	۴/۳	۵/۵	
بازده روی دارایی‌ها (قلم ۸/۴۰٪ - ۱) ×	٪ ۱/۴	٪ ۴/۵	٪ ۲/۸	٪ ۲/۶	٪ ۳/۷	٪ ۳/۵	
بازده روی حق مالی (۶ تقسیم بر ۱۰)	٪ -۲/۶	٪ ۷/۵	٪ ۴/۷	٪ ۴/۵	٪ ۶/۸	٪ ۸/۹*	
بازده تا سررسید اوراق خزانه‌ی ۳۰ روزه‌ی							
امریکا (مأخذ: دیتا استریم Data Stream)	٪ ۷/۹	٪ ۶/۰	٪ ۶/۶	٪ ۵/۹	٪ ۵/۱	٪ ۶/۵	

* این ارقام را افته‌نویس تعدیل کرده است. در سال ۱۹۹۹، ۵۰٪ دارایی‌هایی به ارزش ۸/۶ میلیون دلار مستهلک شد که به بخشی از

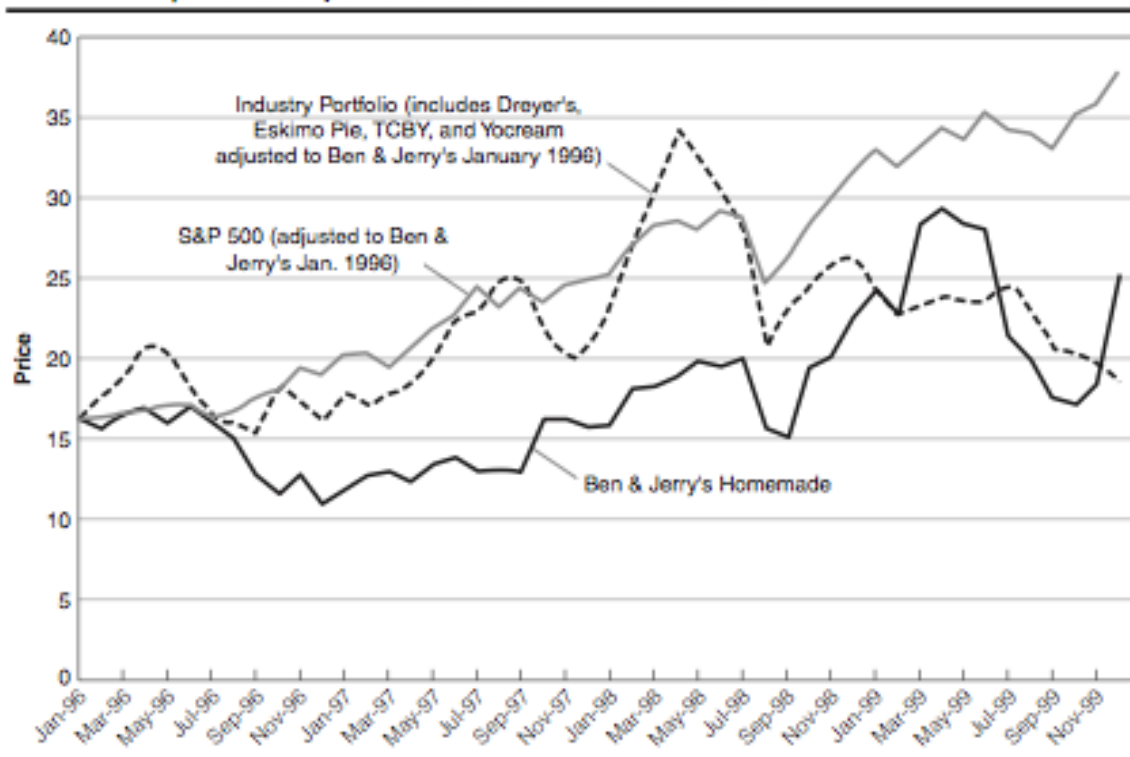
تجهیزات تولیدی مرتبط بود و به عنوان هزینه در ارقام وارد شد.

