

اندیشه مدیریت، سال سوم، شماره دوم - پاییز و زمستان ۱۳۸۸، صص ۱۴۸-۱۲۹

استراتژی مالی مناسب برای مدیریت ریسک کل

هنگام بروز رکود مالی

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۸/۱۰

تاریخ پذیرش: ۸۸/۱۰/۲۶

دکتر علی بقایی*

سید محمدمهدی موسوی**

بلال وثوق***

چکیده

در این مقاله انواع استراتژی‌های مالی تعریف و معرفی می‌شود. تمرکز این مقاله بر روی چگونگی مدیریت شرکت و اتخاذ استراتژی‌های مناسب هنگام رکود اقتصادی و ورود شرکت‌ها به مرحله اضطراب مالی و افزایش ریسک کل است. بدین منظور، شرایط رکود اقتصادی و اضطراب مالی توضیح داده می‌شود و استراتژی‌های مناسب در این مرحله بررسی می‌شود. سپس، استراتژی‌های مالی و واقعی برای اجتناب از ورود شرکت‌ها به مرحله اضطراب مالی ارائه می‌گردد. در پایان نکاتی در مورد استفاده از استراتژی‌های متفاوت مالی و واقعی بیان می‌شود.

واژگان کلیدی

استراتژی مالی، رکود مالی، استراتژی تعدیل، استراتژی تضمین بقاء، استراتژی تقویت

alibaghaei@yahoo.com

smmmousavy@gmail.com

bfvosough@gmail.com

* دکتری رشته مدیریت مالی دانشگاه تهران

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه ایسکس انگلستان

*** دانشجوی کارشناسی مدیریت مالی

مقدمه

با گسترش، توسعه و تغییر شکل خدمات بنگاه‌های اقتصادی روند جدایی مالکیت و مدیریت اداره بنگاه‌های اقتصادی بعد از تغییر شکل و گسترش خدمات مالی و مناسبات اقتصادی سازمان‌ها و گسترش شرکت‌های سهامی روند رو به رشدی به خود گرفته است.

به دلیل پیچیدگی‌های اقتصادی و گسترش فعالیت‌های کسب‌وکار و تخصصی شدن آن‌ها، سرمایه‌گذاران کنترل سرمایه خود را به مدیران می‌دهند و خود از طریق گزارش حساب‌رسان مستقل عملکرد مدیران را ارزیابی و کنترل می‌کنند. مدیران توجیه‌پذیر بودن طرح‌های شرکت را از سه دیدگاه فنی (دسترسی به مواد اولیه، فناوری، میزان تولید و...)، اقتصادی (رقبای، فروش، الگوی مصرف و...) و مالی (میزان بازده، ریسک، دوره بازگشت سرمایه، ارزش فعلی خالص طرح و...) بررسی می‌کنند.

یک بنگاه اقتصادی در انجام فعالیت‌های مربوط به کسب‌وکار خود با ریسک‌های متعددی سروکار دارد. این ریسک‌ها در مراحل مختلف چرخه حیات سازمان و با توجه به حوزه فعالیت آن بروز می‌نمایند. میزان کل ریسک‌های در معرض یک بنگاه اقتصادی با عنوان ریسک کل یاد می‌شود. ریسک کل از دو بخش ریسک خاص شرکت (غیرسیستماتیک) و ریسک ناشی از عوامل کلان (سیستماتیک) تشکیل شده است.^۱ مطالعات زیادی در جهت اندازه‌گیری و کنترل ریسک کل شرکت‌ها انجام گرفته است. اما توجه به استراتژی‌های اتخاذ شده توسط مدیران که بنگاه‌های اقتصادی را به سمت این نوع ریسک‌ها سوق می‌دهند، قابل توجه است. این مقاله بعد از تعریف استراتژی‌های مالی و جایگاه آن در میان استراتژی‌های سازمانی، انواع استراتژی‌های مالی اتخاذی در شرکت‌ها را معرفی می‌کند. در ادامه، به ویژگی‌های رکود اقتصادی و تأثیر آن‌ها بر روی شرکت‌ها اشاره خواهد شد و استراتژی‌های اتخاذی توسط مدیران به منظور مدیریت شرایط اضطرار مالی در سازمان‌ها بررسی می‌گردد.

۱. استراتژی مالی

بدیهی است که در دنیای پرتحول و متغیر امروز، موفقیت سازمان‌ها و بنگاه‌های اقتصادی از طریق فعالیت‌های همزمان به دست می‌آید. کنترل به موقع و مناسب موجودی انبار و مواد اولیه، تولید و خدمات پس از فروش، فعالیت در سطح بین‌المللی، تحقیقات و نوآوری در محصولات، بازاریابی، حسابداری و کنترل ریسک‌های تجاری و مالی مرتبط با فعالیت‌های بنگاه و سایر فعالیت‌های مرتبط با بنگاه‌ها در حال استاندارد شدن است.

با وجود فعالیت‌های همزمان بخش‌های مختلف سازمان، هنوز دو فعالیت مهم و اساسی مالی و استراتژی در بیشتر بخش‌های سازمان، به صورت منفرد و جدای از هم شکل می‌گیرد. تصمیمات و فعالیت‌های مربوط به این دو حوزه توسط کارشناسان متفاوت از هم در گروه‌های کاری متفاوت ایجاد می‌شود که نتیجه آن معمولاً پیگیری اهداف و استانداردهای متفاوت و حتی متضاد بوده است.

