

افته‌هایی در مالی شرکت‌ها

Cases in Corporate Finance

حسین عبده تبریزی

میثم رادپور

انتشارات علمی

تهران ۱۳۹۶

افته‌هایی در مالی شرکت‌ها

Cases in Corporate Finance

تألیف: حسین عبده تبریزی و میثم رادپور

ناشر: انتشارات علمی

حروف‌نگار و صفحه‌آرا: سمیرا سبزی

تیراژ: ۱۰۰۰ جلد

نوبت چاپ: اول، بهار ۱۳۹۶

نشانی انتشارات آگاه: خیابان انقلاب بین خیابان دوازده فروردین و خیابان اردیبهشت

تلفن: ۶۶۴۶۰۹۳۲

پیشگفتار

این کتاب جلد دوم *افته‌هایی در مدیریت مالی*^۱ است. در مقاله‌ی اول از این کتاب تحت عنوان «افته‌کاوی در مالی شرکت‌ها» نحوه‌ی مطالعه و تحلیل افته‌ها آمده است. از خوانندگان دعوت می‌شود این مقاله را قبل از مطالعه و تحلیل افته‌ها بخوانند.

چارچوب موضوعی افته‌های این کتاب "مالی شرکت‌ها" است. یعنی، به آن گروه از مسائل مالی می‌پردازد که در بنگاه‌های غیرمالی مطرح است. بنابراین، مناسب است که این کتاب برای تدریس در کلاس‌های «مدیریت مالی» و «مالی شرکت‌ها» به کار رود.

این کتاب به نوعی تألیف و ترجمه است. آقای سعید اسلامی بیدگلی در انتخاب بعضی از افته‌های خارجی به مؤلفان یاری رسانده است و دو افته‌ی انتخابی ای‌بی و کراون ران نیز از انگلیسی به فارسی ترجمه کرده است. مربوط به کتاب را از انگلیسی به فارسی ترجمه کرده و درواقع مؤلف مشترک کتاب تلقی می‌شوند، از ایشان صمیمانه تشکر می‌شود.

حسین عبده تبریزی

نیم رادپور

تیرماه ۱۳۹۵

^۱. حسین عبده تبریزی، *افته‌هایی در مدیریت مالی*، ویرایش دوم (چاپ دوم)، ۱۳۷۵، انتشارات پیشبرد، تهران.

بامشکر و شیره از:

سعيد اسلامى ميدگلى

و شکر از:

امير تقى خان تجریشى

ابوذ سروش

محمدرضا علوى

محمدرضا ميرى

باید و خاطره‌ی همیت‌الہ را دپور

افته‌هایی در مدیریت مالی

مقدمه‌ای بر افته‌کاوی در مالی شرکت‌ها

فصل ۱. تحلیل مالی

۱-۱. شرکت فراز سیستم پیشرو

۱-۲. تجارت ناهام

۱-۳. شرکت بسته‌بندی جمشید

* ۱-۴. شرکت لوازم ورزشی دماوند

فصل ۲. هزینه‌ی سرمایه

۲-۱. شرکت تولیدی صنعت آفرینان

* ۲-۲. شرکت استانی و شرکا

* ۲-۳. شرکت برق ویسکانسین

۲-۴. شرکت نایک

فصل ۳. تأمین مالی از بانک‌ها

۳-۱. شرکت قطعات فلزی کوچک

۳-۲. شرکت ابزار فنی پزشکی

۳-۳. شرکت پوشاک همیار

۳-۴. نحوه‌ی بررسی تقاضای اعتبار در بانک‌های نیجریه

فصل ۴. ساختار مالی و تقسیم سود

۴-۱. شرکت محصولات آوون

۴-۲. شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی

۴-۳. شرکت گینزو بورو

۴-۴. شرکت باغ میشه

فصل ۵. مالی زمین و ساختمان

۵-۱. شرکت مسکن آفرین

۵-۲. شرکت توسعه‌ی فضاهای ورزشی و تفریحی (پروژه‌ی مای‌لند)

فصل ۶. تشکیل نهادهای مالی

۶-۱. شرکت یربابوئنا کاپیتال

فصل ۷. ارزشیابی کسب‌وکارها و عرضه‌ی اولیه

۷-۱. فروشگاه یراق‌آلات صداقت

۷-۲. شرکت لیستون

۷-۳. شرکت کراون در مقابل شرکت سیرا

۷-۴. شرکت ای‌بی (الفوب)

۷-۵. شرکت پالامون کاپیتال پارتنرز

۷-۶. شرکت صنایع پتروشیمی زنجان

فصل ۸. بررسی طرح‌های سرمایه‌گذاری

۸-۱. آبنبات ناستی

۸-۲. شرکت جهانی کاغذ (worldwide paper company)

*۸-۳. شرکت باب و ری

۸-۴. سرمایه‌گذاری‌های شاهزاده

۸-۵. شرکت یورولند فودز اس.ای.

۸-۶. شرکت کاغذ فارابی

فصل ۹. مدیریت ریسک

۹-۱. شرکت مرتن الکترونیکز

۹-۲. راه آهن J&L

فصل ۱۰. مطالب دیگر

۱۰-۱. افته‌ی شرکت تریکی ویجتز

۱۰-۲. شرکت سهامی شیمیایی امریکا

۱۰-۳. شرکت سهامی بن اندجری

فصل ۱۱. راه‌حل‌های پیشنهادی

۱۱-۱. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی شرکت لوازم ورزشی دماوند (۱-۳)

۱۱-۲. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی شرکت استانلی و شرکا (۲-۲)

۱۱-۳. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی شرکت برق ویسکانسین (۲-۳)

۱۱-۴. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی ای‌بی (۵-۲)

۱۱-۵. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی باب و ری (۸-۱)

* افته‌هایی که راه‌حل پیشنهادی آن‌ها در فصل ۱۰ آمده است.

فصل اول:

اھرم مالی

١٠

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 تصمیم داشت بر پایه 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 خوردروساز 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 مؤسسه استاندارد ایران ارزیابی می‌شد، و چنان‌چه از استانداردهای لازم برخوردار نبود، از ورود آنها به بازار ممانعت می‌شد. سخت‌گیری‌های مؤسسه استاندارد هزینه‌های تولید را خصوصاً برای تازه‌واردان افزایش می‌داد.

حاشیه سود قطعه‌سازی نسبتاً خوب بود، ولی حجم سفارش‌های شرکت چنگی به دل نمی‌زد. اغلب خوردروسازان و نیز عمده‌فروشان سفارش‌های خود را به قطعه‌سازان شناخته‌شده می‌دادند؛ به همین دلیل دو سال پس از ورود به حوزه قطعه‌سازی، فراز 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، شرکت زیان انباشته ناچیزی در صورت‌های

^۱. این افته بر اساس مسائل شرکتی ایرانی در سال ۱۳۹۴ نوشته شده است و هدف از تهیه آن صرفاً تأمین اهداف آموزشی بوده است. در ویرایش سال ۱۳۹۸ آن برای ارائه در کلاس «افته‌هایی در مالی شرکت‌ها» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف، تغییر مفهومی مهمی صورت نگرفته است.

مالی خود گزارش کرد.

به تدریج دغدغه‌های تولید از یک طرف، و حاشیه 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 واردکننده 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.

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، به منظور آزمودن بازار، و نیز دریافت گواهی استاندارد، آقای توسلی نمونه‌ای کوچک از قطعات را وارد کشور کرد. شرکت‌های خودروسازی به شدت از قطعات کم‌هزینه و استاندارد شرکت فراز سیستم استقبال کردند، و به سرعت سیل سفارش‌ها به شرکت سرازیر شد.

فراز سیستم قراردادهای منصفانه‌ای را با شرکت‌های خودروسازی مانند ایران خودرو 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 قدرت چانه‌زنی خود با شرکت چینی و نیز کاهش هزینه‌های انبارداری، باید 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 توسعه روزافزون شرکت فراز سیستم، نیاز به بالابردن سطح موجودی انبار نیز افزایش یافت. این افزایش برای تأمین سفارش‌های مشتریان ضروری به نظر می‌رسید، اما شرکت را به‌طور جدی با

مشکل کمبود نقدینگی مواجه نمود.

در پاییز سال ۱۳۹۲، تأمین وجه نقد بزرگ‌ترین مسأله شرکت بود. شرکت در آن زمان سفارش‌های زیادی داشت، و خیل عظیمی از مشتریان راضی برای خود فراهم کرده بود، و سابقه بسیار قابل قبولی از خود به جای 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 سابقه فعالیت طولانی‌تری می‌داشت، و نسبت‌های نقدینگی مساعدتری را به بانک عرضه می‌کرد.

سؤال‌ها:

۱. آیا راجع به مدیریت سرمایه در گردش در شرکت فراز سیستم، پیشنهادی دارید؟
۲. با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی در کشور، چه پیشنهادهایی برای تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت دارید؟
۳. آیا تغییری استراتژیک در فعالیت شرکت را ضروری می‌دانید؟ چه نوع تغییری؟ با جزئیات بیش‌تر در این باره صحبت کنید.

افتهی ۲-۱. تجارت ناھام^۱

تجارت ناھام در سال ۲۰۰۰ برای تولید محصولات ایجاد شد که در دکوراسیون اتاق خواب و نشیمن مصرف می شود. شرکت در کلکته واقع است و محصولات خود را در سرتاسر مناطق شرقی هند توزیع می کند. 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 نمی رسد در سال آینده هزینه های ثابت تغییری یابند و یا درصد هزینه های متغیر به فروش عوض شود.

اخیراً مدیریت شرکت امکان تولید محصولات دیگری را نیز مورد بررسی قرار داده است. این محصولات عبارت اند از: فواره های فلزی منازل و مجسمه های مرمرین قابل نصب در پارک ها و میدان ها. هر دو خط تولید پیشنهادی با آنچه شرکت در حال حاضر انجام می دهد بی ارتباط نیست، و برای تولید آن ها به سرمایه در گردش اضافی نیاز نمی رود.

اویناش چاندرآ^۲، مدیر تولید، مسئول بررسی طرح تولیدات جدید شده است. برآورد وی آن است که شرکت برای فواره ها به ۸۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ روپیه و برای مجسمه ها به ۱٫۲۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ روپیه سرمایه ی جدید نیاز دارد. در هر دو مورد، کار نصب ماشین آلات کمتر از ۹۰ روز طول می کشد، و از این رو تولید می تواند در اول ژانویه ی سال بعد شروع شود.

راوی کانت^۳، مدیر فروش، برآورد کرده که شرکت سالانه می تواند ۵۰۰ میلیون روپیه فواره و ۱٫۰۰۰ میلیون روپیه مجسمه بفروشد. حسابدار صنعتی ناھام هزینه ی متغیر فواره و مجسمه را به ترتیب دو سوم و ۶۴ درصد رقم فروش تعیین کرده است. هزینه های ثابت این دو به ترتیب ۸۰ و ۲۰۰ میلیون روپیه برآورد شده است.

^۱ ویرایش اول Naham Enterprises از کتاب تصمیم گیری مالی نوشته ی 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.

^۲. Avinash Chandra

^۳. Ravi Kant

مدیریت از شاری راکش موهان^۱، 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 ۲۴۰۰ 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 ۱۲۰۰ میلیون روپیه گردآوری کند. وی به‌اطلاع مدیریت رساند که انتشار سهام عادی در 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	
۳,۰۰,۰۰,۰۰۰	فروش
۱,۸۷,۶۰,۰۰۰	هزینه‌های متغیر
۱,۱۲,۴۰,۰۰۰	حاشیه‌ی پوششی ^۲
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

^۱. Shri Rakesh Mohan

^۲. 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^۱ 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؟

^۱.profit margin

شرکت بسته‌بندی جمشید^۱

در مهر ماه سال ۱۳۸۹، آقای معتمدی، مدیر مالی شرکت جمشید، درگیر مقایسه‌ی هزینه و مزایای نسبی دو روش مختلف تأمین مالی، یعنی فروش اوراق مشارکت یا انتشار سهام عادی بود. در جلسه‌ی اخیر، بین مدیران اختلاف عمده‌ای در این مورد پیش آمد. در پایان جلسه، آقای ایرانی، سهام‌دار عمده‌ی شرکت، از آقای معتمدی درخواست کرد تا بحث‌های پراکنده‌ی مدیران را مدون کرده، آن‌ها را ارزیابی کند، و در جلسه‌ی بعدی هیأت‌مدیره در ماه آینده پیشنهاد خود را در مورد روش تأمین مالی شرکت ارائه دهد.

شرکت جمشید تیوب، جعبه، و سایر ظرف‌های بسته‌بندی جهت مصرف صنعتی و تجاری تهیه می‌کرد. گرچه سطح فروش و سود به میزان قابل ملاحظه‌ای با سطح کل فعالیت‌ها در بازار نوسان می‌کرد، اما تقریباً در همه‌ی سال‌های گذشته عملیات شرکت سودآور بود. شرکت که در سال ۱۳۴۵ با تولید نوع خاصی قوطی کنسرو کار خود را شروع کرده بود، بعدها به تولید انواع دیگر ظرف از قبیل جعبه‌ی سیگار، شیشه‌ی عطر، تیوب فلزی و غیره رو آورده بود. طی دوره‌ی جنگ با عراق، شرکت فعالیت خود را روی تولید جعبه‌ی کمک‌های اولیه برای ارتش متمرکز کرد. در سال مالی جاری ۱۳۸۹، شرکت سفارش‌های بسیار زیادی از یک تولیدکننده‌ی جعبه‌های کوچک آلومینیومی برای صنایع مختلف دریافت کرده است. شرکت هم‌چنین قراردادهایی برای ساخت و عرضه‌ی قوطی فلزی کوچک دارو (برای قرض و باند پانسمان) با چند شرکت دارویی داشت. تولید این ظرف‌ها سبب تثبیت تقاضای شرکت شده و تا حد زیادی از نوسان فروش جلوگیری می‌کرد.

مدیریت به‌طور مداوم از دریافت وام بلندمدت پرهیز کرده بود. غیر از سال‌های جنگ با عراق که طی آن رقم سرمایه در گردش مورد نیاز خیلی بالا بود، شرکت نیازهای مالی خود را از محل سود تقسیم‌نشده و وام‌های کوتاه‌مدت بانکی تأمین کرده بود. در سال ۱۳۸۹، ساختار سرمایه‌ی شرکت تنها از سهام عادی و سود تقسیم‌نشده

^۱ این افته به اتکای ساختار افته The Sabbath Container Company تهیه‌شده توسط مدرسه‌ی بازرگانی هاروارد Harvard Business School به اتکای داده‌های شرکتهای ایرانی تهیه شده و در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۸ ویراست‌های جدیدی از آن توسط حسین عبده تبریزی تهیه شده است.

تشکیل شده و هیچ نوع بدهی بلندمدت در آن وجود نداشت.

گرچه فرزندان مؤسسان شرکت هنوز سهام قابل ملاحظه‌ای دارند، اما اکنون توزیع سهام بسیار پراکنده است و هیچ کس سهام کنترل‌کننده‌ای در شرکت ندارد. سهامی که در فرابورس تهران خرید و فروش می‌شود، بارها و بارها دست به دست گشته است.

مدیریت شرکت تصمیم دارد در اواخر سال ۱۳۸۹ کارخانه‌ی کوچک خود در زنجان را که در سال ۱۳۶۹ خریداری شده، نوسازی کرده و آن را توسعه دهد. در سال‌های اخیر، این کارخانه پاسخ‌گوی تقاضاهای در حال افزایش برای تولید ظرف‌های آلومینیومی نبوده، و روشن شده بود که می‌باید در آن تغییر اساسی داد. به نظر مدیران، کارخانه‌ای وسیع‌تر با سرمایه در گردش اضافی لازم بود. برآورد شده بود که برای تأمین مالی فعالیت جدید به ۱۰۰ میلیارد تومان نیاز است. در ابتدا نظر این بود که به روال همیشه این مبلغ از محل سود تقسیم‌نشده تأمین شود، اما افزایش عمده در سرمایه در گردش و مانده‌ی درآمد پایین‌تر از رقم مورد انتظار، تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را غیرعملی کرده بود. بدین علت، شرکت به منابع سرمایه‌ی خارج از شرکت رو آورده بود. انتظار می‌رفت سرمایه‌گذاری فوق به محض تکمیل، همه‌ساله ۲۰۰ میلیارد ریال قبل از بهره و مالیات عایدی داشته باشد. پیش‌بینی می‌شد درآمد سرمایه‌گذاری جدید نیز مشمول نرخ مالیات کلی ۲۵ درصد در سال شود. بنابراین، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات^۱ سالیانه‌ی طرح ۱۵۰ میلیارد ریال یا ۱۵ درصد برآورد می‌شد.

آقای معتمدی بعد از بررسی‌های اولیه در مورد قیمت سهام شرکت جمشید بدین نتیجه رسید که با توجه به وضعیت عمومی قیمت‌های بازار، از طریق شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توان هر ورقه‌ی سهم را با سلب حق تقدم به قیمت ۲۶۵۰ تومان به عامه‌ی مردم فروخت؛ بعد از کسر هزینه‌های انتشار، بابت هر سهم ۲۵۰۰ تومان عاید شرکت می‌شد. از این رو، اگر سهام عادی منبع تأمین مالی فرض می‌شد، برای گردآوری مبلغ مورد نظر، باید ۴۰۰۰۰۰۰۰ برگه‌ی سهام منتشر می‌شد.

^۱. net operating profit after tax (NOPAT)

چند سال بود که قیمت نازل سهام شرکت در بازار منشأ ناراحتی و دل‌نگرانی آقایان ایرانی و معتمدی بود (جدول ۱ را ملاحظه کنید). به این دلیل آنان تصمیم گرفتند خط‌مشی پذیرفته‌شده‌ی گذشته، یعنی اجتناب از اخذ وام‌های بلندمدت را مورد تجدیدنظر قرار دهند. شرایط تغییر کرده بود و آنان معتقد بودند خط‌مشی جدید تأمین مالی باید آینده‌ی روشن‌تری جهت سودآوری شرکت به همراه آورد. پرس‌وجو در محفل‌های مالی حاکی از آن بود که شرکت می‌تواند ۱۰۰ میلیارد تومان مورد نظر را با فروش اوراق مشارکت نیز تأمین کند. تخمین زده می‌شد که نرخ علی‌الحساب اوراق ۵ ساله ۱۷ درصد باشد. اگر شرکت می‌خواست اوراق مشابهی را مستقیماً به شرکت‌های بیمه و سایر سرمایه‌گذاران نهادی بفروشد، آن‌ها قطعاً بر تشکیل نوعی حساب امانی شبیه صندوق وجوه استهلاکی^۱ وام نزد یکی از بانک‌ها تأکید می‌کردند. محتمل بود که این وام‌دهندگان از شرکت بخواهند سالانه ۱۰ میلیارد تومان به حساب امانی بازپرداخت اوراق واریز نموده و ۵۰ میلیارد تومان بقیه را در سررسید یک‌جا پرداخت کند. گرچه این طرح، تعهد پرداخت سالیانه‌ی سنگینی بر دوش شرکت می‌گذاشت، اما چندان از حد طاقت شرکت خارج نبود. به دلیل مالیات کاه بودن یا مالیات‌پذیری^۲ سود اوراق مشارکت و سطح مالیات ۲۵ درصد کشور، آقای معتمدی نرخ ۱۷ درصد را کم‌تر از ۱۳ درصد برآورد می‌کرد. در مقابل، با توجه به قیمت سهام ۲۵۰۰ تومان و سود سهام ۲۰۰ تومان، هزینه‌ی سرمایه‌ی بدیل انتشار سهام را کمتر از ۱۰ درصد تخمین می‌زد. با این همه، با مقایسه‌ی این دو نرخ، به نظر آقای ایرانی انتشار اوراق مشارکت به مراتب مطلوب‌تر بود.

در اوایل آبان‌ماه ۱۳۸۹، آقای ایرانی تصمیم گرفت پیشنهاد طرح گسترش را به هیأت‌مدیره‌ی شرکت ارائه دهد. متن اولیه‌ی این پیشنهاد قبلاً در هیأت‌مدیره مورد بحث قرار گرفته بود. بعد از بحث مجدد درباره‌ی آن، هیأت‌مدیره به اتفاق آرا به مدیرعامل شرکت اختیار داد تا در صورت دستیابی به منبع مالی مناسب، طرح گسترش را پیاده کند. آقای ایرانی در این مرحله تصمیم گرفت تا امکان استفاده از اوراق مشارکت برای اجرای طرح را با اعضای

^۱. sinking fund arrangement

^۲. tax deductibility

هیأت مدیره در میان گذارد. وی اعداد حاصل از مقایسه‌ی هزینه‌ی دو طرح مختلف تأمین مالی را در اختیار هیأت مدیره قرار داد. از قضا بحث داغ و مفصلی در این مورد در گرفت که پول از کدام منبع باید به دست آید.

آقای ایرانی فوراً مورد اعتراض واقع شد، چرا که در محاسبه‌ی هزینه‌ی اوراق مشابه با اوراق مشارکت، مسأله‌ی صندوق استهلاک وام (حساب امانی) را کلاً فراموش کرده بود. یکی از مدیران برآورد می کرد هزینه‌ی واریز سالانه به صندوق استهلاکی وام خیلی زیاد بوده و با توجه به آن، هزینه‌ی انتشار اوراق باید محاسبه شود. همان شخص تأکید داشت که استفاده از اوراق مشارکت و یا اوراق بدهی مشابه بر خطر مالی شرکت می افزاید، زیرا هر سال ۱۰ میلیارد تومان و در پایان مدت ۵۰ میلیارد تومان باید پرداخت می شد. وی می گفت این خطر، سهام شرکت را در معرض سفته بازی بیش تر قرار داده و نوسان های بیش تری در قیمت بازار آن ایجاد می کرد.

مدیر دیگری در مقابل بر انتشار سهام اصرار می ورزید، زیرا هر محاسبه‌ی ساده نشان می داد اگر ۴۰ میلیون ورقه‌ی سهم فروخته می شد، با توجه به نرخ سود سهام ۲۰۰ تومان، برای کل سهام طی سال جمعاً ۸ میلیارد تومان می باید پرداخت می شد، در حالی که عایدی بعد از مالیات طرح جدید بسیار بیش از این رقم بود. به علاوه، چون برنامه‌ای برای تغییر این ۲۰۰ تومان وجود نداشت، وی متوجه نبود که فروش سهام جدید چه گونه ممکن است منافع سهام داران قبلی را به خطر اندازد. اگر سهام داران حاضر شرکت فداکاری می کردند، او مطمئن بود در آینده فداکاری آنان جبران می شد.

از طرف دیگر، مدیری با حرارت می گفت فروش سهام به ۲۵۰۰ تومان، نوعی مفت فروشی سهام شرکت است. وی اشاره می کرد با احتساب سود تقسیم نشده‌ی شرکت، ارزش دفتری هر سهم بیش از ۴۵۰۰ تومان است. به علاوه، این قیمت ۴۶۷۰ تومان خیلی از ارزش واقعی سهام کم تر است، زیرا قیمت بازار دارایی های شرکت خیلی بالا رفته بود. دو مدیر دیگر اظهار می کردند که فروش سهام در این قیمت باعث کاهش درآمد هر سهم می شود، چرا که در سطح درآمدی موجود که سود قبل از بهره و مالیات حدود ۱۳ میلیارد تومان می شد، اگر سهام به ۲۵۰۰ تومان به

فروش می‌رسید، درآمد هر سهم کاهش می‌یافت؛ اما اگر اوراق مشارکت منتشر می‌شد، عایدی هر سهم افزایش می‌یافت. به نظر این مدیران چندان اهمیتی نداشت که پرداخت‌های سالیانه به حساب امانی بازپرداخت اوراق (صندوق استهلاکی وام) برای هر سهم چه هزینه‌ای به همراه می‌داشت.

مطلوب است:

۱. هزینه‌ی اوراق بدهی مشابه با اوراق مشارکت با در نظر گرفتن ضرورت واریز به حساب امانی (صندوق

استهلاکی وام) چقدر است؟

۲. نمودار EBIT شرکت را بکشید و نقطه‌ی بی‌تفاوتی دو بدیل تأمین مالی را به طریق جبری و نموداری ارائه دهید.

۳. بحث‌هایی را که مدیران مختلف در جلسه پیش می‌کشند، مورد تحلیل قرار دهید. نخست بکوشید دریابید

که هریک چه می‌گویند و آیا محاسبه‌هایشان درست است یا نه؟

۴. از کدام طرح تأمین مالی باید استفاده شود؟ اوراق بدهی (مشارکت) یا سهام؟

۵. چرا قیمت سهام شرکت در سطح نازل باقی مانده است؟

جدول ۱							
شرکت بسته بندی جمشید							
پارهای ارقام فروش، سود، سود سهام و قیمت بازار سهام							
قیمت بازار سهام عادی (تومان)****		سود سهام پرداختی (تومان)	عایدی هر سهام (تومان)	سود بعد از مالیات*	سود قبل از مالیات*	فروش خالص*	
حداکثر	حداقل						
۲۸۱۲	۱۹۰۱	۱۲۰	۴۹۰	۶۸۶۳	۹۱۵۰	۸۳۵۶۲	۱۳۸۲
۴۰۰۰	۲۱۸۰	۱۲۰	۲۵۴	۳۵۵۷	۴۷۴۲	۵۱۴۳۴	۱۳۸۳
۲۷۴۴	۱۸۶۶	۱۲۰	۳۸۷	۵۴۱۹	۷۲۲۵	۸۱۵۰۳	۱۳۸۴
۲۵۰۰	۱۶۹۶	۱۲۰	۵۱۲	۷۱۷۰	۹۵۶۰	۸۹۸۲۲	۱۳۸۵
۱۹۴۰	۱۵۱۱	۱۲۰	۲۲۰	۳۰۷۵	۴۱۰۰	۷۰۶۶۲	۱۳۸۶
۲۶۷۷	۱۷۰۰	۱۲۰	۳۱۱	۴۳۵۲	۵۸۰۲	۷۷۷۳۶	۱۳۸۷
۲۲۵۰	۲۴۰۰	***۲۰۰	۵۷۸	۸۰۹۲	۱۰۷۹۰	۱۰۵۶۴۰	۱۳۸۸
***۲۳۸۱	***۲۳۷۷	-	-	-	-	-	۱۳۸۹

* ارقام به میلیون تومان
 ** سود سهام پرداختنی
 *** قیمت‌ها در روز ۱۷ مهرماه ۱۳۸۹
 **** قیمت‌های بازار قبل از تشکیل فرابورس مربوط به بازار ثانویه‌ای است که در داخل شرکت تشکیل شده بود.

جدول ۲

شرکت بسته بندی جمشید

خلاصه‌ی ترازنامه به تاریخ ۲۹ اسفندماه ۱۳۸۸

ارقام به میلیون تومان

دارایی‌ها

۱۵۱۴۶	صندوق
۸۹۲۴	حساب‌های دریافتی
۵۶۵۶۲	موجودی‌ها
۳۲۴۹۲	تجهیزات و کارخانه
۲۰۸۲۱	سرقفلی
۵۰۰۰	دیگر دارایی‌های ثابت
۲۹۴۹۷	جمع دارایی‌ها
۸۶۰۵۹	

بدهی‌ها و سرمایه

۸۸۸۸	حساب‌های پرداختنی
۵۸۳۱	مالیات‌های معوق
۲۰۷۱۴	مخارج معوق
۵۹۹۵	سهام عادی (۱۴ میلیون سهم)
۱۴۰۰۰	سود تقسیم‌نشده
۶۵۳۴۵	جمع بدهی و سرمایه
۸۶۰۵۹	

افتهی ۳-۱. شرکت لوازم ورزشی دماوند

شرکت

فصل دوم:

هزینه‌ی سرمایه

افتهی ۱-۲. 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

^۱ این افته از روی افته‌ی «شرکت لیکوی 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.

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 ۲۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ 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 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	۱۱٫۸۰۰٫۰۰۰	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 ارزش 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 ارزش 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 سروری نژاد می دانست که قسمت عمده‌ی وجوه لازم برای طرح‌های پیشنهادی باید از خارج شرکت تأمین مالی شود. پس از پرداخت سود سهام، مبلغی حدود ۱۷۵۰۰۰۰۰ ریال سود تقسیم نشده باقی می ماند 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 به شرح 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 پنج ساله وجود داشت. مجموع هزینه‌های مختلف وام جمعاً حدود ۱۱ درصد برآورد می شد. البته بانک ۵۰٪ هزینه‌های وام را در ابتدای دوره کسر می کرد. به علاوه، شرکت ناچار بود یک سوم 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 می شد.

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

سهام در گذشته همواره موفقیت آمیز بوده، و قیمت‌های جاری سهام بسیار بالاتر از قیمت‌های انتشار بود. چون سود سهام برابر ۴۴۵۰۰ ریال بود، بازده جاری سهام یعنی نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم ۲۱ درصد می شد.

با توجه به قانون مالیات بر درآمد جدید، نرخ مالیاتی شرکت به شدت افزایش یافته و به ۶۰ درصد می رسید.

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. به‌علاوه، قسمتی از وجوه نیز از محل سود تقسیم نشده که خرجی هم نداشت، تأمین می‌شد.

سؤال‌ها

۱. 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؟

۲. آیا آقای سروری هزینه‌ی متوسط سرمایه‌ی شرکت را صحیح محاسبه کرده است؟ توضیح دهید. نرخ واقعی هزینه‌ی متوسط را محاسبه کنید.

۳. شرکت کدام یک از طرح های یادشده را باید اجرا کند؟ چرا؟ آیا پاسخ به این سؤال به انتخاب یکی از دو

ضابطه ی «هزینه ی نهایی» و «هزینه ی متوسط» بستگی دارد؟ چرا؟ کدام ضابطه را ارجح می دانید؟

جدول ۱

شرکت تولیدی صنعت آفرینان

محاسبه ی هزینه ی سرمایه

(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	
اجزای ساختار سرمایه	هزینه ی قبل از مالیات	مبلغ به میلیون ریال	ضریب (درصد)	(۴) × (۲) به درصد
وام بلندمدت	۱۱٪	۸۰۰	۳۲	۳/۵۲
سهام ممتاز	*۱۷٪	**۲۴۰	۱۰	۱/۷۰
سهام عادی	*۲۱٪	***۹۶۰	۳۹	۸/۱۹
مازاد و اندوخته های شرکت	هزینه ندارد	۴۸۰	۱۹	۰
		۲,۴۸۰	۱۰۰	۱۳٪/۴۱

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

** تعداد ۲۴۰۰ سهم ممتاز در قیمت هر سهم ۱۰۰,۰۰۰ ریال.

*** ۴۱,۴۳ سهم در ارزش دفتری ۳۵,۰۰۰ ریال هر سهم.

افتهی ۲-۲. شرکت استانی و شرکا

افتهی ۲-۳. شرکت برق ویسکانسین

افتهی ۲-۴. شرکت نایک (سهامی عامی)^۱

در اوایل سال ۲۰۰۱ قیمت سهام شرکت نایک که تولیدکننده کفش‌های ورزشی است، به میزان قابل توجهی کاهش یافت. کیم فورد^۲، مدیر سبد گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نورث پوینت^۳، در پنجم ژوئیه آن سال مستندات تحلیلی 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 ۷۵۰۰ حدود ۱۰/۱ درصد ریخته بود. در پایان ژوئیه ۲۰۰۱، بازدهی صندوق از ابتدای سال تا آن تاریخ حدود ۶/۴ درصد بود، در حالی که بازده اس‌اند‌پی ۷/۳- درصد بود.

^۱. این افته با استفاده از اطلاعات در دسترس عموم شرکت نایک، توسط جسیکا چان (Jessica Chan) و تحت نظارت رابرت اف. برنر (Robert F. Bruner) و با کمک سین دی. کار (Sean D. Carr) و با حمایت مالی موسسه‌ی بترن (Batter) تهیه شده است. افته جهت بحث در کلاس‌های مالی آماده شده و هدف از تهیه آن بررسی اثربخشی تصمیمات مدیریتی نیست. تمام حقوق این اثر متعلق است به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینا، شارلوترویل (Charlottesville) ۲۰۰۱. این افته در اواسط دهه‌ی ۸۰ توسط میثم رادپور ترجمه شده و طی چند مرحله و نهایتاً در مهرماه سال ۱۳۹۸ توسط حسین عبده تبریزی ویرایش شده است.

^۲. Kim Ford

^۳. NorthPoint Group

^۴. large-cap fund

^۵. Fortune 500 companies

^۶. value stock

^۷. S&P 500

تنها یک هفته‌ی قبل در ۲۸ ژوئن ۲۰۰۱، شرکت نایک نشستی را برای تحلیل گران 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 تحلیل گران در مورد استراتژی جدید برای احیای شرکت بود. از سال ۱۹۹۷ درآمد^۱ 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 امریکا 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 کرده بود. هم‌چنین نایک برای توسعه‌ی خط تولید لباس ورزشی برنامه‌ای داشت. در آن سال‌ها شرکت با مدیریت میندی گروسمن^۲ که سابقه‌ای طولانی در بازار لباس ورزشی داشت، به‌طرز چشمگیری در آن بازار پیشرفت کرده بود. در نهایت، نشست با این هدف‌گذاری مدیران نایک خاتمه یافت که رشد درآمد بین ۸ تا ۱۰ درصد، و رشد سود بالای ۱۵ درصد باشد.

عکس‌العمل تحلیل گران 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 تحلیل گران را در باب نشست ۲۸ ژوئن مطالعه کرد، اما به جمع‌بندی مشخصی نرسید. گزارش لیمن برادرز^۳ قویاً خرید را توصیه می‌کرد، در حالی که یوبی‌اس واربرگ^۴ و سی‌اس‌اف‌بی^۵ گزارش‌های غیرقطعی ارائه کردند، و در نهایت نگهداری سهام نایک را پیشنهاد دادند. فورد تصمیم گرفت جهت‌دستیابی به نتایج

^۱. revenue

^۲. Mindy Grossman

^۳. Lehman Brothers

^۴. UBS Warburg

^۵. CSFB

روشن، خودش بر اساس مدل جریان‌های نقدی تنزیل شده^۱ ارزش سهم نایک را برآورد کند.

تحلیل‌های خانم فورد نشان می‌داد که در نرخ تنزیل ۱۲٪، قیمت جاری ۴۲/۰۹ دلاری نایک 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^۲ خواست تا هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک را برآورد کند.

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 خانم فورد ارسال کرد (جدول ۵).

