

# میعان یا نقدینگی بلند مدت

(۱)

اقتباس: مهدی تقوی

امکان وجود ندارد و بنابراین معیارهای مورد استفاده در ارزیابی میعان بلندمدت کمتر مشخص و کلی تر می باشند.

عوامل کلیدی بسیاری در ارزیابی میعان بلندمدت یک واحد تجاری وجود دارند. تحلیل ساخت سرمایه با نوع منابع سرمایه‌ای مورد استفاده برای تامین مالی فعالیت‌های واحد، منجمله سهام سرمایه و منابع دائمی و منابع مالی کوتاه مدت که جنبه موقتی دارند

و نتیجتاً منابع پرخطرتری هستند، سروکار دارد. درجات متفاوتی از خطر بانگهداری انواع مختلف دارائی همراه است. از این گذشته، دارائی‌ها منابع درجه دوم تضمین و اطمینان برای وام دهندگانی که وام تضمین شده به وسیله نوع خاص دارائی یا وام غیر تضمین شده ارائه کرده اند، می باشند.

در بلندمدت درآمد و قدرت ایجاد درآمد (که به معنی توانائی ایجاد نقدینده در آینده می باشد) از مهمترین وقابل اعتمادترین شاخص‌ها، برای قدرت مالی موجود است.

تحلیل ساخت سرمایه و نقدینگی بلندمدت

قدرت مالی و ثبات واحد تجاری، احتمال توانائی مقابله آن با ضربه‌های اتفاقی و حفظ میعان و نقدینگی در شرایط نامناسب معیارهای مهمی است برای سنجش قدرت مقابله با خطرانی که واحد تجاری با آن روبروست، این ارزیابی به این دلیل اهمیت دارد که سرمایه‌گذاران و وام دهندگان خواهان بازدهی هستند متناسب با خطری که تقبل می‌کنند. در این مقاله با ارزیابی قدرت مالی و خطر از بین رفتن واحد تجاری در شرایط مختلف سروکار داریم.

عوامل مهم در ارزیابی میعان (نقدینگی) بلندمدت

فرآیند ارزیابی میعان بلندمدت یک واحد تجاری با ارزیابی میعان کوتاه مدت آن تفاوت بسیار دارد. در دومی زمان بسیار کوتاه بوده و غالباً "پیش‌بینی جریان منابع مالی امکان‌پذیر است. در بلندمدت این

درآمد مطلوب‌ترین و قابل اعتمادترین منبع مالی برای بازپرداخت اصل و فرع در بلندمدت می‌باشد. بعنوان جایگزینی برای منابع مالی ایجاد شده به‌وسیله عملیات واحد، درآمدها معیار توانائی پرداخت بهره و سایر هزینه‌های ثابت است. از این گذشته روند با ثبات و قابل اعتماد درآمدها، بهترین تضمین برای توانائی وام‌گیری واحد تجاری، به‌هنگامی که کمبود منابع مالی وجود دارد و در نتیجه عامل مهم در توانائی بیرون کشیدن واحد از شرایطی که به‌ور شکستگی می‌انجامد، می‌باشد.

علاوه بر معیارهای کلی قدرت مالی و معیان بلندمدت وام‌دهندگان به‌تضمین ارائه شده به‌وسیله قراردادهای یا وثائق خاص نیز اتکاء می‌کنند. پاره‌ای از قراردادهای وام تخلفات از قرارداد را تعریف کرده و راه چاره قانونی برای این تخلفات را مشخص می‌کنند. در سایر قراردادهای به‌معیارهای اصلی سلامت مالی مانند نسبت جاری، نسبت بدهی به‌ارزش ویژه، جلوگیری از صدور اوراق قرضه بیشتر و جلوگیری از توزیع منابع مالی از طریق پرداخت سود سهام بیش از اندازه تعیین شده یا از طریق خرید سهام اتکاء می‌کنند. البته هیچ ممنوعیت یا مانعی در مقابل زیان‌های عملیاتی نمی‌تواند وجود داشته باشد و این مسئله عامل اصلی بدتر شدن وضعیت مالی موسسات می‌باشد. بنابراین، وجود اقدامات احتیاطی، نمی‌تواند جایگزین هوشیاری و کنترل دائمی شرایط مالی واحدی که در آن منابع مالی بلندمدت در خطر می‌باشند، گردد.

مقادیر قابل ملاحظه از بدهی‌های دولتی و خصوصی باعث بوجود آمدن برداشتهای استاندارد نسبت به تحلیل و ارزیابی بدهیها

گردیده است. مهمترین استاندارد رده‌بندی تضمین‌های موجود برای بدهی‌ها و استفاده از نسبتهای بعنوان شاخص شکست می‌باشد. در این مقاله ما بطور مشروحتر ابزارها و معیارهای در دسترس برای تحلیل معیان بلندمدت را مورد بحث قرار خواهیم داد.