در بحث‌های جدید استراتژی و مالیه شرکت‌ها، مدیران و استراتژیست‌ها به دنبال تلفیق این دو حوزه‌اند تا با ایجاد استراتژی مالی و از طریق ایجاد ارتباط بین استراتژی‌های مهم سازمان و فعالیت‌های مالی در یک شرکت، به هدف اجرای تصمیم‌گیری‌های بهتر و مؤثرتر در سازمان نزدیک شوند. نتایج قابل انتظار از این رویکرد عبارت است از:

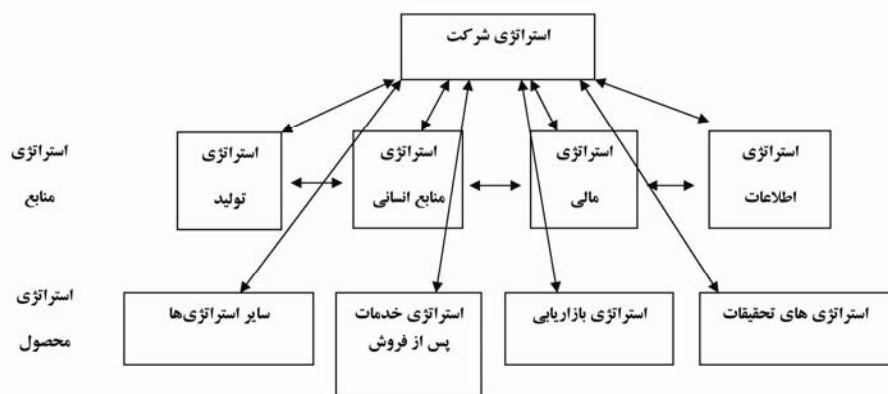
- دستیابی به استراتژی‌ای که به صورت روشن تولیدات آتی را هدایت می‌کند؛
- تصمیمات مناسب تجاری که به صورت کاراتری منابع کمیاب را برای اجرای نوآوری‌های استراتژیک تخصیص می‌دهد؛

• ملاک و معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد سازمان ارائه می‌دهد.

به طور کلی، «مالیه» با تخصیص منابع کمیاب در شرکت سروکار دارد، در حالی که «استراتژی» با متمایز ساختن یک شرکت از رقیبان خود در یک صنعت در ارتباط است. از دیدگاه مایکل پورتر، ماهیت رقابت در یک صنعت با پنج عامل اساسی محصولات جایگزین، خریداران (قدرت چانه‌زنی خریداران)، فروشندگان (قدرت چانه‌زنی تأمین‌کنندگان)، تازه‌واردان (تهدید رقبای بالقوه) و رقابت در صنعت در ارتباط است که

برای هر نوع تحلیل در مورد رقبا ارزیابی و شناسایی فرایندهای چهاربخشی شامل اهداف آینده، استراتژی فعلی، پیش فرض‌ها و توانمندی‌ها لازم است. یک استراتژی مالی بیانگر چگونگی تأمین مالی و سرمایه‌گذاری منابع شرکت در راستای دستیابی به اهداف شرکت، یعنی افزایش ثروت سهامداران، است. دوره زمانی یک استراتژی مالی برابر دوره زمانی برنامه کلی شرکت است. رابطه بین استراتژی مالی با استراتژی کلی شرکت و سایر استراتژی‌ها در نمودار شماره ۱ هویداست (HEFCE, 2002). (تمام روابط نشان داده نشده است):

نمودار شماره ۱. رابطه بین استراتژی مالی با استراتژی کلی شرکت و سایر استراتژی‌ها



پارادایم جدید کسب و کار توجه به ارزش‌آفرینی به‌عنوان سرلوحه فعالیت‌ها در یک بنگاه اقتصادی است. پیتر دراگر نیز کار اصلی یک سازمان را ایجاد ارزش می‌داند. در ارزش‌آفرینی مالی، نوع تصمیمات مالی بسیار حائز اهمیت است؛ از جمله، تصمیمات سرمایه‌ای، تصمیمات عملیاتی (کارآیی) و تصمیمات مالی (بازده) مورد توجه است.

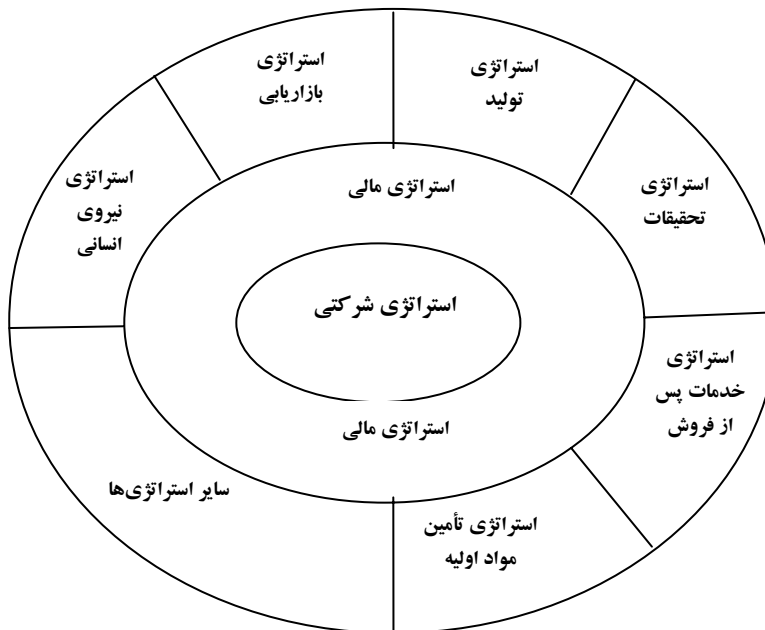
به‌طور کلی، تدوین یک استراتژی مالی در سه مرحله صورت می‌گیرد:
 ۱. دستورالعمل کردن استراتژی یا تعیین چگونگی برآورده ساختن ترجیحات مشتریان به طرق منحصربه‌فرد. مدیر عامل بازنشسته شرکت جان هانکوک^۲ می‌گوید: تنها توجه مدیریت اجرایی شرکت باید به خشنودی و رضایت مشتریان باشد.

۲. تخصیص منابع، به عبارتی فرآیند تأمین مالی و اجرای استراتژی‌های نو و جدید به منظور افزایش سطح رضایت مشتریان.