^۱. discounted cash flows

^۲. John Cohen

جدول ۱: صورت سود و زیان تلفیقی

منتهی به ۳۱ ام ماه مه							ارقام به میلیون دلار به استثنای داده‌های مربوط به هر سهم
۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	
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 کالاهای 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	مخارج بهره
۳۴/۱	۲۳/۲	۲۱/۵	۲۰/۹	۳۲/۳	۳۶/۷	۱۱/۷	خالص سایر مخارج
-	(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 پر شده‌ی شرکت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، یوبی‌اس واربرگ^۲

^۱. statutory tax rate

^۲. UBS Warburg

جدول شماره ۲: تحلیل جریان‌های نقدی تنزیل شده

۲۰۱۱	۲۰۱۰	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	
مفروضات										
۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۰	۶/۵	۶/۵	۶/۵	۷/۰	رشد درآمد (%)
۵۸/۰	۵۸/۰	۵۸/۵	۵۸/۵	۵۹/۰	۵۹/۰	۵۹/۵	۵۹/۵	۶۰/۰	۶۰/۰	بهای تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته تقسیم بر فروش (%)
۲۵/۰	۲۵/۰	۲۵/۰	۲۵/۰	۲۵/۵	۲۶	۲۶/۵	۲۷/۰	۲۷/۵	۲۸/۰	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 (%)
۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰	دارایی‌های جاری تقسیم بر فروش (%)
۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	۱۱/۵	بدهی‌های جاری تقسیم بر فروش (%)
استهلاک سالانه با مخارج سرمایه‌ای برابر است										
هزینه‌ی سرمایه‌گذاری (%)										۱۲/۰
نرخ رشد ارزش پایانی (%)										۳/۰۰
جریان نقدی تنزیل 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	سود 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
										۱۱,۴۱۵/۴
										۱,۲۹۶/۶
										۱۰,۱۱۸/۸
										۲۷۱/۵
										۳۷/۲۷
۴۲/۰۹										ارزش هر سهم
قیمت جاری سهم										

حساسیت ارزش سهام به نرخ تنزیل

نرخ تنزیل	ارزش هر سهم
۸/۰ درصد	۷۵/۸۰ دلار
۸/۵	۶۷/۸۵
۹/۰	۶۱/۲۵
۹/۵	۵۵/۶۸
۱۰/۰	۵۰/۹۲
۱۰/۵	۴۶/۸۱
۱۱/۰	۴۳/۲۲
۱۱/۱۷	۴۲/۰۹
۱۱/۵۰	۴۰/۰۷
۱۲/۰۰	۳۷/۲۷

جدول شماره ۳: ترازنامه‌های تلفیقی

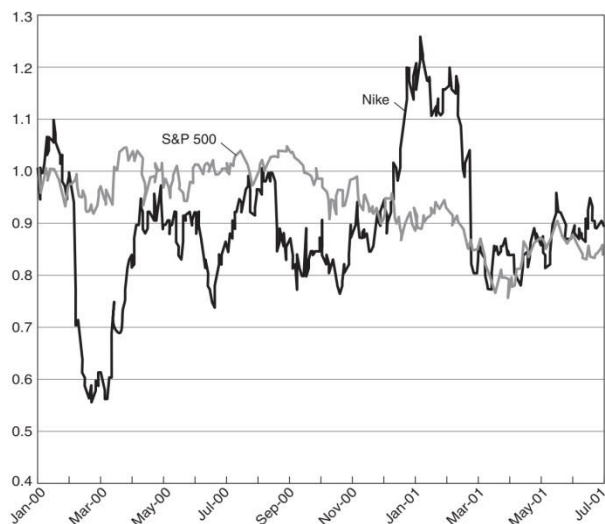
متنهی به ۳۱ ام ماه مه		(ارقام به میلیون دلار)
۲۰۰۱	۲۰۰۰	
		دارایی‌ها
		دارایی‌های جاری:
۳۰۴/۰	۲۵۴/۳	نقد و معادل نقد
۱,۶۲۱/۴	۱,۵۶۹/۴	حساب‌های دریافتی
۱۴۲۴/۱	۱,۴۴۶/۰	موجودی کالا
۱۱۳/۳	۱۱۱/۵	پیش‌پرداخت مالیات بر درآمد
۱۶۲/۵	۲۱۵/۲	پیش‌پرداخت مخارج
۳,۶۲۵/۳	۳,۵۹۶/۴	کل دارایی‌های جاری
۱,۶۱۸/۸	۱,۵۸۳/۴	خالص اموال، کارخانه و تجهیزات
۳۹۷/۳	۴۱۰/۹	خالص دارایی‌های نامشهود قابل شناسایی و سرقتی
۱۷۸/۲	۲۶۶/۲	پیش‌پرداخت مالیات بر درآمد 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 معوق
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 بازخریدنی
		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 ۵: اطلاعات بازار سرمایه و نسبت‌های مالی در (یا در حوالی) ۵ ژوئن ۲۰۰۱

عملکرد قیمت سهم نایک نسبت به اس‌اند‌پی ۵۰۰

ژانویه ۲۰۰۰ تا ۵ ژوئیه ۲۰۰۱



قیمت سهم نایک در ۵ ژوئیه ۲۰۰۱ برابر ۴۲/۰۹ دلار است

تاریخچه سود سهام و پیش‌بینی

بازده جاری اسناد، اوراق و قرضه‌های خزانه (درصد)

۳ ماهه	۳/۵۹
۶ ماهه	۳/۵۹
یک ساله	۳/۵۹
پنج ساله	۴/۸۸
۱۰ ساله	۵/۳۹
۲۰ ساله	۵/۷۴

صرف ریسک تاریخی سهام به درصد (۱۹۹۹-۱۹۲۶)

میانگین هندسی	۵/۹۰
میانگین حسابی	۷/۵۰

بازده جاری بدهی‌های در حال معامله نایک در بازار*
کوپن (پرداخت هر ۶ ماه یک بار)

تاریخ انتشار	۱۹۹۶/۰۷/۱۵
سررسید	۲۰۲۱/۰۷/۱۵
قیمت جاری	۹۵/۶۰ دلار

بناهای تاریخی نایک

۱۹۹۶	۰/۹۸
۱۹۹۷	۰/۸۴
۱۹۹۸	۰/۸۴
۱۹۹۹	۰/۶۳
۲۰۰۰	۰/۸۳
از اول ۲۰۰۱ تا امروز	۰/۶۹
میانگین	۰/۸۰

سود هر سهم برآوردشده

سال مالی ۲۰۰۲
دلار ۲/۳۲سال مالی ۲۰۰۳
دلار ۲/۶۷

تاریخ پرداخت	۳۱ مارس	۳۰ ژوئن	۳۰ سپتامبر	۳۱ دسامبر	کل
۱۹۹۷	۰/۱۰	۰/۱۰	۰/۱۰	۰/۱۰	۰/۴۰
۱۹۹۸	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۴۸
۱۹۹۹	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۴۸
۲۰۰۰	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۴۸
۲۰۰۱	۰/۱۲	۰/۱۲			

پیش‌بینی وی‌ل‌ا‌این از رشد سود سهام در فاصله‌ی زمانی ۹۸ تا ۲۰۰۶ برابر ۵/۵ درصد

* داده‌ها به منظور اهداف آموزشی تعدیل شده‌اند

مأخذ اطلاعات: خدمات مالی بلومبرگ

جدول ۵

جهت اطلاع کیم‌فورد

تهیه‌کننده جان کوهن

به تاریخ ۶ ژوئیه ۲۰۰۱

موضوع: هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک

بر اساس مفروضات ذیل، هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت نایک را $\frac{8}{4}\%$ 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 در آمد نایک را شامل می‌شود، نایک لباس ورزشی هم می‌فروشد که مکمل کفش ورزشی است و ۳۰ درصد در آمدش را تشکیل می‌دهد. نایک هم چنین توپ ورزشی، کورنومتر، عینک، اسکیت، چوب چوگان، توپ و دیگر لوازم ورزشی نیز می‌فروشد. این لوازم $\frac{3}{6}$ درصد از فروش نایک را تشکیل می‌دهد. به علاوه، نایک محصولات برخی از دیگر شرکت‌ها نظیر «کل هن»^۲ را می‌فروشد. این محصولات شامل لباس، کفش‌های فانتزی، استیک روی یخ، تیغه‌ی اسکیت، اسکیت‌هاکی و تن پوش‌هاکی می‌شود که تحت نام تجاری بوئر^۳ به فروش می‌رسد. این محصولات $\frac{4}{5}$ 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 «کل هن» تا حدودی با سایر بخش‌ها تفاوت دارد. بقیه‌ی بخش‌ها همگی در کسب‌وکارهای مرتبط با ورزش اند. از آن‌جا که «کل هن» 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.

۲. روش محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک: میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه^۴

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.

ارزش دفتری (به میلیون دلار)

منابع سرمایه

بدهی:

۵/۴	بخش جاری بدهی‌های بلندمدت
۸۵۵/۳	اسناد پرداختنی میان‌مدت ^۵
۴۳۵/۹	بدهی‌های بلندمدت
۱,۲۹۶/۶	جمع بدهی
۳,۴۹۴/۵	حقوق صاحبان سهام
۲۷ درصد از کل	
۷۳ درصد از کل	

۳. هزینه‌ی بدهی

برآورد من از هزینه‌ی بدهی نایک $\frac{4}{3}\%$ درصد است. برای محاسبه‌ی این هزینه، ابتدا کل هزینه‌ی بهره‌ی سال ۲۰۰۱ را بر متوسط مانده‌ی

^۱. single or multiple cost of capital

^۲. Cole Haan

^۳. Bauer

^۴. weighted average cost of capital (WACC)

^۵. notes payable

بدهی در آن سال تقسیم کردم. مانده‌های بدهی در ۳۱ مه سال ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ به ترتیب ۱٫۴۴۴/۶ میلیون و ۱٫۲۹۶/۶ میلیون دلار بود. این نرخ کمتر از بازده اوراق خزانه^۱ است، چرا که نایک بخشی از نیازهای مالی خود را از طریق اوراق بدهی میان‌مدت به ین ژاپن با نرخی 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^۲ ۳ درصد به نرخ مالیات قانونی ایالات متحد 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^۳، هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام را برآورد کردم. البته از دیگر مدل‌ها مانند الگوی سود سهام تنزیل شده^۴ و «نسبت تبدیل به سرمایه کردن عایدات»^۵ 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^۶ مرکب بازار نسبت به اوراق خزانه به عنوان صرف ریسک استفاده کردم. برای ضریب بتا نیز از متوسط آن ضریب از سال ۱۹۹۶ تا امروز استفاده کردم. با جاگذاری ارقام یادشده در رابطه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه، تخمین ۸/۴ درصد از هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک به دست آمد.

$$\begin{aligned} WACC &= K_d(1-t) \frac{D}{D+E} + K_e \frac{E}{D+E} \\ &= ۲/۷\% \times (۲/۷ + ۱۰/۵\%) \times (۷۳\%) \\ &= ۸/۴\% \end{aligned}$$

^۱. Treasury bond

^۲. state tax rate

^۳. capital asset pricing model (CAPM)

^۴. dividend-discounted model (DDM)

^۵. earnings-capitalization ratio

^۶. risk premium

فصل سوم:

تأمین مالی از بانک‌ها

افتهی ۱-۳. 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، به‌مراتب بیش از کار با بانک‌های استانی به‌نفع 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.

^۱. این افته اقتباسی است از Dynashears, Inc

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 در گردش لازم برای پاییز به توافق رسید، و مجوزهای لازم از بانک مرکزی نیز اخذ شد. در تاریخ دریافت وام، آقای عظیمی پیش‌بینی می‌کرد تسهیلات دریافتی به‌طور کامل در اسفندماه ۱۳۷۳ تسویه شود. وی به آقای محمدی صورت‌های مالی پیش‌بینی‌شده‌ای را عرضه کرد که نیازهای وجوه شرکت ظرف ۱۲ ماه آتی را نشان می‌داد (این صورت‌ها در جدول‌های ۱ و ۲ آمده است). علاوه بر این نیازها، پیش‌بینی‌ها نشان می‌داد 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 برنامه‌ی مدرن‌سازی کارخانه می‌دانست. وی توضیح داد این برنامه‌ی نوسازی که کلاً ۵۲ میلیارد ریال هزینه می‌برد، نیمه‌تمام است، و تا آبان ۱۳۷۳ تکمیل خواهد شد. پیش‌بینی می‌شد که باتکمیل طرح نوسازی، سالیانه ۷/۸ میلیارد ریال در قیمت تمام‌شده‌ی تولید (قبل از مالیات) صرفه‌جویی 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 هزینه‌های نوسازی فراتر از پیش‌بینی رفته بود. آقای محمدی پس از مشورت با رؤسای خود به اطلاع شرکت رساند که بانک با درخواست آن‌ها 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 می‌شد. 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 نمی‌کرد که دوره‌ی انطباق فراتر از نیمه‌ی 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 تیر ماه ۱۳۷۴، آقای عظیمی برای سومین بار با آقای محمدی تماس گرفت تا اطلاع دهد که شرکت قطعات فلزی کوچک قادر نخواهد بود قبل از شهریور ماه، 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 می‌دهد وام‌های فصلی حتی الامکان طی ۲ ماه آتی باقیمانده از سال کلاً در دفاتر بانک مانده‌ی صفر داشته باشند و طی این مدت بازپرداخت کامل صورت گیرد. آقای محمدی اعلام کرد که در صورت تحقق چنین امری بانک علی‌الاصول با تمدید وام مخالفتی ندارد. به علاوه، آقای محمدی علاقه‌مند بود موضوع دیگری را در مورد پرونده‌ی 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 نتیجه‌ی اجرای طرح نوسازی کارخانه باشد. این نگرانی بود که باعث شد آقای محمدی قرار ملاقاتی را با شرکت برای تاریخ ۲۹ تیر ماه ۱۳۷۴ ترتیب دهد.

آقای محمدی با دقت صورت‌های سود و زیان و ترازنامه‌ی تسلیم شده 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									
فروش													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								
قیمت تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته																																		
مواد و دستمزد ۶۰٪ فروش													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								
سربار از جمله ۱۳۰۰ میلیون ریال استهلاک													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								
													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	-	-	۵٫۲۰۰	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 اصلی چک شود (از دکنتر عبده جدول اصلی را بخواهید)

ارقام ارزش ویژه و کل موجودی اشتباه است.

در بخش موجودی‌ها، کالای ساخته شده جا افتاده است.

جدول ۲. شرکت قطعات فلزی کوچک: ترازنامه‌ی پیش‌بینی شده منتهی

	واقعی											
	۱۳۷۳											
	۷۳/۰۶/۳۱	مهر	آبان	آذر	دی	بهمن						
صندوق	۱۸,۴۴۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۶,۴۰۰	۱۱۱,۷۰۰	۱۱۸,۴۶۰	۱۱۵,۳۴۰	۱۱۱,۱۸۰	۱۰۳,۹۰۰	۱۰۷,۰۵۰
حساب‌های دریافتی الف	۱۸,۱۲۰	۲۴,۷۰۰	۳۲,۵۰۰	۴۰,۳۰۰	۵۳,۳۰۰	۳۳,۳۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۱۳,۶۰۰
موجودی‌ها	۷۰,۴۹۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۲۸۰	۶۸,۶۴۰	۵۸,۷۶۰	۲,۰۰۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۲۰,۶۵۰
دارایی‌های جاری	۱۰۷,۰۵۰	۱۰۳,۹۰۰	۱۱۱,۱۸۰	۱۱۵,۳۴۰	۱۱۸,۴۶۰	۱۱۱,۷۰۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۲۰,۶۵۰
تجهیزات تولیدی (خالص)	۲۱۳,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۳۹,۶۰۰	۲۲۹,۶۰۰	۲۱۳,۶۰۰
جمع دارایی‌ها	۳۲۰,۶۵۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۲۰,۶۵۰
وام‌های بانکی	-	۸,۵۳۰	۲۴,۱۰۰	۲۸,۱۶۰	۲۰,۶۲۰	۵,۲۸۰	۵,۲۸۰	۲۰,۶۲۰	۲۸,۱۶۰	۲۴,۱۰۰	۸,۵۳۰	-
حساب‌های پرداختی ب	۷,۴۹۰	۶,۴۷۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰
مالیات‌های پرداختی ج	-	۷۹۰	۲,۲۹۰	۷۰۰	۴,۳۲۰	۵,۶۵۰	۴,۳۲۰	۷۰۰	۲,۲۹۰	۲,۲۹۰	۳,۷۱۰	-
متفرقه	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰	۲,۳۴۰
بدهی‌های جاری	۹,۸۳۰	۱۸,۱۳۰	۳۵,۴۹۰	۳۷,۹۶۰	۳۴,۰۴۰	۲۱,۶۲۰	۲۱,۶۲۰	۳۴,۰۴۰	۳۷,۹۶۰	۳۵,۴۹۰	۱۸,۱۳۰	۹,۸۳۰
وام رهنی ۸٪	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۹۸,۸۰۰
سهام عادی	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰
مازاد سرمایه	۱۰,۶۸۲۰	۱۰,۸۳۷۰	۱۱,۱۲۹۰	۱۱,۲۹۸۰	۱۲,۰۲۰	۱۲,۵۶۸۰	۱۲,۵۶۸۰	۱۲,۰۲۰	۱۱,۲۹۸۰	۱۱,۱۲۹۰	۱۰,۸۳۷۰	۱۰,۶۸۲۰
ارزش ویژه	۳۲۰,۶۵۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۵۱,۳۰۰	۳۵۸,۰۶۰	۳۵۴,۹۴۰	۳۵۰,۷۸۰	۳۳۰,۵۰۰	۳۲۰,۶۵۰
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 خریدها	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: انتقال به کار در جریان	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰	۶,۷۶۰
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
به‌علاوه مواد اولیه‌ی اضافه‌شده	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰	۱۳,۵۲۰
کسر می‌شود قیمت تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته	۱۰,۹۲۰	۱۴,۰۴۰	۱۷,۱۶۰	۲۳,۴۰۰	۲۰,۲۸۰	۱۷,۱۶۰	۱۷,۱۶۰	۲۰,۲۸۰	۲۳,۴۰۰	۱۷,۱۶۰	۱۴,۰۴۰	۱۰,۹۲۰
موجودی پایان دوره	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰	۲۹,۰۰۰
کل موجودی	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰	۷۲,۸۰۰

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

الف. فرض است که ۴۵ روز بعد از فروش دریافت می‌شود.

ج. فرض است مالیات پیش‌بینی شده طی ۴ قسط مساوی ۳۰۰۰ ریالی در ماه‌های آذر، اسفند، خرداد و شهریور براساس پیش‌بینی سود و زیان انجام شده در شهریور گذشته پرداخت شود.

جدول اصلی چک شود

ارقام ارزش ویژه اشتباه است.

در بخش مواد اولیه، موجودی پایان دوره جا افتاده است.

جدول ۳. شرکت قطعات فلزی کوچک: ترازنامه ها ۲۳

ارقام ارزش ویژه اشتباه است.									
در بخش مواد اولیه، موجودی پایان دوره جا افتاده است.									
۱۳۷۳ شهریور مهر آبان آذر									
صندوق	۱۸,۴۴۰	۸,۳۲۰	۴,۹۷۰	۶,۰۹۰					
حساب‌های دریافتی	۱۸,۱۲۰	۲۴,۶۷۰	۳۱,۶۹۰	۳۸,۲۲۰					
موجودی‌ها	۷۰,۴۹۰	۷۲,۸۵۰	۷۲,۲۰۰	۶۹,۲۴۰					
دارایی‌های جاری	۱۰۷,۰۵۰	۱۰۵,۸۴۰	۱۰۸,۸۶۰	۱۱۳,۵۵۰					
تجهیزات تولیدی (خاص)	۲۱۳,۶۰۰	۲۲۶,۹۸۰	۲۴۰,۶۳۰	۲۴۲,۱۶۰					
جمع دارایی‌ها	۳۲۰,۶۵۰	۳۳۲,۸۲۰	۳۴۹,۴۹۰	۳۵۵,۷۱۰					
وام‌های بانکی	-	۱۱,۰۴۰	۲۳,۹۸۰	۳۱,۹۷۰					
حساب‌های پرداختنی	۷,۴۹۰	۶,۸۶۰	۶,۷۳۰	۷,۲۵۰					
مالیات‌های پرداختنی	-	۵۸۰	۱,۷۷۰	(۵۶۰)					
متفرقه	۲,۳۴۰	۲,۳۹۰	۲,۷۶۰	۲,۴۷۰					
بدهی‌های جاری	۹,۸۳۰	۲۰,۸۷۰	۳۵,۲۴۰	۴۱,۲۱۰					
وام رهنی ۸٪	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰	۱۰۴,۰۰۰					
سهام عادی	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰					
مازاد سرمایه	۱۰۶,۸۲۰	۱۰۷,۹۵۰	۱۱۰,۲۵۰	۱۱۰,۵۰۰					
ارزش ویژه	۳۲۰,۶۵۰	۳۳۲,۸۲۰	۳۴۹,۴۹۰	۳۵۵,۷۱۰					
مواد اولیه									
موجودی اول دوره	۷,۰۵۰	۷,۰۸۰	۶,۵۹۰	۶,۶۲۰					
به‌علاوه‌ی خریدها	۶,۸۴۰	۶,۷۶۰	۷,۲۸۰	۷,۵۴۰					
کسر می‌شود: انتقال به کار در جریان	۶,۸۱۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۷,۳۷۰					
موجودی پایان دوره									
کار در جریان									
موجودی اول دوره	۲۷,۰۴۰	۲۷,۲۲۰	۲۷,۷۸۰	۲۷,۹۹۰					
به‌علاوه مواد اولیه اضافه‌شده	۶,۸۱۰	۷,۲۵۰	۷,۲۵۰	۷,۳۷۰					
به‌علاوه: دستمزدها اضافه‌شده	۶,۸۶۰	۶,۸۶۰	۶,۷۱۰	۶,۸۶۰					
کسر می‌شود انتقال به موجودی پایان دوره	۱۳,۴۹	۱۳,۵۵۰	۱۳,۷۵۰	۱۴,۰۹۰					
موجودی پایان دوره	۲۷,۲۲۰	۲۷,۷۸۰	۲۷,۹۹۰	۲۸,۰۱۰					
کالای ساخته‌شده									
موجودی اول دوره	۳۶,۴۰۰	۳۸,۵۵۰	۳۷,۸۳۰	۳۴,۶۳۰					
به‌علاوه کار در جریان اضافه‌شده	۱۳,۴۹۰	۱۳,۵۵۰	۱۳,۷۵۰	۱۴,۰۹۰					
کسر می‌شود قیمت تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته	۱۱,۳۴۰	۱۴,۲۷۰	۱۶,۹۵۰	۲۱,۲۲۰					
موجودی پایان دوره	۳۸,۵۵۰	۳۷,۸۳۰	۳۴,۶۳۰	۲۷,۵۰۰					
کل موجودی	۷۲,۸۵۰	۷۲,۲۰۰	۶۹,۳۴۰	۶۲,۴۲۰					

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	۱,۸۱۰
سود ناخالص	۴,۰۸۰	۵,۸۶۰	۶,۸۷۰	۱۱,۴۴۰	۹,۱۰۰	۷,۲۳۰	۳,۵۶۰	۲,۳۴۰	۱,۸۱۰
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

افته‌ی ۲-۳. شرکت ابزار فنی پزشکی^۱

در آغاز ماه آوریل سال ۱۹۹۶، آقای تام ویتتر^۲، معاون و مسئول اعتبارات نشنال بانک سان‌فرانسیسکو^۳ در کالیفرنیا درخواست وام ۸ میلیون دلاری آقای پیت‌هاسکینز^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.

^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

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 لبز^۱ تحمل کرد. بایولجیکال لبز 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 لبز در فن آوری سوند و لوازم دیگر طبی عقب افتاده بود. مدیریت تلاش‌های خود در داخل شرکت را رها کرد و با شرکت ابزار فنی پزشکی به توافق رسید.

در روز دوم ژوئن ۱۹۹۳، توافق اولیه به عمل آمد: شرکت ابزار فنی پزشکی دریافت نقدی‌ای 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 لبز واگذار می‌کرد. اگر بایولجیکال لبز ۱۲ میلیون دلار سهام اضافی می‌خرید، حق می‌یافت که شرکت ابزار فنی پزشکی را در سال ۲۰۰۲ در خود ادغام کند. قیمت هر سهم بر مبنای ضریبی از متوسط عایدات سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ تعیین می‌شد. پس از توافق اولیه، بایولجیکال لبز در چهار نوبت به شرح جدول ۱ سهام خرید:

جدول ۱. سرمایه‌گذاری در سهام توسط شرکت بایولجیکال لبز

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^۲ رفت تا امکان دریافت خط اعتباری جدید را بررسی کند. طرف ملاقات او آقای وینتر^۳ بود که معاون و مسئول اعتبارات بانک بود. آقای وینتر توضیح داد که هر چند با محصولات شرکت ابزار فنی پزشکی ناآشناست، اما او

^۱. Biological Labs., Inc.

^۲. Western National Bank

^۳. Winter

مسئول حساب چند شرکت مشابه بوده است که روی فن آوری جدید کار می کرده‌اند. جدول‌های ۳ و ۴ صورت‌های مالی ای را نشان می‌دهد که آقای هاسکینز با خود به بانک برد.

آقای هاسکینز به‌طور کلی از رابطه‌ی وام جاری خود با بانک سانی‌ویل^۱ ناراضی بود. وامی که ۶ میلیون دلار بود و با وثیقه گذاشتن موجودی‌ها و حساب‌های دریافتنی قابل وصول بود. وی معتقد بود که آقای فلینت^۲، مسئول وام در سانی‌ویل، تلاشی برای درک وضعیت شرکت نمی‌کرد، و دائماً پیشنهاداتی می‌کرد که نادرست بود. آقای فلینت هر ۶ ماه یک‌بار به شرکت ابزار پزشکی سر می‌زد، و هرچند که ملاقات‌ها دوستانه بود، اما برای آقای هاسکینز ارزش چندانی به همراه نداشت. به‌علاوه، آقای هاسکینز معتقد بود که بانک در بررسی و تأیید این که کدام حساب‌های دریافتنی به‌عنوان تضمین قابل قبول است، بسیار نامعقول عمل کرده است. برخورد محدودکننده‌ی بانک توان شرکت را برای گسترش در لحظاتی کاهش داده بود که در آن لحظات، افزایش اعتبار عنصر کلیدی برای سودآوری تلقی می‌شد.

آقای هاسکینز کاملاً مایل بود حساب‌های دریافتنی، موجودی‌ها و سایر دارایی‌های شرکت را که مورد قبول بانک بود، مشروط به عادلانه‌بودن ترتیبات برای شرکت، به‌عنوان 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 زبان‌های شرکت، به‌رغم محصولات عالی‌ای که شرکت تولید می‌کرد و در

^۱. Sunnyvale Bank

^۲. Flint

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 به‌عنوان وثیقه به‌کار 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. به‌طور 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 به‌دلیل 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 می‌شد. هرچند آقای هاسکینز باور داشت که سرمایه‌ی پاره‌ای از مشتریان خیلی کم است، اما جمع‌آوری مطالبات وضعیتی عالی داشت. البته، پرداخت با تأخیر واقعی رقابتی بود؛ همه‌ی فروشندگان کمی تأخیر را می‌پذیرفتند. حساب‌های دریافتی در دفاتر حسابداری شرکت در تاریخ ۳۱ دسامبر ۱۹۹۵، از جمله ۱/۸ میلیون دلار مطالبات از مشتریان

خارجی، ۲۷٪ کل دارایی‌ها را نشان می‌داد. جدول عمر حساب‌های دریافتی در جدول ۳ آمده است:

جدول ۳

(ارقام به دلار)

ماه ارسال کالا	عمر مطالبات (روز)	مانده‌ی حساب‌های دریافتی	فروش
دسامبر ۱۹۹۵	۳۰-۰	۲۵۹۸,۰۰۰	۲۹۱۷,۰۰۰
نوامبر	۶۰-۳۱	۱,۸۹۰,۰۰۰	۲,۶۵۷,۰۰۰
اکتبر	۹۰-۶۱	۶۲۷,۰۰۰	۲,۷۳۰,۰۰۰
ماه‌های قبل	بیش از ۹۰	۸۱,۰۰۰	
جمع		۵,۹۹۶,۰۰۰	

آقای وینتر سؤالاتی در مورد سابقه‌ی وام‌های اعطایی نیز مطرح کرد، و از آقای هاسکینز خواست تا امکان دسترسی کاملی به ارقام بخش‌های مختلف فعالیت شرکت برای بانک فراهم آورد. در سال ۱۹۹۵، دو بخش از سه بخش فعالیت شرکت نزدیک به نقطه‌ی سربه‌سری بود، و برنامه‌ریزی شده بود که در سال ۱۹۹۶ سودآور شوند. بخش سوم فعالیت شرکت که از فرصت‌های رشد عظیمی برخوردار بود، هنوز زیان می‌داد، و مدیریت می‌کوشید که به سرعت موقعیت تولید و فروش این بخش را بهبود بخشد. هر سه بخش فعالیت شرکت سازمان‌های تحقیقاتی، تولیدی، فروش، و بازاریابی موفق‌ی داشتند.

وقتی آقای وینتر به بانک بازگشت، بلافاصله از دیگر مسئولان اعتباری کمک گرفت تا رابطه‌ی بسیار نزدیک و سترن نشنال بانک و بایولجیکال لبز را مورد مطالعه قرار دهد. جلسه‌ای ترتیب داده شد و یکی از معاونان آن شرکت به بانک آمد تا به آقای وینتر اطمینان دهد که آقای هاسکینز مدیر اجرایی قوی‌ای 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 نامه‌ی پشتیبانی دال بر این که «از تلاش‌های شرکت ابزار پزشکی حمایت می‌کند و برای آن شرکت طرح‌های 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 و سترن نشنال آمد تا توضیح دهد که بانک سانویل آماده نیست که میزان وام به شرکت با وثیقه‌سپاری دارایی‌های 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
دولار (۱٫۴۸۷)	دولار (۱٫۱۷۶)	دولار (۱٫۲۸۹)	خالص سود (زیان)

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

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

* 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. به‌علاوه، فرد پی‌گیری است که هر هفته با

تقاضای جدیدی به بانک می‌آید. اگر چیزی را بخواهد، ول کن مسأله نیست؛ همین جور می‌آید تا بالاخره کار را انجام بدهد و برود. پیترو همواره به دنبال آن است که به سراغ بالاترین مقام در بانک برود، و مسأله‌اش را حل کند. او بانک سان‌فرانسیسکو 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 درست کار 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 بیولوژیکال لبز هم نقطه‌ی قوت مهمی است.»

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 مضاربه 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 به‌طور دائمی تمدید شده و افزایش یافته بود. درخواست اخیر آقای تجدد برای ۱۰ میلیارد ریال اعتبار جدید بود که می‌خواست صرف تأمین مالی نیازهای پیش‌بینی‌نشده 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 تجربه 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 رشته لباس کودک را برگزید، چرا که به نظر او تقاضای

^۱. آخرین ویرایش این افته در اول مهرماه سال ۱۳۹۸ برای ارائه در درس «افته‌هایی در مالی شرکت‌ها» در دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف نیم‌سال اول تحصیلی ۹۸-۹۹ انجام شده است. اولین ویراست این متن در اواخر دهه ۶۰ شمسی توسط حسین عبده تبریزی براساس طرح افته خارجی، اما با استفاده از اطلاعات شرکت ایرانی تهیه شده بود. آن‌گاه در اواخر دهه ۸۰، همان ساختار منطبق با اطلاعات شرکت بازرگانی دیگری شد. ویراست اخیر صرفاً شامل اصلاحات ویرایشی است و از نظر مفهومی یا اطلاعاتی، چیزی بر ویراست دوم نیفزوده است.

ارضانشده 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 مغازه 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 نحوه 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 سابقه 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 مغازه‌ها انتقال می‌یافت. مغازه‌ها همه استیجاری بودند و سرقفی پرداخت نشده بود. اجاره متوسط ماهانه 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. عمده 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. بیش تر فروش مربوط به سه فروشگاه شمال شهر تهران بود، چرا که از تاریخ افتتاح دیگر مغازه‌ها فقط ۲ یا ۳ ماه می گذشت. غیر از سرمایه گذاری 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 جلسه ملاقات با آقای وثیق برای وی توضیح داد که در رشته لباس کودک رقابت کم و سود زیاد است. آقای وثیق به این نتیجه رسید که اعطای اعتبار ۱۵ میلیارد ریالی به شرکت جوان و در حال 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 مانده حساب در پایان سال ۱۳۸۷ کلاً صفر شود. آقای وثیق با شناخت روحیه متهور و زیاده طلب 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 مانده 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 می شد 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 مانده 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 می رسید. 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 اداره 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 شعبه دیگری در رشت باز کند. وی می‌خواست با اعتبار جدید موجودی کالایی را که قبلاً در فروشگاه‌های 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 تهیه 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 هزینه اجاره 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، همه بدهی خود به بانک را بپردازد، اما با پرداخت ۹ میلیارد ریال از یک تعهد ۱۰ میلیارد ریالی، دست کم مانده 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، مانده 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 واریز نماید.

رویدادهای ۶ ماه اول سال ۱۳۸۹

در اوایل فروردین ۱۳۸۹، آقای تجدد یک بار دیگر با ترازنامه 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 همه 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 زمینه واردات در اواخر ۱۳۸۸ نیز اطلاعاتی در اختیار بانک گذاشت. هدف از این فعالیت کاهش قیمت تمام‌شده 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 این رو، 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 می گفت شرکت سه فروشگاه جدید دیگر، یکی در تهران و دو فروشگاه دیگر در اصفهان تأسیس کرده است. با افتتاح این سه، جمع کل فروشگاه های شرکت به ۱۶ واحد می رسید. بعد از بررسی گزارش مالی سال ۱۳۸۸، آقای تجدد از آقای وثیق ۱۵ میلیارد ریال اعتبار اضافی تقاضا کرد تا موجودی های لازم برای فصل بهار را تدارک ببیند. وی گزارش کرد که موجودی ها برابر ۸۰ میلیارد ریال بوده و اعتبار اضافی، کل بدهی شرکت به بانک را به ۳۵ میلیارد ریال می رساند (جدول ۱). آقای تجدد اعتقاد راسخ داشت که مبلغ مورد تقاضای وی فقط در فصل بهار ضرورت داشت (یعنی در فصلی که موجودی ها 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 فعالیت های 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 خرده فروشی و ۹/۷ میلیارد ریال از واردات حاصل شده بود. پیش بینی می شد در سه ماهه بعدی، فروش خرده فروشی به ۱۸۰ میلیارد ریال برسد، و در عین حال، با کنترل دقیق موجودی ها، موجودی کالاهای خرده فروشی تا پایان شهریور ماه به ۶۰ میلیارد ریال کاهش یابد. در پاسخ به استعلام بانک، آقای تجدد موجودی های 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 گفت وگوهای خود با آقای تجدد در زمینه طرح های 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 جلسه 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 آینده 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 ترازنامه 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 بهاره 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 می کرد و حتی به فروشگاه های دیگر نیز جنس می فروخت. 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 می رود. آقای تجدد از حجم فروش شرکت نیز راضی بود، چرا که معتقد بود به رغم شکوه رقبا از کساد بازار، وی سطح فروش گذشته خود را هم چنان حفظ کرده است. با توجه به رشد مداوم شرکت و همکاری آن با بانک، آقای تجدد اظهار امیدواری می کرد که بانک از شرکت به طور کلی راضی باشد، و با تقاضای جدید وام موافقت کند.

انتظار می رفت اعتبار جدید مورد درخواست به مبلغ ۱۰ میلیارد ریال صرف تسویه اعتبار اسنادی مربوط به کالاهای رسیده به بنادر 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 سال های گذشته سود شرکت از خرده فروشی حاصل شده بود، اما آقای تجدد مطمئن بود آینده به فعالیت عمده فروشی 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 آن جا که کل اعتبار ۴۰ میلیارد ریالی امکان گسترش فعالیت های تولیدی را فراهم می آورد، آقای تجدد معتقد بود که جریان های نقدی حاصل از فعالیت تولیدی در شش ماه آتی به مراتب بیش از مبلغ کل بدهی به بانک می شد.

سؤال‌ها

۱. آیا نحوه 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 آنقدر زیاد خواهد بود که واریز کل وام ممکن می‌شود؟ نظر شما در این مورد چیست؟

جدول ۱

شرکت پوشاک همیار

فهرست مانده 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

مستخرجه از ترازنامه 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
۳۰۱,۰۰۰	۸,۳۰۰	۲,۲۰۰		۲,۸۰۰					بدهکاران
۱۰۵,۰۰۰	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.ا.ن	۳۰,۶۰۰	د.ا.ن	۲۰,۷۰۰	۱۷,۷۰۰	۱۳,۶۰۰	مبلمان و لوازم (خاص)
۲,۱۰۰	۴,۳۰۰	۴,۱۰۰	د.ا.ن	۴,۱۰۰	د.ا.ن	۷,۷۰۰	۲,۷۰۰	۲,۱۰۰	سایر دارایی‌ها
۲۲۱,۲۰۰	۱۸۸,۷۰۰	۱۴۹,۲۰۰	د.ا.ن	۱۰۷,۴۰۰	د.ا.ن	۹۷,۲۰۰	۷۷,۲۰۰	۴۷,۳۰۰	جمع دارایی‌ها
									بدهی‌ها و سرمایه
۳۰,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	۱۵,۰۰۰	۳۵,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۲۵,۰۰۰	۱۶,۰۰۰	۱۵,۰۰۰		اسناد پرداختنی - بانک
				۱,۷۰۰		۲,۶۰۰	۱,۱۰۰	۳,۱۰۰	اسناد پرداختنی - دیگران
۴۰,۲۰۰	۴۲,۶۰۰	۳۵,۲۰۰	۲۲,۰۰۰	۱۵,۱۰۰	۲۶,۰۰۰	۲۲,۲۰۰	۱۱,۰۰۰	۱۰,۷۰۰	حساب‌های پرداختنی
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
۱۴۰,۰۰۰	۱۱۱,۶۰۰	۸۷,۰۰۰	د.ا.ن	۷۴,۱۰۰	د.ا.ن	۵۳,۲۰۰	۴۵,۲۰۰	۳۰,۸۰۰	ارزش ویژه
۲۲۱,۲۰۰	۱۸۸,۷۰۰	۱۴۹,۲۰۰	د.ا.ن	۱۰۷,۴۰۰	د.ا.ن	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.ا.ن.: در اختیار نیست

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

فصل چهارم:

ساختار مالی و تقسیم سود

افتهی ۱-۴. شرکت محصولات آوون

؟؟؟

افتهی ۲-۴. 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 این‌قدر 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 سنتر 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. گوین 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،

^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 Katsu Mizuno

^۳ Lynch Investment

^۴ Big Apple

^۵ Anna Curti

^۶ Gavin Phillips

^۷ debt-equity ratio

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.