### اهمیت ساخت سرمایه

ساخت سرمایه یک واحد تجاری اساساً شامل منابع صاحبان سرمایه و بدهی‌ها می‌باشد. ساخت سرمایه برحسب اندازه‌نسبی منابع مالی مختلف واحد تجاری اندازه‌گیری می‌شود. ثبات مالی یک واحد تجاری و خطر ورشکستگی که با آن روبروست، بطور قابل ملاحظه‌ای به‌منابع تامین نقدینه، نوع دارائی‌هایی که نگاهداری کرده و اندازه نسبی هر گروه از دارائی‌ها بستگی دارد.

### اهمیت اجزاء در ساخت سرمایه

اهمیت اجزاء در ساخت سرمایه بیشتر ناشی از تفاوت اساسی بین بدهی و ارزش ویژه می‌باشد. ارزش ویژه مهمترین سرمایه احتیاطی (برای مقابله با خطرات احتمالی) یک واحد تجاری است. هر واحد تجاری باید مقداری ارزش ویژه داشته باشد تا بتواند با خطراتی که با آن روبروست مقابله کند. مهمترین ویژگی ارزش ویژه این است که دارای هیچ بازده تضمین شده یا بازده تکلیفی که باید به‌صورت پرداخت شود نبوده و دارای جدول زمانی معینی برای بازپرداخت سرمایه سرمایه‌گذاری شده نمی‌باشد. بنابراین سرمایه‌ای که هرگاه سرمایه‌گذار تصمیم بگیرد بتواند آن را برداشت کند جزئی از ارزش ویژه نبوده و دارای ویژگیهای بدهی می‌باشد. از نظر ثبات یک واحد تجاری و مقابله واحد با خطر ورشکستگی

ویژه‌گی مهم ارزش ویژه این است که دائمی بوده و روی باقی ماندن آن در شرایط نامطلوب در واحد تجاری می‌توان حساب کرد. از این گذشته هیچ الزامی نیز برای پرداخت سود سهام وجود ندارد. واحد تجاری می‌تواند با اطمینان این‌گونه منابع مالی را در دارایی‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری و در فعالیت‌های پرخطرتر بکار اندازد. از دست دادن آن، بهر دلیلی، لزوماً توانایی پرداخت تعهدات ثابت واحد تجاری را دچار اختلال نمی‌سازد.

برخلاف ارزش ویژه، بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت هر دو باید بازپرداخت گردند. هرچه مدت زمان بدهی طولانی‌تر و بازپرداخت آن سبک‌تر باشد، بازپرداخت آن برای واحد تجاری آسانتر خواهد بود. معذالک، این بدهی در زمان معینی بدون توجه به وضعیت مالی واحد تجاری باید همراه با بهره آن بازپرداخت شود. عموماً عدم توانایی در پرداخت اصل یا بهره بدهی منجر به اقداماتی می‌گردد که در نتیجه آن سهامداران ممکن است کنترل واحد تجاری یا بخش یا تمام سرمایه‌گذاریشان را از دست دهند. اگر زیان‌ها باعث از بین رفتن تمامی ارزش ویژه گردند، بستانکاران یا وام‌دهندگان نیز ممکن است بخش یا تمام اصل و بهره‌ای که باید دریافت می‌کرده‌اند را از دست بدهند.

واضح است که هرچه سهم بدهی در کل ساخت سرمایه یک واحد تجاری بیشتر باشد، پرداخت‌های ثابت و تعهد بازپرداخت‌ها بیشتر بوده و احتمال این که یک سری رویدادها باعث عدم توانایی در پرداخت اصل و بهره بدهی در بررسید گردد بیشتر خواهد بود.

برای سرمایه‌گذاران در سهام یک واحد تجاری، وجود بدهی معرف خطر از دست دادن سرمایه‌گذاریشان می‌باشد، این خطر با امکان بالقوه تحصیل سود فراوان متعادل می‌گردد. از طرفی بدهی بیش از حد ممکن است به معنی خلاقیت و قابلیت انعطاف، مدیریت در بکارگیری فعالیت‌های سودآور باشد. وام‌دهندگان وجود سرمایه بیشتر را بعنوان تضمینی در مقابل زیان‌های ناشی از بدتر شدن شرایط ترجیح می‌دهند. هرچه سرمایه بطور نسبی کمتر باشد و سهم وام‌دهندگان در تامین منابع مالی بیشتر باشد تضمین برای وام‌دهندگان در مقابل زیان کمتر بوده و نهایتاً "خطر از دست دادن منابع آنها بیشتر خواهد بود."