شکل ۲. عملکرد قیمت سهام شرکت بن اندجری



شکل ۳. فهرست مزه های منتخب بن اندجری (ژانویه ۲۰۰۰)

EXHIBIT 2 | Ben & Jerry's Homemade Stock-Price Performance



بووینیتی دیوینیتی Bovinity Divinity	بستنی شیر شکلاتی و شکلات با شیر گاو مخلوط با بستنی شکلاتی سفید و شکلات پفی
چری گارسیا Cherry Garcia	بستنی آلبالویی با آلبالو و تیکه‌های شکلات پفی
خمیر کلوچه‌ی شکلاتی Chocolate Chip Cookie Dough	بستنی وانیلی آغشته با کره‌ی بادام زمینی، شکلات و با تیکه‌های بادام زمینی
شیرینی شکلاتی پفی Chocolate Fudge Brownie	بستنی شکلاتی با کلوچه‌ی پفی
چابی هابی Chubby Hubby	بستنی وانیلی مالت همراه با چوب شور و آغشته با کره‌ی بادام زمینی و شکلات و با تیکه‌های بادام زمینی
چانکی مانکی Chunky Monkey	بستنی موزی با گردو و تیکه‌های شکلات
چیپس پفی بادام نارگیلی Coconut Almond Fudge Chip	بستنی نارگیلی با بادام و چیپس پفی
قهوه قهوه، وزوز وزوز ووزو Coffee, Coffee, BuzzBuzzBuzz!	بستنی قهوه با تیکه‌های قهوه‌ی اسپرسو
شکلات سیاه Deep Dark Chocolate	بستنی پرملات شکلاتی
تیکه شکلات پفی نیویورکی New York Super Fudge Chunk	بستنی شکلاتی با تیکه‌های شکلاتی سیاه، بلوط، گردو، و بادام شکلاتی
شکلات با کره‌ی بادام Peanut Butter Cup	بستنی کره‌ی بادام زمینی با شکلات‌های کره‌ی بادام زمینی
فیش فود Phish Food	بستنی شیر شکلاتی با نان بادامی و تیکه‌های گل ختمی و کارامل و بستنی پسته‌ای با پسته
پسته پسته Pistachio Pistachio	بستنی پسته‌ای با پسته
اسمرز S'mores	بستنی کم‌چربی شکلاتی مخلوط با گل ختمی و تیکه‌های کلوچه‌ی فندقی
پای بلوط جنوبی Southern Pecan Pie	بستنی شکر قهوه‌ای با بلوط بو داده، تیکه‌هایی از پای بلوط و کارامل بلوطی

شکل ۴. ترکیب هیأت‌مدیره

نام	سن	عنوان شغلی*	سال انتخاب
جری گرینفیلد Jerry Greenfield	۴۸	رئیس هیأت‌مدیره	۱۹۹۰
بن کوهن Ben Cohen	۴۸	نایب رئیس هیأت‌مدیره	۱۹۷۷
پری اوداک Perry Odak	۵۴	مدیرعامل و عضو هیأت‌مدیره	۱۹۹۷

۱۹۹۷	عضو هیأت‌مدیره، مشاور خویش کارفرما	۴۹	Pierre Ferrari پیر فراری
۱۹۸۲	عضو هیأت‌مدیره، مشاور خویش کارفرما	۵۶	Jeffrey Furman جفری فرمن
۱۹۹۶	عضو هیأت‌مدیره، مدیرعامل مؤسسه‌ی مشاوره در رهبری، شرکت استراتژیک اینترنشن Intervention	۴۶	Jennifer Henderson جنیفر هندرسون
۱۹۹۲	عضو هیأت‌مدیره، مدیرعامل شرکت مشاور مدیریت گروه مشاوره‌ی کالیل جمیسون Kaleel Jamison	۵۳	Frederick A. Miller فردریک آ.میلر
۱۹۸۷	عضو هیأت‌مدیره، رئیس بازنشسته‌ی دانشکده‌ی مدیریت دانشگاه بوستون	۷۴	Henry Morgan هنری مورگان
۱۹۹۵	عضو ارشد هیأت‌مدیره در عملیات	۴۷	Bruce Bowman بروس بوومن
۱۹۹۶	عضو ارشد هیأت‌مدیره در فروش و توزیع	۴۵	Charles Green چارلز گرین
۱۹۹۹	رئیس کل بازاریابی	۳۵	Michael Sands مایکل سندز
۱۹۹۰	معاون مالی و دبیر هیأت‌مدیره	۳۹	Frances Rathke فرانسیس رتکا

❖ عنوان‌های شغلی اعضای هیأت‌مدیره‌ی غیرموظف در شرکت یا بنیاد بن‌اندجری در ۲۵ مارس ۱۹۹۹ به شرح زیر است:

بن‌کوهن: یکی از دو بنیان‌گذار بن‌اندجری که عضو هیأت‌مدیره‌ی شرکت‌های Blue Fish Clothing, Community Products هم بود. وی در شبکه‌ی تجارت اجتماعی و سازمان بین‌المللی صلح سبز نیز فعالیت می‌کرد.