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 لنس 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، قابل‌مقایسه 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 همسازي شرکت‌های هم‌ردیف مطمئن شود. نخست این‌که 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

^۱. William Duran

^۲. Lance Alton

دارد. از این رو، 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؟ می‌زونی به این جا رسید که یک رویکرد استفاده از بتای «با اهرم» و «بدون اهرم» است که به شکل زیر محاسبه می‌شود:

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

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 تنزیل شده^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

^۱. Coverage ratios

^۲. Discounted Cash Flow (DCF)

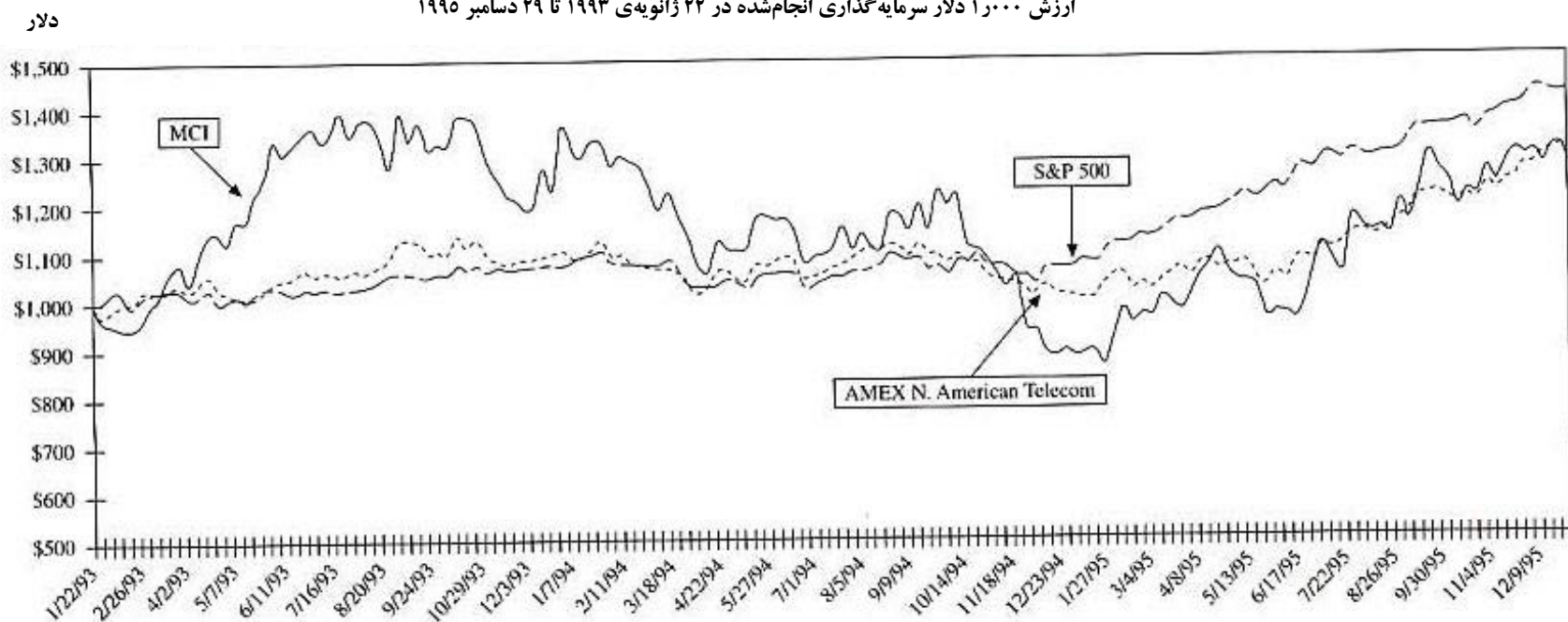
چقدر انعطاف می‌خواهد و بررسی این‌که چگونه این راهبرد مالی بر تصمیمات تجاری شرکت تأثیر می‌گذارد^۱.

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

^۱ . 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 ۳۵۵۶ 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 ۱۵۰۰۰ 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 ژانویه‌ی 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 به‌علاوه اجاره‌های سرمایه‌ای شده (LTD)	کل پوشش بهره (EBIT) تقسیم بر بهره	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)	بدهی بلندمدت تقسیم بر (بدهی بلندمدت + ارزش دفتری حق مالی)	بدهی بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری حق مالی	بدهی بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حق مالی
آمریتک	Ameritech	۵۹,۵۰\$	۵۵۴	۳۲,۹۶۳\$	۴,۵۴۷٪	۷,۱	۰,۳۹۲	۰,۱۲۱	۰,۶۴۵	۰,۱۳۸
ای‌تی‌اندتی	AT&T	۶۶,۸۸	۱,۵۹۲	۱۰۶,۴۷۳	۱۳,۰۷۳	۹,۶	۰,۳۹۲	۰,۱۰۹	۰,۶۴۵	۰,۱۲۳
ارتباطات ام‌سی‌آی	MCI Communications	۲۷,۷۵	۶۸۱	۱۸,۸۹۸	۳,۹۷۷	۶,۲	۰,۲۹۲	۰,۱۷۳	۰,۴۱۲	۰,۲۰۹
اسپرینت	Sprint	۴۰,۰۰	۳۵۱	۱۴,۰۴۰	۵,۴۷۴	۴,۷	۰,۵۷۳	۰,۲۸۱	۱,۳۴۲	۰,۳۹۰
ورلدکم	worldCom (LDDS)	۳۵,۲۵	۱۹۳	۶,۸۰۳	۳,۳۹۲	۲,۹	۰,۶۳۲	۰,۳۳۳	۱,۷۱۷	۰,۴۹۹
اس‌اند‌پی ۵۰۰	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	ثمر سود سهام پرداختی (درصد)	نرخ رشد تاریخی عایدی هر سهم (درصد)	رشد ۵ ساله‌ی برآورد نرخ 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٪	۳,۶٪	۴,۵	۸,۵	۶,۷
ای‌تی‌اندتی	AT&T	۱,۱۱	۴,۰۰	۱۶,۷	۱,۳۲	۳۳,۰	۲,۰٪	۷,۰	۱۱,۵	۸,۹
ارتباطات ام‌سی‌آی	MCI Communications	۱	۱,۷۵	۱۵,۹	۰,۰۵	۲,۹	۰,۲٪	۱۴,۵	۱۱,۵	۵,۴
اسپرینت	Sprint	۱,۰۵	۲,۹۰	۱۵,۸	۱,۸۸	۶۴,۹	۴,۷٪	۱۷,۵	۱۳,۵	۶,۱
ورلدکم	worldCom (LDDS)	۱,۷۷	۱,۷۵	۲۰,۱	۰	۰	۰,۰٪	۳۵,۰	NA	۹
اس‌اند‌پی ۵۰۰	S&P500	۱	۳۹,۰۰	۱۵,۶	۱۳,۹	۳۵,۶	۲,۳٪	۷,۰		

شکل ۴

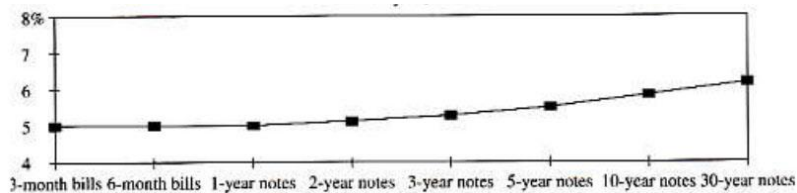
شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه ساختار سرمایه

۱۵ فوریه 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 فوریه ۱۹۹۶



مأخذ اطلاعات: بلومبرگ

شکل ۵

شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه
صورت سود و زیان

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

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 ۷

شرکت ارتباطات ام‌سی‌آی: نظریه‌ی ساختار سرمایه
عایدی هر سهم در مقابل عایدی از قبل از بهره و مالیات

نرخ بهره‌ی بدهی جدید
بدهی اضافی
نرخ مالیات

نرخ بهره‌ی بدهی‌های قبلی
بدهی قبل از اخذ وام جدید
نرخ مالیات

بهترین وضعیت	بهترین وضعیت	محتمل‌ترین وضعیت

بدهی اضافی
سود عملیاتی (EBIT)
مخارج بهره (بدهی قدیم +
بدهی جدید)
سود قبل از مالیات
مالیات
سود خالص
تعداد سهام
عایدی هر سهم

بهترین وضعیت	بهترین وضعیت	محتمل‌ترین وضعیت

وضعیت موجود
سود عملیاتی (EBIT)
مخارج بهره
سود قبل از مالیات
مالیات
سود خالص
تعداد سهام
عایدی هر سهم (وضعیت
موجود)

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 - بستانهان حساس باشید.	اگر روی ارقام «بهترین» شرکت قابل مقایسه تمرکز یابید، احتمال زیادی می‌رود که در مدل‌های برآورد آماری (مثل بتا، خط‌های 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 گینز بورو^۱

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

در اواسط سپتامبر ۲۰۰۵ آشلی سوانسن^۴، مدیر مالی شرکت گینز بورو 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 به سابقه‌ای 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 بورو برای سال‌های متمادی بسیار سودآور بود، و سود تقسیمی آن بر اساس منطقی قابل پیش‌بینی رشد

^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 بورو شرکتی ساختگی است، ولی افته براساس مسائل شرکت‌های مدرن طراحی شده است. تمام حقوق این اثر متعلق است به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینیا، شرلوثرویل (Charlesville)، ۲۰۰۵.

^۲. Gainesboro Machine Tools Corporation

^۳. dividend policy

^۴. Ashely Swenson

^۵. stock buy back

می‌کرد. در پنج سال گذشته سودآوری شرکت تحلیل رفت و مدیران شرکت دو برنامه‌ی جامع تجدیدساختار^۱ 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^۲ 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.

به‌عنوان 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.

به‌طور 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 به‌نظر می‌رسید موردقبال بازار قرار گرفته است. مدیران شرکت قول داده بودند که دستگاه جدید رقا 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^۳ بپیوندد. هیچ کدام از موسسات مودیز^۴ و استاندارد اند پورز^۵ رتبه‌ای را برای شرکت اعلام نکرده بودند، چراکه شرکت تا آن زمان

^۱. restructuring

^۲. Dividend announcement

^۳. growth stock

^۴. Moody's

^۵. Standard & Poor's

اوراق قرضه‌ای منتشر نکرده بود. ولیو لاین^۱ 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 به‌عنوان سهامی جاافتاده^۲ نگاه می‌کند، یا به‌طور 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 به‌دنبال عایدی سرمایه^۳‌اند، و یا سود تقسیمی باثباتی را انتظار دارند؟ آیا بازخرید سهام به‌عنوان 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 به‌چه کار می‌آیند؟

حقایقی راجع به شرکت

گینزبرو در سال ۱۹۲۳ در کنکورد و در شهر نیوهمپسفر تأسیس شد. مؤسسان شرکت دو مهندس به‌نام‌های جیمز گینز، و دیوید اسبرو بودند. آن دو در دانشگاه همکلاسی بودند، و هم‌چنین به‌عنوان 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 گینزبرو را تأسیس کردند.

گینزبرو در اوایل تأسیس برخی قطعات ماشین‌آلات را از قبیل دستگاه پرس و قالب‌های صنعتی طراحی و تولید می‌کرد. در دهه‌ی ۱۹۴۰ واحد بزرگ تولیدی شرکت محصولات از قبیل تجهیزات زرهی، قطعات تانک، و نیز بسیاری از تجهیزات موردنیاز واحدهای نظامی مانند دستگاه پرچ و دستگاه جوش تولید می‌کرد. بعد از جنگ جهانی دوم شرکت بر تولید پرس‌های و قالب‌های صنعتی فلز و پلاستیک متمرکز شد. تا سال ۱۹۷۵ شرکت به‌عنوان تولیدکننده‌ی نوآور ماشین‌های صنعتی و دستگاه‌های تراشکاری، شهرتی را در بازار برای خود دست و پا کرده بود.

^۱. Value Line

^۲. blue-chip stock

^۳. capital gain

در اوایل دهه‌ی ۱۹۸۰ شرکت وارد حوزه‌ی ساخت نرم‌افزارهای طراحی و نیز تولید ماشین‌آلات کامپیوتری^۱ (CAD/CAM) شد. گینزبرو با همکاری یک شرکت کوچک نرم‌افزاری، خط تولید پرس‌های صنعتی را راه‌اندازی کرد؛ پرس‌هایی که با استفاده از کامپیوتر، قطعات فلزی تولید می‌کردند. سپس گینزبرو آن شرکت نرم‌افزاری را خرید و طی چند سال خط تولید ماشین‌آلات کامپیوتری (CAM) را کامل کرد. در همان زمان شرکت پروژه‌ی فوق‌العادی را در زمینه‌ی نرم‌افزارهای طراحی (CAM) راه‌اندازی کرد. این نرم‌افزارها مهندسان را قادر می‌ساخت مشخصات دقیق قطعات را در کامپیوتر طراحی کنند؛ طرح‌ها سپس به‌عنوان ورودی به بخش تولید منتقل می‌شدند، و قطعات بدون نیاز به مدل و بدون دخالت عامل انسانی تولید می‌شدند. در پایان سال ۲۰۰۴، نرم‌افزارهای طراحی و تولید ماشین‌آلات کامپیوتری (CAD/CAM)، ۴۵ درصد از فروش شرکت را شامل می‌شد. پرس و قالب‌های صنعتی نیز ۱۵ درصد از فروش شرکت را تشکیل می‌داد.

بیشتر شرکت‌های تولیدکننده‌ی پرس و قالب‌های صنعتی، شرکت‌هایی محلی یا منطقه‌ای با تعداد محدودی مشتری بودند، به همین دلیل گینزبرو در آن زمان به‌عنوان رهبر واقعی صنعت بود. در صنعت CAD/CAM برخی از شرکت‌های بزرگ‌تر مانند اتودسک، کاندک دیزاین و سینوپسیس^۲ برای تسلط بر بازار در حال رشد با هم رقابت می‌کردند.

در دهه‌ی ۱۹۹۰ گینزبرو به‌عنوان رهبر بازار در حال تنظیم استانداردهای صنعت CAD/CAM بود، اما هجوم شرکت‌های بزرگ خارجی به صنعت و افزایش نرخ برابری دلار، فروش شرکت را با موانع جدی مواجه کرد. در اواخر دهه‌ی ۱۹۹۰ و اوایل سال ۲۰۰۰، پیشرفت‌های فناوری و پیدایش سرمایه‌گذاران خطرپذیر^۳ زمینه‌ی را برای ورود شرکت‌های متخصص و مدرن به صنعت فراهم کرد. در نتیجه، گینزبرو در برخی از زمینه‌ها مانند توسعه‌ی

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

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

^۳. venture capitalism

نرم افزارهای کاربرپسند و یکپارچه سازی فرآیند طراحی و 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 ی تحقیق و توسعه ی شرکت را به CAD/CAM اختصاص داد. ثانیاً شرکت دو برنامه ی تجدید ساختار جامع را به اجرا درآورد. در سال ۲۰۰۲ دو خط کسب و کار کم بازده 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. هزینه های تجدید ساختار بالغ بر ۶۵ میلیون دلار بود. در سال ۲۰۰۴ شرکت با تغییر استراتژی های تولید دومین دور برنامه های تجدید ساختار را با هزینه ی ۸۹ میلیون دلار پیاده سازی کرد.

آخرین صورت سود و زیان و ترازنامه ی تلفیقی شرکت در شکل های ۱ و ۲ نشان داده شده است. هرچند زیان های ناشی از دو برنامه ی تجدید ساختار بالغ بر ۲۰۲ میلیون دلار می شد، آثار مثبت آن برنامه ها از یک طرف و نیز تأکید شرکت بر بودجه ی تحقیق و توسعه ی CAD/CAM، در سال ۲۰۰۵ تحولی بزرگ در شرکت ایجاد کرد. این برنامه ها نه تنها دانش فنی شرکت را افزایش داد، بلکه تحقیقات شرکت به توسعه ی سیستمی انجامید که بنا به نظر مدیران شرکت، انقلابی در صنعت ایجاد می کرد. سیستم یاد شده که Artificial Workforce نام گرفته بود، مجموعه ای از سخت افزارها و نرم افزارهای پیشرفته را شامل می شد که فرآیند طراحی و تولید را یکپارچه می کرد.

سیستم Artificial Workforce به مهندسان اجازه می دهد که قطعه ای را در نرم افزار CAD طراحی کنند، و طرح را به عنوان ورودی به تجهیزات CAM منتقل کند. این تجهیزات ترکیب شیمیایی و ویژگی های مهندسی قطعات مختلف را با استفاده از ماشین های مختلف کنترل می کنند. سیستم یاد شده هم چنین محصول نهایی را مونتاژ کرده و بسته بندی می کند. سیستم Artificial Workforce بر اساس یک مدار الکترونیکی فوق پیشرفته کار می کند

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 تسویه‌ی 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 به صورت 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 نرم افزارهای جدید و افزودن ویژگی های جدید به سیستم بستگی دارد. انتظار می رود درآمد فروش در بازارهای بین المللی از طریق دفاتر شرکت در فرانکفورت (آلمان)، لندن (انگلیس)، میلان (ایتالیا) و پاریس (فرانسه) و نیز دفاتر جدید در هنگ کنگ (چین)، سئول (کره)، مانیلا (فیلیپین) و توکیو (ژاپن) در سال ۲۰۰۷ بالغ بر ۱۵۰ میلیون دلار باشد. در حال حاضر فروش بین المللی ۱۵ درصد از درآمدهای شرکت را شامل می شود.

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 به کار رفته در Artificial Workforce را به طور قانونی ثبت کرده است، مدیران شرکت اطلاع پیدا کرده اند که دو شرکت بزرگ دیگر در حال راه اندازی محصول های مشابهی هستند، که احتمالاً طی ۱۲ ماه آینده به بازار معرفی می شوند. دوم این که فروش پرس، قالب های صنعتی، دستگاه های تراش و تجهیزات CAD/CAM به شدت تحت تأثیر چرخه های تجاری است. این در حالی است که پیش بینی های جاری از رشد اقتصاد امریکا چندان امیدوارکننده نیست. همان طور که در شکل ۳ نشان داده شده است، انتظار می رود تولید ناخالص داخلی امریکا طی سال های آینده در سطح نه چندان چشمگیر ۳ درصد ثبات داشته باشد. انتظار می رود تولیدات صنعتی که از سال ۲۰۰۱ تا کنون بهبود قابل ملاحظه ای داشته است، در سال بعد و سال بعدی روندی رو به نزول داشته باشد. با وجود نگرانی ها از محیط اقتصاد کلان، گینزبرو نسبت به چشم انداز آتی شرکت خوشبین است، چرا که سیستم Artificial Workforce در مرحله ی معرفی بسیار موفقیت آمیز ظاهر شده است.

اهداف شرکت

برنامه های تجدید ساختار و پیشرفت های اخیر فناوری در شکل گیری برخی از اهداف شرکت نقش داشتند. بر اساس اولین و مهم ترین هدف شرکت، مدیران انتظار دارند و می خواهند شرکت با نرخ مرکب سالانه ی ۱۵ درصد رشد کند. طی سه سال گذشته اغلب برنامه های شرکت در راستای تحقق هدف یاد شده اجرا شده است. داده های

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 این که ترکیب محصولات شرکت باید به‌طرز قابل توجهی 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 این که شرکت باید در حوزه‌ی بین‌المللی رشد فوق‌العاده‌ای داشته باشد، به‌طوری که 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 این که 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 بدهی گریزان 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 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 به‌طرز 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،

^۱. joint venture

و همگی عضو هیأت مدیره اند، مدیران شرکت منافع سهامداران خارج شرکت را در اولویت قرار می دهند (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 جنبه های 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 تلاش هایش شرکتی از خود به یادگار گذاشته که از نظر مالی توانمند و از نظر پیشرفت های 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 قریب الوقوع سود به سهامداران اطمینان حاصل کند.

گینز از انتخاب و تربیت مدیران جوان که به زعم او امید آینده ی شرکت اند، بسیار به خود می بالد. آشلی سوانسن کارشناس رشته ی مهندسی الکترونیک است، و قبل از ورود به دانشگاه در شرکت مونترولا تحلیل گر سیستم بوده است. او در سال ۱۹۹۵ در حالی که به تازگی دوره ی 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 کم ترین مقدار از سال ۱۹۹۰ بود. در سال ۲۰۰۴، هیأت مدیره با وجود این که در آن سال به ازای هر سهم بزرگ ترین زیان تاریخی خود را گزارش کرده بود، اعلام کرد که بابت هر سهم ۰/۲۵ دلار پرداخت می کند، 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 اخیر حامل 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 عکس‌العمل 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 این‌گونه 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، چراکه 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 رقیق‌شدن 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 هم‌چنین، مطالعه‌ی جان لینتر 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 به‌ندرت 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 به‌منظور مطالعه‌ی توجیه‌پذیری درصد سود تقسیمی ۴۰ درصد، صورت منابع - مصارف پیش‌بینی‌شده^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 پیش‌بینی‌شده در سودآوری شرکت با صرفه‌های ناشی از مقیاس حاصل از Artificial Workforce هم‌خوانی 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 کسب‌وکارش آگاهی اندکی دارند. مطالعه‌ی یادشده در مورد سهامداران نیز

^۱. projected sources-uses statement

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 برا 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 باز خرید سهام حتی پیچیده‌تر می‌شد. آیا گینزبرو باید وجوه خود را صرف باز خرید 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 متشتت است.

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

پایان سال ؟؟؟				
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 دریافتی
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 پرداختی
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
			۱۹۹۰-۲۵۶/۱۵۱ و ۲۵۵-۱۹۹۱/۵۰۶
۳۰۰,۱۲۶	۲۸۲,۵۴۱	۴۰۱,۱۷۲	کل حقوق صاحبان سهام
۷۲۱,۳۵۰\$	۵۴۲,۲۲۳\$	۶۷۴,۵۸۳\$	کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

شکل ۳: شاخص های اقتصادی و پیش بینی ها (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 خزانه‌ی سه ماهه
۵/۷	۴/۸	۴/۳	۴/۳	۴/۰	۴/۶	۵/۰	ثمر اوراق خزانه‌ی 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		
درصد	سهام	درصد	سهام	
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 ی هر سهم	جریان نقدی هر سهم	قیمت هر سهم			متوسط P/E	درجه پرداختی سود	متوسط	سهام موجود
					بالاترین	پایین ترین	متوسط				
۱۹۸۹	۱۴\$	۰\$/۴۵	۰\$/۱۸	۰\$/۹۷	۲۰\$	۹\$/۶۹	۱۴\$	۳۲٪/۴	۴۰٪	۱٪/۲	۱۵/۴۹
۱۹۹۰	۱۶/۰۰	۰/۷۴	۰/۲۲	۱/۲۹	۲۱/۱۱	۱۰/۱۸	۱۴/۸۵	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\$	\$	(۷/۵۷)	۰/۲۵	(۰/۹۷)	۳۹/۸۸	۱۸/۳۸	۲۹/۱۵	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 کینزبرو
								شرکت‌های CAD – CAM (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 مِلدفلو
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 هوپل
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 آکچوانت. 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 مسوولیت 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 یو‌آی‌ال
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 گوج
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

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

افته‌ی ۴-۴. شرکت باغ میشه

فصل پنجم:

مالی زمین و ساختمان

افته‌ی ۱-۵. 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

^۱. این افته توسط آقایان دکتر حسین عبده تبریزی و غلامرضا افشار براساس اطلاعات واقعی درمورد شرکتی 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.

دانشگاه تهران، طرح‌های آماده‌سازی بابل و رودهن، پروژه‌ی بیمارستانی رودسر و فومن، پروژه‌ی بیمارستان اعصاب، پروژه‌ی هواپیمایی جمهوری اسلامی ایران، 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، رودسر 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 مجتمع‌زیستی 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 بهشت زهرا 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 زیان‌های انباشته‌ی سال‌های گذشته، شرکت نباید عملاً قادر به ادامه‌ی حیات می‌بود، اما به دلیل حمایت دولت و دریافت پروژه‌های دولتی، به رغم 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 هرچند 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 ۲۰٫۰۰۰ متر است، اما ۲۰٫۰۰۰ 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 پیش خرید 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 مسکن‌آفرین 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 مهروش تا چه حد قابل قبول است؟ نظر وی را با نظر آقای منافی مقایسه کنید.

راه‌های دیگر تأمین مالی را نام برده، و برای تأمین مالی طرح‌های 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:

ورودی به شرکت قبل از سال	۶۸	۸۲ نفر
ورودی به شرکت در 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
		<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 آن‌که 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 ۲۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال است که بدین ترتیب کل هزینه به‌شرح زیر برآورد می‌شود:		
	هزینه‌ی زمین	۱۵٫۰۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال
	هزینه‌ی ساخت	۱۴۵٫۵۵۷٫۲۰۰٫۰۰۰ ریال
	کل هزینه‌ی پروژه	۱۶۰٫۵۵۷٫۲۰۰٫۰۰۰ ریال
۳. محاسبه‌ی فضاها‌ی مفید قابل‌فروش 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		۷۰٫۸۴۰
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 قابل‌فروش تجاری		۳٫۲۹۲٫۵ مترمربع
زیربنای مفید انبارها:		
مترمربع ۸٫۰۲۵ = ۱۰٫۷۰۰ متر پس از کسر ۲۶٫۷۵ 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 قابل‌فروش:		
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 پیش‌بینی‌شده	ریال	۲۷۲٫۶۸۱٫۲۵۰٫۰۰۰
طبق توافق انجام‌شده، سهم شهرداری از پروژه‌ی فوق برابر رقم زیر خواهد بود:		
		۶۳٫۴۸۰٫۰۰۰٫۰۰۰ = ۳٫۰۰۰٫۰۰۰ × ۲۱٫۱۶۰
		۲۸٫۰۰۷٫۵۰۰٫۰۰۰ = ۸٫۵۰۰ × ۳٫۲۹۲٫۵
جمع کل		۹۱٫۴۸۷٫۵۰۰٫۰۰۰
محاسبه‌ی سود و زیان پیش‌بینی‌شده‌ی مجتمع:		
الف. قیمت فروش سهم ۷۷٪ اداری و ۵۰٪ تجاری، انباری و پارکینگ و فضای ورزشی:		
ریال		۱۷۲٫۶۸۱٫۲۵۰٫۰۰۰
ب. اضافه می‌شود قیمت فروش ۶٫۰۰۰ متر افزایش تراکم مابه‌ازای ۸٫۶۴۰ متر اصلاحی شهرداری		
ریال		۱٫۳۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰
جمع مبالغ قابل دریافت از فروش		۲۷۱٫۳۸۱٫۲۵۰٫۰۰۰
کسر می‌شود قیمت زمین و هزینه‌های ساخت		(۱۶۰٫۵۵۷٫۲۰۰٫۰۰۰)
سود مورد پیش‌بینی		۱۱۰٫۸۲۴٫۰۵۰٫۰۰۰

شرکت مسکن آفرین

فهرستی از منابع مالی پروژه‌ی مدرس از دیدگاه یکی از مدیران

پاییز ۱۳۷۳

روش های تأمین مالی:					
۱. بانک ها (مشارکت حقوقی و مشارکت مدنی)					
۲. مشارکت با اشخاص حقیقی و حقوقی					
۳. پیش فروش					
۱. مشارکت با بانک ها مستلزم مقدماتی است:					
مشارکت مدنی نیازمند تأمین ۲۰٪ منابع از سوی شرکت است؛ به علاوه؛ بانک هزینه ی ساخت را حداکثر ۲۵۰٫۰۰۰ ریال برای هر مترمربع (در مقابل هزینه ی پیش فروش شده ی ۷۰۰٫۰۰۰ ریالی شرکت) خواهد پذیرفت که برای حدود ۲۳۰٫۰۰۰ مترمربع بنا، حداکثر معادل ۵۷٫۵۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰ ریال پرداخت می کند.					
جمع کل		۵۷٫۵۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰	=	۲۵۰٫۰۰۰	×
سهم بانک		۴۶٫۰۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰	=	۸۰٪	×
سهم شرکت		۱۱٫۵۰۰٫۰۰۰٫۰۰۰	=	۲۰٪	×
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 مداخله ی مستمر این افراد در امور شرکت جلوگیری شود. اما سرمایه گذاران بر این امر واقف اند که اگر مثلاً اوراق مشارکت شهرداری را خریداری کنند که کاملاً تضمین شده و بدون خطر است، حداقل سالانه ۲۰٪ سود به دست می آورند. با توجه به این که عایدات ناشی از اجرای پروژه ممکن است متفاوت با پیش بینی انجام شده باشد، لذا بابت این خطر سرمایه گذاران توقع به دست آوردن شاید حداقل ۱۰٪ بازده داشته باشند (یعنی در کل ۱۰٪ + ۲۰٪ = ۳۰٪)، از این رو، موقعی باید طرح را اقتصادی دانست که پیش بینی به دست آوردن حداقل ۳۰٪ بازده، بعد از مالیات از مشارکت در طرح، امکان پذیر 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:
		دارایی های جاری
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
		دارایی های بلندمدت
۱۰,۹۰۰	۱۰,۹۰۰	سرمایه گذاری های بلندمدت
۱,۳۹۳,۵۸۲	۱,۳۰۵,۶۶۵	دارایی های مشهود پس از کسر استهلاك 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>	بدهی های جاری
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
		بدهی های بلندمدت
۴,۲۷۸,۱۲۴	۴,۵۷۵,۰۷۴	بدهی های بلندمدت
		حقوق صاحبان سهام
۲۴,۸۷۳	۱۳۰,۰۵۰	ذخیره ی بازخرید خدمت کارکنان
	(۵۱,۴۳۹)	تعدیل ذخایر حقوق صاحبان سهام
۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	سرمایه
۶۱۰,۳۳۲	۷۵۵,۰۷۶	خالص زیان انباشته
(۶۰۹,۳۳۲)	(۷۵۴,۰۷۶)	جمع حقوق صاحبان سهام
<u>۳۴,۸۳۹,۷۹۶</u>	<u>۳۳,۸۶۳,۹۴۱</u>	جمع بدهی ها و حقوق صاحبان سهام

افتهی ۲-۵. 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 دهنده ی 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.

چشم انداز و ماموریت^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

^۱. Vision and mission

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 subdeveloper 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 حال اجراست که در بخش ۹ تشریح گردیده است.

Something for everyone...



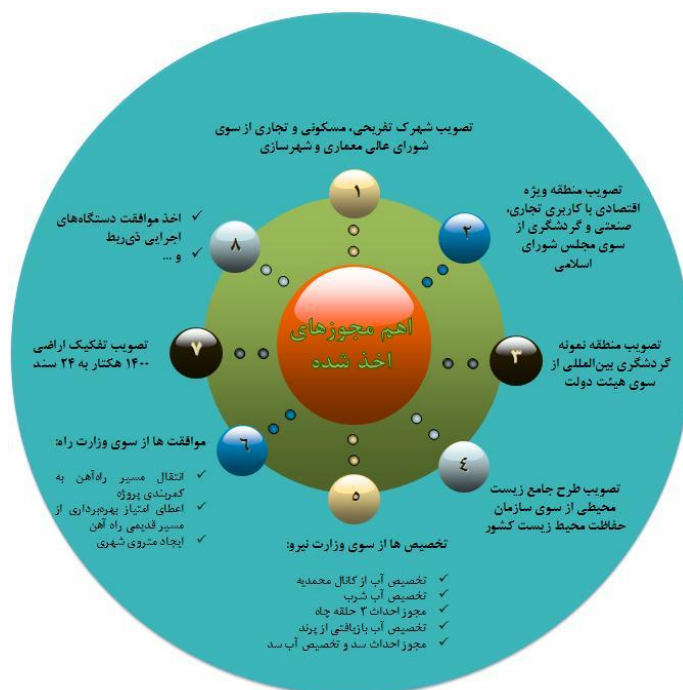
مکان یابی و مدل مفهومی پروژه سرزمین من

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.



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 حاضر 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 ارائه شده از سوی Broadway Malyan

طرح جامع تهیه شده توسط این موسسه دارای ویژگی‌های ذیل می‌باشد.

۱. جمعیت پیش‌بینی شده ۶۷ هزار نفر می‌باشد که ۵۰٪ جمعیت به صورت ثابت و مابقی جمعیت غیرساکن

میباشد.

۲. ۵ مرکز شهری اصلی در این طرح در نظر گرفته شده است.

۳. ایجاد اشتغال برای ۳۶,۵ هزار نفر در مجموعه‌های مختلف دفاتر، مداس، کلینک‌ها و سایر کاربری‌ها

۴. پیش‌بینی آب بندها و طراحی منظر آبی، هتل‌ها، ویلا با تم‌های مشخص

۵. پیش‌بینی مسیرهای دسترسی، میادین اصلی و خیابان‌ها بر اساس ظرفیت پیش‌بینی‌شده و جلوگیری از بروز

ترافیک

ساختار هلدینگ

در حال حاضر شرکت MYLAND اقدام به تاسیس ۲۴ شرکت زیرمجموعه نموده است. جانمایی پروژه‌های مرتبط

با این شرکت‌ها 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 طرح‌های 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

۵۸۵	پارکینگ، فضای سبز، زمین رزرو و مسیرهای دسترسی محلی
۱۴۰۰	مجموع کل اراضی قابل بهره‌برداری شرکت
۲۶۱	دریاچه، منابع طبیعی، مسیرهای عبور موجود، حریم و دره رودخانه
۱۶۶۱	مجموع کل اراضی واقع در محدوده سرزمین من



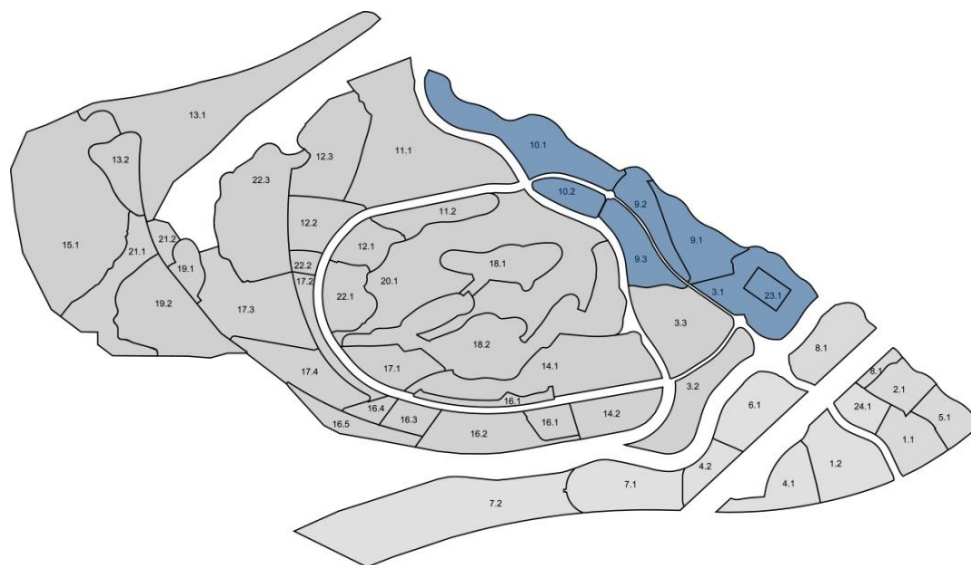
شکل ۴- کاربری‌های مجموعه سرزمین من

در ادامه کلیه هلدینگ‌ها که بر اساس طرح جامع ارایه شده توسط مشاور BM و همچنین مصوبه شورایعالی 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 تجاری را با طراحی زیبا و متفاوت گرد هم آورده است. ایده طراحی این بخش، ایجاد یک محیط پر جنب و جوش و پر ازدحام به ویژه در ساعات عصر و شب است که پس از گذراندن اوقاتی مملو از هیجان در مجموعه‌های تفریحی مانند پیست اتومبیلرانی، کارتینگ، شهرسازی، پارک آبی، و ... و همچنین استفاده از مراکز خرید و یا سایر کاربری‌های مجموعه که بر اساس نیازسنجی هریک از اعضای خانواده پیش بینی و طراحی گردیده

است، کلیه اعضای خانواده در این محل گرد هم آمده تا زمانی را برای استراحت و گذراندن اوقات فراغت، فراهم آورد. علاوه بر این، قرارگیری هتل و ریزورت پنج ستاره مشرف به دریاچه و همچنین ویلاهای سوپرلوکس و ممتاز دهکده اقامتی ساحلی در کنار سایر ویژگی‌ها، هاب گردشگری را در موقعیت ویژه‌ای قرار می‌دهد.



شکل ۵- محدود هلدینگ گردشگری

در جدول زیر، کاربری‌های درون هاب گردشگری به همراه مساحت هر یک ارائه شده است.

جدول ۲- کاربری‌های هاب گردشگری

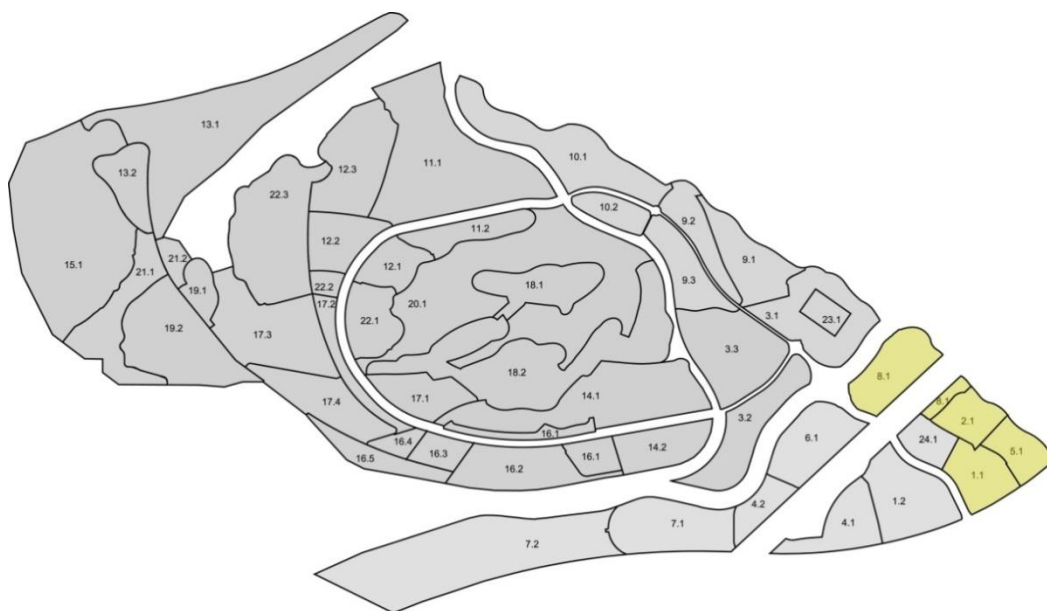
کاربری	GFA(m2)	مساحت (هکتار)
دهکده چوگان	423,463	۳۸
دهکده ساحلی	104,782	۴۳
مرکز شهری	804,295	۵۳
مجموع	1,332,540	۱۳۴

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 شهربازی 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.