۳. ارزیابی عملکرد، یا ارزیابی موفقیت‌ها و شکست‌های ناشی از فعالیت‌های کسب‌وکار. در این مرحله مدیران به شناسایی فرصت‌ها، موانع، هم‌پیمانان و مخالفان موجود در اجرای یک استراتژی می‌پردازند (Calandro and Flynn, 2007, pp. 409-417).

نظر به مباحث مطرح‌شده در مورد چگونگی شکل‌گیری استراتژی مالی و نقش آن در تلفیق اهداف و منابع سازمانی با یکدیگر چنین به نظر می‌رسد که استراتژی مالی محوری‌ترین نوع استراتژی است که توسط مدیران شرکت‌های پیشرو مورد توجه قرار می‌گیرد و لذا لزوم تعامل این استراتژی با سایر استراتژی‌های سازمان از اهمیت بالایی برخوردار است.

نمودار شماره ۲. تعامل انواع استراتژی در سازمان



۲. انواع استراتژی‌های مالی

وقتی از استراتژی‌های مالی صحبت می‌شود، معمولاً سه نوع استراتژی مالی مدنظر است: استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی و استراتژی تقسیم سود. یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های شرکت‌ها این است که چگونه می‌توان ترکیب بهینه‌ای از این سه بخش ایجاد کرد که در عین حال، هر سه قسمت با یکدیگر ارتباط درونی داشته باشد. در تحقیقات مالی به جای اینکه تصمیمات استراتژی مالی به صورت جمعی و با در نظر گرفتن روابط بینابینی موجود بررسی شود، به صورت انتزاعی و مجرد بر روی تک‌تک آن‌ها تمرکز کرده است. در حالی که روابط بینابینی میان این تصمیمات وجود دارد که بر ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارد. بنابراین، با شناخت شکل‌های نمونه‌ای و بررسی استراتژی‌های مربوطه و عملکرد ویژگی‌های شرکت در آن نمونه‌ها، می‌توان فهم بهتری از چگونگی تشکیل یک ترکیب بهینه به دست آورد (Slater, & Zwirlein, 1996).

۲-۱. استراتژی‌های تأمین مالی

از اساسی‌ترین تصمیمات مربوط به مدیران مالی شرکت، چگونگی تأمین مالی شرکت با کمترین هزینه سرمایه است. تأمین مالی شرکت‌ها از محل بدهی و حقوق صاحبان سهام صورت می‌گیرد که هر کدام دارای هزینه‌های خاصی می‌باشند. استفاده از ابزارهای مختلف تأمین مالی چون اوراق قرضه، وام، سهام عادی و ممتاز و سود انباشته هر کدام دارای هزینه و ریسک‌های خاص خود می‌باشد که تلاش مدیران مالی دستیابی به ترکیب بهینه‌ای از این ابزارها به منظور کاهش هزینه نهایی سرمایه است.

امروزه میزان استفاده از اهرم مالی در ساختار سرمایه یک شرکت اهمیت بسیاری دارد. اهرمی که در یک شرکت و در ساختار سرمایه آن استفاده می‌شود، نقش بسیار مهمی را در تقابل استراتژی و تأمین مالی دارد. تخمین ریسک نکول در این قسمت از اهمیت خاصی برخوردار است؛ زیرا هم به ساختار مالی داخلی و هم به درک سرمایه‌گذاران خارجی از ثبات شرکت مرتبط است. هر چند که از بدهی به عنوان سپر مالیاتی یاد می‌شود، استفاده بیش از حد از این منبع در ساختار سرمایه، موجب افزایش ریسک مالی و هزینه تأمین مالی شرکت می‌شود. بیشتر کارشناسان معتقدند که علی‌رغم

مزیت‌های مالیاتی همچون حداقل کردن هزینه‌های دلالتی و علامت‌دهی در قیمت‌ها به وسیله اوراق بدهی، تأمین مالی به وسیله بدهی محدودیت‌هایی را به وجود می‌آورد که این محدودیت‌ها باعث می‌گردد تا اهرم مالی به جای اثر مثبت روی عملکرد، پیامدهای منفی روی ارزش شرکت داشته باشد و مانع از انعطاف‌پذیری شرکت برای بهبود استراتژی تجاری آن گردد (Standberg, 1987).

شرکت‌ها در این حالت ناچار به تأمین مالی از محل انتشار سهام یا سود انباشته می‌باشند که هزینه تأمین مالی آن‌ها بالاتر از بدهی است. علاوه بر این، وجود بدهی در ساختار سرمایه شرکت را در معرض ریسک نرخ بهره قرار می‌دهد. حالتی را در نظر بگیرید که شرکتی نسبت به صدور اوراق قرضه با نرخ ۹٪ در ۳ سال پیش و با سررسید ۵ ساله اقدام کرده و در حال حاضر نرخ بهره بانکی به رقم ۶٪ رسیده است. طبیعی است که این شرکت دچار زیان می‌شود. مدیران مالی در چنین مواردی از استراتژی‌های متعددی برای کاهش میزان بدهی‌ها و اصلاح ساختار سرمایه شرکت استفاده می‌کنند. ورود در قراردادهای سوآپ نرخ بهره برای معاوضه نرخ بهره ثابت با شناور یا برعکس و همچنین، انتشار سوآپ سهام- بدهی برای معاوضه بدهی‌های شرکت با سهام عادی و اصلاح ساختار سرمایه از این جمله است. برخی شرکت‌ها نیز استراتژی خرید شرکت‌های کوچک با قابلیت وام‌گیری را دنبال می‌کنند. مدل‌هایی برای پوشش نقص‌های مدل‌های موجود در زمینه تصمیم‌گیری تأمین مالی در بازار ارائه شده است؛ از جمله، مالیات‌های شخصی، ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی و اطلاعات نامتقارن. این مدل‌ها نشان می‌دهد که هزینه‌هایی که همراه با افزایش استفاده از اهرم‌ها به وجود می‌آید، چگونه به وسیله انواع ساختارهای سرمایه جبران می‌گردد.