با وجود بحث‌های فراوان، بویژه در محافل دانشگاهی در این باره که آیا هزینه سرمایه یک واحد تجاری برای ساخت‌های مختلف سرمایه یا به عبارت دیگر برای ترکیب متفاوت از بدهی و ارزش ویژه متفاوت است یا نه، مسئله از نظر افراد در خارج از واحد تجاری مانند وام‌دهندگان و سرمایه‌گذارانی که باید بر اساس شرایط موجود اخذ تصمیم کنند، روشنتر و آشکارتر می‌باشد. در مورد واحدهای تجاری مشابه، وام‌دهندگانی که به شرکت‌هایی که بیش از ۶۰ درصد از منابعشان را وام‌تأمین مالی کرده است (۴۰ درصد از ارزش ویژه) در مقام مقایسه با شرکت‌هایی که ۲۰ درصد از منابعشان از وام‌تأمین مالی شده است، وام‌ارائه می‌کنند، با خطر بیشتر از دست دادن منابع روبرو هستند.

با توجه به نظریه مودلیانی - میلر، هزینه سرمایه یک واحد تجاری در بازار رقابت کامل، به استثنای معافیت مالیاتی بهره، تحت تاثیر رابطه بدهی و ارزش ویژه قرار

نمی‌گیرد. به عقیده اینان دلیل این امر این است که، هر سهامدار می‌تواند با استفاده از اهرم مالی که شخصاً ایجاد می‌کند، ترکیب خطر مورد نظر خود را وارد کل سرمایه‌گذاری کند. بنابراین براساس این نظریه، مزیت بدهی با کاهش نسبت قیمت به درآمد جبران می‌گردد. میزان خطر موجود در یک واحد تجاری، از نظر سرمایه‌گذار خارج از واحد مشخص می‌باشد و به نظر ما، وظیفه ما اندازه‌گیری میزان خطر موجود در ساخت سرمایه یک واحد تجاری است.

دلایل استفاده از بدهی یا وام

علاوه بر ابزاری برای جبران تورم، دلیل اصلی برای استفاده از وام به وسیله یک واحد تجاری، این است که از نظر مالکین واحد تجاری، بدهی منبع ارزانتری برای تامین نقدینه در مقام مقایسه با سهام می‌باشد. این امر دو دلیل عمده دارد:

- ۱ - هزینه بهره بدهی یا وام ثابت است بنابراین تا زمانی که این هزینه کمتر از بازدهی است که وام دریافتی ارائه می‌کند، این تفاوت بنفع صاحبان سهام می‌باشد.
  - ۲ - برخلاف سود سهام، که توزیع سود محسوب می‌گردد، بهره هزینه محسوب شده و جزء هزینه‌های قابل قبول برای مقاصد مالیاتی است. در زیر این دو دلیل اصلی بیشتر مورد بحث قرار می‌گیرند.
- مفهوم اهرم مالی

اهرم مالی به معنی استفاده در ساخت سرمایه واحد تجاری از وامهایی است که بهره ثابتی دارند. از آنجائی که هیچ بستنکار یا وام‌دهنده‌ای تمایل به ارائه منابع مالی بدون دریافت تضمین ارائه شده به وسیله صاحبان سرمایه را ندارد، این پویا

وام‌دهی به "مبادله ارزش ویژه" یعنی بهره‌برداری از وجود میزان معین سرمایه به عنوان پایه و اساس برای وام‌گیری معروف می‌باشد.

در جدول شماره ۱ بازده دو واحد تجاری که دارای دارائی‌ها و درآمد مشابهی، قبل از کسر هزینه بهره می‌باشند، با یکدیگر مقایسه می‌گردد. واحد تجاری X، ۴۰ درصد منابع مورد نیاز خود را از محل وام تامین کرده اما واحد تجاری Y دارای هیچ وامی نمی‌باشد. در سال اول، هنگامی که بازده متوسط برای کل دارائی‌ها ۷/۵ درصد است، بازده سرمایه‌سهم‌داران واحد تجاری X ۱۰/۳ درصد می‌باشد. نرخ بازده بالاتر ناشی از این مسئله است که سهامداران از تفاوت بین بازده کل دارائی و هزینه وام سود برده‌اند برای واحد تجاری بازده سرمایه همواره برابر بازده دارائی کل می‌باشد. در سال دوم بازده کل دارائیهای واحد تجاری X برابر با هزینه بهره وام بوده و نتیجتاً اثر اهرم مالی خنثی می‌گردد. نتایج عملیات سال سوم نشان می‌دهد که اهرم مالی یک شمشیر دولبه است. بدین علت هنگامی که بازده کل دارائی کمتر از هزینه وام می‌گردد، بازده سهام واحد تجاری X کمتر از بازده سهام واحد تجاری Y که دارای وام نمی‌باشد، می‌شود.