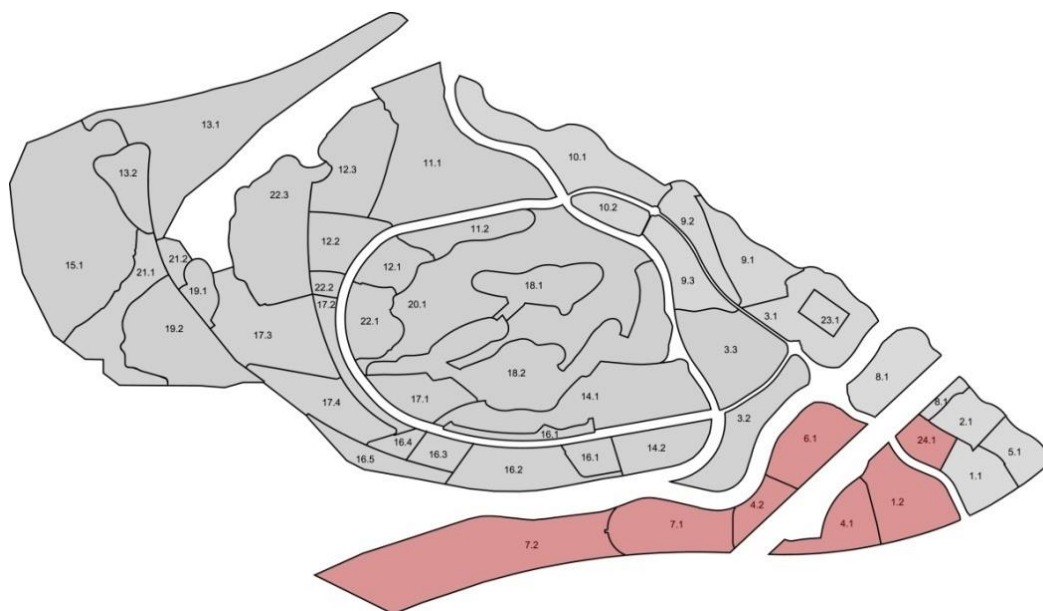
شکل ۶- محدوده هلدینگ فراغتی و تفریحی

جدول ۳- کاربری‌های هلدینگ فراغتی - تفریحی

کاربری	GFA(m2)	مساحت (هکتار)
مجتمع سوارکاری و	۱۱,۰۲۶	۳۰
شهربازی و پارک	۱۲,۸۵۲	۱۳
مرکز خرید	۵۵۲,۶۷۳	۱۷,۵
پارک آبی	۳۵,۶۹۵	۱۳

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، شماره گذاری، بانک، بیمه، شرکت‌های لیزینگ و مراکز آپشن و تیونینگ خودرو را در اختیار خریداران و فروشندگان خودرو قرار می‌دهد. همچنین پیست‌های کارتینگ، آفرود، موتور کراس و پیست 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 اتومبیل‌رانی	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 خرده‌فروشی	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، می‌باشد 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

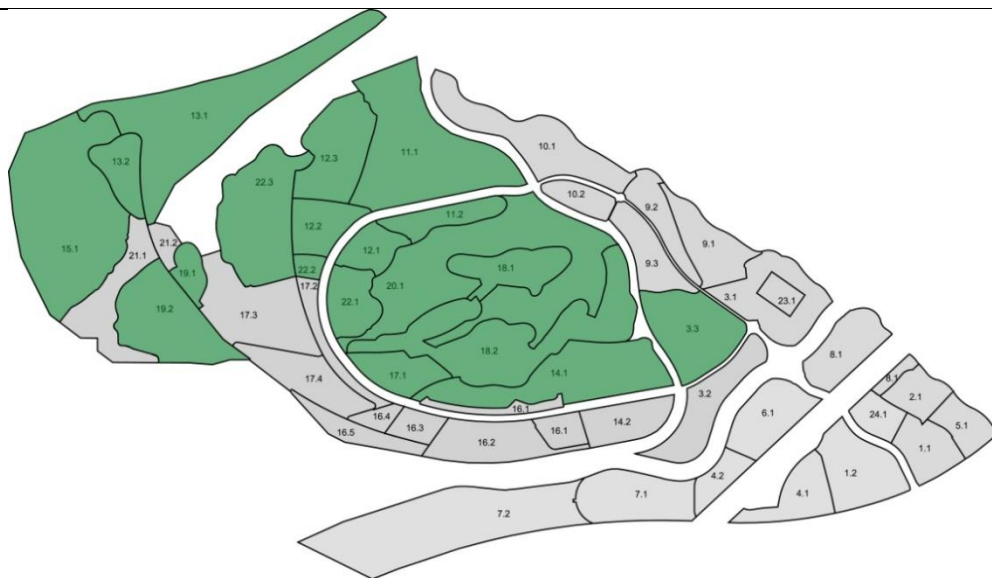
زمین گلف سرزمین من

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 ویلائی نیز گلف با دارا بودن منظر سبز، کیفیت فضائی بسیار بالائی 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.

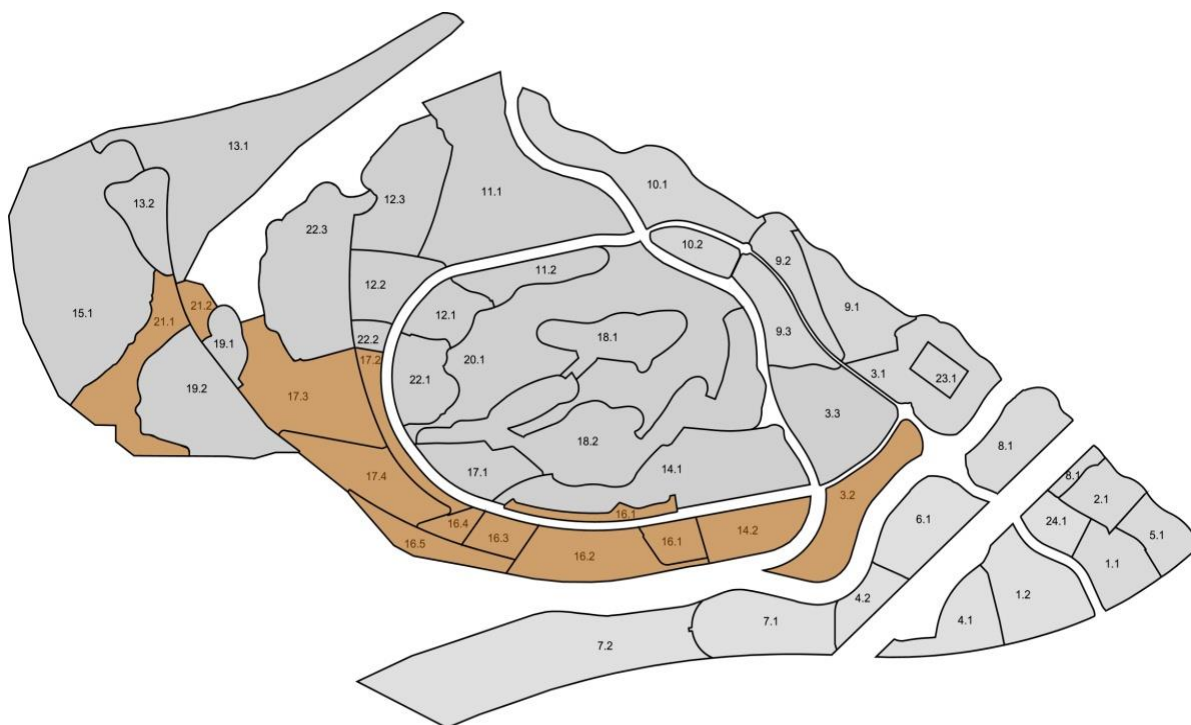
جدول ۵- معرفی کاربری‌های هلدینگ گلف و مجموعه اقامتی

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 ویلاي 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 مساکن 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

مساحت	GFA(m2)	امکانات	پروژه	طرح ساخت	شرکت
۶۷	۲۵۴,۷۵۴	شامل حدوداً ۹۳۰ ویلا و ۴۶۰ واحد آپارتمانی با سبک اسپانیایی	دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم اسپانیایی		
۱۰۲	۲۴۵,۱۸۳	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	دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم مدیترانه‌ای		
۱۰۰	۳۰۴,۱۲۴	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	دهکده بین‌المللی اقامتی و فرهنگی با تم مراکشی		
۵۳	۲۲۰,۲۳۴	شامل ۳۵۵ ویلا و ۱۷۲ واحد آپارتمانی با قابلیت پذیرش ۲۰۰۰ نفر جمعیت	دهکده اقامتی ویژه کارکنان		
۷۴	۱۸۴,۷۶۴	شامل ۷۶۳ ویلا که جمعیتی بیش از ۳۰۰۰ نفر را در خود جای خواهد داد.	دهکده دیپلماتیک		
۳۷	۵۵۴,۹۵۴	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	محله کنسولی		
۷۷۸	۲,۵۳۶,۶۸۳	مجموع			

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 می باشد. پروژه‌های اقامتی پیش بینی شده در این مجموعه‌ها به گونه‌ای طراحی شده‌اند که مرتبط با فضاهای تخصصی پیش بینی شده باشد.



شکل ۱۰- هلدینگ سایر کاربری‌ها

کاربری‌های تخصصی موجود در این هلدینگ در جدول ۶ معرفی گردیده است. همچنین مساحت زیر بنای پیش‌بینی شده نیز در هر پروژه به تفکیک ارائه گردیده است.

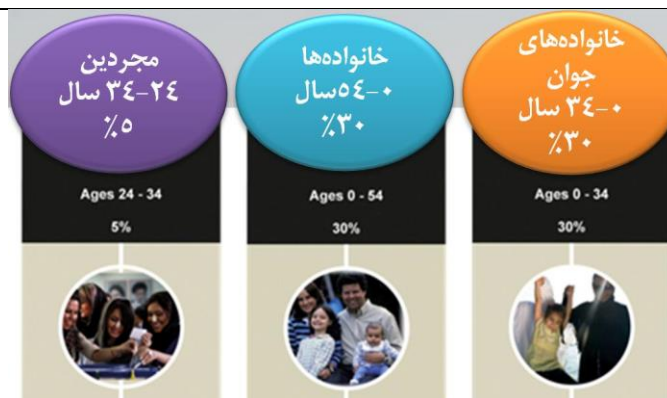
جدول ۶- معرفی کاربری‌های هلدینگ فاز ۳

مساحت (هکتار)	GFA(m2)	امکانات	پروژه
------------------	---------	---------	-------

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...	
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	
۵,۵	۶,۹۲۳	باغ گیاه شناسی سرزمین من مکانی برای جمع آوری گونه های متنوع و نادر گیاهی در کشور	
۲۸,۵	۵۶,۲۶۱	ارایه خدمات هوانوردی عمومی با استانداردهای روز دنیا / دارای مجموعه اقامتی کارکنان/ طول باند ۱۸۰۰ متر	
۴۵,۵	۲۴۰,۸۲۳	برنامه ریزی جهت دست یافتن به یکی بزرگترین مجموعه دانشگاهی کشور با استانداردهای بین المللی	
۲۸۹	۱۴۳۹۲۳۱	مجموع	

گروه های هدف

براساس نظر مشاورین مجموعه، این پروژه مجموعه ای جذاب و کارآمد برای کلیه گروه های سنی و فرهنگی طراحی گردیده است. این مدل منحصر به فرد برای هریک از گروه های هدف پروژه های مشخص و متناسب با سلاقی و نیازهای آنان طراحی نموده که کلیه اعضای خانواده به صورت مجزا و هم چنین در کنار هم بتوانند از امتیازات آن بهره مند 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	بخشی از پروژه به منطقه ویژه اقتصادی زرن‌دیه

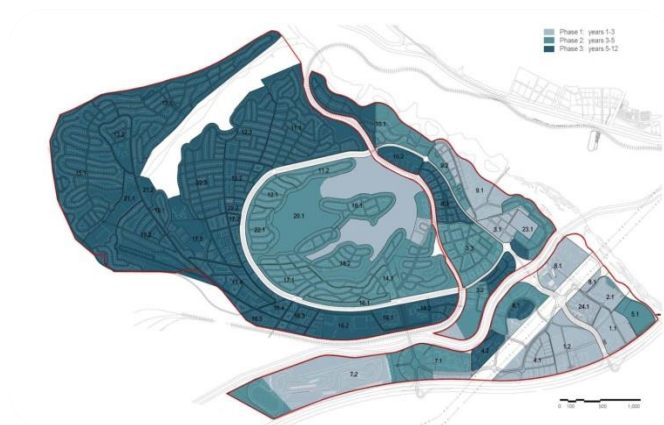
مزایا	ویژگی‌ها
- کالاهای وارد شده در این منطقه ✓ سهولت صادرات مجدد کالاها ✓ بوروکراسی کمتر به خاطر قوانین حاکم بر منطقه ✓ قوانین واردات/صادرات آسان ✓ ورود و خروج آسان به کشور ✓ قوانین ویژه برای واردات تکنولوژی‌های جدید	اختصاص دارد (مصوبه مجلس شورای اسلامی و هیات وزیران در ارتباط با منطقه ویژه اقتصادی زرنديه)
✓ تفریح (پارک آبی، شهربازی، کارتینگ) ✓ سرگرمی و خرید (مرکز خرید، پارک خرده - فروشی، 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 ✓ سرمایه‌گذاری‌ها و پشتیبانی دولت ✓ هم‌جهتی با اولویت‌های جامعه	نزدیکی به تهران (مرکز جمعیتی کشور) هم‌راستایی با طرح‌های بلند مدت دولت
✓ امکان جذب بخش قابل توجهی از جمعیت با توجه به دموگرافی کشور	سازگاری با سلايق نسل جديد
✓ جذابیت‌های توریستی بالا	فضای سبز گسترده
✓ امکان توسعه‌های آتی	وسعت زمین
✓ دسترسی هوایی آسان	نزدیکی به ۴ فرودگاه: - فرودگاه بین‌المللی امام خمینی (۷ کیلومتر) - فرودگاه مهرآباد (۳۰ کیلومتر)

مزایا	ویژگی‌ها
	- فرودگاه پیام (۶۰ کیلومتر)
	مجاورت با آزادراه‌ها
✓ دسترسی جاده‌ای آسان	- 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 تصمیم گیری	تصویب پروژه به عنوان منطقه نمونه گردشگری در مقیاس بین المللی توسط هیأت دولت
✓ حمایت کامل ملی و استانی از طرح	
✓ ایمنی در مقابل ریسک‌های غیر تجاری	
✓ سهولت در انتقال پول به کشور مبدأ	
✓ پرداخت خسارت در صورت ملی شدن پروژه	امنیت سرمایه گذاری خارجی بواسطه قانون FIPPA
✓ به رسمیت شناختن همه حقوق سرمایه گذاران	
✓ انتقال آسان مالکیت به شرکت‌های ملی و بین المللی	سند تفکیکی جداگانه برای هر کاربری
✓ پروژه شروع شده و آماده سرمایه گذاری می باشد	اخذ تمامی مجوزات لازم شامل پروانه ساخت جهت همه کاربری‌ها در طی مدت سه سال
✓ جذب تعداد زیادی توریست‌های مذهبی	مجاورت با استان قم، البرز و قزوین
✓ جذب مشتریان بین المللی	یکی از جاذبه‌های منحصر به فرد در دنیا

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 سرمایه گذاری امکان اجرا و بهره‌بردای 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.



زیر ساخت

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. شهر خودرو

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

^۱. این پروژه‌ها تحت عنوان Fast Track نیز شناخته می‌شوند.

MYLAND آمادگی لازم را جهت همکاری و ارایه این پروژه‌ها دارد.

خلاصه اطلاعات مربوط به حجم سرمایه‌گذاری، و میزان ساخت و ساز پیشنهادی در پروژه‌های Fast Track و همچنین بسته‌های زودبازده در جدول ۸ نشان داده شده است.

جدول ۸- پروژه‌های Fast Track

ردیف	نام پروژه	حجم کل سرمایه‌گذاری (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 سرمایه‌گذاری	1,616,000	603,622

توسعه کل پروژه

به‌طور کلی پروژه سرزمین من در قالب هلدینگ‌های مختلف تعریف شده است که به‌جز پروژه‌های تعریف شده 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 می‌توان نمود اثرات مثبت آن را در جامعه مشاهده نمود. یکی از دلایل شروع این حرکت بزرگ و مهم، باور به اجرای قوانین، دستورالعمل‌ها، ضوابط و اعتماد و اطمینانی است که در مسیر به اجرا در آمدن آنها از سوی مسئولین وجود دارد. لذا در این مسیر سرمایه‌گذار 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 هزینه‌ها جهت مطالعات اصلی، طراحی کامل شهرسازی، طراحی زیرساخت، ایجاد زیرساخت‌های اولیه، تکمیل و آماده افتتاح شدن دو کاربری از ۲۴ کاربری، ساخت خیابان‌های اصلی و بسیاری موارد دیگر است.

در راستای آیین نامه اجرایی نحوه تشکیل و اداره مناطق نمونه گردشگری مصوب هیئت محترم دولت به‌ویژه ماده ۷ آیین نامه مذکور و اختیارات داده شده، قراردادی فیما بین سازمان میراث فرهنگی کشور به عنوان بخشی از مجموعه دولت محترم و سرمایه‌گذار منعقد گردید که بر اساس مفاد ماده ۱۸ قرارداد فیما بین سازمان میراث فرهنگی و سرمایه‌گذار، این سازمان متعهد گردیده به میزان ۸۰٪ از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده را به صورت وام و تسهیلات برای سرمایه‌گذار تأمین نماید.

به طور کلی اقدامات پروژه در دو مرحله بین‌المللی و داخلی انجام می‌گیرد.

اقدامات بین‌المللی

در مرحله بین‌المللی ارتباطات شکل گرفته با مشاورین بین‌المللی و همچنین کارگاه‌های برگزار شده در داخل و یا خارج از کشور از جمله فعالیت‌هایی است که تا کنون انجام گرفته و منجر به تهیه طرح جامع، برنامه زیرساخت و

همچنین طراحی‌های زیر ساخت شده است. همچنین در هریک از پروژه‌های تعریف شده نیز از برترین مشاورین تخصصی در سطح بین‌المللی جهت همکاری در این پروژه‌ها 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 دربخش 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 ارایه 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	متراژ	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 ۱a	۳.۸	۱۲.۲	۲۲.۳	۳.۳	۱.۵	۳۳.۱۳۰۶۷	۱,۵۳۰,۰۰۰	۲۸,۱۹۰	۱۳٪	۳۵۵	۲۳۱,۹۱۵
فاز ۱b	۸.۱	۲۳.۹	۳۱.۳	۶.۶	۳	۸۲.۹۳۱۷۷	۲,۹۷۰,۰۰۰	۲۷,۹۲۷	۲۶٪	۶۸۲	۲۲۹,۷۳۷
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	۹۶.۵۲۹۲۶	۵,۶۰۰,۰۰۰	۱۷,۲۳۹	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

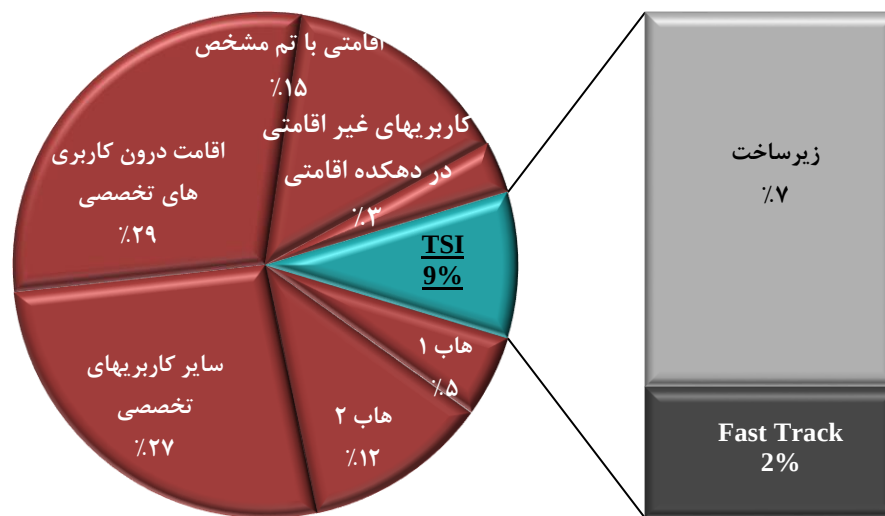
به طور متوسط هزینه مجموعه موارد یاد شده در هر مترمربع در حدود ۲۳,۰۴۰ تومان می باشد که با احتساب ۱۴۰۰ هکتار مساحت کل پروژه، مجموع سرمایه گذاری مورد نیاز در زیرساخت ۳۲۲ میلیارد تومان خواهد بود. همچنین هزینه زیرساخت فضای سبز با احتساب هر متر مربع ۱۱,۷۰۰ تومان و ۳۳۶ هکتار مساحت فضای سبز، مجموع سرمایه گذاری زیرساخت به ۳۶۳ میلیارد تومان افزایش می یابد. حجم سرمایه گذاری در فاز ۱ زیرساخت ها (انتهای ۹۰) در جدول ۱۰ نشان داده شده است.

جدول ۱۰- حجم سرمایه گذاری در زیرساخت ها

شرح	کل سرمایه گذاری (میلیون تومان)
آب	۱۴۳۶
برق	۲۰۲۶
گاز	۰
سایر (طرح تفصیلی، تقاطع های غیر همسطح، راه ها، گلخانه، منظر آبی)	۱۵۲۹۵
مجموع	۱۸,۷۵۷

ساختار سرمایه گذاری

سهم 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.

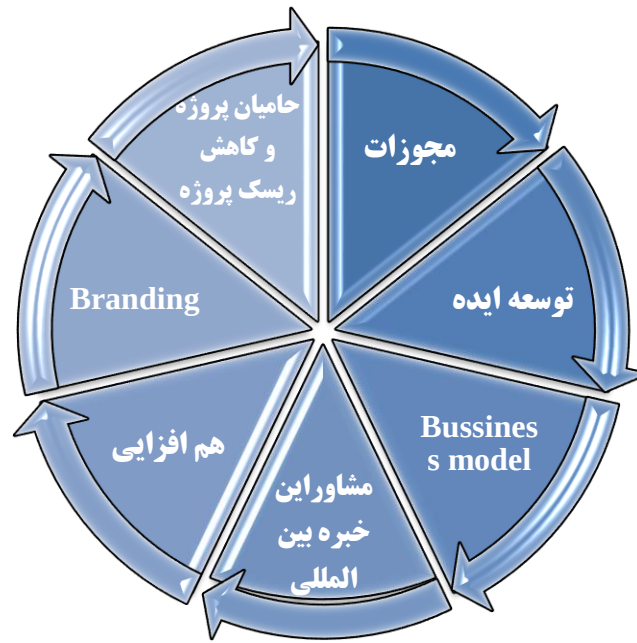
در حال حاضر بر مبنای گزارشات حسابرسی شده^۱ شرکت تا پایان سال ۱۳۸۹، ۱,۱۶۰ میلیارد ریال توسط شرکت MYLAND در زیرساخت های پروژه و همچنین پروژه های Fast Track هزینه گردیده است.

سرمایه گذاری در زیر ساخت شامل زمین، عقد قرارداد با مشاورین، تجهیز منابع انسانی، توسعه راه ها و

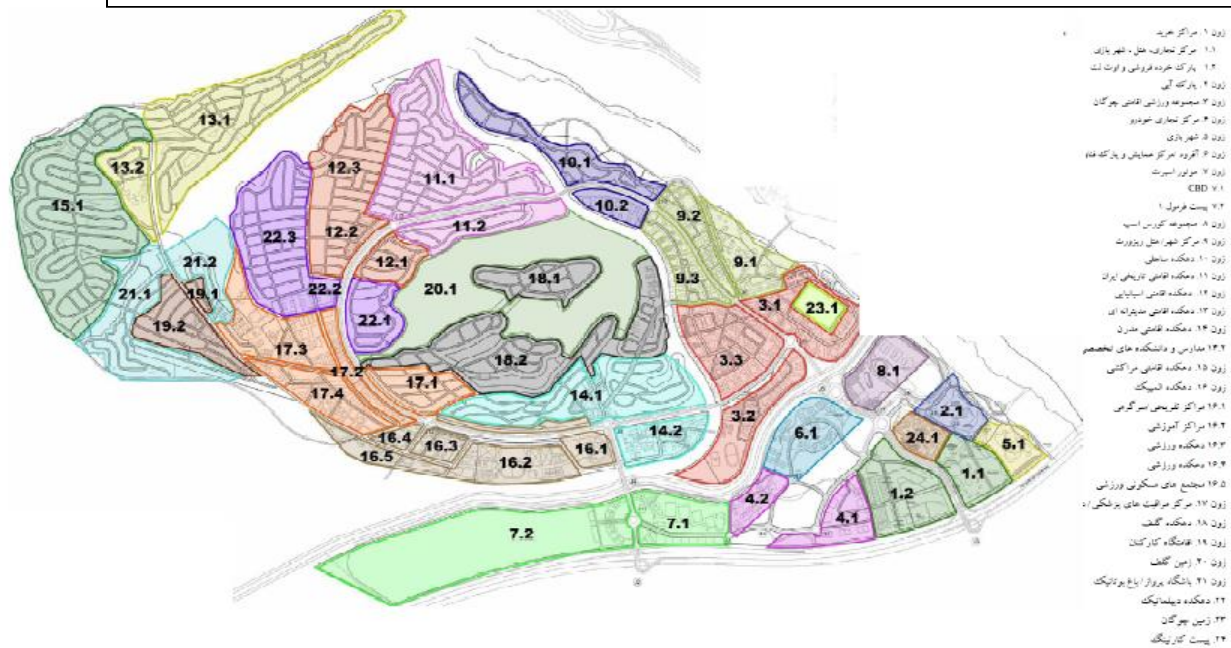
مسیرهای دسترسی، تامین و فوق توزیع شبکه آب، برق، گاز و مخابرات، و توسعه فضاهای سبز می باشد.

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- آورده های MYLAND علاوه بر سرمایه گذاری در زیر ساخت



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.

فصل ششم:

تشکیل نهادهای مالی

افتهی ۱-۶. شرکت یربابوئنال کاپیتال

فصل هفتم:

ارزشیابی کسب و کارها و عرضه‌ی

اولیه

افته‌ی ۱-۷. 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 به‌کار گرفته شده، و هر آن قابل نقد کردن 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 بیش از حد به کالاهایی که کیفیت آن‌ها به مراتب مرغوب‌تر از چیزی است که منطقه می‌طلبد.

^۱. سوژه‌ی 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 شده.

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 دریافتی بیش از اندازه بوده، و زیان حاصل از حساب‌های دریافتی، 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 صورت ارائه‌ی پیشنهادی مناسب، حاضر است فروشگاه را گذار 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 دریافتی 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 یراق آلات صداقت

ترازنامه

۲۹ اسفندماه ۱۳۹۱

ارقام به هزار ریال			
۸۳٫۷۰۰٫۰۰۰	حساب‌های پرداختی	۱۰٫۸۰۰٫۰۰۰	موجودی صندوق
۵٫۴۰۰٫۰۰۰	سایر بدهی‌های جاری	۱۸٫۰۰۰٫۰۰۰	حساب‌های دریافتی
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 سال های ۱۳۶۴ تا ۱۳۷۴

ارقام به هزار ریال

عدد فروش سال

۸۱ اشتباه است.

سال	فروش	سود قبل از مالیات
۱۳۸۱	۲۱۳۳۰٫۰۰۰	۲۱۳۳۰٫۰۰۰
۱۳۸۲	۲۲۴۱۰۰٫۰۰۰	۲۲۶۸۰٫۰۰۰
۱۳۸۳	۲۳۲۲۰۰٫۰۰۰	۲۲۶۸۰٫۰۰۰
۱۳۸۴	۲۴۳۰۰۰٫۰۰۰	۲۳۰۷۶۰٫۰۰۰
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 بررسی هایش دریافت که ساختمان های مجاور این مرکز خرید در پایان دهه ی ۱۳۷۰ ساخته شده است، و منطقه به شکلی بسته است، و نمی توان انتظار داشت که جمعیت بیش تری در این نواحی ساکن شوند. از آن جا که این منطقه نمی توانست ساکنان جدیدی داشته باشد، هرگونه رشد فروش باید از طریق افزایش درآمد شخصی ساکنان یا تشویق مشتریان ساکن در منطقه به خرید بیش تر از این مرکز خرید صورت می گرفت؛ باید مشتریان ساکن در منطقه قانع می شدند که به مرکز شهر و نواحی مرکزی حسن آباد 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 می فروشد، 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 سرمایه گذاری او چه قدر خواهد بود؟
 کلیه هزینه‌های سرمایه گذاری را در نظر بگیرید: یعنی هر آن چه 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. چنان چه آقای عباسی از شما بخواهد بعد از خرید فروشگاه، برآوردهای حداکثر، حداقل، و متوسطی از سود سالانه به دست دهید، چه ارقامی را اعلام می‌کنید؟ 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. نسبت‌های متوسط فروشگاه‌های یراق آلات با اندازه‌ی متوسط

درصد			
۱۲	حساب‌های پرداختی	۸	موجودی نقد
۲۵	تسهیلات بانکی	۱۶	حساب‌های دریافتی
۳۷	کل بدهی‌های جاری	۵۴	موجودی‌ها
۱۵	بدهی بلندمدت	۷۸	کل دارایی‌های جاری
۴۸	سرمایه به علاوه سودهای سنواتی	۲۲	دارایی‌های ثابت*
۱۰۰	کل بدهی‌ها و سرمایه	۱۰۰	کل دارایی‌ها

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

افتهی ۲-۷. 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

. Jack Charlton^۱

. South Atlantic Corporation^۲

. Humphrey Liston^۳

. Jim Liston^۴

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
	۳۵
	۱۴۰
	۱۷۵
	۱۳۵
	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. به‌علاوه 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، به‌راحتی قابل دست‌یافتن هستند.

چارلتون یک گروه کاری از مدیران ارشد و متبحر را جهت بررسی کسب‌وکار لیستون و فراهم کردن اطلاعات و مفروضات لازم جهت ارزیابی لیستون تشکیل داد. این گروه به‌سرعت اتفاق نظر خود را مبنی بر آینده‌ی خوب کسب‌وکار 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 به‌آسانی می‌تواند به‌سبب شهرت خود در بازارهایی که در آن فعال است، عملکرد بهتری را ارائه دهد. حاشیه‌ی 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 برنامه‌ریزی، 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. هم‌چنین 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 شده‌است. 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 شده‌است.

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)

^۱ Nelson Equipment Corporation

^۲ Belmont Company

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

^۴ Price to Earnings ratio (P/E)

جدول ۳: اطلاعات بازار سرمایه در ژانویه ۲۰۰۵

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

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 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. سؤالات:

۱. لیستون (ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت) را براساس روش ارزشگذاری نسبی با استفاده از نسبت‌های EBITDA و P/E ارزشگذاری کنید.

۲. لیستون را بر اساس روش‌های ارزشگذاری مبتنی بر جریان‌های نقدی زیر، ارزشگذاری 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 ۳-۷. شرکت کراون در مقابل شرکت سیرا

شرکت بلژیکی کرون^۱، که در صنعت تولید شکلات فعالیت می کند، قصد دارد رقیب هلندی خود سیرا^۲ را تصاحب کند. سیرا بسیار کوچکتر از کرون بوده اما موقعیت درخور توجهی در کشور خود به دست آورده است. در حقیقت سیرا سومین شرکت بازار شکلات با سهم بازاری حدوداً ۲۰ درصد است. به علاوه محصولات سیرا به چندین کشور اروپایی نیز صادر می شود.

مدیران ارشد کرون معتقدند هم افزایی قابل توجهی در دو زمینه افزایش درآمد (عمدتاً با فروش محصولات در بازار یکدیگر^۳) و کاهش هزینه (در نتیجهی صرفه ی اقتصادی^۴ و استفاده از دانش کرون در مدیریت زنجیره ی عرضه)، وجود دارد.

شرکت شکلات سازی سیرا

صورت سود و زیان

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

۸۵۲	فروش
(۷۰۶)	هزینه های 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 می شود. این تسهیلات را یک گروه از بانک های اسپانیایی ارائه خواهند کرد. مبلغ وام ۴۰۰ میلیون یورو با نرخ بهره ۵ درصد به روش خطی و در طول هشت سال مستهلک می شود؛ به علاوه، وام گیرنده این اختیار را خواهد داشت تا مانده ی اصل وام را بدون جریمه ی دیرکرد و در پایان سال پنجم (۲۰۱۴) بازپرداخت کند. جزء سرمایه از این برنامه ی تأمین

^۱. Crown
^۲. Sierra
^۳. cross selling
^۴. economy of scale

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 ۲۰۰۹، ۱۷/۱ درصد برآورد شده است) در سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۲ 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 برآوردشده 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 به‌طوری که ۴۵ میلیون یورو در ۲۰۱۰، ۵۵ میلیون یورو و 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 به‌صورت 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 به‌صورت 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.
 - هزینه‌ی ریز کاوی^۳ 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^۴، 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

^۱. Equity required rate of return

^۲. Robertson & Company

^۳. Due Diligence

^۴. adjusted present value

۲۰۰۹ را به عنوان سال پایه در نظر بگیرید.)

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

- جریان نقد آزاد: در سناریو ۱، جریان های نقدی را ثابت و مادام العمر و در سناریو ۲، جریان های نقدی را با نرخ رشد ۳/۵ درصد سالانه در نظر بگیرید.
- در رابطه با سپر مالیاتی، فرض کنید میزان بدهی در ترازنامه ی ۲۰۱۴، به طور مادام العمر (در همان نرخ بهره) باقی خواهد ماند. در واقع کرون بعد از بازپرداخت وام، اوراق قرضه ی بلندمدت با نرخ بهره ی ثابت صادر می کند.

جهت ساده سازی، در نظر بگیرید که ادغام در تاریخ ۳۱ دسامبر ۲۰۰۹ انجام شده است و تمامی جریان های نقد باید به این تاریخ تنزیل شوند. هم چنین فرض کنید اقساط وام در پایان هر سال پرداخت می شود. (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^۱ سیرا در سناریو ۱ چقدر است؟ این ارزش ها 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^۲ ۲۰۰۹ به عنوان

هزینه ی ادغام پردازد:

۱-۲. مقدار صرفی^۲ که سهامداران سیرا (به صورت قطعی و درصدی) دریافت می کنند چقدر

است؟ (صرف را در مقایسه با ارزش سیرا قبل از ادغام بدست آورید.)

۲-۲. میزان سرمایه گذاری کرون در قسمت سرمایه ی 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^۱ چقدر

^۱. equity value and enterprise value
^۲. premium

افتهی ۴-۷. شرکت ای بی (الف و ب)

شرکت ای بی^۲ (eBay)

گری بن گی^۳ مالی و معاون عملیاتی شرکت ای بی، دگمه ارسال روی لپ تاپ را فشار داد تا گزارش مالی هفتگی را برای پییر امیدیار،^۴ رئیس هیأت مدیره ی ۳۱ ساله ی شرکت، بفرستد. روز ۱۵ سپتامبر ۱۹۹۸ بود و وال استریت هنوز از تأثیر تابستانی تلاطم شدید بازار دچار سرگیجه بود. بی ثباتی بازار تا حد زیادی ناشی از نگرانی های بازار سرمایه ی افتان نگر ناشی از بحران اقتصادی فزاینده در آسیا و سایر بازارهای روبه توسعه بود. بسیاری از سرمایه گذاران نگران بودند اقتصاد ایالات متحده نتواند در مقابل آن چه «آنفلانزای آسیایی» نام گرفته بود مقاومت کند و از سوی دیگر کساد ی را اجتناب ناپذیر می دانستند. اگرچه نرخ بهره ی ایالات متحده هنوز پایین بود و اسناد خزانه ۴ درصد و اوراق سی ساله ی خزانه ۵/۶ درصد^۵ به همراه داشت، شاخص اس اند پی ۵۰۰^۶ حدود ۱۳ درصد از بالاترین سطح آن که فقط دو ماه پیش به آن رسیده بود، پایین تر آمده بود. بازار اوراق بهادار بعد از سقوط به پایین ترین سطح خود در اواخر اوت، دوباره حرکت صعودی اش را آغاز کرده بود، اما بازده هم چنان دستخوش تلاطم^۷ شدید بود. اما ارزش سهام اینترنتی هم چنان پایین می آمد.

شاخص سهام اینترنتی (ISDEX) کم و بیش ۴۰ درصد از اوج خود در نیمه ی ژوئیه سقوط کرده

^۳. capital cash flow

^۴. این افته را جیسون پرونت (Jason Burnett) و پروفیسور مایکل ج. شیل (Michael J. Schill) برای بحث در کلاس نوشته اند، و نه این که نحوه ی اداره ی مؤثر یا ناکارآمد امور در شرکتی را نشان داده باشند. افته مربوط به سال ۱۹۹۹ و دانشگاه ویرجینیا، مدرسه ی داردن است.