یکی از عوامل بروز هزینه‌های نمایندگی، عدم تقارن اهداف مدیران و مالکان شرکت است. علل دیگر زمانی بروز می‌کند که شرکت از بدهی‌های بلندمدت استفاده می‌کند و بین صاحبان این بدهی‌ها و صاحبان سهام عادی تضاد پیش می‌آید که مدیران در کدام جهت عمل می‌کنند؛ آیا در جهت منافع صاحبان سهام عادی عمل می‌کنند یا در جهت منافع صاحبان اوراق بدهی؟ بهترین حالت ساختار سرمایه هنگامی است که

هزینه نمایندگی میان سهامداران، صاحبان بدهی‌های بلندمدت و مدیران به حداقل ممکن برسد، که این اساس نظریه نمایندگی است.

نظریه سلسله‌مراتب ساختار سازمانی بیان می‌کند که هیچ حالت ایدئالی برای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام عادی وجود ندارد، باین‌حال، ترجیحاتی نسبت به شکل‌های خاصی از تأمین مالی وجود دارد. به‌طور کلی، تأمین مالی داخلی (سود انباشته) برای سازمان‌ها راحت‌تر از تأمین مالی خارجی است. نسبت‌های پرداخت سود تقسیمی با موقعیت‌های سرمایه‌گذاری هم‌تراز شده است تا بدین ترتیب، از تغییرات نامنظم در سودهای تقسیمی یا لغزش^۳ در بازار سرمایه جلوگیری کند. این امر موجب ارتقای موجودی شده و در طول برخی از دوره‌ها از رکود مالی جلوگیری می‌کند (Slater & Zwirlein, 1996).

دلایل بسیاری نشان می‌دهد که استفاده متعادل از بدهی‌های بلندمدت، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و موجب کاهش هزینه سرمایه می‌گردد. به‌هرحال، لازم است تا شرکت‌ها ساختار سرمایه خود را به‌گونه‌ای تنظیم کنند تا هزینه‌های نمایندگی و علامت‌های منفی را که در نتیجه اطلاعات نامتقارن منتشر شده بود و بر وضعیت نامطمئن شرکت دلالت دارد، کاهش و تعدیل کنند. البته، تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی تأثیر بسزایی روی ساختار سرمایه می‌گذارد (Slater & Zwirlein, 1996).

۲-۲. استراتژی‌های سرمایه‌گذاری

بعد از ایجاد ساختار سرمایه مناسب برای شرکت که با هدف کمینه کردن هزینه سرمایه و کم‌ریسک بودن ساختار سرمایه دنبال می‌شد، چگونگی سرمایه‌گذاری منابع برای ارزش‌آفرینی مالی، وظیفه دیگر استراتژیست‌ها و مدیران مالی شرکت است. استراتژی میان‌مدت و بلندمدت شرکت در زمینه سرمایه‌گذاری و طرح‌های توسعه و تکمیل و تعیین خط‌مشی مالی و سرمایه‌گذار آن از مسئولیت‌های اساسی هیئت‌مدیره، معاونت‌های توسعه سرمایه‌گذاری، اقتصادی و بازرگانی است. اجرای سرمایه‌گذاری در

استراتژی مالی مناسب برای مدیریت ریسک کل هنگام بروز رکود مالی ۱۳۷

طرح‌های مختلف با بهره‌گیری از خرد جمعی، استفاده از روش‌های عملی، در نظر گرفتن همه عوامل مؤثر و واقعیت‌های محیطی انجام می‌گیرد. طبیعت یک سرمایه‌گذاری معمولاً تجدیدناشدنی، بلندمدت و اغلب انتخابی از میان چند راهکار است (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۵، ص ۵). معیارهای متفاوتی برای انتخاب سرمایه‌گذاری ارزش‌آفرین برای شرکت وجود دارد. شرکت می‌تواند با سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی که دارای نرخ بازده داخلی^۴ یا بازده سرمایه^۵ بزرگ‌تر از متوسط موزون هزینه سرمایه^۶ هستند، ارزش‌آفرینی کند. انتخاب طرح با ارزش فعلی خالص بالاتر^۷ از مهم‌ترین معیارهای انتخاب سرمایه‌گذاری است (Ross, 2004).

۲-۳. استراتژی تقسیم سود

از نظر شرکت سود انباشته به‌عنوان یک منبع تأمین مالی محسوب می‌شود که هزینه سرمایه‌ای معادل سهام عادی دارد. از سوی دیگر، بسیاری از سهامداران خواهان دریافت سود سهام خود هستند. استراتژی شرکت‌ها در تقسیم سود (D/E) متفاوت است. برخی شرکت‌ها روند تقریباً ثابتی در تقسیم سود دارند و برخی دیگر، بسته به شرایط اقتصادی شرکت این نسبت را تعیین می‌کنند. سود تقسیمی نیز می‌تواند به صورت‌های متعددی مثل نقدی و یا اعطای سهام به جای وجه نقد صورت گیرد. اتخاذ هر کدام از این سیاست‌ها در تعیین نسبت تقسیم سود و یا شیوه اعطای سود، بر روی هزینه‌های تأمین مالی شرکت، مالیات شرکت و ثروت سهامداران اثرگذار است. تصمیم‌گیری در مورد سود تقسیمی مکمل تأمین مالی است. شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی دائمی تولید می‌کنند، سیاست رشد ثابت سود تقسیمی را دنبال می‌کنند. سایر شرکت‌ها هم بسته به مطلوبیت سرمایه‌گذاران خود سیاست سود تقسیمی بالا یا پایین را اتخاذ می‌کنند.