اثر هزینه قابل قبول بودن بهره از نظر مالیات

دلیل دوم ارائه شده برای مزیت وام گرفتن، هزینه قابل بودن بهره از نظر مالیات در برابر سود سهام توزیع شده می‌باشد. این مسئله را می‌توان به شکل زیر نشان داد.

اطلاعات فرضی در جدول ۲ را برای

جدول شماره ۱

مبادله ارزش ویژه شناختی با فرضیات درآمد متفاوت (به هزار ریال)

بازده	سودخالص + بهره		سودخالص	مالیات (۱)	درآمد قبل از وکم بهره درصد (۲)	وام های پرداختی	دارایی
	کل دارایی (۳)	ارزش ویژه (۳)					
۱۰/۳ درصد	۷۵۰۰۰۰	۶۳۰۰۰۰	۶۳۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰	۱۵۰۰۰۰	۴۰۰۰۰۰۰	سال اول واحد تجاری X ۱۰۰۰۰۰۰۰
۷/۵	۷۵۰۰۰۰	۷۵۰۰۰۰	۷۵۰۰۰۰	—	۱۵۰۰۰۰۰	—	واحد تجاری Y ۱۰۰۰۰۰۰۰۰
۳	۲۰۰۰۰۰	۱۸۰۰۰۰۰	۱۸۰۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰۰	۶۰۰۰۰۰۰	۴۰۰۰۰۰۰۰	سال دوم واحد تجاری X ۱۰۰۰۰۰۰۰۰
۳	۲۰۰۰۰۰	۳۰۰۰۰۰۰	۳۰۰۰۰۰۰	—	۶۰۰۰۰۰۰	—	واحد تجاری Y ۱۰۰۰۰۰۰۰۰
۵/۰۸	۱۲۵۰۰۰	۵۰۰۰۰۰۰	۵۰۰۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰۰	۲۵۰۰۰۰۰	۴۰۰۰۰۰۰۰	سال سوم واحد تجاری X ۱۰۰۰۰۰۰۰۰
۱/۲۵	۱۲۵۰۰۰	۱۲۵۰۰۰۰	۱۲۵۰۰۰۰	—	۲۵۰۰۰۰۰	—	واحد تجاری Y ۱۰۰۰۰۰۰۰۰

۱- با فرض نرخ مالیات ۵۰ درصد

سودخالص + بهره (۵/۵-۱)

کل دارایی ها

۳- سودخالص

ارزش ویژه

باید توجه داشت که ارزش بهره معاف از مالیات به تحصیل درآمد کافی بستگی دارد. هزینه‌های بهره پرداخت نشده را می‌توان به دوره‌های بعد و قبل به‌عنوان انتقال زیان که قانوناً " مجاز است منتقل نمود .

سال دوم در نظر گرفته و فرض کنید که درآمد عملیاتی واحدهای تجاری  $x$  و  $y$  هر دو ۶۰۰۰۰ ریال است. نتایج عملیات دو واحد تجاری را می‌توان به شکل زیر خلاصه کرد:

ریال	۶۰۰۰۰	ریال	۶۰۰۰۰	درآمد عملیاتی
			۲۴۰۰۰	بهره (۶ درصد ۴۰۰۰۰ ریال)
ریال	۶۰۰۰۰	ریال	۳۶۰۰۰	سود قبل از کسر مالیات
ریال	۳۰۰۰۰	ریال	۱۸۰۰۰	مالیات
ریال	۳۰۰۰۰	ریال	۱۸۰۰۰	سود خالص
			۲۴۰۰۰	اضافه می‌شود بهره پرداختی به صاحبان اوراق قرضه
				کل بازده صاحبان اوراق بهادار
ریال	۳۰۰۰۰	ریال	۴۲۰۰۰	

ادامه دارد

بدون توجه به اثرات اهرم مالی که در مثال فوق خنثی می‌باشند، حتی اگر بازده دارایی‌ها برابر با نرخ بهره باشد، کل مقدار موجود برای توزیع بین دارندگان اوراق قرضه و سهام‌داران واحد تجاری  $x$  ۱۲۰۰۰۰ ریال بیشتر از مقدار موجود برای توزیع بین سهامداران واحد تجاری  $y$  است علت این امر پرداخت مالیات کمتر بوسیله واحد تجاری  $x$  می‌باشد.

مراکز پخش حسابدار

۸۹۲۹۲۶  
۶۶۷۳۲۳  
۸۳۳۱۵۶  
۶۴۳۰۵۹

انجمن حسابداران خبره ایران  
انتشارات آگاه  
انتشارات پایروس  
انتشارات فروردین