^۵. Gary Bengier

^۶. Pierre Omidyar

^۷. yield

^۸. S&P 500 Index

^۹. volatility

بود.

شکل ۱ مسیر حرکت شاخص اس‌اند پی ۵۰۰ 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^۱ آغاز کرده بود. اما، وقتی بازار شروع به اصلاح خود کرد، بسیاری از شرکت‌های دیگر که عرضه‌ی اولیه‌ی عمومی سهام^۲ 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 تحقق یافته نشان می‌دهد. برخی سرمایه‌گذاران فکر می‌کردند ای‌بی نیز از دیگران پیروی 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 ای‌بی دست زد. پی‌یر از طریق معامله‌ی

^۱. Securities & Exchange Commission (SEC)

^۲. initial public offering (IPO)

اینترنتی به بازار وسیع‌تری دست یافت، بی آن‌که 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 این که 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 «چاشنی زدن» به صفحات تبلیغاتی‌شان فراهم کرد: فروشندگان تشویق می‌شدند عکس اجناس‌شان را آپلود کنند یا از موسیقی استفاده کنند. سوم این که امیدیار نوعی جامعه‌ی ای‌بی متشکل از کاربران معامله‌گر ثبت‌شده درست کرد که منافع مشترک داشتند و علاقه‌مند کالاهای موضوع معاملات بودند.

ای‌بی فهرستی از پست الکترونیک همه‌ی فعالان و چت‌روم‌هایی مثل کافه ای‌بی فراهم کرد که از آن طریق اعضای جامعه‌ی ای‌بی می‌توانستند درباره‌ی فروش اقلام، سرگرمی‌ها و عادات خود و سایر مسائلی حرف بزنند که ربط مستقیمی به معاملات نداشت. سرانجام این که ای‌بی به کاربران امکان داد درباره‌ی کیفیت نسبی اقلام، فروشندگان و خریداران فعال در جامعه‌ی ای‌بی با هم بحث کنند و بدین منظور 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 فهرست شده و هفتاد هزار اقلام فروش جدید در هر روز مبدل به بزرگ‌ترین و محبوب‌ترین فضای معاملاتی فرد به فرد در اینترنت شده بود. اجناس معامله شده 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 به اصطلاح پستی حق‌العملی از ۰/۲۵ تا ۲۰ دلار به ازای هر قلم کالا دریافت می‌کرد و به عنوان 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 به طور مجانی در سایت جستجو کنند. در پایان حراج، ای‌بی به فروشندگان و خریداران اطلاع می‌داد و معامله بدون دخالت ای‌بی به انجام 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 به معنای 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 فرد به فرد 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 نرم‌افزار آن‌سیل^۱، شرکت حراج یونی‌ورس^۲ (شاخه‌ای از شرکت تایمز میرو^۳)، شرکت یوبید^۴ (شرکت تابعه‌ی کریتو کامپیوترز^۵) و شمار زیادی شرکت‌های کوچک‌تر تخصصی در خدمات معاملات الکترونیک مستقیماً با بازار معامله‌ی فردبه‌فرد ای‌بی رقابت می‌کردند. علاوه بر این‌ها، شرکت‌هایی نیز بودند که در این بازار رقابت غیرمستقیم داشتند. انتظار می‌رفت سایر شرکت‌های بزرگ تثبیت‌شده مثل AOL، مایکروسافت و آمازون دات کام و روزنامه‌های معتبر یا سایر شرکت‌های رسانه‌ای، نقش فعال‌تری در این صنعت برعهده گیرند. مقایسه‌ی مالی میان ای‌بی و رقبای مستقیمش را در شکل ۷ مشاهده می‌کنید.

صنعت اینترنت چندان مدتی نیست که در مقام رسانه‌ای عمده برای ارتباطات شناخته شده است. شرکت بین‌المللی داده‌ها (IDC) برآورد می‌کرد شمار کاربران اینترنت در سراسر جهان از ۶۹ میلیون در سال ۱۹۹۷ به ۳۲۰ میلیون در سال ۲۰۰۲ خواهد رسید. هم‌چنین IDC برآورد می‌کرد 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. پیشرفت‌های سریع تکنولوژیک، محدودیت ظرفیت زیرساخت وب/شبکه و امنیت سیستم از مهم‌ترین مسائل در این رقابت بود. فراهم کردن سیستم قابل‌اعتماد نرم‌افزار و سخت‌افزار هزینه‌ی گزافی به شرکت‌های اینترنتی تحمیل می‌کرد. آهنگ سریع

^۱. Onsale

^۲. Auction Universe

^۳. Times-Mirror

^۴. Ubid

^۵. Creative Computer

پیشرفت تکنولوژی مستلزم دسترسی به سرمایه‌ی کافی بود تا صرف این تغییرات سریع بشود. امنیت سیستم مهم‌ترین تهدید برای ای‌بی بود. وب‌سایت ای‌بی تا حد زیادی وابسته به حمایت شرکت ارتباطات اکسدوس^۱ بود. نارسایی سیستم اکسدوس لطمه‌ی بزرگی به اعتبار ای‌بی می‌زد. علاوه بر این، ای‌بی با ریسک امنیت تجارت آن‌لاین روبه‌رو بود. اگر انتقالات این سیستم رمزگشایی می‌شد، به احتمال زیاد معاملات مشتریان دستکاری می‌شد یا به کلی پاک می‌شد.

دو هفته‌ی قبل AOL ای‌بی را به‌عنوان ارائه‌کننده‌ی انحصاری خدمات حراج فردبه‌فرد 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 بولتن‌بورد و دسترسی به خدمات آن‌لاین دارد، چرا که این‌ها ست که جملگی اسباب دسترسی کاربر به سایت بنگاه را فراهم می‌کنند. به همین دلیل توافق با AOL موقعیت ای‌بی را در رقابت بسیار استوارتر کرد.

عرضه‌ی 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^۲ را به‌عنوان پذیرهنویس مقدم^۳ و فن‌ویک اند وست^۴ را به‌عنوان مشاور حقوقی خود انتخاب کرده بود. هم‌چنین مؤسسه‌ی پرایس واترهاوس - کوپرز^۵ را برای حسابرسی برگزیده بود.

در اوایل تابستان ۱۹۹۸ این تیم اظهارنامه‌ای برای ثبت شرکت تنظیم و آن را در روز ۱۵ ژوئیه به

^۱. Exodus

^۲. Goldman Sachs

^۳. lead underwriter

^۴. Fenwick and West

^۵. Pricewaterhouse-Coopers

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 ای‌بی‌تی ذکر داده بود و در اصلاحیه‌های بعدی ای‌بی‌تی 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 ای‌بی‌تی قراردادی برای توزیع سهام تنظیم کردند و در آن به‌جای روش سعی وافر^۱ بر سر روش تعهد پذیرهنویسی توافق کردند.^۲ گولدمن ساکس سندیکای پذیرهنویسی را تشکیل داد و امیدنامه‌ی مقدماتی^۳ یا آن‌چه در بورس نیویورک رد هرینگ^۴ 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، ای‌بی‌تی 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 ای‌بی‌تی و متعهد پذیرهنویس افشا کنند، محدود کرد. این اطلاعات محدود شد به امیدنامه‌ی مقدماتی، آگهی عرضه‌ی عمومی^۵ در روزنامه‌های مالی معتبر

^۱. best effort offering

^۲. در روش سعی وافر 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.

^۳. preliminary prospectus

^۴. red herring

^۵. tombstone ads

و ارائه‌ی نماراه^۱ به سرمایه‌گذاران نهادی. به‌رغم تلاطم قیمت در بازار سهام، هجده‌ی تقاضای سرمایه‌گذاران در این نماراه‌ها حاکی از شدت تقاضا بود.

نتیجه

ای‌بی 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^۲ از ایالت تنسی، ۱۹ میلیون دلار گرد آورده بود. آخرین شرکت اینترنتی که دست به انتشار عمومی زده بود، شرکت اینتراست تکنولوژی^۳ 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 موفق‌ی 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 ای‌بی 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

^۱. road-show

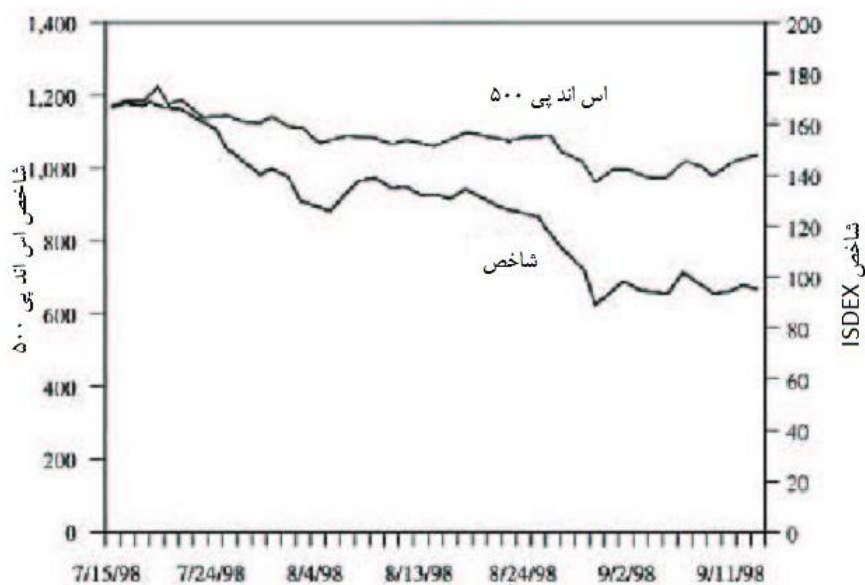
^۲. Bank First

^۳. Entrust Technologies

ریسک بالایی روبه رو 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. گولدمن‌ای‌بی را تشویق کرده بود که مقدار $\frac{3}{5}$ 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 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.

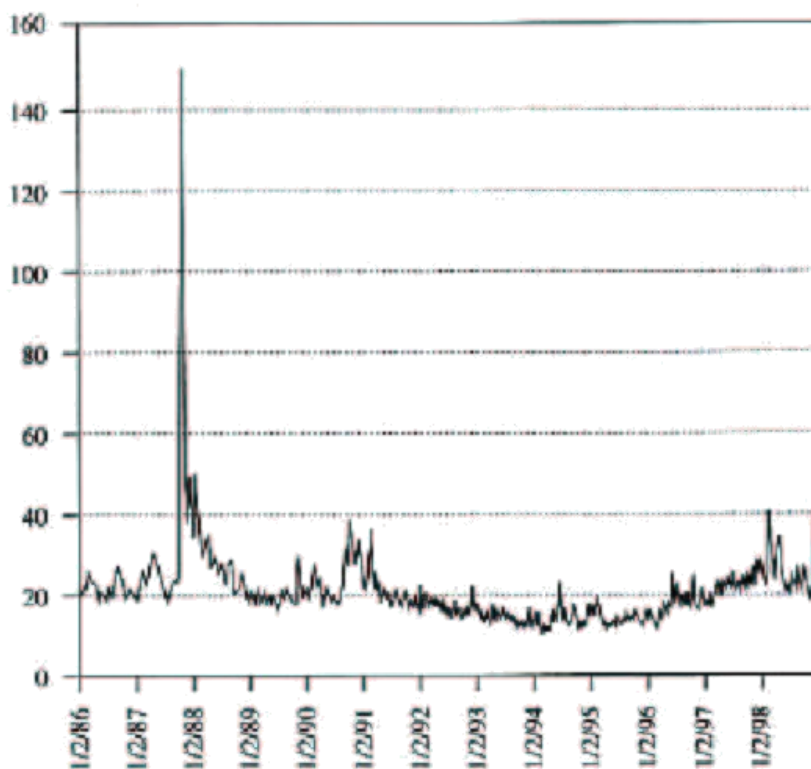
شکل ۱. عملکرد بازار سهام



مأخذ: Datastream, Internet.com

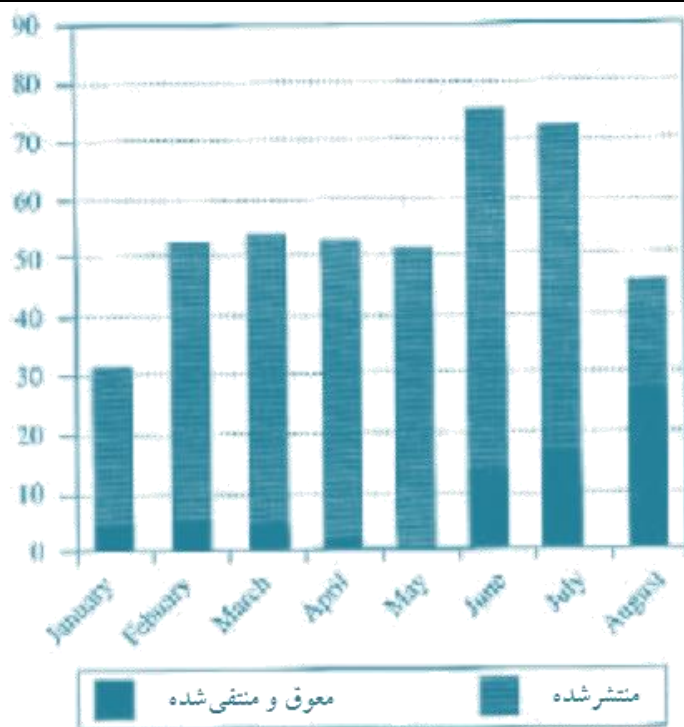
شکل ۲. تلاطم قیمت سهام

(شاخص تلاطم ۳۰ روزه 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 پی

کارمزد ارسال	
کارمزد	ارزش هر قلم در آغاز فروش
۰/۲۵ دلار	۰/۰۱ تا ۹/۹۹ دلار
۰/۵۰	۱۰/۰۰ تا ۲۴/۹۹
۱/۰۰	۲۵/۰۰ تا ۴۹/۹۹
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.

$$(25/00 \times 25 + 50/00 \times 2/50)$$

مأخذ: امیدنامه‌ی مقدماتی

شکل ۵. ترازنامه‌ی تلفیقی شرکت ای پی

۳۱ دسامبر ۱۹۹۷ ۳۰ ژوئن ۱۹۹۸

		دارایی‌ها
		دارایی‌های جاری
۱۰,۷۱۶,۰۰۰	۳,۷۲۳,۰۰۰	نقد و معادل نقد
۲,۸۴۶,۰۰۰	۱,۰۲۴,۰۰۰	خالص حساب‌های دریافتی
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
۳۱۴,۰۰۰	۲۵۸,۰۰۰	بخش جاری بدهی‌ها و اجاره‌ی بلندمدت
۱,۸۴۱,۰۰۰	۲۵۲,۰۰۰	حساب‌های پرداختی
۳۹۰,۰۰۰	۱۲۸,۰۰۰	پیش‌پرداخت مشتریان
۱,۰۳۳,۰۰۰	۱۶۹,۰۰۰	مالیات بر درآمد قابل پرداخت
۱,۶۳۴,۰۰۰	۳۱۷,۰۰۰	سایر بدهی‌های جاری
۵,۲۱۲,۰۰۰	۱,۱۲۴,۰۰۰	کل بدهی‌های جاری
۱۶۷,۰۰۰	۳۰۵,۰۰۰	بخش بلندمدت بدهی‌ها و اجاره‌ی بلندمدت
۱۵۷,۰۰۰	۱۵۷,۰۰۰	بدهی مالیاتی معوق
۵,۵۳۶,۰۰۰	۱,۵۸۶,۰۰۰	کل بدهی‌ها
۵,۱۵۷,۰۰۰	۳,۰۱۸,۰۰۰	سری B، سهام ممتاز اجباراً قابل تبدیل
۴,۰۰۰	۴,۰۰۰	سری A، سهام ممتاز قابل تبدیل، ارزش اسمی ۰/۰۰۱ دلار
۲۷,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	سهام عادی، ارزش اسمی ۰/۰۰۱ دلار
۱۵,۲۱۱,۰۰۰	۱,۴۸۲,۰۰۰	سرمایه‌ی پرداخت‌شده‌ی اضافی
-۱,۵۳۶,۰۰۰	-۶۸,۰۰۰	اوراق قابل دریافت از سهام‌داران
-۵,۷۲۹,۰۰۰	-۱,۳۹۹,۰۰۰	جبران خدمات تسویه‌نشده
۱,۱۴۵,۰۰۰	۹۷۶,۰۰۰	سود انباشته
۹,۱۲۲,۰۰۰	۱,۰۱۵,۰۰۰	جمع حقوق صاحبان سهام
۱۹,۸۱۵,۰۰۰	۵,۶۱۹,۰۰۰	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 ماهه منتهی به ۳۱ ژوئن ۱۹۹۸	
۵۷۴۴٫۰۰۰	۱۴۹۲۲٫۰۰۰	خالص فروش
۷۴۶٫۰۰۰	۱٫۷۳۶٫۰۰۰	قیمت تمام شده ی فروش
۴٫۹۹۸٫۰۰۰	۱۳٫۱۸۶٫۰۰۰	سود ناخالص
		مخارج عملیاتی
۱٫۷۳۰٫۰۰۰	۴٫۶۱۰٫۰۰۰	فروش و بازاریابی
۸۳۱٫۰۰۰	۱٫۵۴۸٫۰۰۰	توسعه ی 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	ذخیره ی مالیات بر درآمد
۸۷۴٫۰۰۰	۲۱۵٫۰۰۰	سود خالص
۰/۱۱	۰/۰۱	عایدی هر سهم

مأخذ: امیدنامه ی مقدماتی

شکل ۷. اطلاعات مالی مقایسه‌ای رقبای مستقیم

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

ای بی بی	آن سیل	یو بی د	اکسایت
۱۴/۹	۹۱/۰	۸/۸	۵۶/۰
۱/۷	۸۲/۸	۸/۱	۱۲/۱
۱۰/۵	۱۷/۸	۲/۵	۱۲۹/۲
۰/۲	(۸/۲)	۱/۹	(۸۷/۱)
۰/۰۱	۰/۴۴	۰/۲۶	(۱/۹۸)
۳۴/۲	۱۸/۸	۷/۳	۴۴/۰
۱۴/۰	۶۳/۳	N.A	۸۲/۹
۱۰/۷	۵۱/۹	N.A	۳۶/۰
۱۹/۸	۶۶/۹	۲/۷	۱۲۵/۶
۵/۲	۱۲/۱	N.A	۴۱/۹
۰/۲	۰/۰	N.A	۵/۰
۹/۱	۵۴/۸	(۲/۲)	۷۰/۶
N.A	۲۰	تعویق افتاده	۳۱
اطلاعات عرضه‌ی اولیه	۲۰ آوریل ۱۹۹۷	در حال عرضه	آوریل ۱۹۹۶
۷۶	۱۷۵	۳۰	۲۰۰

مأخذ: SEC filings, case writer estimates

شکل ۸. اعضای سندیکای متعهدان پذیرهنویسی

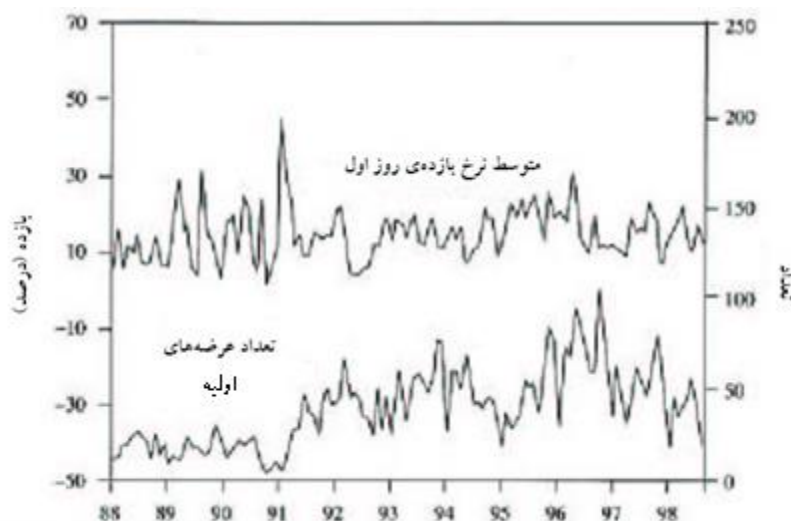
تعداد سهام	نام متعهد پذیرهنویسی
۱,۱۹۰,۰۰۰	Goldman, Sachs & Co
۵۹۵,۰۰۰	Donaldson, Lufkin & Jenrette
۵۹۵,۰۰۰	BankBoston Robertson Stephens
۵۹۵,۰۰۰	BT Alex Brown
۱۷۵,۰۰۰	Dain Rauscher Weasels
۱۷۵,۰۰۰	E*TRADE Securities
۱۷۵,۰۰۰	Volpe Brown Whelan & Company
۳,۵۰۰,۰۰۰	کل

* 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: امیدنامه‌ی مقدماتی

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



شکل ۱۰. ساختار مالکیت جاری و پیش‌بینی‌شده برای آتی

نام مالک ذی‌نفع		سهام ذی‌نفعان قبل از عرضه		تعداد سهام عرضه‌شده		سهام ذی‌نفعان پس از عرضه	
		درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد
Pierre M. Omidyar مؤسس و رئیس هیأت‌مدیره		۴۰/	۱۵,۲۲۹,۴۴۵	۳۸/	۱۵,۲۲۹,۴۴۵	۴۴	
Jeffrey S. Skoll معاون برنامه‌ریزی و تحلیل راهبردی		۲۸/۱	۱۰,۲۰۰,۰۰۰	۲۵/۷	۱۰,۲۰۰,۰۰۰		
Robert C. Kagle صندوق‌های پایه		۲۴/۳	۸,۷۹۱,۸۳۶	۲۲/۱	۸,۷۹۱,۸۳۶		
Margaret C. Whitman رئیس کل و مدیرعامل		۶/۶	۲,۴۰۰,۰۰۰	۶/۰	۲,۴۰۰,۰۰۰		
Scott D. Cook مدیر و مؤسس Intuit		-°	۲۵۷,۲۵۰	-	۲۵۷,۲۵۰		
Howard D. Schultz مدیر و مؤسس Starbucks		-	۲۵۷,۲۵۰	-	۲۵۷,۲۵۰		
Community Foundation Silicon Valley**		-	۱۰۷,۲۵۰	-	۹۶,۵۲۵		۱۰,۷۲۵
همه‌ی مدیران و اعضای هیأت‌مدیره		۹۴/۸	۳۴,۷۹۶,۹۲۵	۸۶/۶	۳۴,۷۹۶,۹۲۵		
همه‌ی سهام‌داران موجود		۱۰۰/۰	۳۶,۲۶۰,۵۲۳	۹۱/۲	۳۶,۲۴۹,۷۹۸		
سهام‌داران جدید					۳,۴۸۹,۲۷۵	۸/۸	۳,۴۸۹,۲۷۵

* بیانگر ذی‌نفعان مالک کم‌تر از ۱٪

** ای‌پی صندوقی زده است و نام آن بنیاد ای‌پی است. این صندوق به خیریه‌ها کمک مالی می‌کند. سرمایه‌ی صندوق از محل اعطای سهم عادی از طرف شرکت، تأمین مالی شده و این سهم به بنیاد خیریه‌ی سیلیکون ولی (CFCV) تعلق می‌گیرد. بنیاد CFCV در نظر دارد ۱۰۷,۲۵۰ سهم خود را از طرف بنیاد خیریه‌ی ای‌پی 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 ۷,۵۶۴,۵۰۰ اختیار سهام موجود مدیران را در نظر نگرفته است.

افته‌ی ۵-۷. شرکت پالامون کپیتال پارتنرز^۱ / شرکت تیم‌سیستم^۲ با مسئولیت محدود*

می‌خواهیم با سرمایه‌گذاری در تغییر، پول درآوریم.

لوئیس السون^۳، شریک و مدیرعامل، 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 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 تیم‌سیستم را بررسی می‌کرد. پالامون به سرمایه‌گذاری در تیم‌سیستم علاقه‌مند شده بود، چراکه آن شرکت در بازاری پرسرعت، فرصت‌های بالقوه‌ای برای رشد داشت. پالامون فرصت داشت ۵۱ درصد از سهام تیم‌سیستم را به قیمت ۲۵/۹ میلیون یورو خریداری کند. السون در حالی که قصد داشت گزارش توصیه‌ی خرید تیم‌سیستم 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. وی می‌باید گزینه‌های استراتژی خروج را نیز مورد بررسی قرار دهد.

صنعت بین‌المللی سهامی‌های خاص

صنعت بین‌المللی سهامی‌های خاص به سه بخش تفکیک می‌شد: صندوق‌های جسورانه^۵ که در مراحل اولیه‌ی کسب و کارهای تازه تأسیس، 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 آن‌ها ممکن بود.

سرمایه‌گذاران انفرادی، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های وقفی منابع اصلی تأمین مالی صندوق‌های سهامی

^۱. Palamon Capital Partners

^۲. TeamSystem S.p.A

^۳. Louis Elson

^۴. private equity funds

^۵. venture capital funds

^۶. leverage buying funds

*. این افته را در سال ۲۰۰۱ چاد رینبرانت (Chad Rynbrandt) تحت نظارت رابرت ف. برونر (Robert F. Bruner) تهیه کرده است. باره‌ای جزئیات برای وضوح مطلب ساده شده است. افته‌نویس از همکاری پالامون کپیتال پارتنرز و نیز حمایت مالی بتن اینستیتیوت (Batten Institute) قدردانی می‌کند. 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 توسط میثم رادپور ترجمه شد و حسین عبده تبریزی در آبان‌ماه سال ۱۳۹۸ آن را ویرایش کرد.

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 امریکای شمالی بیش‌ترین تعداد صندوق‌ها و نیز بالاترین ارزش دلاری سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص داده بود. اروپا و آسیا به ترتیب در مقام‌های دوم و سوم صنعت صندوق‌های سهامی خاص قرار داشتند. نمودار ۱ تعداد صندوق‌ها و ارزش دلاری سرمایه‌گذاری در صنعت را بر اساس توزیع جغرافیایی آن‌ها به تصویر می‌کشد.

اغلب بازارهای سهامی‌های خاص 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. نمودار ۲ خلاصه‌ای از میزان سرمایه‌های جدید گردآوری شده و مبالغ سرمایه‌گذاری شده طی دهه ۹۰ را نشان می‌دهد. برخی از بزرگ‌ترین بازیگران در این بازار متوسط مقیاس عبارت بودند از: دوک استریت کپیتال^۱ (بریتانیایی با ۶۵۰ میلیون یورو)، مرکپیتال^۲ (اسپانیایی با ۶۰۰ میلیون یورو)، و نوردیک کپیتال^۳ (سوئدی با ۷۵۰ میلیون یورو). تأمین سرمایه‌های^۴ بزرگ مانند درزنر^۵، دویچه بانک^۶، و بانکا 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 «ای.ام.واربرگ، پینکوس اند کو»^۸ فعالیت خود را در معامله سهام شرکت‌های سهامی خاص 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 عضو اصلی تیمی 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 کشور مختلف اروپایی بود. در اواخر سال ۱۹۹۸، السون و یکی دیگر از شرکا به نام میثائیل هافمن^۹ فرصت منحصربه‌فردی را در صنعت شناسایی کردند. آن‌ها بر این باور بودند که چشم‌انداز اقتصادی اروپا به نفع شرکت‌های کوچک و متوسط در

^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.

^۹. Michael Hoffman

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 منحصر به فرد 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 صندوق‌های سهامی خاص، بانکداری سرمایه‌گذاری، مالی شرکت‌ها و مشاوره‌ی مدیریت استخدام کردند. مطابق چشم‌انداز اولیه‌ی السون و هافمن، تیم پالامون از تجربه‌ی طولانی خود برای ایجاد سبده‌ی از سرمایه‌گذاری‌ها بهره گرفت که به سرمایه‌گذاران موقعیت بی‌بدیل ریسک مناسب و بازده‌های بالای بلندمدت ارائه می‌کرد. پالامون در واقع صندوق سهامی‌های خاص فعالی با سرمایه‌گذاری متنوع بود که به بخشی از سرمایه‌گذاران خدمت‌رسانی می‌کرد که ریسک‌هایی پایین‌تر از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های جسورانه ولی بالاتر از صندوق‌های خرید اهرمی را جستجو می‌کردند. بر همین اساس، پالامون برای هر سرمایه‌گذاری نرخ بازده ۳۵ درصد، و برای سبد سرمایه‌گذاری‌ها نرخ بین ۲۰ تا ۲۵ درصد را طی افق سرمایه‌گذاری شش‌ساله هدف‌گذاری کرده بود. بنا به گفته‌ی لوئیس السون:

سرمایه‌گذاران ما عبارت‌اند از صندوق‌های بازنشستگی بخش دولتی در ایالات متحد، صندوق‌های بازنشستگی شرکتی، مؤسسات مهم مالی و صندوق‌های وقفی بزرگ. آن‌ها به دنبال کسب بازده‌هایی می‌گردند که سالانه به‌طور متوسط ۵ درصد فراتر از شاخص اس‌اند‌پی^۱ است. اگر بازده تعدیل‌شده با ریسک ما بهتر از بازده شاخص باشد، شانس خوبی برای این که سرمایه‌گذاران دوباره به ما پول دهند، خواهیم داشت. هدف ما گزینش کسب‌وکارهای خوب با قیمت‌های مناسب و سپس ایجاد ارزش افزوده از طریق اداره‌ی آن‌هاست.

همچون دیگر صندوق‌های عمومی (که در سهام متنوعی سرمایه‌گذاری می‌کنند)، راهبرد سرمایه‌گذاری پالامون آن بود که سرمایه‌گذاری‌های واسطه‌ای^۲ در شرکت‌هایی انجام دهد که می‌خواهند از مالکیت کوچک خصوصی به بازار سرمایه‌ی عمومی تغییر مکان دهند. برخلاف بسیاری از صندوق‌های سهامی‌های خاص، پالامون خود را به کشوری خاص در اروپا و به صنعتی خاص محدود نکرد. برعکس، پالامون میدان عمل وسیع‌تری را انتخاب کرد و روی شرکت‌های اروپایی کوچک و متوسط متمرکز شد که با ۱۰ تا ۵۰ میلیون یورو می‌شد آن‌ها را کنترل کرد. برای شرکت‌هایی که با برنامه‌ی پالامون سازگار بودند، انتقال از مالکیت خصوصی به عمومی سهام مستلزم توانمندی‌های تأمین مالی و نیز مدیریتی است. برای افزایش احتمال راه‌یابی موفقیت‌آمیز شرکت‌های درون سبد

^۱. S&P

^۲. bridge investment

سرمایه‌گذاری خود 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 لانِترو^۱ که برای فضای مجازی محتوا تولید می‌کرد. پالامون در آن زمان هم‌چنین سه سرمایه‌گذاری و از جمله سرمایه‌گذاری در شرکت تیم‌سیستم را در دست بررسی داشت.

فرایند سرمایه‌گذاری

فرآیند سرمایه‌گذاری پالامون مبتنی بر نظریه‌ی سرمایه‌گذاری آن شرکت زمانی آغاز می‌شد که شرکت تغییرات عمده‌ای در وضعیت جاری بازار پیش‌بینی می‌کرد: تغییراتی بر اثر مقررات زدایی، 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 قراردادهای سرمایه‌گذاری به کار می‌گرفت. به اعتقاد پالامون، قراردادهایی که با دقت تدوین شده بود، از یک طرف مشوق‌های مناسبی برای مدیران عملیاتی جهت تحقق اهداف سرمایه‌گذاری فراهم می‌آورد، و از طرف دیگر زمان‌بندی پرداخت سود نقدی به سرمایه‌گذاران را با استراتژی‌های عملیاتی منطبق می‌ساخت، و از این رهگذر چنین قراردادهایی شانس حصول نتایج موفقیت‌آمیز را افزایش می‌داد. مذاکراتی که به انجام معاملات منتهی می‌شدند، مباحث بسیاری از جمله قیمت، نحوه رهبری عملیات، و ترکیب هیأت‌مدیره را شامل می‌شد. پس از این که معاملات انجام می‌شد، پالامون بلافاصله 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 همان بازده روی سرمایه‌گذاری را به‌طور کامل شناسایی کنند که پیش‌بینی کرده بودند. گزینه‌های سنتی خروج عبارت بودند از: فروش شرکت از طریق عرضه‌ی اولیه‌ی عمومی در بازار سهام و فروش شرکت به یک خریدار راهبردی. نمودار ۳ جزئیات بیش‌تری درباره‌ی فرآیند و معیارهای غربال‌گری در سرمایه‌گذاری‌های پالامون را ارائه می‌دهد.

^۱. Lanetro, S.A.

^۲. due diligence

شرکت با مسئولیت محدود تیم سیستم

تحقیقات پالامون طبق فرایندی که توضیح داده شد، فرصت سرمایه‌گذاری در تیم سیستم را فراهم کرد. در سال ۱۹۹۹، حتی 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 سرمایه‌گذاری خوبی باشد، چراکه در ایتالیا آن صنعت ساختار پراکنده‌ای داشت و قوانین و مقررات آن دائماً در حال تغییر بود. گذشته نشان داده بود که قانون‌گذاران در ایتالیا سیاست‌های خود را حتی تا سالی چهار مرتبه هم تعدیل می‌کنند. برای پالامون چنین فضایی نمایان‌گر فرصت تمام‌عیاری برای سرمایه‌گذاری در شرکتی بود که می‌توانست نیاز شرکت‌های کوچک را در مواجهه با این تلاطم‌های قانونی در ایتالیا پاسخگو باشد. با بهره‌گیری از اطلاعات شرکت‌های تأمین سرمایه و ارتباطات شکل گرفته در صنعت، پالامون کار را با بررسی دو شرکت پیشروی این صنعت 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 روی شرکت تیم سیستم متمرکز شد و به آن شرکت مراجعه کرد و آن شرکت را مناسب برنامه‌ی خود یافت. ریزکاوی آغاز شد و در پایان سال مدارک پیشنهاد سرمایه‌گذاری در آن شرکت تکمیل شد؛ این همان مدارکی بود که السون در دست بررسی داشت.

تیم سیستم در سال ۱۹۷۹ در شهر پی‌زارو^۱ در ایتالیا تأسیس شد. از زمان تأسیس، شرکت به‌طور پیوسته رشد کرد تا این که نرم‌افزار آن شرکت به یکی از رهبران نرم‌افزارهای حسابداری، مالیات و مدیریت حقوق و دستمزد برای شرکت‌های کوچک تا متوسط بدل شد. شرکت توسط جووانی رانوچی^۲ رهبری می‌شد که مؤسس و مدیرعامل شرکت بود. وی توانسته بود حدود ۲۸ هزار شرکت کوچک و متوسط ایتالیایی را تحت پوشش نرم‌افزار تیم سیستم قرار دهد، و این به معنی ۱۴ درصد از سهم کل بازار ایتالیا بود.

تیم سیستم به مشتریان خود خدمات رضایت‌بخشی ارائه می‌کرد. نرم‌افزار تیم سیستم اطلاعات مالی کسب‌وکارها را همراه با سامانه‌ی پیچیده‌ی اتوماسیون اداری با هم تلفیق و عرضه کرده بود. این نرم‌افزار هم‌چنین آن قدر منعطف بود که به شرکت‌های کوچک و متوسط و مشاوران مالی آن‌ها امکان می‌داد بر محیط پیوسته در حال تغییر کشور فائق آیند. برای نیل به این منظور تیم سیستم پیوسته در بخش تحقیق و توسعه سرمایه‌گذاری می‌کرد تا نرم‌افزارهای خود را به‌روز نگه دارد. کسب‌وکارها از این امکان برخوردار بودند که با پرداخت هزینه‌ی سالانه (علاوه بر هزینه‌ی اولیه‌ی نرم‌افزار) از نسخه‌های ارتقایافته‌ی نرم‌افزار شرکت استفاده نمایند. تیم سیستم در ارائه‌ی خدمات به مشتریان و حفظ مشتریان وفادار بسیار خوش درخشید. نزدیک به ۹۵ درصد مشتریان، قراردادهای

^۱. Pesaro

^۲. Giovanni Ranocchi

خود را هر ساله تمدید می کردند.

در سال ۱۹۹۹ فروش شرکت بالغ بر ۶۰/۵ میلیارد لیره (معادل ۳۱/۳ میلیون یورو) و عایدی 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، و حاشیه سود عملیاتی در حال بهبود بود. در نتیجه، سود قبل از بهره و مالیات با نرخ سالانه ۳۱/۶ درصد طی همان دوران رشد کرده بود. نمودار ۴ جزئیات بیش تری از فروش و سودآوری تاریخی تیم سیستم را نشان می دهد. نمودار ۵ شامل اطلاعات ترازنامه‌ی شرکت طی همان دوره است.

در حالی که السون ارقام صورت‌های مالی تیم سیستم را بررسی می کرد، فقدان بدهی در ترازنامه‌ی شرکت نظرش را جلب کرد. از نظر او فقدان بدهی به معنی فرصت ایجاد ساختار سرمایه‌ای مؤثرتر بود که می توانست هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت را کاهش دهد. السون هم چنین به عبارت «برآورد»^۱ روی صورت‌های مالی شرکت توجه کرد. تیم سیستم که مالکیت خصوصی و ساختار چندشرکتی داشت، طی پنج سال گذشته، صورت‌های مالی تلفیقی حسابرسی شده تهیه نکرده بود.