در انتهای این بخش می‌توان به چندین راهکار در استراتژی مالی برای افزایش ثروت سهامداران اشاره کرد؛ راهکارهایی که در اینجا معرفی می‌شود، سه دسته است:

۲-۳-۱. حداقل سازی هزینه‌های مالی پس از مالیات

الف. فروش مطالبات به سرمایه‌گذاران

یکی از اهداف مهم مدیران مالی فروش مطالبات به سرمایه‌گذاران است. البته، این واگذاری باید به قیمتی صورت بگیرد که از هزینه پرداخت مطالبات توسط خود شرکت بیشتر باشد؛ زیرا هزینه برای شرکتی که در حال افزایش است، بر مبنای نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است که این هدف مورد نظر تبدیل به افزایش وجوه نقدی با نرخی پایین‌تر از نرخ بازار می‌گردد. به عبارتی دیگر، شرکت به دنبال ایجاد تأمین مالی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌گردد.

ب. تأمین مالی همچون یک مشکل بازاریابی

انواع اوراق بهادار یک شرکت سه دسته است:

۱. بدهی‌های بلندمدت (اوراق قرضه)؛

۲. سهام ممتاز؛

۳. سهام عادی.

امروزه انواع جدیدی از ابزارهای تأمین مالی در بازارهای مالی برای جذب مشتریان مختلف با هم رقابت می‌کنند، مشکل تأمین مالی شرکت‌ها به نوعی به مشکل آن‌ها در بازاریابی برمی‌گردد. چنانچه شرکت بتواند اوراق بهاداری طراحی کند که جایگاه خاصی در بازار سرمایه پیدا کند، می‌تواند وجوه نقد را با هزینه‌ای کمتر از بازده مورد انتظار بازار از اوراق بهاداری با ریسک مشابه جذب شرکت کند.

ج. مالیات و نقش آن در تأمین مالی

دیدگاه مالیاتی متفاوتی نسبت به هزینه‌های تأمین مالی، قبل و بعد از مالیات وجود دارد. سپر مالیاتی باعث می‌شود تا امکان کاهش دادن هزینه‌های تأمین مالی قبل از مالیات با بهره‌گیری از اوراق بدهی بلندمدت به نوعی در میان شرکت‌ها به وجود آید. البته انتظار می‌رفت تا عرضه اوراق بدهی بلندمدت شرکت در نبود مجموعه‌ای از شرایط و محدودیت‌ها (ریسک نکول و...)، به دلیل ویژگی مالیاتی‌اش افزایش پیدا کند. بازده این

اوراق نیز باید برای جذب سرمایه‌گذارانی با مالیات‌های بالا افزایش می‌یافت؛ برای مثال، مشتری‌ها تا جایی برای خرید این اوراق اشتیاق خواهند داشت که حد نهایی نرخ مالیات سرمایه‌گذار از حد نهایی نرخ مالیات شرکت کمتر باشد. این مزیت هنگامی حفظ خواهد شد که شرکت بتواند این اوراق را به صورت معاف از مالیات و یا زیر نرخ نهایی مالیات عرضه کند.

د. انحرافات بازار سرمایه

بسیاری از شرکت‌ها برای تأمین مالی به دنبال گزینه‌هایی هستند که زیر نرخ بازار قیمت‌گذاری شده باشند. این روش‌های تأمین مالی از انحرافات بازار سرمایه نشئت گرفته است که این امر به دلیل سیاست‌های تأمین مالی انحصاری بر معاملات وضع شده است. این انحرافات از کنترل سرمایه‌ای و یا یارانه‌هایی ناشی شده که برای دستیابی به اهدافی غیر از کارآیی اقتصادی طراحی شده است.

۲-۳-۲. کاهش دادن ریسک‌های عملیاتی و مالی

مدیریت شرکت پس از طی مراحل بالا و استفاده از برخی فرصت‌ها برای کاهش هزینه‌های ریسک تأمین مالی، باید منابع شرکت را در مسیری هدایت کند که ریسک شرکت در سطح قابل مدیریتی حفظ شود. سودآوری و همچنین، ارزش بازار شرکت به توانایی آن در رقابت با دیگر شرکت‌ها و محصولاتشان در بازار بستگی دارد. از اجزای کلیدی شرکت‌های رقابتی توانایی آن‌ها در سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های سازمانی خودشان است. این دارایی‌های سازمانی دو دسته است:

اول، مدیریت بسیار گسترده و هنر بازاریابی شرکت برای هماهنگی و اطلاع‌رسانی به گروه‌های مختلف مردم برای اشتغال به تولید، خرید، فروش و خدمت‌رسانی؛

دوم، توانایی مدیریت برای القای اعتماد به نفس و احساس رضایت و اطمینان در مشتریان، کارمندان و سهامداران جهت ایجاد انگیزه و بهبود رابطه با شرکت. یکی از

شروط برای ایجاد چنین اعتماد به نفسی قرار گرفتن شرکت برای مدت زمان طولانی در وضعیت مالی خوب و باثبات است.

از این قسمت دو نکته حاصل می‌شود:

یک. جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت می‌تواند تحت تأثیر درک سهامداران از وضعیت مالی شرکت قرار گیرد؛ همان‌طور که در بالا بیان شد، این امکان وجود دارد تا با در دست گرفتن احساسات کارمندان و سهامداران، موجبات بهبود روابط آن‌ها با شرکت فراهم شده در نتیجه، سبب افزایش تولیدات خود و به تبع آن، جریان‌های نقدی ورودی به شرکت گردند.

دو. ثروت سهامدار به‌طور کلی، به‌وسیله بهره‌برداری از دانش شرکت در زمینه تولید و میزان شهرت شرکت در محصولات و بازارهای عاملش ایجاد شده است.

اهمیت سرمایه‌سازمانی برای برنامه‌ریزی تأمین مالی شرکت از این حقیقت نشئت می‌گیرد که شرکت به‌طور مستقیم مالک این سرمایه نیست بلکه همچون دسته‌ای از اطلاعات در اذهان سهامداران ظاهر می‌شود. پذیرفتن ریسک بالا به همراه کاهش احتمال بقای شرکت، تأثیر منفی بر روابط شرکت با سهامداران و کارکنانش می‌گذارد؛ در نتیجه، ممکن است سرمایه جمع‌آوری‌شده توسط شرکت در طول زمان از دست برود. تحمل ریسک اضافی به‌وسیله شرکت می‌تواند موقعیت او را نسبت به سرمایه‌گذاران و سرمایه‌ای که شرکت می‌تواند جمع‌آوری کند، به خطر بیندازد که در نتیجه، کاهش جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت از طریق کاهش فروش یا افزایش هزینه‌های عملیاتی می‌شود.