پیر فراری: مدیرعامل شرکت Lang International بود که در حوزه‌ی مشاوره‌ی بازاریابی کار می‌کرد. جفری فرمن: مشاور خویش کارفرما بود.

جنیفر هندرسون: عضو هیأت‌مدیره‌ی مسئول آموزش در مرکز تحول اجتماعی و مدیرعامل مؤسسه‌ی مشاور مدیریت و رهبری با نام Strategic Interventions بود.

فردریک آ.میلر: مدیرعامل گروه مشاوره‌ی کالیل جمیسون (Kaleel Jamison) بود که مشاوره‌ی مدیریت و راهبردهای تغییر فرهنگی در سازمان‌ها ارائه می‌کرد.

هنری مورگان: رئیس بازنشسته‌ی دانشکده‌ی مدیریت دانشگاه بوستون (Boston University) بود. او به عنوان عضو هیأت‌مدیره در شرکت‌های Cambridge Bancorporation, Southern Development Bancorporation, and Cleveland Development Bancorporation هم خدمت کرده بود.

مأخذ: اسناد کمیسیون بورس و اوراق بهادار

شکل ۵. ترکیب مالکیتی شرکت بن اندجری

سهام عادی طبقه A			سهام عادی طبقه B			سهام ممتاز	
درصد از	تعداد سهام	درصد از	تعداد سهام	درصد از	تعداد سهام	درصد از	تعداد سهام
این طبقه		این طبقه		این طبقه		این طبقه	
۶۰/۷٪	۴۱۳,۱۷۳	۶۰/۹٪	۴۸۸,۴۸۶	-	-	-	-
۱/۹٪	۱۳۰,۰۰۰	۱۱/۲٪	۹۰,۰۰۰	-	-	-	-
*	۱۷,۰۰۰	۳/۸٪	۳۰,۳۰۰	-	-	-	-
۵/۵٪	۳۶۸,۵۲۱	-	-	-	-	-	-
*	۸,۱۲۱	-	-	-	-	-	-
*	۱,۱۳۸	-	-	-	-	-	-
*	۴,۳۴۵	-	-	-	-	-	-
*	۵,۸۴۵	-	-	-	-	-	-
*	۴۶,۰۶۴	-	-	-	-	-	-
*	۱۷,۸۰۹	-	-	-	-	-	-
*	۵۱,۴۵۹	-	-	-	-	-	-
۱۲/۷٪	۸۶۰,۵۰۰	-	-	-	-	-	-
۵/۳٪	۳۵۹,۰۰۰	-	-	-	-	-	-
۱۶/۵٪	۱,۱۱۵,۵۵۴	۷۵/۹٪	۶۰۸,۷۸۶	-	-	-	-
-	-	-	-	۹۰۰	۱۰۰٪	-	-
کل سهام موجود		۶,۷۵۹,۲۷۶		۸,۰۱۸,۱۱۳		۹۰۰	

* کمتر از ۱٪

مأخذ: اسناد کمیسیون بورس و اوراق بهادار

شکل ۶. سنجه‌های ارزش برای سرمایه‌گذاران (بن‌اندجری و ارقام صنعت)

قیمت به عایدی	قیمت به ارزش دفتری	
۴۷/۲	۷/۸	دریوز گرند
۳۰/۷	۱/۱	اسکیمو پای Eskimo Pie
۱۲/۵	۱/۲	تی‌سی‌بی وای اینترپرایز TCBY Enterprises
۹/۴	۱/۸	یوکریم اینترنشنال Yocream International
۱۳/۲	۱/۷	بن‌اندجری

مأخذ: اسناد کمیسیون بورس و اوراق بهادار

افته‌ی ۲-۱۰. شرکت سرمایه‌گذاری آپادانا ایساتیس

فصل یازدهم:

ادغام و تملک

افته‌ی ۱-۱۱. تملک سهام معادن و فلزات

افته‌ی ۲-۱۱. شرکت کراون در مقابل شرکت سیرا

فصل دوازدهم:

سایر مطالب

افته‌ی ۱-۱۲. شرکت بزرگ تولید انرژی

افته‌ی ۲-۱۲. گروه سرمایه‌گذاری صنایع و معادن فلات ایرانیان (فلات)