نمای صنعت

صنعت نرم افزارهای حسابداری، مالیات و مدیریت حقوق و دستمزد که تیم سیستم در آن فعالیت می کرد، به شدت متفرق 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؛ 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 عمده‌ی صنعت شرکت های خانوادگی بودند که به بازارهای بین المللی دسترسی نداشتند. نمودار ۶ عایدات ۹ شرکت از بزرگ ترین بازیگران صنعت را در سال ۱۹۹۸ نشان می دهد.

تحلیل ها نشان می داد که دو چیز آینده‌ی این صنعت را رقم می زند: ادغام و رشد. ادغام در این صنعت ضروری به نظر می رسید چرا که تنها تعداد کمی از شرکت های کوچک از عهده‌ی هزینه های تحقیق و توسعه‌ی 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 کامپیوترهای شخصی (PC) در میان شرکت های کوچک و متوسط، افزایش سطح مهارت و پیشرفت کاربران نهایی، و کامپیوتری شدن مستمر

^۱. pro forma

عملیات اداری ایجاد می‌شد.

معامله‌ی تیم‌سیستم

پس از مرور عملکرد گذشته‌ی تیم‌سیستم و وضعیت صنعت، توجه‌السون به ویژگی‌ها و شرایط این سرمایه‌گذاری معطوف شد. آخرین پیشنهاد روی میز ۵۱ درصد از مالکیت سهام عادی تیم‌سیستم را با قیمت ۲۵/۹ میلیون یورو ارائه می‌کرد که البته افزایش بدهی در ترازنامه در نتیجه‌ی تجدید ساختار سرمایه‌ی شرکت را نیز شامل می‌شد:

- پالامون می‌بایست ۵۰/۲۳۵ میلیارد لیره (معادل ۲۵/۹ میلیون یورو) در سهام عادی تیم‌سیستم سرمایه‌گذاری می‌کرد. این سهام از سهامداران فعلی شرکت خریداری می‌شد. جووانی رانوچی ۲۰ درصد از سهام شرکت را در مالکیت خود نگه می‌داشت، و موجودی سهام کارکنان غیرراهبردی شرکت که نوعاً ۳ تا ۸ درصد سهام را در اختیار داشتند، پس از تکمیل معامله به ۱ درصد کاهش می‌یافت.
- قبل از سرمایه‌گذاری پالامون، بیش از نیمی از وجوه نقد ۲۸/۵ میلیارد لیری تیم‌سیستم طی دو پرداخت سود سهام نقدی بین سهامداران موجود تقسیم می‌شد: ۸/۵ میلیارد لیره در آوریل سال ۲۰۰۰ و ۶/۵ میلیارد لیره سود سهام نقدی نیز در زمان تکمیل سرمایه‌گذاری میان سهامداران فعلی شرکت توزیع می‌شد. در نتیجه، تمهید وجوه نقد شرکت به مبلغ ۱۳/۵ میلیارد لیره در شرکت می‌ماند.
- تیم‌سیستم با یاری پالامون مبلغ ۴۶ میلیارد لیره از دویچه بانک و ام هفت ساله با نرخ یک درصد فراتر از نرخ پایه (نرخ اوراق قرضه‌ی دولت ایتالیا) و با دوره‌ی تنفس ۳ ساله جهت بازپرداخت اصل وام اخذ می‌کرد. در زمان تکمیل معامله، دریافتی‌های حاصل از بدهی بار دیگر در قالب سود تقسیمی ویژه‌ی میان سهامداران توزیع می‌شد.
- تیم‌سیستم املاک و مستغلات اضافی خود را به فروش می‌رساند، و بدین ترتیب سرمایه‌گذاری‌های در املاک و مستغلات نامربوط به فعالیت شرکت حذف می‌شدند. گروهی از سهامداران موجود، پیشنهاد داده بودند ۲/۱ میلیارد لیره از املاک و مستغلات شرکت را به ارزش دفتری خریداری کنند. در صورت انجام معامله‌ی سهام، فروش املاک و مستغلات نیز عملی می‌شد.

منابع و مصارف وجوه در معامله‌ی یادشده در نمودار ۷ خلاصه شده است. صورت سود و زیان و ترازنامه‌ی تیم‌سیستم (برآوردی) در نمودار ۸ و ۹ ارائه شده است. با انجام معامله، پالامون به‌عنوان سهامدار عمده عملاً کنترل کامل شرکت را به‌دست می‌گرفت. با این وجود، سهامداران موجود از بعضی حقوق حمایتی اقلیت برخوردار می‌ماندند. به‌عنوان مثال، پالامون مجاز نبود رانوچی را طی دو سال بعدی اخراج نماید، اما اختیار داشت چنانچه فرصت خروج مناسبی دست دهد، ۱۰۰ درصد سهام شرکت را به معامله‌گر خریداری بفروشد. به‌علاوه، ۴۰ درصد از وجوه نقدی که بایستی به سهامدارانی که از شرکت جدا می‌شدند پرداخت شود، حداقل برای دو

سال در حسابداری امانی تحت کنترل پالامون باقی می ماند.

ارزشیابی

برای ارزشیابی صحیح این معامله، السون می بایست در مورد ارزش تیم سیستم به جمع بندی می رسید. به هر ترتیب او با چالش هایی در این مسیر مواجه بود. اول این که تیم سیستم هیچ برنامه ی راهبردی یا پیش بینی سودآوری آتی در اختیار نداشت. السون تنها ارقام عملکرد تاریخی ۴ ساله ی شرکت را در اختیار داشت. اگر السون می خواست ارزشیابی درستی داشته باشد، باید جریان های نقدی آتی را که با توجه به روندهای بازار و ارزش افزوده ی بالقوه ی ناشی از مدیریت پالامون در شرکت ایجاد می شد، پیش بینی می کرد. بهترین پیش بینی وی این بود که عایدات شرکت طی چند سال آینده با نرخ ۱۵ درصد رشد کند (نرخه ی که بالاتر از نرخ رشد مورد انتظار ۹ درصدی بازار بود) و پس از آن برای همیشه با نرخ ۶ درصد به رشد ادامه دهد.^۱ او هم چنین بر این باور بود که حرفه ای های پالامون به رانوچی کمک خواهند کرد تا در حدی حاشیه ی سود عملیاتی شرکت را بهبود بخشد. و بالاخره السون معتقد بود که نرخ تنزیل ۱۴ درصد به درستی ریسک جریان های نقدی را منعکس می سازد. این نرخ با توجه به قیمت های 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 غیراثر می آن ها برابر ۱ بود.

چالش دوم السون این بود که در بازار سهام ایتالیا ارزشیابی هایی برای مقایسه وجود نداشت. از آن جا که بیش تر رقبا شرکت های خانوادگی بودند، شفافیت بازار بسیار پایین بود. نزدیک ترین شرکت هایی که السون توانست پیدا کند، شرکت های دیگر اروپایی و امریکایی فعال در حوزه ی برنامه ریزی منابع بنگاه (ERP)^۲ و شرکت های تولید کننده ی نرم افزارهای حسابداری بود. تصویر مالی این شرکت های قابل مقایسه در نمودارهای ۱۰ و ۱۱ ارائه شده است. هم چنین، نرخ های برابری ارز و نرخ های بهره ی ابزارهای بادرآمد ثابت در بازار سرمایه در نمودارهای ۱۲ و ۱۳ ارائه شده اند. السون با مرور داده ها متوجه شد که انتظار رشد بالا (بیش از ۲۰ درصد) و متعاقباً ضرایب ارزشیابی بالایی را برای شرکت های نرم افزاری می توان متصور بود.

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:

^۱. می شود گفت که این رقم ۶٪ کم و بیش جمع دو رقم بود: ۳٪ نرخ تورم پیش بینی شده برای بلندمدت به علاوه ی نرخ رشد بلندمدت ۳٪ بخش واقعی اقتصاد در اروپا.

^۲. سامانه های برنامه ریزی منابع بنگاه (نرم افزارهای ERP) بسته های نرم افزاری تجاری اند که همه ی اطلاعات حاصل از فعالیت شرکت؛ اعم از مالی، حسابداری، زنجیره ی ارزش، مشتریان و اطلاعات نیروی انسانی، را تلفیق و در قالب برنامه ای یک پارچه و جامع عرضه می کنند.

- گروه مدیریت تیم سیستم شاید پس از انجام معامله به شرکتی حرفه‌ای‌تر که به شکل استاندارد ای اداره شود، تبدیل نمی‌شد. سرمایه‌گذاری در تیم سیستم نوعی شرط‌بندی در شرکتی خصوصی محسوب می‌شد که السون امیدوار بود در آینده به بازیگر عمده و رهبر بازار مبدل شود. مدیرعامل، آقای رانوچی، شرکت را طی پنج سال گذشته با موفقیت اداره کرده بود، اما به اعتراف خودش با تیم مدیریتی کار می‌کرد که برای اخذ هر نوع تصمیمی به وی اتکا می‌کردند. با گفتگوها و مصاحبه‌هایی که السون به عمل آورد، به این نتیجه رسید که رانوچی ممکن است بتواند شرکت را به جلو هدایت کند، اما تردید داشت که تلاش‌های تیم مدیریتی او بتواند به رشد مستمر شرکت بیانجامد.
- تیم سیستم در معرض بازرسی‌های مقام ذیصلاح مالیاتی ایتالیا قرار داشت. این بازرسی‌ها شرکت را با ریسک‌های مالی مواجه می‌کرد، و بنابراین ممکن بود عامل مزاحمی برای اداره‌ی شرکت باشد. به علاوه، چنانچه این بازرسی‌ها به درازا می‌کشید، عرضه‌ی عمومی سهام شرکت به عقب می‌افتاد. السون ریسک بازرسی‌ها را با تحلیل حساسیت و تحلیل سناریو کمی کرد، و به این باور رسید که اثر پولی مورد انتظار بازرسی‌ها ناچیز است.
- ممکن بود شرکت نتواند خود را همگام با تغییرات فن‌آوری به روز نگه دارد. با وجود این که شرکت مثلاً از طریق یادگیری زبان‌های برنامه‌نویسی جدید خود را با فن‌آوری‌های جدید همسو می‌کرد، هنوز هم بعضی از نرم‌افزارهایش قدیمی بودند و لازم بود دوباره با برنامه‌نویسی‌های دوباره آن‌ها را به‌روز کند. علاوه بر این، چنانچه رقبا خود را سریع‌تر از تیم سیستم با فن‌آوری‌های اینترنتی تطبیق می‌دادند، این تغییر فن‌آوری تهدیدی فوری برای شرکت محسوب می‌شد.

نتیجه‌گیری

السون تمامی اطلاعات موجود را مرور کرد و در فکر بود که چه توصیه‌ای به شرکای خود ارائه دهد. ۵۱ درصد سهام شرکت واقعاً چقدر می‌ارزید؟ چه چیزی نتایج ارزشیابی شرکت را توضیح می‌داد؟ کدام ملاحظات غیر قیمتی در معامله حائز اهمیت بودند؟ پالامون چگونه می‌توانست از ارزش سرمایه‌گذاری خود در عمل برخوردار شود؟ آیا ریسک‌ها آن قدر مهم بودند که ارزش این سرمایه‌گذاری را به خطر اندازند؟

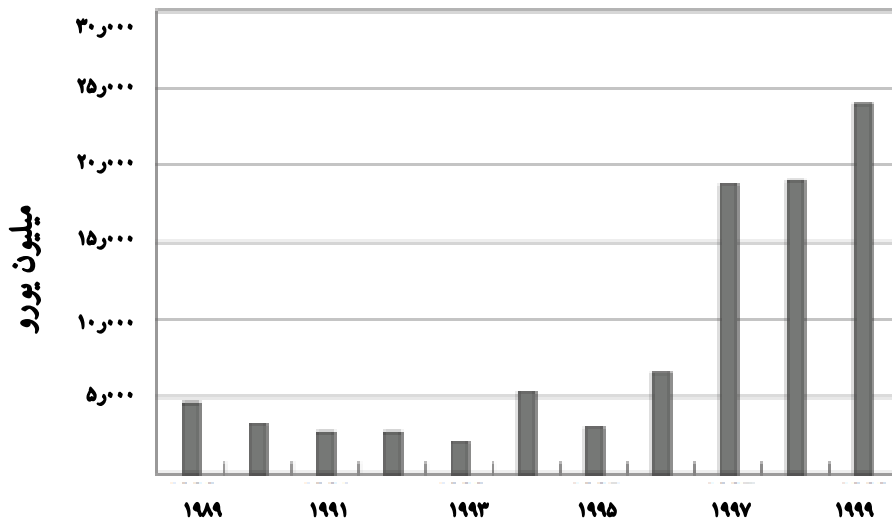
نمودار ۱. اندازه‌ی بازارهای منطقه‌ای صندوق‌های سهامی‌های خاص، سال ۱۹۹۹		
منطقه	تعداد صندوق‌ها	ارزش صندوق‌ها (به میلیون دلار)
امریکای شمالی	۸۳۷۶	۸۹۲۵۹۸
اروپا	۲۵۵۶	۱۶۰۷۴۹
آسیا	۱۳۶۰	۶۰۵۸۲
خاورمیانه	۱۳۰	۶۴۶۹

۵۷۴۱ر	۱۵۵	استرالیا / اقیانوسیه
۵۰۴۴ر	۴۲	امریکای مرکزی / جنوبی
۱۷۱۱ر	۱۳	افریقا

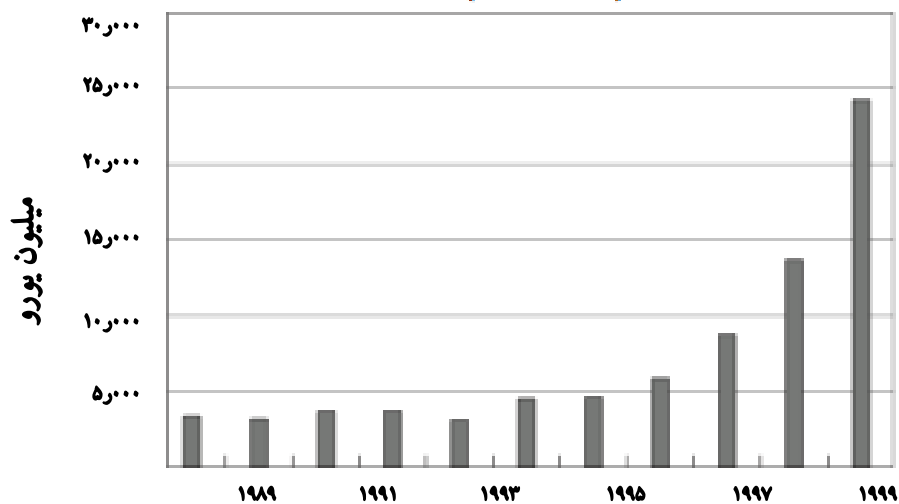
مأخذ اطلاعات: Thomson Securities Data/Venture Xpert.

نمودار ۲. داده‌های تاریخی بازار صندوق‌های سهامی‌های خاص در اروپا

وجوه جدید تأمین شده در هر سال



وجوه سرمایه‌گذاری شده در هر سال
(میلیون یورو)



منبع اطلاعات: European Private Equity & Venture Capital Association

نمودار ۳. معیارهای غربال گری و فرآیند سرمایه گذاری

فرآیند سرمایه گذاری

پالامون از فرآیند سرمایه گذاری استفاده می کند که کارایی آن در دهه ی گذشته با آزمون چرخه های اقتصادی و در نواحی مختلف جغرافیایی به اثبات رسیده است. این فرآیند بر پایه ی مجموعه ای از اصول جاافتاده ی سرمایه گذاری استوار است، که می توان آن را در قالب مراحل سرمایه گذاری به شرح زیر خلاصه کرد:

- تعیین *کانون های سرمایه گذاری*. بخش هایی را شناسایی کنید که با تغییرات عمده همراه اند، در مورد صنعت دانش بیش تری کسب کنید و در صورت لزوم نقطه نظرهای مخالف را بررسی کنید.
- جستجوی *فعالانه ی فرصت ها*. فعالانه فرصت های سرمایه گذاری در بخش های مختلف را پیگیری کنید.
- *ریزکاوی دقیق*. ریزکاوی فراگیر لازم است، اما در عین حال روی اطلاعات شرکت متمرکز شوید. در مراحل اولیه روی داده هایی تمرکز کنید که ممکن است باعث برهم خوردن معامله شوند.
- تعیین *استادانه ی ساختار معامله*. بدون این که سنت های ناکارآمد دست و پاگیر شود، چارچوب معامله را بر فهم و دانش درستی از عرف های محلی معاملاتی استوار کنید؛ اهداف را با لحاظ مفاهیم کارآفرینی تدوین کنید. از اهرم اضافی پرهیزید.
- *حمایت از ارزش آفرینی*. مسیرهای راهبردی را برای شرکت های موجود در سبد سرمایه گذاری فراهم کنید؛ برای تیم مدیریت امکان دسترسی به شبکه ای از مشاوران بین المللی را فراهم کنید. به افق سرمایه گذاری بلندمدت پایبند باشید، آن قدر بلندمدت که مجال کافی برای رشد شرکت فراهم شود.
- *راهبردهای اثبات شده در عمل*. برای حل مسائل نقدینگی آماده شوید؛ از تخصص درون سازمان برای دسترسی به سرمایه در بازارهای عمومی یا جهت سازماندهی فروش سهام شرکت ها استفاده کنید، گزینه های خروج را برای تمامی سهامداران طراحی کنید.

معیارهای غربال پروژه های سرمایه گذاری

شرکای پالاسون خصوصاً در انتخاب معیارهای سرمایه گذاری هایشان سخت گیرند، و آن ها ویژگی هایی را شناسایی می کنند که ضمن تقویت رشد شرکت، ریسک قابل مدیریت دارند. عناصر کلیدی ذیل در هر سرمایه گذاری لحاظ می شود:

- مدیریت برتر با توانمندی ها و تخصص های منحصربه فرد
- رهبری در بازارهای اصلی ای که شدیداً در حال توسعه اند و یا در بازارهایی که ماهیت مکانی خود را به دلیل تغییرات فن آوری، قانونی، یا رقابتی از دست می دهند.
- ظرفیت بالا برای استفاده از اهرم عملیاتی.
- فرصت دسترسی به بازارهای بدیل.
- دسترسی به دارایی ها کم ارزشیابی شده.

مأخذ: سایت شرکت (به تاریخ ۱۹ دسامبر ۲۰۰۵)

نمودار ۴. صورت سود و زیان پیش بینی شده‌ی مربوط به گذشته‌ی تیم سیستم (ارقام به میلیون لیر)

۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	
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 مورد استفاده
(۱,۵۵۳)	(۱,۴۹۳)	(۳۹۴)	(۳۲۸)	هزینه‌ی اجاره و واسطه‌ی
(۲۹,۱۲۱)	(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)	بیمه‌ی تأمین اجتماعی
(۷۵۳)	(۵۷۲)	(۴۸۱)	(۴۵۶)	دیگر هزینه‌های کارکنان
(۹,۹۱۵)	(۸,۷۷۱)	(۷,۹۱۰)	(۷,۱۸۶)	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
(۱,۶۳۶)	(۱,۳۵۵)	(۱,۴۲۷)	(۱,۰۵۲)	دارایی‌های مشهود و نامشهود EBITDA
۱۸,۴۸۸	۱۲,۷۹۵	۱۰,۰۱۷	۸,۹۴۷	استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود
(۲۱۰)	(۱۵۴)	(۱۴۴)	(۱۸۵)	سود قبل از بهره و مالیات EBIT
۱,۲۸۳	۱,۱۳۲	۱,۳۰۵	۱,۸۰۰	مخارج بهره
۱۹,۵۶۲	۱۳,۷۷۳	۱۱,۱۷۸	۱۰,۵۶۳	درآمدهای غیر عملیاتی
(۹,۵۲۵)	(۶,۴۳۷)	(۶,۶۹۹)	(۵,۸۷۰)	سود قبل از مالیات
۱۰,۰۳۶	۷,۳۳۶	۴,۴۷۹	۴,۶۹۳	مالیات
(۲۸۷)	(۱۳۹)	(۱۳)	(۳۰)	سود قبل از کسر سهام اقلیت
۹,۷۴۹	۷,۱۹۷	۴,۴۶۶	۴,۶۶۳	لحاظ سرمایه‌گذاری‌های متقابل درون شرکتی
				سود خالص

مأخذ: اطلاعاتی‌های خود شرکت

شکل ۵. صورت ترازنامه‌ی پیش‌بینی‌شده‌ی مربوط به گذشته‌ی تیم‌سیستم (ارقام به میلیون لیر)

۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	
۲۸,۵۱۳	۲۱,۱۴۴	۱۹,۱۳۴	۱۳,۰۹۲	دارایی‌ها
				نقد
				اوراق بهادار قابل معامله
۱۹,۴۴۳	۱۶,۳۲۸	۱۴,۹۵۷	۱۳,۲۵۷	حساب‌های دریافتی
۱,۲۳۵	۱,۱۹۵	۱,۰۸۷	۱,۳۳۳	موجودی‌ها
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
۱,۸۶۵	۱,۷۳۸	۱,۹۴۷	۳۲۷	پیش‌پرداخت هزینه‌ها
۱,۲۲۶	۱,۲۲۹	۱,۱۷۳	۱,۴۳۴	اوراق بهادار و دیگر دارایی‌ها
<u>۵۸,۰۳۹</u>	<u>۴۵,۲۸۱</u>	<u>۴۱,۰۶۸</u>	<u>۳۵,۱۴۸</u>	کل دارایی‌ها
				بدهی‌ها
۹,۶۶۹	۸,۹۶۹	۸,۹۳۲	۷,۶۶۱	حساب‌های پرداختی
۹,۹۵۶	۸,۶۶۰	۹,۸۲۷	۶,۷۹۶	مالیات و دیگر پرداختی‌ها
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
۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	سرمایه
۱۵,۸۸۴	۱۱,۶۶۲	۹,۴۴۲	۶,۶۳۶	ذخایر و اندوخته‌ها
۹,۶۶۰	۷,۱۳۲	۴,۴۰۵	۴,۵۸۴	درآمد عملیاتی (پس از کسر سود سهام پرداختی ویژه)
۳۰,۱۲۴	۲۳,۳۷۴	۱۸,۴۲۷	۱۵,۸۰۰	کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت
۱,۰۷۹	۷۸۶	۶۶۱	۱,۰۰۳	سهام اقلیت
۳۱,۲۰۳	۲۴,۱۶۰	۱۹,۰۸۸	۱۶,۸۰۳	کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت
<u>۵۸,۰۳۹</u>	<u>۴۵,۲۸۱</u>	<u>۴۱,۰۶۸</u>	<u>۳۵,۱۴۸</u>	کل حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها

مأخذ: اطلاعاتی‌های خود شرکت

نمودار ۶. فروش شرکت‌های برتر ایتالیایی
در صنعت نرم‌افزارهای حقوق و دستمزد، ۱۹۹۸

نام شرکت	فروش (میلیون لیر)
TeamSystem	۵۰/۷
Inaz Paghe	۴۷/۰
Osra	۳۸/۰
Sistomi	۳۷/۰
Zuchatti	۳۶/۰
Esa Software	۳۵/۰
Omega Data	۳۴/۴
Axioma	۲۶/۰
Dylog Italia	۲۵/۰

مأخذ: اطلاعاتی‌های خود شرکت

نمودار ۷. منابع / مصارف وجوه در طرح پیشنهادی تجدید ساختار اهرمی

(ارقام به میلیون لیر)

منابع	
بدهی	۴۶,۰۰۰
وجوه نقد مازاد	۱۵,۰۰۰
	<u>۶۱,۰۰۰</u>
مصارف	
سود پرداختی ویژه – آوریل ۲۰۰۰	۸,۵۰۰
سود پرداختی ویژه – نهایی	<u>۵۲,۵۰۰</u>
	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 میلیارد لیری سهام از سرمایه‌گذاران تیم سیستم توسط پالامون و (۲) مبلغ خرید ۲/۱ میلیارد لیری املاک و مستغلات توسط سرمایه‌گذاران از تیم سیستم. پالامون چیزی به عنوان سود سهام ویژه دریافت نمی‌کند.

نمودار ۸. صورت سود و زیان پیش بینی شده‌ی تیم سیستم
(ارقام به میلیون لیر)

	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷
					%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۶	%۶	%۶	%۶	%۶ نرخ رشد
کل فروش	۳۹,۶۶۵	۴۲,۹۲۲	۵۰,۶۹۴	۶۰,۴۹۹	۶۹,۵۷۳	۸۰,۰۰۹	۹۲,۰۱۱	۹۷,۵۳۲	۱۰۳,۳۸۳	۱۰۹,۵۸۶	۱۱۶,۱۶۲	۱۲۳,۱۳۱
هزینه‌ی مواد	(۹,۹۷۹)	(۱۱,۴۳۰)	(۱۲,۲۵۸)	(۱۵,۱۷۹)								
هزینه‌ی خدمات مورد استفاده	(۹,۳۸۰)	(۸,۶۹۲)	(۱۰,۸۸۹)	(۱۲,۳۸۹)								
هزینه‌ی اجاره و واسطاری	(۳۲۸)	(۳۹۴)	(۱,۴۹۳)	(۱,۵۵۳)								
کل هزینه‌های عملیاتی	(۱۹,۶۸۷)	(۲۰,۵۱۶)	(۲۴,۶۴۰)	(۲۹,۱۲۱)	(۳۱,۳۰۸)	(۳۶,۰۰۴)	(۴۱,۴۰۵)	(۴۳,۸۸۹)	(۴۶,۵۲۳)	(۴۹,۳۱۴)	(۵۲,۲۷۳)	(۵۵,۴۰۹)
حقوق و دستمزد	(۴,۸۷۵)	(۵,۳۸۲)	(۶,۲۸۲)	(۷,۱۵۱)								
بیمه‌ی تأمین اجتماعی	(۱,۸۵۵)	(۲,۰۴۷)	(۱,۹۱۷)	(۲,۰۱۱)								
دیگر هزینه‌های کارکنان	(۴۵۶)	(۴۸۱)	(۵۷۲)	(۷۵۳)								
کل هزینه‌های کارکنان	(۷,۱۸۶)	(۷,۹۱۰)	(۸,۷۷۱)	(۹,۹۱۵)	(۱۰,۷۸۴)	(۱۲,۴۰۱)	(۱۴,۲۶۲)	(۱۵,۱۱۷)	(۱۶,۰۲۴)	(۱۶,۹۸۶)	(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 دارایی‌های مشهود و نامشهود EBITDA	۹,۹۹۹	۱۱,۴۴۴	۱۴,۱۵۰	۲۰,۱۲۴	۲۴,۶۹۹	۲۸,۴۰۳	۳۲,۶۶۴	۳۴,۶۲۴	۳۶,۷۰۱	۳۸,۹۰۳	۴۱,۲۳۷	۴۳,۷۱۲
استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود	(۱,۰۵۲)	(۱,۴۲۷)	(۱,۳۵۵)	(۱,۶۳۶)	(۸۳۵)	(۹۰۰)	(۹۷۵)	(۱,۰۱۰)	(۱,۰۴۶)	(۱,۰۸۵)	(۱,۱۲۶)	(۱,۱۷۰)
سود قبل از بهره و مالیات EBIT	۸,۹۴۷	۱۰,۰۱۷	۱۲,۷۹۵	۱۸,۴۸۸	۲۳,۸۶۳	۲۷,۵۰۳	۳۱,۶۸۹	۳۳,۶۱۴	۳۵,۶۵۵	۳۷,۸۱۸	۴۰,۱۱۱	۴۲,۵۴۲
مخارج بهره	(۱۸۵)	(۱۴۴)	(۱۵۴)	(۲۱۰)	(۳,۱۶۰)	(۳,۱۶۰)	(۳,۱۶۰)	(۲,۷۶۵)	(۱,۹۷۵)	(۱,۱۸۵)	(۳۹۵)	—
درآمدهای غیر عملیاتی	۱,۸۰۰	۱,۳۰۵	۱,۱۳۲	۱,۲۸۳	۵۶۱	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	۳۲,۹۳۹	۳۶,۰۸۱	۳۹,۴۴۶	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 درون‌شرکتی	(۳۰)	(۱۳)	(۱۳۹)	(۲۸۷)								
سود خالص	۴,۶۶۳	۴,۴۶۶	۷,۱۹۷	۹,۷۴۹	۱۱,۰۵۸	۱۳,۲۶۰	۱۵,۷۹۹	۱۷,۱۲۹	۱۸,۷۶۶	۲۰,۵۱۲	۲۲,۳۷۳	۲۴,۴۶۵

مأخذ: تحلیل افته‌نویس

نمودار ۹. صورت ترازنامه‌ی پیش‌بینی‌شده‌ی تیم‌سیستم
(ارقام به میلیون لیر)

	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷
دارایی‌ها												
نقد	۱۳,۰۹۲	۱۹,۱۳۴	۲۱,۱۴۴	۲۸,۵۱۳	۱۳,۵۰۰	۱۵,۲۰۲	۱۷,۴۸۲	۱۸,۵۳۱	۱۹,۶۴۳	۲۰,۸۲۱	۲۲,۰۷۱	۲۳,۳۹۵
اوراق بهادار قابل معامله					۱۱,۲۲۴	۲۳,۱۴۳	۳۷,۰۹۶	۴۱,۸۱۶	۴۸,۱۶۵	۵۶,۲۵۳	۶۶,۱۹۶	۹۰,۱۴۴
حساب‌های دریافتی	۱۳,۲۵۷	۱۴,۹۵۷	۱۶,۳۲۸	۱۹,۴۴۳	۲۰,۸۷۲	۲۴,۰۰۳	۲۷,۶۰۳	۲۹,۲۵۹	۳۱,۰۱۵	۳۲,۸۷۶	۳۴,۸۴۸	۳۶,۹۳۹
موجودی‌ها	۱,۳۳۳	۱,۰۸۷	۱,۱۹۵	۱,۲۳۵	۱,۳۹۱	۱,۶۰۰	۱,۸۴۰	۱,۹۵۱	۲,۰۶۸	۲,۱۹۲	۲,۳۲۳	۲,۴۶۳
کل دارایی‌های جاری	۲۷,۶۸۲	۳۵,۱۷۸	۳۸,۶۶۷	۴۹,۱۹۱	۴۶,۹۸۸	۶۳,۹۴۸	۸۴,۰۲۱	۹۱,۵۵۷	۱۰۰,۸۹۱	۱۱۲,۱۴۲	۱۲۵,۴۳۸	۱۵۲,۹۶۱
دارایی‌های نامشهود	۱۴	۲۲	۱۸	۲۱	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰
زمین، اموال، کارخانه و تجهیزات	۴,۹۶۲	۲,۰۸۰	۲,۴۸۹	۳,۶۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱	۱,۵۸۱
سایر دارایی‌های مشهود	۷۲۹	۶۶۸	۱,۱۴۰	۲,۰۵۵	۱,۷۳۹	۲,۰۰۰	۲,۳۰۰	۲,۴۳۸	۲,۵۸۵	۲,۷۴۰	۲,۹۰۴	۳,۰۷۸
پیش‌پرداخت هزینه‌ها	۳۲۷	۱,۹۴۷	۱,۷۳۸	۱,۸۶۵	۲,۰۸۷	۲,۴۰۰	۲,۷۶۰	۲,۹۲۶	۳,۱۰۲	۳,۲۸۸	۳,۴۸۵	۳,۶۹۴
اوراق بهادار و دیگر دارایی‌ها	۱,۴۳۴	۱,۱۷۳	۱,۲۲۹	۱,۲۲۶	۱,۳۹۱	۱,۶۰۰	۱,۸۴۰	۱,۹۵۱	۲,۰۶۸	۲,۱۹۲	۲,۳۲۳	۲,۴۶۳
کل دارایی‌ها	۳۵,۱۴۸	۴۱,۰۶۸	۴۵,۲۸۱	۵۸,۰۳۹	۵۳,۸۰۷	۷۱,۵۴۹	۹۲,۵۲۳	۱۰۰,۴۷۳	۱۱۰,۲۴۵	۱۲۱,۹۶۲	۱۳۵,۷۵۱	۱۶۳,۷۷۶
بدهی‌ها												
حساب‌های پرداختی	۷,۶۶۱	۸,۹۳۲	۸,۹۶۹	۹,۶۶۹	۱۱,۱۳۲	۱۲,۸۰۲	۱۴,۷۲۲	۱۵,۶۰۵	۱۶,۵۴۱	۱۷,۵۳۴	۱۸,۵۸۶	۱۹,۷۰۱
مالیات و دیگر پرداختی‌ها	۶,۷۹۶	۹,۸۲۷	۸,۶۶۰	۹,۹۵۶	۱۱,۱۳۲	۱۲,۸۰۲	۱۴,۷۲۲	۱۵,۶۰۵	۱۶,۵۴۱	۱۷,۵۳۴	۱۸,۵۸۶	۱۹,۷۰۱
پیش‌دریافت درآمد و دیگر بدهی‌های انباشته	۱,۲۰۰	۱,۱۲۷	۱,۲۵۷	۴,۱۵۶	۳,۴۷۹	۴,۰۰۰	۴,۶۰۱	۴,۸۷۷	۵,۱۶۹	۵,۴۷۹	۵,۸۰۸	۶,۱۵۷
بدهی‌های بلندمدت	۲,۶۸۸	۲,۰۹۴	۲,۲۳۵	۳,۰۵۵	۴۶,۰۰۰	۴۶,۰۰۰	۴۶,۰۰۰	۳۴,۵۰۰	۲۳,۰۰۰	۱۱,۵۰۰	-	-
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												
سرمایه	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰	۴,۵۸۰
ذخایر و اندوخته‌ها	۶,۶۳۶	۹,۴۴۲	۱۱,۶۶۲	۱۵,۸۸۴	۲۴,۵۴۴	(۲۴,۳۹۸)	(۱۱,۱۳۸)	۴,۶۶۱	۲۱,۷۸۹	۴۰,۵۵۵	۶۱,۰۶۷	۸۳,۴۴۰
درآمد عملیاتی (پس از کسر سود سهام پرداختی ویژه)	۴,۵۸۴	۴,۴۰۵	۷,۱۳۲	۹,۶۶۰	۱۱,۰۵۸	۱۳,۲۶۰	۱۵,۷۹۹	۱۷,۱۲۹	۱۸,۷۶۶	۲۰,۵۱۲	۲۲,۳۷۳	۲۴,۴۶۵
(پس از کسر سود سهام ویژه)					(۶۱,۰۰۰)							
کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت	۱۵,۸۰۰	۱۸,۴۲۷	۲۳,۳۷۴	۳۰,۱۲۴	(۱۹,۸۱۸)	۹,۲۴۱	۲۶,۳۶۹	۴۵,۱۳۵	۶۵,۶۴۷	۸۸,۰۲۰	۱۱۲,۴۸۶	
سهام اقلیت	۱,۰۰۳	۶۶۱	۷۸۶	۱,۰۷۹	۱,۸۸۳	۲,۵۰۴	۳,۳۳۸	۳,۵۱۷	۴,۵۵۹	۴,۲۶۹	۴,۷۵۱	۵,۷۲۲
کل حقوق صاحبان سهام و سهام اقلیت	۱۶,۸۰۳	۱۹,۰۸۸	۲۴,۱۶۰	۳۱,۲۰۳	(۱۷,۹۳۵)	۱۲,۴۷۹	۲۹,۸۸۶	۴۸,۹۹۴	۶۹,۹۱۵	۹۲,۷۷۱	۱۱۸,۲۱۸	
کل حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها	۳۵,۱۴۸	۴۱,۰۶۸	۴۵,۲۸۱	۵۸,۰۳۹	۵۳,۸۰۷	۷۱,۵۴۹	۹۲,۵۲۳	۱۰۰,۴۷۳	۱۱۰,۲۴۵	۱۲۱,۹۶۲	۱۳۵,۷۵۱	۱۶۳,۷۷۶