۲-۳. کمینه‌سازی مشکلات بالقوه؛ هزینه‌های نمایندگی

تشخیص اینکه مالکیت و مدیریت (کنترل) شرکت‌های مدرن کاملاً از هم جدا شده است، فهم بسیار مهمی از استراتژی شرکت‌ها به‌ویژه، از ترکیب بسیار مناسب بدهی بلندمدت نسبت به سهام در ساختار سرمایه به ما می‌دهد (Shapiro, 1983).

۳. چرخه‌های اقتصادی و اثرپذیری شرکت‌ها

چرخه اقتصادی شامل چهار وضعیت رشد، رونق، رکود و بحران اقتصادی است. رکود اقتصادی بعد از دوره رونق اقتصادی به وجود می‌آید. در این حالت از تولید کل و قیمت کالاها کاسته می‌شود و در نتیجه، درآمد و حاشیه سود شرکت‌ها کاهش می‌یابد. پیامد کاهش درآمد و حاشیه سود، کاهش نرخ بازده سرمایه‌گذاری برای سهامداران و مالکان شرکت را رقم می‌زند. از سوی دیگر، شرکت‌ها توان بازپرداخت بدهی‌های خود به اعتباردهندگان را نخواهند داشت (Mousavi, 2006). به‌طور خلاصه، شرایط شرکت‌هایی که وارد مرحله رکود اقتصادی شده‌اند، به شرح زیر است:

- ۱- اثر بر روی فروش: برخی از مدیران در شرایط رکود و اضطراب مالی کیفیت محصولات خود را پایین می‌آورند که در نتیجه، تعداد مشتریان کاهش پیدا می‌کند و این به معنای کاهش فروش و حرکت شرکت به سمت ورشکستگی است.
- ۲- اثر بر هزینه‌های عملیاتی: در شرایط رکود و اضطراب مالی سطح فروش شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند و هزینه‌های ثابت کمتر سرشکن می‌گردد، تعداد مشتریان کاهش یافته و در نتیجه هزینه‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی، قراردادهای جدید و یافتن کارکنان متخصص و آموزش به آن‌ها افزایش می‌یابد.
- ۳- اثر بر هزینه‌های مالی: با کاهش اعتبار شرکت، هزینه‌های مالی شرکت (به دلیل افزایش ریسک اعتباری شرکت) افزایش پیدا می‌کند.
- ۴- مشکل ریسک‌گریزی: در شرایط رکود و اضطراب مالی ریسک‌گریزی سهامداران نیز منجر به وخیم‌تر شدن اوضاع می‌شود.
- ۵- اثر مالیاتی: شرکت پریسک توانایی استفاده از فرصت‌های صرفه‌جویی مالیاتی را ندارد؛ چون سودی ندارد (Shapiro, no date).

۳-۱. عدم پیش‌بینی استراتژی مناسب برای دوران رکود توسط مدیران

آغاز و پایان رکودهای اقتصادی بسیار باقاعده است. طول مدت کاهش و رکود اقتصادی معمولاً یکسان است؛ لذا، در این مدت الگوی قابل پیش‌بینی را طی می‌کند. در بخش‌های تجاری شرکت‌هایی که دارای تولیدات بادوام است و خریده‌ها به‌صورت

اعتباری صورت می‌گیرد، کاهش در تولیدات بیشتر از حد میانگین است؛ مثل صنعت ساختمان و اتومبیل. در مورد شرکت‌هایی که تولیدات کم‌دوام دارند و خرید همیشگی وجود دارد، کاهش در تولیدات کمتر از حد میانگین است؛ مثل صنایع غذایی و پوشاک. مدیران می‌توانند شرکت خود را با توجه به زمینه اقتصاد عمومی و با توجه به میزان تأثیرپذیری تولیداتشان از نوسانات دوره‌ای اقتصادی بررسی کنند.

این سؤال مطرح است که چرا مدیران برای دوران رکود و اضطراب مالی به مانند سایر دوره‌های حیات سازمان، برنامه‌ریزی و استراتژی مناسبی در نظر نمی‌گیرند. جیم استون عامل اصلی این‌گونه مدیریت را ناشی از الگوهای فکری، رفتاری و توقعات مدیران می‌داند. حقیقت این است که در بیشتر سازمان‌ها به مدیران بابت موفقیتشان در رشد تولید و سودآوری پاداش داده می‌شود و در نتیجه موفقیت از نظر یک مدیر میزان رشد شرکت و کسب بازدهی بیشتر در سطح ریسک مشخص است. در نتیجه، مدیران شرکت‌های خود را برای دستیابی به چنین اهدافی هدایت می‌کنند.

در مقابل، برای بسیاری از مدیران رکود و اضطراب مالی در شرکت به‌عنوان دوره‌ای مطرح است که امکان انجام دادن کار واقعی در شرکت امکان‌پذیر نیست. ناگفته پیداست که نتیجه چنین تفکری رسیدن به مرحله مدیریت بحران، انجام واکنش‌های سنسجیده و امید داشتن به حل خودبه‌خود مشکلات پیش‌روست.

۳-۲. معرفی چند استراتژی برای دوران رکود اقتصادی^۱

۳-۲-۱. استراتژی تضمین بقاء^۱

این استراتژی برای شرکت‌های با حجم کم سرمایه‌گذاری مناسب است که کاهش زیادی را در تولیدات خود در طول دوره رکود پیش‌بینی کرده‌اند. شرکت‌ها در این حالت به روش‌های درونی و بیرونی از ورشکستگی شرکت جلوگیری می‌کنند. کاهش هزینه‌ها، کاهش موجودی انبارها، حذف خطوط تولید با بازدهی پایین از این جمله است. در بیرون شرکت نیز مدیریت زمینه‌ای را برای دریافت حمایت و اعتبار برای شرکت فراهم می‌آورد. اجرای این استراتژی‌ها به‌صورت فوری می‌تواند موجبات حفظ شرکت در دوران رکود شدید را فراهم آورد. اما اتخاذ این استراتژی‌ها برای شرکت با

استراتژی مالی مناسب برای مدیریت ریسک کل هنگام بروز رکود مالی ۱۴۳

هزینه‌هایی همراه است که مخالفت کارگران، مشتریان و حتی تأمین‌کنندگان را در بر خواهد داشت.

۲-۲-۲. استراتژی تعدیل (کاستن)^{۱۰}

استراتژی تعدیل شامل کاستن مخارج کلی شرکت و جابه‌جایی روش‌های عملیاتی آن به‌گونه‌ای است که با تقاضای کم سودآوری حفظ شود. فرض اصلی این است که شرکت و اوضاع تجاری‌اش در وضعیت مناسبی قرار دارند اما به تغییرات و اصلاحاتی نیاز دارند تا سوددهی آن‌ها در طول دوره موقتی کاهش حجم فروش ثابت بماند. به هنگام قرار گرفتن شرکت در وضعیت رکود اقتصادی، هزینه‌ها به روش‌های ذیل کاهش خواهد یافت:

۱. برنامه‌های جدید و پرریسک متوقف می‌شود؛
۲. خدمات بیرونی متوقف می‌شود؛
۳. خرید کالا کاهش می‌یابد و تلاش می‌گردد تا از موجودی کالای در دسترس استفاده شود؛
۴. کارمندان حاشیه‌ای حذف می‌شوند؛
۵. کارکنان ساعتی در برنامه زمانی کمتری گنجانده می‌شوند؛
۶. ممکن است یک شیفت کاری به صورت موقت تعطیل شود؛
۷. ممکن است مدیران میانی حذف شوند؛
۸. افزایش حقوق مدیران متوقف می‌شود.

۲-۲-۳. استراتژی تقویت^{۱۱} (افزایش قدرت شرکت)

مدیران شرکت استراتژی سرمایه‌گذاری را با هدف کسب موقعیت‌هایی برای استحکام هرچه بیشتر شرکت اتخاذ می‌کنند. این امکان وجود دارد که در زمان رکود اقتصادی شرکت به برخی استراتژی‌ها و اهداف خود که دستیابی به آن‌ها در زمان توسعه اقتصادی شرکت امکان‌پذیر نیست، دست یابند؛ لذا برخی مدیران بازار دارای رکود را

به‌عنوان یک موقعیت و فرصت مناسب در نظر می‌گیرند و از طریق برنامه‌ریزی مقدماتی و اجرای پیش‌گیرانه آن برنامه، سطح فروش شرکت را حفظ می‌کنند.

در این شرایط حجم فروش به چندین روش می‌تواند ثابت شود:

۱. استخدام فروشندگان با تجربه؛

۲. فرستادن مدیران برای گفتگو دربارهٔ قراردادهای فروش؛

۳. تولید محصولات جدید و با کیفیت به خرده‌فروشان؛

شرکت‌های کوچک به دلیل انعطاف‌پذیری بالای خود در بازار، موقعیت‌های مناسبی برای تغییر یک رکود اقتصادی به موقعیت‌های کسب سود دارند. این شرکت‌ها امکان عرضهٔ محصولات با قیمت پایین‌تر و افزایش خدمات به مشتریان را در این شرایط دارند؛ درحالی‌که برای شرکت‌های بزرگ تغییر استراتژی‌های کلان و واکنش سریع دشوار است.

ازجمله فرصت‌های دیگر در زمان رکود اقتصادی برای شرکت‌ها عبارت است از:

- رکود اقتصادی باعث بهبود فرایندهای ناکارا می‌شود و بهره‌وری کارگران در تمام زمینه‌ها به دلیل احساس خطر آن‌ها در جایگزینی کارگران جدید افزایش می‌یابد؛
- رکود اقتصادی منجر به اصلاح عملکرد ضعیف می‌شود و کارکنان حاشیه‌ای و اضافه بدون هرگونه اختلال در فرایند تولید حذف می‌شوند؛
- تجهیزات، مواد خام و سایر کالاها با هزینهٔ پایین‌تری قابل دسترسی است؛
- امکان ورود به قراردادهای خرید بلندمدت با قیمت کمتر از قیمت بازار وجود دارد؛
- همزمان با کاهش نرخ بهره، هزینه‌های تأمین مالی کاهش پیدا می‌کند.

۳-۳. برخی استراتژی‌های پیشنهادی برای اجتناب از ورود به شرایط اضطرار مالی شرکت‌ها

به‌طور کلی، استراتژی‌های زیر جهت جلوگیری از ورود شرکت‌ها به وضعیت اضطرار مالی و کاهش ریسک کل پیشنهاد می‌گردد:

۳-۳-۱. استراتژی‌های مالی

- کاهش اهرم مالی در نتیجهٔ کاهش نسبت بدهی / حقوق صاحبان سهام؛

- استفاده از قراردادهای آتی و پیمان‌های آتی و دیگر مشتقات که هم هزینه دارد و هم می‌تواند ریسک را به‌طور کامل از بین ببرد؛
- بیمه کردن که در این حالت باید هزینه بیمه را مدنظر قرار داد.