مأخذ: تحلیل افته نویس

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

ارزش بازار تعدیل شده ^۱ براساس ضریبی از:		ارزش بازار سهام براساس ضریبی از ^۲				نرخ رشد بلندمدت تخمینی عایدی هر سهم	نسبت به نرخ رشد بلندمدت سال ۱۹۹۹	نرخ رشد یک‌ساله		حاشیه‌ی سود بلندمدت		
درآمد بلندمدت	سود عملیاتی بلندمدت	عایدی هر سهم تخمینی	عایدی هر سهم تخمینی	سال محاسبه ۱۹۹۹	سال محاسبه ۲۰۰۰			سال محاسبه ۲۰۰۱	فروش	سود قبل از بهره و مالیات	سود قبل از بهره و مالیات	سود خالص
ردیف ۱- بازیگران بزرگ ERP												
Baan	۴/۰×	NA	NA	NA	NA	۲۶×	NA	NA	۸/۲	NA	۳۸/۰	۴۰/۲
JD Edwards	۱/۶×	۲۶/۲×	NA	۹۵/۰×	۷۴/۹×	۲۷×	NA	NA	۴۴/۲	۷۷/۰	۶/۲	۵/۰
Oracle	۶/۸×	۳۲/۰×	۴۷/۸×	۴۲/۱×	۳۴/۴×	۲۷/۸×	۲۴×	۱۴۳	۳۳/۶	۳۲/۷	۲۱/۲	۱۴/۶
Peopelsoft	۲/۳×	۲۳/۶×	NA	۵۴/۸×	۴۴/۳×	۲۴×	۲۳۱	۶۱/۱	۶۱/۱	۴۱/۷	۹/۹	۲/۱
SAP	۸/۳×	۴۲/۱×	۷۵/۲×	۶۱/۹×	۴۵/۸×	۳۶/۶×	۲۵×	۱۸۲	۱۸۲	۱۷/۴	۱۹/۷	۱۱/۱
Low	۱/۶×	۲۳/۶×	۳۷/۹×	۴۲/۱×	۳۴/۴×	۲۷/۸×	۲۴×	۸/۲	۱۴۳	۱۷/۴	۳۸/۰	۴۰/۲
Mean	۴/۶×	۳۱/۰×	۵۳/۶×	۵۲/۰×	۴۵/۹×	۲۵×	۱۸۵	۳۵/۸	۳۵/۸	۴۲/۲	۳/۸	۱/۵
High	۸/۳×	۴۲/۱×	۷۵/۲×	۶۱/۹×	۹۵/۰×	۷۴/۹×	۲۷×	۶۱/۱	۶۱/۱	۷۷/۰	۲۱/۲	۱۴/۶
ردیف ۲- شرکت‌های میان‌مقیاس تولیدکننده‌ی نرم‌افزارهای حسابداری												
Great Plains Software Inc.	۴/۸×	۸/۱×	۳۷/۸×	۴۸/۲×	۲۸/۰×	۳۵×	۱۰/۸	۵۷/۵	۵۹/۰/۵	۵۸/۹	۹/۵	۹/۵
Intuit Inc.	۵/۸×	۴۲/۸×	۴۳/۶×	۶۲/۴×	۵۲/۴×	۴۳/۲×	۲۱×	۲۴۷	۱۲/۸	۴۰/۱	۱۳/۶	۱۶/۳
Epicor Software	۱/۵×	NA	NA	۵۴/۲×	۱۸/۱×	۱۴/۲×	۲۸×	۶۶	NA	NA	۱۰/۰	۱۰/۲
Sage Group PLC	۱۶/۰×	۵۸/۵×	۷۱/۱×	۸۴/۳×	۵۸/۲×	۴۳/۰×	۳۵×	۲۵/۹	۲۵/۹	۲۶/۶	۲۷/۴	۱۷/۷
Symix	۰/۷×	۸/۲×	۱۲/۶×	۱۳/۵×	۱۲/۱×	۹/۴×	۲۸×	۴۳	۴۸/۴	۶۸/۰	۸/۴	۵/۱
Low	۰/۷×	۸/۱×	۱۲/۶×	۱۳/۵×	۱۲/۱×	۹/۴×	۲۱×	۴۳	۱۲/۸	۲۶/۶	۱۰/۰	۱۰/۲
Mean	۵/۸×	۲۹/۴×	۴۹/۲×	۴۹/۹×	۳۵/۷×	۲۷/۶×	۲۹×	۱۲۶	۳۶/۲	۱۸۱/۳	۱۹/۷	۷/۷
High	۱۶/۰×	۵۸/۵×	۸۴/۳×	۷۱/۱×	۵۸/۲×	۴۳/۲×	۳۵×	۲۴۷	۵۷/۵	۵۹/۰/۵	۵۸/۹	۱۷/۷
ردیف ۳- دیگر شرکت‌ها												
Agresso	۰/۸×	۴۰/۲×	۴۲/۰×	۱۵/۶×	۷/۷×	۳/۵×	۱۲۱×	۶۰	۲۰۶/۴	۳,۲۰۹/۱	۲/۱	۱/۸
Intenia	۱/۶×	-۶۹/۲×	NA	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×	NA	NA	۷۲/۷×	۳۱/۸×	NA	NA	NA	۲۳/۱	-۶۶/۰	-۰/۲	۱/۱
Low	۰/۸×	-۶۹/۲×	۴۲/۰×	۱۵/۶×	۷/۷×	۳/۵×	۱۲۱×	۶۰	۲۳/۱	-۶۶/۰	-۲/۴	-۵/۵
Mean	۵/۸×	۱۶/۹×	۸۴/۵×	۴۸/۰×	۲۵/۳×	۳/۵×	۱۲۱×	۶۰	۱۰۸/۲	۸۴۹/۲	۵/۴	۲/۹
High	۱۷/۶×	۷۹/۶×	۱۲۶/۹×	۷۲/۷×	۳۲/۰×	۳/۵×	۱۲۱×	۶۰	۲۶۶/۴	۳,۲۰۹/۱	۲۲/۱	۱۴/۰

* براساس ارزش تعدیل‌شده بازار که به این صورت تعریف می‌شود: ارزش بازار حقوق سهامداران + بدهی بلندمدت - نقد و شبه‌نقد

* براساس تخمین‌های I/B/E/S

Not Available=NA

مأخذ: Thomson Financial's Datastream Advance

نمودار 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	درآمد فروش	سود عملیاتی	عایدی هر سهم (دلار)	سال محاسبه: ۲۰۰۰	سال محاسبه: ۲۰۰۱	ارزش دفتری	کل دارایی‌ها
								عایدی تخمینی هر سهم (دلار)	عایدی تخمینی هر سهم (دلار)		
ردیف ۱- بازیگران بزرگ ERP											
Baan	۲,۶۳۷,۶۱۸	۲۰۰,۵۴۶	۱۲۱,۶۹۷	۲,۷۱۶,۴۶۷	۶۷۴,۶۶۴	(۲۵۶,۴۴۶)	(۱/۳۵)	۰/۰۸	۰/۱۰	۱۱۲,۸۲۱	۶۹۶,۵۱۰
JD Edwards	۱,۸۲۹,۳۸۵	-	۲۱۱,۷۸۲	۱,۶۱۷,۶۰۳	۱,۰۰۱,۲۶۳	۶۱,۸۴۲	۰/۴۵	۰/۱۸	۰/۲۳	۵۸۳,۹۹۶	۹۵۰,۴۷۳
Oracle	۶۲,۲۸۲,۷۴۶	۳۰۱,۱۴۰	۲,۵۶۲,۷۶۴	۶۰,۰۲۱,۱۲۲	۸,۸۲۷,۲۵۲	۱,۸۷۲,۸۸۱	۰/۸۷	۱/۲۱	۱/۵۰	۳,۶۹۵,۲۶۷	۷,۲۵۹,۶۵۴
Peoplesoft	۳,۶۱۱,۴۵۲	-	۴۹۸,۱۵۵	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- شرکت‌های میان‌مقیاس تولیدکننده‌ی نرم‌افزارهای حسابداری											
Great Plains Software Inc.	۷۶۷,۸۹۳	-	۱۲۳,۶۸۳	۶۴۴,۲۱۰	۱۳۴,۹۰۷	۷۹,۴۸۹	۰/۸۶	۱/۲۸	۱/۷۲	۱۳۳,۱۹۳	۱۸۰,۲۵۲
Intuit Inc.	۶,۴۷۶,۰۱۰	۳۶,۰۴۳	۱,۷۶۱,۲۰۰	۴,۷۵۰,۸۵۳	۸۱۴,۸۸۹	۱۱۱,۰۰۹	۲/۱۵	۱/۷۹	۲/۱۷	۱,۶۷۳,۴۰۵	۲,۴۶۹,۸۸۵
Epicor Software	۱۵۴,۹۷۷	-	۴۷,۳۰۴	۱۰۷,۶۷۳	۷۳,۶۸۸	(۷,۳۳۳)	NA	۰/۲۱	۰/۲۷	۱۲۲,۱۹۶	۱۹۹,۷۳۵
Sage Group PLC	۵,۹۹۷,۶۴۸	۱۳۶,۰۴۶	۷۸,۱۷۱	۶,۰۵۵,۵۲۳	۳۷۷,۴۷۷	۱۰۳,۵۹۵	۰/۵۸	۰/۸۳	۱/۱۳	۱۱,۱۸۷	۶۵۰,۳۷۵
Symix	۸۴,۴۲۱	۴,۱۰۹	۳,۲۶۱	۸۵,۲۶۹	۱۲۳,۰۱۰	۱۰,۳۷۴	۰/۹۱	۰/۹۵	۱/۲۲	۳۶,۷۴۹	۷۳,۳۴۶
ردیف ۳- دیگر شرکت‌ها											
Agresso	۸۸,۵۵۴	۱,۳۹۸	۱۸,۶۸۰	۷۱,۲۷۲	۸۵,۹۷۳	۱,۷۷۱	۰/۰۴	۰/۲۴	۰/۵۳	۴۰,۸۰۴	۸۹,۷۸۹
Intenia	۵۵۷,۲۱۷	۳۶,۸۳۳	۱۲,۶۵۵	۵۸۱,۳۹۵	۳۵۲,۹۸۸	(۸,۴۰۰)	(۰/۷۲)	۰/۷۴	NA	۱۰۴,۰۸۵	۲۷۵,۷۱۴
Navision	۶۵۵,۷۰۷	-	۶,۲۸۵	۶۴۹,۴۲۲	۳۶,۸۷۵	۸,۱۵۵	۰/۲۰	۰/۸۰	NA	۹,۵۴۰	۲۵,۱۲۷
Brain International	۲۵۶,۴۹۹	۱۹,۹۹۱	۳۹,۲۸۳	۲۳۷,۲۰۷	۷۶,۶۸۶	(۱۶۴)	۰/۱۳	۱/۲۶	NA	۶۵,۳۶۵	۱۰۷,۸۴۴

* براساس ارزش تعدیل‌شده‌ی بازار که به این صورت تعریف می‌شود: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + بدهی بلندمدت - نقد و شبه‌نقد

* براساس تخمین‌های I/B/E/S

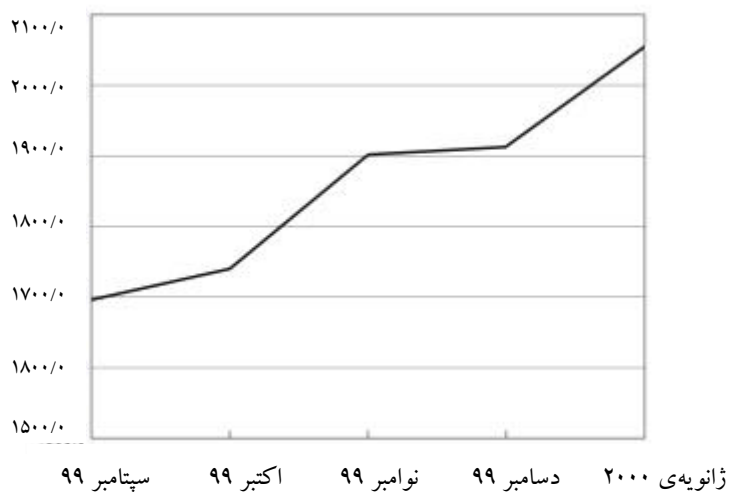
مأخذ: Datastream

نمودار ۱۲. نرخ‌های برابری یورو به لیر

در اول ژانویه ۱۹۹۹ اتحادیه‌ی 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، نماینده‌ی 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



مأخذ: بلومبرگ

به عنوان نمونه در سپتامبر ۱۹۹۹، نرخ برابری دلار به یورو برای ۱/۰۶۸۴ و نرخ برابری دلار به لیر برابر ۱۸۱۲/۳۲ بود. که با تقسیم دومی بر اولی، نرخ برابری ضمنی یورو به لیر به دست می‌آید.

نمودار ۱۳. شرایط بازار سرمایه- فوریه ۲۰۰۰

ابزار مالی بازده

نرخ بهره‌ی بین‌بانکی یورو (EURIBOR)

۳/۴۱	۹۰ روزه
۳/۷۸	۶ ماهه
۴/۱۱	یک ساله
	اوراق قرضه‌ی دولتی (برحسب یورو)
۶/۰۰	ایتالیا- آوریل ۲۰۰۴
۵/۸۷	ایتالیا- ژوئیه‌ی ۲۰۰۷
۹/۲۵	ایتالیا- مارس ۲۰۱۱
۵/۱۶	ناحیه‌ی یورو، ۵ ساله
۵/۴۵	ناحیه‌ی یورو، ۷ ساله
۵/۶۱	ناحیه‌ی یورو، ۱۰ ساله

شاخص بازار سهام ضریب P/E

۳۷/۸۷	شاخص MIB30 میلان
۲۸/۷۵	شاخص FTSE100 (لندن)
۵۷/۴۷	شاخص DAX (فرانکفورت)

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

مأخذ داده‌ها: Ecb Monthly Bulletin, European Central Bank (March 2000).

افتهی ۶-۷. شرکت صنایع پتروشیمی زنجان

فصل هشتم:

بررسی طرح‌های سرمایه‌گذاری

افتهی ۴-۱. آبنبات ناستی

شرکت نشنال فودز^۱ در حال بررسی راه‌اندازی خط تولید آبنبات جدیدی به‌نام 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. بر اساس 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؟

^۱. National Foods

^۲. Nasty

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^۱ 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؟
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 می‌شود؟
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 توجیه‌پذیر است؟
۹. آیا تصمیمات تأمین مالی را باید مستقل از بودجه‌بندی سرمایه‌ای اتخاذ کرد؟

^۱. Modified Accelerated Cost Recovery System (MCRS)

افته‌ی شماره‌ی دو: Worldwide Paper Company (WPC)

در دسامبر سال ۲۰۰۶، باب پرسکات^۱، رئیس حسابداری واحد کسب و کار^۲ بلوریدج میل^۳ به راه‌اندازی کارخانه‌ای جدید برای کار کردن 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 "شانندو 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 شانندو میل به‌عنوان عرضه‌کننده‌ی الوار کوتاه نخواهد داشت، بلکه با فروش الوار کوتاه در بازار با شانندو 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.

^۱ Bob Prescott

^۲ business unit

^۳ Blue Ridge Mill

^۴ longwood

^۵ shortwood

^۶ Shenandoah Mill

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 قابل توجهی 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.

پرسکات هم‌چنین در نظر داشت پس از راه‌اندازی کارخانه بلافاصله با فروش الوار کوتاه مازاد بر نیاز، از ظرفیت مازاد تولید بهره‌برداری 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 تمام‌شده‌ی کالای فروش‌رفته^۱ (قبل از لحاظ استهلاک) را ۷۵٪ درآمد، و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری^۲ را معادل ۵ درصد درآمد تخمین زد.

علاوه بر مخارج سرمایه‌ای ۱۸ میلیون دلاری، افزایش درآمدها ضرورتاً با افزایش موجودی انباز و حساب‌های دریافتی همراه خواهد بود. کل سرمایه در گردش مورد نیاز به‌طور متوسط معادل ۱۰ درصد درآمد فروش لحاظ شده بود. بنابراین، میزان سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش در هر سال برابر ۱۰ درصد افزایش در درآمد آن سال خواهد بود. در پایان عمر سرمایه‌گذاری تجهیزات (سال ۲۰۱۳) تمامی خالص سرمایه در گردش ثبت‌شده در دفاتر بازیافت می‌شود، در حالی که تنها ۱۰ درصد از مخارج سرمایه‌ای (قبل از کسر مالیات) قابل بازیافت خواهد بود.

^۱ Cost of Goods Sold (COGS)

^۲ Selling General and Administrative (SG&A)

مالیات با نرخ ۴۰ درصد پرداخت می‌شود، و استهلاک بر مبنای روش خط مستقیم^۱ و با ارزش اسقاط صفر محاسبه می‌شود. حسابداران WPC به پرسکات گفته‌اند که زمان شروع محاسبه‌ی هزینه‌های استهلاک در سال ۲۰۰۸ است، یعنی زمانی که تمامی ۱۸ میلیون دلار صرف شده، و تجهیزات آماده‌ی بهره‌برداری شده‌اند.

پرسکات در مورد چگونگی لحاظ کردن تورم در تحلیل‌هایش دچار تناقض شده بود. او اطمینان داشت که برآوردهای او از درآمدهای کارخانه در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ به درستی منعکس‌کننده‌ی میزان دلاری است که شرکت WPC به احتمال زیاد در آن سال‌ها به دست می‌آورد. مبلغ موردانتظار ۴ میلیون دلار حاصل از فروش الوار کوتاه در سال ۲۰۰۸ بر اساس تحلیل دقیق بازار الوار کوتاه صورت گرفته بود. این تحلیل شامل تخمین محافظه‌کارانه‌ی سهم بازار بلوریدج میل و قیمت موردانتظار بازار الوار کوتاه می‌باشد. حتی در این تحلیل‌ها اثر حضور بلوریدج به عنوان رقیبی جدید در بازار الوار کوتاه نیز لحاظ شده بود. از آن‌جا که او از چگونگی اثرگذاری تورم بر هزینه‌های عملیاتی و قیمت الوار کوتاه در سال‌های پس از سال ۲۰۰۹ اطمینان نداشت، تصمیم گرفت اثر تورم را در تحلیل‌های خود لحاظ نکند. بنابراین تخمین‌های دلاری سال ۲۰۱۰ و سال‌های پس از آن بر اساس همان 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 به دست آمده بود که ۱۰ سال پیش‌تر در مورد هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت انجام شده بود. پرسکات نمی‌خواست از این عدد قدیمی به عنوان 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

۱-۲. WPC نسبت به اجرا یا عدم اجرای این طرح چه تصمیمی باید اتخاذ کند؟ نحوه‌ی رسیدن به

نتیجه را به طور 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 ۱-۸. شرکت باب و روی

افتهی ۲-۸. سرمایه‌گذاری‌های شاهزاده

افتهی ۳-۸. شرکت یورولند فودز اس.ای.

یورولند فودز اس.ای.^۱

در اوایل ژانویه سال ۲۰۰۱، کمیته‌ی مدیران ارشد شرکت یورولند فودز نشستی برگزار 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 کارایی، 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

^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 نشان‌دادن اجرای مؤثر یا ناکارآمد موقعیتی مدیریتی نیست. همه‌ی حقوق اثر متعلق است به بنیاد مدرسه‌ی داردن دانشگاه ویرجینیا، شارلوتزویل (Charlottesville)، ۲۰۰۱.

^۲. Theo Verdin

«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 و اشباع‌شدگی 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 هرسال 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

^۱. President Directeur-general (PDG)

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

مدیر مالی شرکت، ترودی لوف^۱ 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 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

برروی 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^۲ 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^۳ ۱۲۵ 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 جنگ قیمتی که خود شرکت یورولند فودز آغاز کرده بود، تا حد

زیادی به تأمین مالی از طریق وام متکی بودند. حالا که جنگ 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

^۱. Trudi Lauf

^۲. Banque du Bruges

^۳. debt to equity ratio

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 جنگ قیمت اخیر قلمداد کرد که سود شرکت را کاهش داده بود 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 عدم‌اعتماد 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 برادران فلیک^۲ بیفتد که قصد قبضه‌کردن 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 این‌گونه 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

^۱. Carlo de Bendetti

^۲. Flick

^۳. Wilhelmina Verdin

وردن در هیأت‌مدیره. تمامی دوران فعالیتش در شرکت گذشته و تجربه‌ی فراوان در مدیریت برند دارد. در سال ۱۹۸۶ به‌مناسبت موفقیت در معرفی بستنی و ماست کم‌چربی که نخستین عرضه‌ی این محصول بود به عنوان «بازارساز سال اروپا» انتخاب شد. او درعین‌حال که مشتاق است شرکت را در وضعیت رشد دراز مدت قرار دهد به سبب بروز مشکلات اخیر با احتیاط عمل می‌کند.

ترودی لوف^۱ (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 سرخورده‌گی‌های سهامداران را بازگو می‌کند.

هاینس کلینک^۲ (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^۳ (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^۴ (ایتالیایی) مدیرعامل فروش، سن ۴۵ سال. ناظر بر نیروی فروش میدانی مرکب از ۲۵۰ نماینده و درصدد 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^۵ به این شرکت فراخوانده بودند تا توش و توانی به تشکیلات فروش ببخشد و در این کار هم موفق شده بود.

فابین مورین^۶ (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

^۱. Terudi Louf

^۲. Heinz Klink

^۳. Maartin Leyden

^۴. Marco Ponti

^۵. Unilever

^۶. Fabienne Morin

بازار شرکت بود، و از طرح‌های رشدآور دفاع می‌کرد.

نایجل هامبولت^۱ (بریتانیایی) مدیرعامل طرح‌های استراتژیک، سن ۴۷ سال. دو سال قبل از یک موسسه‌ی مشاوره‌ی مشهور به این شرکت آمده بود تا ستادی برای طرح‌ریزی 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.

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 چهارکارخانه	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

^۱. Nigel Humbolt

تریلرهای قدیمی بزرگتر بودند و به میزان ۱۵ درصد برحسب مترمکعب به حجم باری می‌افزودند که در هر سفر حمل می‌شد. این تریلرها هم به لحاظ سوخت و هم به لحاظ نگهداری مواد غذایی کارایی 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 حمل‌ونقل عامل مؤثری در گسترش جغرافیایی بازار شرکت در درازمدت می‌شد.

چنان‌که در نمودار ۳ می‌بینیم انتظار می‌رفت با توجه به کل سرمایه‌گذاری خالص در ناوگان حمل‌ونقل 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 کارایی است. برخی از مدیران معتقد بودند که این طرح بیشتر در سرفصل کارایی 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 هزینه‌های 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

می گرفت.

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 به‌میزان 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 مشتریان 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 هرکارخانه 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 هردو 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 به‌اندازه‌ی 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 هیچ‌یک 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، توزیع‌کنندگان 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 درعین‌حال موجد 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 تولیدکنندگان 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 هرچند نتایج عملی نامشخصی دارد، می‌تواند عاملی در حفظ سهم فعلی بازار باشد، زیرا احتمال داشت سایر تولیدکنندگان بستنی مرغوب که در همین زمینه تحقیق می‌کردند، همین محصولات را عرضه کنند. اگر برند رولی خط تولید شیرینی مصنوعی را ایجاد نمی‌کرد و رقابیش به این کار دست می‌زدند، رولی احتمالاً در این عرصه عقب می‌ماند. مورین درعین‌حال به موقعیت مشابه اشاره داشت: ابداع شیرینی مصنوعی و فعالیت موفقیت‌آمیز شرکت در تولید محصولات کم‌چربی. این طرح در سرفصل طرح‌های سرمایه‌گذاری در محصولات جدید جای می‌گرفت.

۱۰. ایجاد سیستم کنترل موجودی با شبکه‌ی کامپیوتری برای انبار و نمایندگان میدانی. هاینس کلینک به مدت سه سال، و بدون نتیجه، بر ایجاد نظام کنترل انبار با شبکه‌ی کامپیوتری که بتواند فروش میدانی، نمایندگان، توزیع‌کنندگان، رانندگان و انبار تجهیزات و احتمالاً خرده‌فروشان را به هم پیوند دهد، پای فشرده بود. منافع این طرح عبارت بود از تأخیر کم‌تر در انجام سفارش‌ها، کنترل بهتر انبار، کاهش ضایعات و آگاهی سریع‌تر از تغییرات تقاضا در سطح مصرف‌کننده. کلینک از برآورد کمی این منافع پرهیز می‌کرد، چرا که چنین برآوردی در دامنه‌ی وسیعی از مبالغ از رقم متوسط گرفته تا رقم بسیار هنگفت نوسان می‌کرد. امسال برای نخستین بار او جریان نقدی‌ای را پیش‌بینی کرد که نشان‌دهنده‌ی هزینه‌ی اولیه‌ی 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 هزینه‌های انبارداری و موجودی انبار کم‌تر بود. کلینک پیش‌بینی می‌کرد این منافع فقط مدت سه سال وجود خواهد داشت. با همه‌ی این‌ها، نرخ بازدهی داخلی این طرح ۱۶/۲ درصد برآورد می‌شد. این طرح در سرفصل طرح‌های اصلاح کارایی جای می‌گرفت.

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 شیوه‌ای باشد که از مهارت‌های شرکت در مدیریت برند بهره بگیرد. هامبولت شش صنعت مرتبط با هم را در زمینه‌ی تولید محصولات بسته‌بندی‌شده‌ی مصرفی کندوکاو کرده بود و تأکید می‌کرد که مشروبات نشاط‌آور

^۱. depreciation tax shield

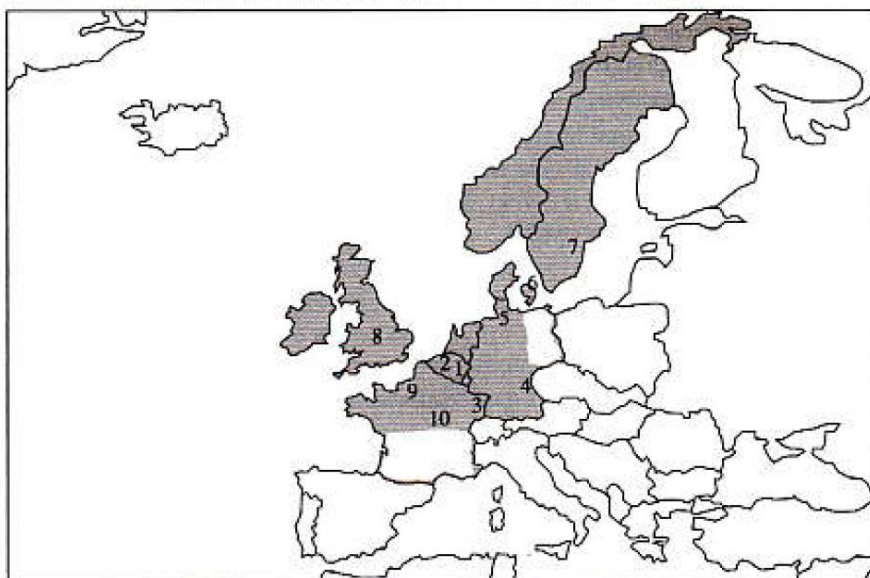
می‌توانند فرصت بی‌نظیری برای رشد واقعی و درعین حال حفظ بازار با استفاده از علامت تجاری یورولند پدید آورند. او چهار تولیدکننده‌ی کوچک مشروبات را با شهرتی جاافتاده برای تملک در نظر داشت. هامبولت بعد از مذاکرات اولیه به این نتیجه رسیده بود که تنها یکی از این شرکت‌ها در آینده‌ی نزدیک قابل‌خریداری است، و آن تولیدکننده‌ی بخش خصوصی مشروبات واقع در مونیخ بود.

طرح پیشنهادی هامبولت هزینه‌های گزافی 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 بدین‌قرار است:

- | | |
|-------------------------------|----------------------------|
| ۱-دفاتر مرکزی، بروکسل، بلژیک | ۴-کارخانه، نورمبرگ، آلمان |
| ۲-کارخانه، آنتورپ، بلژیک | ۵-کارخانه، هامبورگ، آلمان |
| ۳-کارخانه، استراسبورگ، فرانسه | ۶-کارخانه، کپنهاگ، دانمارک |

۷-کارخانه، اسوالد، سوئد

۹-کارخانه، کائن، فرانسه

۸-کارخانه، نلی - آن - مرسی، انگلستان

۱۰-کارخانه، ملون، فرانسه

نمودار ۲. خلاصه‌ی نتایج مالی (همه‌ی ارزش‌ها به میلیون یورو، غیراز 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	
	حمل و نقل کامیون (یادداشت ۳)	گسترش ناوگان	کارخانه‌ی جدید (دیژون، فرانسه)	گسترش کارخانه (نورمبرگ، آلمان)	غذاهای حاضری	سیستم انتقال خودکارسازی و	گسترش به سمت جنوب (یادداشت ۵)	گسترش به سمت مشرق (یادداشت ۵)	شیرینی مصنوعی	سیستم کامپیوتری برای کنترل انبار	تملک استراتژیک (یادداشت ۶)
سرمایه‌گذاری	۳۰/۰۰	۳۷/۵۰	۱۵/۰۰	۲۲/۵۰	۲۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۲۲/۵۰	۴۵/۰۰	
اموال	۳/۰۰	۷/۵۰	۰/۰۰	۴/۵۰	۰/۰۰	۳۰/۰۰	۳۰/۰۰	۳۰/۰۰	۴/۵۰	۱۵/۰۰	
سرمایه در گردش											
سال						جریان نقدی آزاد مورد انتظار (یادداشت ۴)					
۰	۱۷/۱۰	-۴۵/۰۰	-۱۵/۰۰	-۹/۰۰	-۲۱/۰۰	-۳۰/۰۰	-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	۴/۵۰	۸/۲۵	-۳۰/۰۰
۲	۴/۵۰	۷/۵۰	۲/۲۵	-۹/۰۰	۴/۳	۶/۰۰	۵/۲۵	۶/۰۰	۶/۰۰	۸/۲۵	۷/۵۰
۳	۵/۲۵	۸/۲۵	۲/۶۳	۴/۵۰	۴/۳	۶/۷۵	۶/۰۰	۶/۰۰	۶/۷۵	۷/۵۰	۱۳/۵۰
۴	۶/۰۰	۹/۰۰	۳/۰۰	۴/۵۰	۴/۳	۷/۵۰	۶/۷۵	۶/۷۵	۷/۵۰		۱۶/۵۰
۵	۶/۷۵	۹/۳۸	۳/۳۸	۶/۰۰	۴/۳	۸/۲۵	۷/۵۰	۷/۵۰	۷/۰		۱۹/۵۰
۶	۷/۵۰	۹/۷۵	۳/۷۵	۶/۷۵	۴/۳	۹/۰۰	۸/۲۵	۸/۲۵	۷/۰		۲۲/۵۰
۷	۱۰/۵۰	۱۰/۱۳	۲/۵	۷/۵۰	۴/۱۳	۹/۷۵	۹/۰۰	۹/۰۰	۷/۰		۲۵/۵۰
۸	۷/۵۰	۷/۵۰	۲/۵	۸/۲۵		۱۰/۵۰	۹/۷۵	۹/۷۵	۷/۰		۲۸/۵۰
۹	۷/۸۸		۲/۵	۹/۰۰		۱۱/۲۵	۱۰/۵۰	۱۰/۵۰	۷/۰		۳۱/۵۰
۱۰	۸/۲۵	۲/۲۵	۹/۷۵			۱۲/۰۰	۱۱/۲۵	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	

طرح	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
حمل و نقل کامیون (یادداشت ۳)	گسترش ناوگان	کارخانه‌ی جدید (دیزون، فرانسه)	گسترش کارخانه (نورمبرگ، آلمان)	غذاهای حاضری	خودکارسازی و سیستم انتقال	گسترش به سمت جنوب (یادداشت ۵)	گسترش به سمت مشرق (یادداشت ۵)	شیرینی مصنوعی	سیستم کامپیوتری برای کنترل انبار	تملک استراتژیک (یادداشت ۱)
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. تصفیه‌ی فاضلاب در این جدول منظور نشده است.

۲. معادل اقساط مساوی هر پروژه آن سطح از پرداخت سالانه است که موجب 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. فرانشیزها 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 ۴-۸. شرکت کاغذ فارابی

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 تعیین شده 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

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

برآورد می‌شد. از این مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰ 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 به شکل اعطای ارز ترجیحی 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 راه‌حلی‌هایی 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 آن جا که کارخانه در حومه ی تهران واقع شده بود، هیچ نوع کمکی از استانداری به شرکت تعلق نمی گرفت. استانداری های مناطق محروم کشور تنها برای کارخانه های واقع در منطقه های جغرافیایی خود، بودجه ی کمک مالی داشتند. با این همه، امکان این امر وجود داشت که وزارت دارایی به شرکت اجازه دهد تا این سرمایه گذاری را پنج ساله مستهلک کند (۲۰٪ در هر سال با روش خط مستقیم).

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

پیش بینی فروش

مدیر بازاریابی برای تصمیم گیری هیأت مدیره، میزان اضافه فروش حاصل از سرمایه گذاری جدید را پیش بینی کرده است.

پیش بینی ها 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 می رفت به علت بالا رفتن سطح فروش، میزان موجودی ها، کار در جریان، و حساب بدهکاران افزایش یابد. به طور کلی، برآورد می شود 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 تعیین شده مقایسه کند. به علاوه، هیأت‌مدیره خواهان این شد که محاسبه‌ها و تحلیل فوق با فرض فروش کم‌تر و عمر کوتاه‌تر ماشین‌آلات دوباره تجدید شود. هیأت‌مدیره ۳۰۰۰۰۰ 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 به دست می‌آید؟

فصل نهم:

مدیریت ریسک

افتهی ۲-۹. راه آهن J&L

شرکت راه آهن 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 مدیره شرکت در روز سه شنبه همان هفته را تکمیل می کرد. ماتیوس وظیفه داشت استراتژی هایی 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. هم چنین ماتیوس باید ضمن برشمردن مزایا و معایب هر کدام از استراتژی ها، استراتژی مورد نظر خود را نیز در جلسه 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 نداشته اند. 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، حاشیه سود عملیاتی عمدتاً به دلیل افزایش ۱۱۴ میلیون دلاری هزینه های 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 می خواستند

^۱. J&L Railroad Co.

ریک گرین (Rick Green) این افته را براساس نسخه های قدیمی بازیابی و روزآوری کرده است. نسخه ی قدیمی افته در واقع مطالعه ای موردی بوده که توسط جنین لیمن (Jeannine Lehman) و تحت نظارت پروفیسور کنث ایدس (Keneth Eades) نگاشته شده است. صندوق ال وایت ماتیوس (L. White Mathews Fund) افته را تأمین مالی کرده است. تمام حقوق این اثر به بنیاد مدرسه ی داردن دانشگاه ویرجینیا، شارلوتسویل (Charlottesville)، ۱۹۹۴ متعلق است. آخرین ویراست ترجمه ی این متن در تاریخ ۱۳۹۷/۰۲/۳۱ انجام شده است.

^۲. Jeannine Matthews

مطمئن شوند که از تکرار چنین وضعیتی در سال ۲۰۰۹ جلوگیری خواهد شد.

رئیس هیأت مدیره ی 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 پیش بینی قدرت کارتل های نفتی، و یا پیش بینی این که آیا یکی از کشورهای خاورمیانه به دیگری حمله می کند یا نه. در گذشته خوش شانس بوده ایم، ولی نباید بیش از این سهامدارانمان را در معرض ریسک های غیرضروری قرار دهیم. اگر سهامدارانمان مایل باشند روی قیمت سوخت دیزل سفته بازی کنند، می توانند در حساب شخصی خود این کار را انجام دهند. پس، معتقدم ریسک قیمت سوخت نباید هم چنان بر قیمت سهام شرکت سایه بیفکند. البته می فهمم چنان چه رکود ادامه یابد و قیمت سوخت کاهش یابد، با پوشش ندادن ریسک، حاشیه ی سود عملیاتی شرکت افزایش می یابد.

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 ی سال ۲۰۰۹ سوخت دیزل به پایین ترین قیمت خود از سال ۲۰۰۵ رسید. در نشست فوریه ی 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 ی سود شرکت حمل و نقل را محدود می کند، و

شرکت را در معرض ریسک "تلاطم‌های سود ناشی از تغییر هزینه‌ها" قرار می‌دهد. در این میان، قیمت سوخت دیزل، هزینه‌ی مسأله‌آفرین صنعت حمل‌ونقل ریلی است، چراکه بخش عمده‌ای از هزینه‌های صنعت را تشکیل می‌دهد؛ هزینه‌ای که به دلیل نوسانات بالای قیمت سوخت دیزل، به سختی می‌توان آن را پیش‌بینی کرد.

راه‌حل ایده‌آل برای کنترل ریسک قیمت سوخت دیزل در شرکت‌های حمل‌ونقل ریلی، انعقاد "قراردادهای بلندمدت با قیمت ثابت"^۱ با عرضه‌کنندگان سوخت است. انعقاد "قراردادهای با قیمت ثابت" با عرضه‌کنندگان به همراه "قراردادهای با قیمت ثابت" با مشتریان سود آتی شرکت را تثبیت می‌کند. هم‌چنین، مدیران شرکت جی‌اندال با انعقاد قرارداد با عرضه‌کنندگان سوخت جهت تحویل گرفتن تمامی سوخت مورد نیاز شرکت به قیمت ثابت، نسبت به تحقق ارقام بودجه‌ی سوخت تا پایان هر سال مالی اطمینان می‌یابند. عرضه‌کنندگان سوخت همواره با انعقاد چنین قراردادهایی موافقت کرده‌اند، اما جی‌اندال نسبت به نتایج چنین قراردادهایی راضی نبوده است. مشکل این‌جاست که بسیاری از عرضه‌کنندگان به‌هنگام افزایش قابل‌ملاحظه‌ی قیمت سوخت، از ایفای تعهدات خود سرباز می‌زنند، و بدین ترتیب سه گزینه‌ی غیرجذاب پیش‌روی جی‌اندال قرار می‌دهند:

۱. طرح دعوی: جی‌اندال می‌تواند جهت تحت فشار گذاشتن عرضه‌کنندگان برای اجرای مفاد قراردادها، آن‌ها را به دادگاه بکشانند. بسیاری از عرضه‌کنندگان، شرکت‌هایی با سرمایه‌های کوچک‌اند، و اقدام قانونی علیه‌شان، آن‌ها را در معرض 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 قابل‌ملاحظه‌ای 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.

^۱. long-term fixed-price contracts

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 ماتیوس خواست روش‌های دیگری را برای مدیریت ریسک قیمت سوخت پیشنهاد کند.

ماتیوس 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. ماتیوس 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

^۱. futures

^۲. options

حمل و نقل ریلی به دلیل رکود اقتصادی، صنعت حمل و نقل ریلی حدود دو میلیون تن محموله را جابه جا کرد. در میان کالاهای حمل شده، رتبه ی اول با اختلاف زیاد به ذغال سنگ تعلق داشت. دیگر کالاهای مهم عبارت بود از مواد شیمیایی، محصولات کشاورزی، کانی های فلزی، مواد معدنی غیر فلزی، الوار، لوله و کاغذ.

"قطارهای حامل کالاهای واحد"^۱ از زمان مقررات زدایی، یعنی سال ۱۹۸۰، باعث توسعه ی صنعت حمل و نقل ریلی شده بودند. شرکت های فعال در صنعت حمل و نقل ریلی محموله هایی را در مسافت هایی طولانی حمل می کردند؛ محموله هایی که نیاز به حمل و نقل ترکیبی همزمان جاده ای و ریلی داشتند. به عنوان مثال، آن شرکت ها کانتینرها را برای خطوط کشتی رانی و تریلرها را برای خطوط حمل و نقل جاده ای جابه جا می کردند.

قطارهای حامل کالاهای واحد با بهره گیری از لوکوموتیوهای کارا تر برای جابه جایی مقادیر زیادی از یک کالا (مثلاً تعداد ۵۰ دستگاه اتوموبیل و یا بیش تر) در مسیری ثابت استفاده می شدند. به عنوان مثال، قطارهای یاد شده عموماً برای حمل و نقل ذغال سنگ از معدن تا نیروگاه برق مورد استفاده قرار می گرفتند.

چندین عامل در سودآوری شرکت های حمل و نقل ریلی تعیین کننده بودند: مقررات دولتی، رقابت ژئوپلیتیک در صنعت نفت، و قراردادهای بلندمدت بین شرکت های حمل و نقل و عرضه کنندگان سوخت. صنعت حمل و نقل ریلی تاریخچه ای طولانی از قوانین و مقررات قیمتی را در خاطر داشت: در دهه ی ۱۹۷۰ که دولت از انحصار در قیمت گذاری در صنعت واهمه داشت، قوانینی وضع کرد که صنعت را تا مرز نابودی پیش برد. در نهایت در سال ۱۹۸۰ که رقابت میان شرکت ها بسیار شدت گرفته بود، مجلس قانون استاگرز ریل^۲ را وضع کرد که به شرکت ها اجازه می داد دارایی هایشان را خودشان مدیریت کنند، و کرایه های حمل را بر اساس

^۱. unit trains

^۲. Staggers Rail Act

تقاضای بازار تعیین کنند تا درآمد مکفی برای حمایت از عملیاتشان کسب کنند. شرکت‌های حمل‌ونقل در امریکا تقریباً تمامی هزینه‌های راه‌سازی، احداث پل و حفر تونل را خودشان پرداخت می‌کردند، در حالی که شرکت‌های حمل‌ونقل جاده‌ای و دریایی از بزرگراه‌ها و کانال‌هایی استفاده می‌کردند که توسط دولت امریکا احداث شده بود.

پس از تصویب قانون استاگرز، کارایی حمل‌ونقل 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 حمل‌ونقل ریلی در 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، هیچ کدام از شرکت‌های بزرگ حمل‌ونقل ریلی در عمل اقدامی برای اصلاح قیمت نکرده بودند.

شرکت حمل‌ونقل ریلی جی‌اندال

شرکت حمل و نقل ریلی جی اندال در سال ۱۹۲۸ تأسیس شد. در پی ادغام دو شرکت ریلی جکسون^۱ و لارنس^۲ یکی از بزرگ‌ترین شرکت‌های حمل و نقل ریلی کشور (جی اندال) ایجاد شد. شرکت جی اندال ۲۵۰۰ مایل خط ریلی در سراسر غرب آمریکا در اختیار داشت و جزو شرکت‌های ریلی کلاس یک طبقه‌بندی می‌شد. هرچند جی اندال حالا دیگر شرکتی سهامی عام بود، از محدود شرکت‌های کلاس یک بود که مدیریتش هنوز در اختیار خانواده‌های مؤسسان بود. در واقع، خانواده‌های مؤسسان هنوز کرسی‌هایی را در هیأت‌مدیره‌ی شرکت در اختیار داشتند. طی سال‌های ۸۹-۱۹۸۳، ۹۹-۱۹۹۶ و ۰۸-۲۰۰۴ جی اندال 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 کارا تر پرداخت‌های اصل و بهره‌ی بدهی‌های بلندمدت را به شرکت تحمیل می‌کرد، حالا دیگر این سرمایه‌گذاری به مرحله‌ی سوددهی رسیده بود.

جی اندال یکی از گسترده‌ترین شبکه‌های حمل و نقل 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 یادشده مقایسه کرد.) حمل و نقل ذغال سنگ به‌تنهایی حدود ۲۵ تا ۳۰ درصد از درآمد شرکت را تشکیل می‌داد. پیش‌بینی‌ها حاکی از افزایش تقاضای ذغال سنگ از جانب اقتصادهای نوظهور در آسیا بود، و به همین دلیل هیأت‌مدیره 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 قیمت‌های انرژی، به نظر می‌رسید هیأت‌مدیره باید در تعهدات خود بازنگری می‌کرد.

^۱. Jackson

^۲. Lawrence

^۳. intermodal

قراردادهای قابل معامله در بورس^۱

جی اندال طی ۱۲ ماه آینده به میزان قابل ملاحظه‌ای در معرض تلاطم‌های 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 می‌توان از طریق قراردادهای آتی و اختیار معامله‌های نفت گرمایشی^۲ در بورس کالای نیویورک (NYMEX) پوشش داد (نمودار ۳ و ۴). در بورس یادشده سوخت دیزل معامله نمی‌شد، و بنابراین امکان پوشش مستقیم ریسک قیمت سوخت دیزل موجود نبود. نفت گرمایشی و سوخت دیزل هر دو از تقطیر نفت خام ایجاد می‌شود، و ترکیبات شیمیایی بسیار مشابهی دارند، و قیمت‌های بازار آن دو همبستگی بالایی دارند (نمودار ۵). به همین دلیل، قراردادهای آتی نفت گرمایشی ابزاری عالی برای پوشش ریسک سوخت دیزل تلقی می‌شد.

قراردادهای آتی به فعالان بازار امکان می‌دهد کالایی را در تاریخی در آینده و با قیمت از پیش تعیین شده خرید و فروش کنند. اگر بازیگران بازار نمی‌خواهند کالایی را امروز به قیمت نقدی^۳ بخرند، می‌توانند آن را در تاریخی در آینده و به قیمت‌های آتی بخرند. قیمت آتی منعکس کننده‌ی پیش‌بینی بازار از قیمت آتی کالاها در زمان سررسید است. عوامل بسیاری بر قیمت‌های نقدی و آتی اثر می‌گذارند. قیمت‌های نقدی و آتی دائماً بر اثر اخبار جدید بازار تغییر می‌کنند. در شرایط جاری بازار، بازار آتی انتظار داشت قیمت نفت گرمایشی طی ۱۲ ماه آتی از ۱/۳۶ به ۱/۵۲ دلار برسد.

معامله‌گری که می‌خواهد کالا را بخرد، موضع عینی^۴ یا موقعیت خرید می‌گیرد و معامله‌گری که

^۱. exchange-traded contracts

^۲. heating oil

^۳. spot price

^۴. long position

می‌خواهد کالا را بفروشد، موضع عاریه‌ای^۱ یا موقعیت فروش روی قرارداد آتی اخذ می‌کند. از آن‌جا که سود شرکت بر اثر افزایش قیمت سوخت کاهش می‌یابد، شرکت برای جبران ریسک کاهش سود، می‌باید موضع عینی روی قراردادهای آتی نفت گرمایشی بگیرد. به عنوان 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.

تولید کنندگان و توزیع کنندگان 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^۲ 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

^۱. short position

^۲. zero-sum game

نااریبی^۱ 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 پردازند، 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 به‌ندرت اتفاق می‌افتد که خریدار متقاضی تحویل فیزیکی^۲ کالا شود، چراکه عمده‌ی قراردادها پیش از سررسید، به‌صورت نقدی تسویه می‌شوند.^۳

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 به‌دلیل عدم انطباق کامل قیمت‌های آن دو کالا به شرکت تحمیل می‌شود. این ریسک به‌دلیل همبستگی بالای تاریخی بین سری زمانی قیمت‌های آن 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 گالن‌های موردنیاز شرکت در هر ماه دقیقاً مضربی از ۴۲ هزار باشد.

برخی از ویژگی‌های ساختاری قراردادهای آتی بورس کالای نیویورک نیز باید مورد ملاحظه قرار

^۱. unbiased estimates

^۲. physical delivery

^۳. cash settlement

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 رامتعهد 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 موقعیت فروش بگیرد. اختیار معامله عموماً چند روز قبل از

^۱ marking to market

^۲ margin

^۳ maintenance margin

^۴ initial margin

^۵ options on futures

^۶ strike price

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

والت 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

^۱. underlying asset

^۲. premium

^۳. spread

^۴. Kansas City National Bank (KCNB)

^۵. Walt Bernard

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^۱، قراردادهای سقف^۲، قراردادهای کف^۳، و قراردادهای سقف و کف^۴ (نمودار ۷ شامل قیمت قراردادهای سقف و کف است). 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 توافق‌شده برای آن سال باشد، بانک باید مابه‌التفاوت را در روز تسویه به‌جی‌اندال پرداخت نماید. برعکس، چنانچه متوسط قیمت پایین‌تر از قیمت توافق‌شده‌ی سواپ باشد، شرکت باید مابه‌التفاوت را به بانک پرداخت نماید. بنابراین، قرارداد سواپ چیزی جز قراردادهای آتی تطابق‌یافته با نیازهای شرکت نیست که البته ریسک اعتباری آن نه به بورس کالای نیویورک، بلکه به KCNB تحمیل می‌شود.

از آن‌جا که سواپ بر اساس قیمت متوسط قیمت‌گذاری می‌شود، دوره‌ی تسویه به‌جای 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

^۱. commodity swap

^۲. caps

^۳. floors

^۴. collars

جهت جبران پذیرش ریسک اعتباری جی اندال در ابتدا اخذ می کند. گروه مدیریت ریسک در بانک در آن زمان قیمت قرارداد سواپ ۱۲ ماهه را ۱/۵۲۲ دلار به ازای هر گالن تعیین کرده بود.

همچنین بانک به شرکت اختیار معامله ی کالاهای اساسی را پیشنهاد داده بود که قراردادهای سقف، کف، و سقف و کف نامیده می شد. 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 یافته ی سوخت را نسبت به قیمت توافقی به شرکت پرداخت نماید. اگر متوسط قیمت سوخت به قیمت توافقی نمی رسید، بانک چیزی پرداخت نمی کرد. شرکت باید برای خرید قرارداد سقف همانند اختیار معامله، سرک می پرداخت. اگر قیمت توافقی نزدیک به قیمت مورد انتظاری بود که تلویحاً از روی قراردادهای آتی محاسبه می شد، شرکت باید سرک نسبتاً بالایی را به بانک می پرداخت. اگر جی اندال تمایل داشت با پذیرش سطحی از ریسک روی قیمتی توافق کند که به طرز قابل ملاحظه ای فراتر از قیمت متوسط مورد انتظار بود، میزان سرک کمتر می شد. به طور کلی در تمامی قراردادهای سقف، شرکت ضمن پوشش ریسک افزایش قیمت نسبت به قیمت توافقی، از مزایای کاهش قیمت نیز بهره مند می شد.

قرارداد سقف و کف جهت محدود کردن تحركات قیمت در دامنه ی قیمت های توافقی قراردادهای سقف و قراردادهای کف مورد استفاده قرار می گیرد. با انتخاب قرارداد سقف و کف، شرکت در واقع به طور همزمان قرارداد کف را می فروشد، و قرارداد سقف را می خرد. بانک توافق می کند که مازاد متوسط قیمت نفت گرمایشی را نسبت به قیمت توافقی قرارداد سقف پردازد. برعکس، در قراردادهای کف شرکت باید در صورتی که قیمت متوسط پایین تر از قیمت توافقی قرار می گیرد، مابه التفاوت را به بانک پرداخت کند. قراردادهای سقف و کف را می توان طوری طراحی کرد که هزینه ی اولیه را کمینه نماید، به این ترتیب که

قیمت‌های توافقی به گونه‌ای 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 به کارگیری 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. به عنوان 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 حمل‌ونقل 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 سواپ 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. درواقع، 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 به‌همراه 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 تعریف‌شده در بازار
۸۵۷	۸۷۱	۱,۰۸۰	زغال سنگ
۱,۸۷۸	۱,۹۵۴	۱,۹۰۷	کالای بازرگانی
۷۲۵	۷۲۲	۷۱۴	حمل‌ونقل چندوجهی
۳,۴۶۱	۳,۵۴۷	۳,۷۰۱	کل درآمد فروش عملیاتی
			مخارج
۹۷۰	۹۳۹	۹۸۷	حقوق، دستمزد و مزایا
۵۸۱	۵۷۱	۵۸۸	خدمات خریداری‌شده 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	سرمایه‌گذاری
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
<u>۳,۰۴۶</u>	<u>۳,۱۲۸</u>	سود انباشته
<u>۳,۵۷۸</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

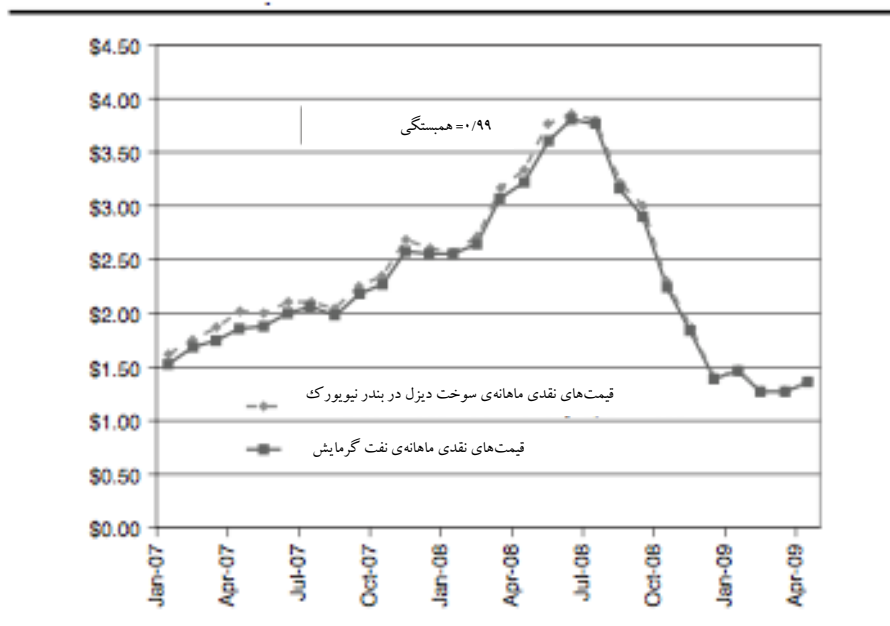
هر قرارداد آتی نفت گرمایشی تحویل ۴۲,۰۰۰ گالن را در سررسید آخرین روز کاری ماه قبل تعهد می‌کند. به عنوان مثال، قرارداد ژوئن ۲۰۰۹ در ۲۹ ماه مه ۲۰۰۹ منقضی می‌شد.

منبع: New York Mercantile Exchange

نمودار ۴: بهای اختیار معامله‌های نفت گرمایشی در بورس کالای نیویورک (به دلار/گالن) ۲۴ آوریل ۲۰۰۹

قیمت اعمال	اوت ۲۰۰۹	اکتبر ۲۰۰۹	دسامبر ۲۰۰۹	فوریه ۲۰۱۰	مه ۲۰۱۰
اختیار خرید	اختیار خرید	اختیار خرید	اختیار خرید	اختیار خرید	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 دهم:

مطالب دیگر

افتهی ۱-۱۰. افتهی شرکت تریکی و بجز

افتهی ۲-۱۰. شرکت سهامی شیمیایی امریکا

افتهی ۳-۱۰. شرکت سهامی بن اندجری

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 کسب و کار بوستون، در حال سفر به برلینگتون^۴ بود. او طی ۱۳ سال گذشته به عنوان عضو هیات مدیره‌ی 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 در مناطق مختلف، از مزارع دامپروری ورمونت گرفته تا جنگل‌های استوایی شمال امریکا، نیز 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 هیات مدیره 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

^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 فروردین ماه ۱۳۹۵ تهیه و در خرداد ماه ۱۳۹۷ ویرایش و در دی ماه ۱۳۹۸ 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

فروش شرکت به بالاترین قیمت پیشنهادی خریداران می‌دانست.

فعالیت شرکت بن اندجری

شرکت بن اندجری، توزیع کننده‌ی 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 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 به دلیل طعم خوشمزه‌ی بستنی‌های خود که نام‌های عجیب و غریبی هم چون چابی‌هابی^۱ (شوهر چاق و چله)، چانکی مانکی^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 به دلیل 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 ویژگی منحصربه‌فردی می‌نمود، اما حالا دیگر به عنوان یکی از گرایش‌های عمده‌ی شرکت مورد قبول ذینفعان آن قرار گرفته بود. شرکت‌هایی چون پاتاگونیا^۴ (پوشاک)، اوودوالا^۵ (آب میوه)، بادی شاپ^۶ (محصولات بهداشتی) و تامز آو مین^۷ (محصولات سلامت) آرمان مشتری را تحت عنوان "سرمایه‌داری ملاحظه‌گر"^۸ دنبال می‌کردند.

^۱. Chubby Hubby

^۲. Chunky Monkey

^۳. Bovinity Divinity

^۴. Patagonia

^۵. Odwalla

^۶. Body Shop

^۷. Tom's of Maine

^۸. Caring Capitalism

اهداف اجتماعی بن اندجری بسیاری دیگر از جنبه‌های کسب و کار شرکت را نیز تحت تأثیر قرار داده بود. به عنوان 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، پایبندی سیاست‌های بازاریابی، عملیات و تأمین مالی بن اندجری 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 ظاهرسازی کنند، و تصویر خوشایندی از خود ارائه دهند، محصولاتشان بیش‌تر به فروش می‌رسد. اما آیا بهتر نیست آن شرکت‌ها به جای ظاهرسازی 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 این‌که 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؟

کوهن: همانند پاسخ اول، در این مورد هم هیچ نظری ندارم.

مصاحبه‌گر: می‌فهمم. به‌طور 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

^۱. Chico Lager

شرکت، به هیأت مدیره دیکته می شد. طرح جلوگیری از اتلاف آب، مثال خوبی است:

در سال ۱۹۸۵، وقتی به محل جدید کارخانه در واتربری^۱ منتقل شدیم، مجبور بودیم جهت رعایت الزامات شهرداری، میزان اتلاف آب را در شرکت محدود کنیم. با افزایش نجومی فروش شرکت، میزان اتلاف مایعات نیز که غالباً آب حاوی شیر بود، افزایش یافت. ما با یک پرورش دهنده ی خوک (آقای ارل^۲) قرارداد بستیم که از آب حاوی شیر برای تغذیه ی خوک های خود استفاده کند. چون خوک های 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 همین طور.

گرایش های اجتماعی شرکت بن اندجری با اهداف تولیدی و اقتصادی اش در تعادل بودند. رسالت شرکت هر سه هدف را شامل می شد. رسالت شرکت هم چنین بر جستجوی راه های جدید و خلاقانه برای دستیابی به هر یک از اهداف بدون آسیب رساندن به تحقق اهداف دیگر تأکید داشت:

محصول: تولید، توزیع و فروش بستنی و دیگر محصولات مرتبط به صورت کاملاً طبیعی و با بالاترین کیفیت و ابداع طعم های خلاقانه از فرآورده های لبنی ورمونت.

اقتصادی: اداره ی عملیات شرکت با حفظ سلامت مالی در جهت رشد سودآور، افزایش ارزش سهامداران، و ایجاد فرصت های شغلی و اهدای جوایز مالی به کارکنان.

اجتماعی: اداره ی عملیات شرکت به شیوه ای که شرکت فعالانه و با ابداع راه های نوآورانه برای بهبود کیفیت زندگی (محلی، ملی و بین المللی)، نقش محوری خود را در جهت نیل به اهداف اجتماعی ایفا کند.

مدیریت خیلی زود متوجه شد 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 آن جا که شما

^۱. Waterbury

^۲. Earl

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 - بودایی بود که قبلاً به عنوان فیزیکدان هسته‌ای کار می‌کرد. برنی در بخش فقیرنشین محله‌ی یونکرز^۲ (نیویورک) نانوائی‌ای به نام گریستون^۳ 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. آگه 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.

^۱. Bernie Glassman

^۲. Yonkers

^۳. Greyston

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 برنمی‌آید. 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.

نظام کنترلی شرکت

پیگیری سیاست‌های غیرانتفاعی مستلزم اعمال کنترل‌های سفت و سخت در کنترل شرکت بود. در بن‌اندجری، کنترل شرکت از طریق سه اهرم کنترلی صورت می‌گرفت: موادی از اساسنامه‌ی شرکت، حقوق متفاوت سهام صاحبان رأی و نیز مقررات حمایتی ایالت ورمونت.

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. به‌علاوه، 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 بن اندجری 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 سهام 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 بن اندجری 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) به دارندگان سهام ممتاز 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 ورمونت اختیار می‌داد منافع کارکنان، عرضه کنندگان مواد اولیه، اعتباردهندگان و مشتریان را به هنگام 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

^۱. Jeffrey Furman

مأموریت سه گانه‌ی شرکت تقویت می کرد که به اعتقاد مدیران بیشترین منافع را برای سهامداران، کارکنان، عرضه کنندگان مواد اولیه، مشتریان و به طور کلی ایالت ورمونت به دنبال 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 هاگن داس^۲) و شرکت نستله^۳ (سازنده‌ی بستنی‌های منجمد نستله و مالک ۲۲ درصدی شرکت دریرز گرند^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 بن اندجری بودند. اما با ادغام پیلزبری با نستله، شرکت جدید عملاً بزرگ‌ترین توزیع‌کننده‌ی محصولات بن اندجری شده بود. در پی تشدید نگرانی‌ها از این که شبکه‌ی توزیع پیلزبری-نستله ممکن است دیگر به منفعت شرکت کار نکند، هیأت‌مدیره‌ی بن اندجری 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 بن اندجری 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 چارتول اینوستمنت^۸ جداگانه دو پیشنهاد دیگر به شرکت ارائه کردند. قیمت‌های پیشنهادی اختلاف قابل توجهی با قیمت سهام شرکت قبل از طرح پیشنهادهای خرید داشتند^۹ که در آن زمان ۲۱ دلار بود. شکل ۶ معیارهای

^۱. Pillsbury

^۲. Häagen-Dazs

^۳. Nestlé

^۴. Dreyer's Grand

^۵. joint venture

^۶. Unilever

^۷. Meadowbrook Lane Capital

^۸. Chartwell Investments

^۹. 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 می‌فروختند. سهام این دو شرکت در این تصاحب‌های مالکیت به ترتیب با صرف قیمت ۷۶ و ۸۸ درصد معامله شد. میانگین صرف قیمت تصاحب‌های مالکیت رقابتی موفق در نمونه‌ی بزرگی از شرکت‌های امریکایی حدود ۷۰ درصد بود.

ارزش گذاری شرکت بن اندجری و رقباى منتخب آن را نشان مى دهد.

خریداران بالقوه‌ی سهام بن اندجری

دریرزگرنند آیس کریم.^۱ شرکت دریرزگرنند آیس کریم بستنی ممتاز و دسرهای دیگری را با نام‌های تجاری دریرز و ادیز^۲ و برخی دیگر را با نام‌های ناشناخته به فروش می‌رساند. محصولات دریرز و ادیز از طریق شبکه‌ی تحویل مستقیم فروشگاهی توزیع می‌شد. کل فروش شرکت بالغ بر یک میلیارد دلار و ارزش سهام شرکت حدود ۴۵۰ میلیون دلار بود. شرکت دریرز مشغول توسعه‌ی فعالیت‌های اجتماعی بود. شرکت در سال ۱۹۸۷، بنیاد دریرز را جهت تمرکز حمایت‌های اجتماعی خود خصوصاً در زمینه‌ی نوجوانان و تحصیلات عمومی تأسیس کرد.

یونیلیور. یونیلیور کالاهای مصرفی مارک دار شامل غذا، مواد شوینده و دیگر لوازم خانگی و شخصی تولید می‌کرد. واحد تولید بستنی شرکت شامل نام‌های تجاری گود هیومر^۳، بره‌یرز^۴، کلوندایک^۵، دیکى دى^۶، و پاپ سى کل^۷ بود، و بزرگ‌ترین تولیدکننده‌ی بستنی در جهان محسوب می‌شد. دفتر مرکزی مارک‌های گود هیومر و بره‌یرز در گرین بی ویسکانسین^۸ واقع شده و کارخانه‌ها 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 سرمایه‌گذاری خصوصی‌ای بود که موقعیت خود را به‌عنوان صندوقی با مسؤولیت‌پذیری اجتماعی تثبیت کرده بود. شرکت در نورث هامپتون ماساچوست^۹ واقع شده بود. سبد دارایی‌های

^۱. Dreyer's Grand Ice Cream

^۲. Edy's

^۳. Good Humor

^۴. Breyers

^۵. Klondike

^۶. Dickie Dee

^۷. Popsicle

^۸. Green Bay, Wisconsin

^۹. Northampton, Massachusetts

مدوبروک شامل سهام شرکت هین فوودز^۱، تولیدکننده‌ی محصولات غذایی اورگانیک^۲، بود. مدوبروک درخواست خرید بخش عمده‌ی سهام شرکت را از طریق مزایده به سهامداران بن اندجری اعلام کرده بود.

چارتول اینوستمنت. چارتول اینوستمنت شرکت سهامی خاص واقع در شهر نیویورک بود که در تأمین مالی رشد شرکت‌ها و خرید سهام مدیریتی شرکت‌های متوسط سرمایه‌گذاری می‌کرد. چارتول پیشنهاد سرمایه‌گذاری در محدوده‌ی ۳۰ تا ۵۰ میلیون دلار را برای سهام شرکت بن اندجری در ازای واگذاری سهام ممتاز تبدیل‌پذیر^۲ 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	پیشنهادهای عمده
دریرز گرند	۳۰ دلار (سهام)	- حفظ تیم مدیریت بن اندجری - اداره‌ی بن اندجری به عنوان واحد تجاری شبه‌مستقل - تشویق برخی تلاش‌های اجتماعی
یونیلیور	۳۶ دلار (نقد)	- حفظ منتخبی از تیم مدیریت بن اندجری - ادغام بن اندجری با بخش دسرهای منجمد شرکت یونیلیور - محدود کردن تعهدات و علایق اجتماعی
مدوبروک لین	۳۲ دلار (نقد)	- انتصاب تیم مدیریت جدید - ادامه‌ی عملیات بن اندجری 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 بن اندجری 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

^۱. Hain Foods
^۲. Convertible Preferred- Equity

هیأت مدیره جهت تأمین منافع سهامداران انتخاب شده است. خبرنگار مالی ای به نام ریچارد مک کافری^۱، نظر بسیاری از سهامداران را به شرح ذیل گزارش کرد:

اجازه دهید مستقیم بروم سر اصل مطلب و بگویم که اگر شرکت خریدار در خلق ارزش سابقه‌ی خوبی داشته باشد، مالکان شرکت [بن اندجری] بهتر است سهام شرکت را بفروشند. 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 کسب و کار بستنی‌سازی است. در مورد نرخ بازدهی شرکت بن اندجری، به عنوان معیار موفقیت شرکت در به کارگیری پول سهامداران، باید گفت که این بازده در 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.

هواپیما از کنار دریاچه‌ی یخ‌زده‌ی شامپلین^۲ 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. Richard McCaffrey

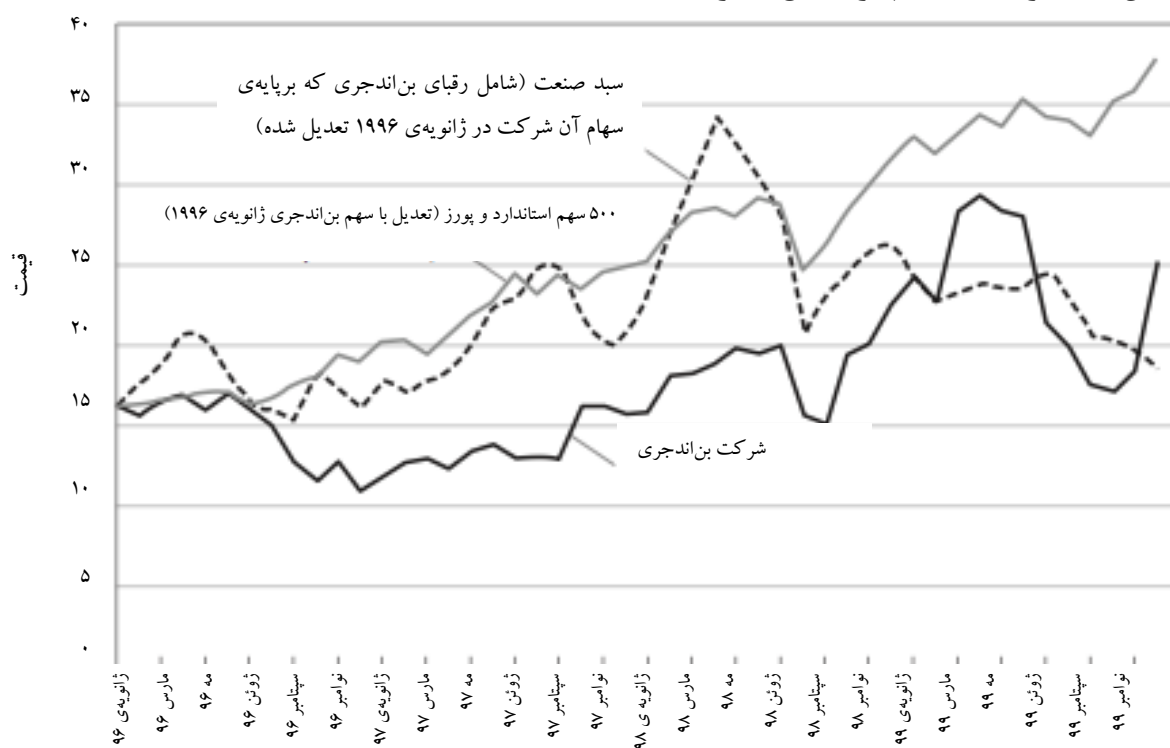
^۲. Champlain

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 دلار	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						۱۰/۰۶° دلار	
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) × قلم ۵)	٪ 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	٪ ۷/۹	٪ ۶/۰	٪ ۶/۶	٪ ۵/۹	٪ ۵/۱	٪ ۶/۵	
(مأخذ: دیتا استریم Data Stream)							

* 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)

بستنی شیر شکلاتی و شکلات با شیر گاو مخلوط با بستنی شکلاتی سفید و شکلات پفی	Bovinity Divinity بوینیتی دیوینیتی
بستنی آلبالویی با آلبالو و تیکه های شکلات پفی	Cherry Garcia چری گارسیا
بستنی وانیلی آغشته با کره ی بادام زمینی، شکلات و با تیکه های بادام زمینی	Chocolate Chip Cookie Dough خمیر کلوچه ی شکلاتی
بستنی شکلاتی با کلوچه ی پفی	Chocolate Fudge Brownie شیرینی شکلاتی پفی
بستنی وانیلی مالت همراه با چوب شور و آغشته با کره ی بادام زمینی و شکلات و با تیکه های بادام زمینی	Chubby Hubby چابی هابی
بستنی موزی با گردو و تیکه های شکلات	Chunky Monkey چانکی مانکی
بستنی نارگیلی با بادام و چیپس پفی	Coconut Almond Fudge Chip چیپس پفی بادام نارگیلی
بستنی قهوه با تیکه های قهوه ی اسپرسو	Coffee, Coffee, Buzz Buzz Buzz! قهوه قهوه، وزوز وزوز ووزو
بستنی پر ملات شکلاتی	Deep Dark Chocolate شکلات سیاه
بستنی شکلاتی با تیکه های شکلاتی سیاه، بلوط، گردو، و بادام شکلاتی	New York Super Fudge Chunk تیکه شکلات پفی نیویورکی
بستنی کره ی بادام زمینی با شکلات های کره ی بادام زمینی	Peanut Butter Cup شکلات با کره ی بادام
بستنی شیر شکلاتی با نان بادامی و تیکه های گل ختمی و کارامل و بستنی پسته ای با پسته	Phish Food فیش فود
بستنی پسته ای با پسته	Pistachio Pistachio پسته پسته
بستنی کم چربی شکلاتی مخلوط با گل ختمی و تیکه های کلوچه ی	S'mores اسمرز

فندقى	
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
Jerry Greenfield جری گرینفیلد	۴۸	رئیس هیأت‌مدیره	۱۹۹۰
Ben Cohen بن کوهن	۴۸	نایب رئیس هیأت‌مدیره	۱۹۷۷
Perry Odak پری اوداک	۵۴	مدیرعامل و عضو هیأت‌مدیره	۱۹۹۷
Pierre Ferrari پیر فراری	۴۹	عضو هیأت‌مدیره، مشاور خویش کارفرما	۱۹۹۷
Jeffrey Furman جفری فرمن	۵۶	عضو هیأت‌مدیره، مشاور خویش کارفرما	۱۹۸۲
Jennifer Henderson جنیفر هندرسون	۴۶	عضو هیأت‌مدیره، مدیرعامل مؤسسه‌ی مشاوره در رهبری، شرکت استراتژیک اینترنشن Intervention	۱۹۹۶
Frederick A. Miller فردریک آ.میلر	۵۳	عضو هیأت‌مدیره، مدیرعامل شرکت مشاور مدیریت گروه مشاوره‌ی کالیل جمیسون Kaleel Jamison	۱۹۹۲
Henry Morgan هنری مورگان	۷۴	عضو هیأت‌مدیره، رئیس بازنشسته‌ی دانشکده‌ی مدیریت دانشگاه بوستون	۱۹۸۷
Bruce Bowman بروس بوومن	۴۷	عضو ارشد هیأت‌مدیره در عملیات	۱۹۹۵
Charles Green چارلز گرین	۴۵	عضو ارشد هیأت‌مدیره در فروش و توزیع	۱۹۹۶
Michael Sands مایکل سندز	۳۵	رئیس کل بازاریابی	۱۹۹۹
Frances Rathke فرانسیس رتکا	۳۹	معاون مالی و دبیر هیأت‌مدیره	۱۹۹۰

❖ عنوان‌های شغلی اعضای هیأت‌مدیره‌ی غیرموظف در شرکت یا بنیاد بن‌اندجری در ۲۵ مارس ۱۹۹۹ به شرح زیر است:

بن کوهن: 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 به 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 ی A		سهام عادی طبقه ی B		سهام ممتاز	
تعداد سهام	درصد از سهام این طبقه	تعداد سهام	درصد از سهام این طبقه	تعداد سهام	درصد از سهام این طبقه
۴۱۳,۱۷۳	۶٪/۷	۴۸۸,۴۸۶	۶۰٪/۹	-	-
۱۳۰,۰۰۰	۱٪/۹	۹۰,۰۰۰	۱۱٪/۲	-	-
۱۷,۰۰۰	*	۳۰,۳۰۰	۳٪/۸	-	-
۳۶۸,۵۲۱	۵٪/۵	-	-	-	-
۸,۱۲۱	*	-	-	-	-
۱,۱۳۸	*	-	-	-	-
۴,۳۴۵	*	-	-	-	-
۵,۸۴۵	*	-	-	-	-
۴۶,۰۶۴	*	-	-	-	-
۱۷,۸۰۹	*	-	-	-	-
۵۱,۴۵۹	*	-	-	-	-
۸۶۰,۵۰۰	۱۲٪/۷	-	-	-	-
۳۵۹,۰۰۰	۵٪/۳	-	-	-	-
۱,۱۱۵,۵۵۴	۱۶٪/۵	۶۰۸,۷۸۶	۷۵٪/۹	-	-
-	-	-	-	۹۰۰	۱۰۰٪
۶,۷۵۹,۲۷۶		۸۰۱,۸۱۳		۹۰۰	

* کمتر از ۱٪

مأخذ: اسناد کمیسیون بورس و اوراق بهادار

شکل ۶. سنجه های ارزش برای سرمایه گذاران (بن اندجری و ارقام صنعت)

دریوز گزند	قیمت به عایدی	قیمت به ارزش دفتری
دریوز گزند	۴۷/۲	۷/۸
اسکیمو پای Eskimo Pie	۳۰/۷	۱/۱
تی سی بی وای اینترپرایز TCBY Enterprises	۱۲/۵	۱/۲
یوکریم اینترنشنال Yocream International	۹/۴	۱/۸
بن اندجری	۱۳/۲	۱/۷

مأخذ: اسناد کمیسیون بورس و اوراق بهادار

فصل یازدهم:

راه‌حل‌های پیشنهادی

افته‌ی ۱۱-۱. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی شرکت لوازم ورزشی دماوند (۱-۳)

افته‌ی ۱۱-۲. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی شرکت استانلی و شرکا (۲-۲)

افته‌ی ۱۱-۳. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی شرکت برق ویسکانسین (۲-۳)

افته‌ی ۱۱-۴. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی ای‌بی (۵-۲)

افته‌ی ۱۱-۵. راه‌حل پیشنهادی برای افته‌ی باب و ری (۸-۱)