۳-۲. استراتژی‌های واقعی

- اجتناب از ورود به طرح‌های پرریسک؛
- کاهش اهرم عملیاتی و در نتیجه، کاهش نسبت هزینه ثابت/ هزینه‌های جاری؛

جمع‌بندی

این مقاله ضمن تعریف استراتژی مالی و توصیف جایگاه آن در تعیین خط‌مشی و استراتژی‌های سازمانی، به متداول‌ترین انواع استراتژی‌های مالی یعنی استراتژی‌های تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود پرداخت. ایجاد رکودهای اقتصادی و تأثیر آن در سودآوری شرکت‌ها و هزینه‌هایی که برای شرکت‌ها به همراه دارد، بخش دیگری از این مقاله را به خود اختصاص داد. در ادامه این مقاله به عدم توجه مدیران به لزوم اتخاذ استراتژی مناسب برای دوران رکود اقتصادی و قرارگرفتن شرکت در وضعیت اضطرار مالی اشاره کرد و عدم بازتاب موفقیت مدیران در مدیریت شرکت‌ها در زمان بروز اضطرار مالی و رکود اقتصادی و توجه به سودآوری را مهم‌ترین دلیل این بی‌توجهی عنوان کرد. معرفی استراتژی‌های کاستن، حفظ بقاء و تقویت برای شرایط رکود اقتصادی و همچنین، استراتژی‌های مناسب مالی و واقعی برای اجتناب از ورود به مرحله رکود و اضطرار شرکت و مدیریت ریسک کل بخش دیگری از این مقاله بود. توجه به مطالب زیر برای استفاده از استراتژی‌های مذکور ضروری می‌باشد:

یک. از آنجاکه مدیریت ریسک کل شرکت نیازمند اتخاذ استراتژی مناسب است و این استراتژی‌ها دربرگیرنده هزینه‌های واقعی است، شرکت باید آماده پرداخت چنین هزینه‌هایی باشد. در دوره رکود اقتصادی میزان تولید و فروش شرکت کاهش پیدا می‌کند و نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه و آموزش کارکنان در شرکت افزایش پیدا می‌کند؛ بنابراین، این هزینه‌ها از قبل در بودجه شرکت پیش‌بینی و وضع گردد.

دو. استفاده از استراتژی‌های متفاوت برای مدیریت ریسک دارای هزینه و منفعت‌هایی است. باید توجه داشت که حداقل سودآوری برابر با هزینه باشد. شرکت در دوران رکود اقتصادی با مشکلات متعددی در زمینه فروش و تولید برای کسب سود مواجه خواهد بود؛ بنابراین، باید نسبت هزینه‌های پیش رو در دوران رکود اقتصادی را به میزان تولید و فروش خود پیش‌بینی کند و به‌نحوی خود را بیمه کند.

سه. اتخاذ استراتژی‌های واقعی هزینه بیشتری نسبت به استراتژی‌های مالی دارد. چهار. هر بنگاهی با توجه به امتیازات خود، یکی از استراتژی‌ها برای آن مفید است. تمامی استراتژی برای تمامی شرکت‌ها نمی‌تواند در هر زمانی مفید باشد بلکه هر شرکتی با توجه به وضعیتی که در محیط دارد و توانایی‌هایی که در خود می‌بیند، باید بهترین استراتژی و تصمیم را اتخاذ کند.

پنج. ادغام شدن با شرکت‌های بزرگ‌تر یک گزینه مناسب برای کاهش ریسک است. شرکت‌های بزرگ‌تر در زمان وقوع رکود و بحران دوام و توانایی بیشتری برای مقابله دارند؛ بنابراین، می‌توان از این طریق نیز هم ریسک شرکت را کاهش داد و هم از فرصت‌های بیشتری که پیش روی شرکت قرار می‌گیرد، استفاده کرد.

شش. تولید کالای استاندارد به جای کالاهای سفارشی و در نتیجه دارا بودن مشتریان متنوع از روش‌های دیگر کاهش ریسک است. در زمان وقوع بحران و ایجاد رکود مالی به‌طور کلی در سطح جامعه، افراد از نیازهای خاص خود چشم‌پوشی می‌کنند و بیشتر سعی می‌کنند تا به نیازهای اساسی و واجب در زندگانی خود بپردازند؛ بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند با پرداختن به نیازهای همه اقشار جامعه (نه فقط نیازهای خاص قشری خاص)، فروش خود را افزایش و هزینه‌ها را تا حدی کاهش دهند؛ در نتیجه، کسب سود شرکت خود را در این دوران تا حدودی تضمین کنند.

هفت. آموزش کارکنان برای کاهش نگرانی‌های آن‌ها منجر به افزایش انگیزه برای ماندن آن‌هاست. کارکنان باید با شرایط کار و تولید در دوران بحران مالی آشنا باشند و بدانند که این دوران شرایطی خاص در پی خواهد داشت که آشنایی کارکنان مانع از افت انگیزه آن‌ها برای ادامه کار خواهد شد.

یادداشت‌ها

1. financial strategies
2. John Hancock
3. trips
4. internal rate of return (IRR)
5. return on investment (ROI)
6. weighted average cost of capital (WACC)
7. net present value (NPV)
8. Stone, 1980
9. survival strategy
10. cutting back strategy
11. strengthening strategy

کتابنامه

- جهانخانی، علی (۱۳۸۵)، مدیریت مالی، تهران: انتشارات سمت، جلد اول.
رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۵)، مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)، بنیاد صنعت و توسعه.
- Calandro Jr, Joseph and Flynn, Robert (2007), "On Financial Strategy", Vol. 8, No. 6. pp. 409-417, Q Emerald Group Publishing Limited, BUSINESS STRATEGY SERIES.
- Goodman, Laurie, S., (1998), *The Uses of Interest Rate Swaps in Managing Corporate Liabilities*; Eastbridge Capital; Revolution in Corporate Finance; Blackwell.
- HEFCE (2002), Financial Strategy in Higher Education.
- Mousavi, S. M. M. Mahdi (2006) "Islamic Justification of Credit Derivatives for Managing Risk in Islamic Banking Industry"; Islamic Economics Conference 2006, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Ross (2004), *Fundamental of Corporate Finance*, Mc-Grow Hill.
- Shapiro, Alan C. (1983), Guidelines for Long-term Corporate Financing Strategy, Spring, Midland Corporate Finance Journal.
- Id. (no date), *An Integrated Approach to Corporate Risk Management*; The Revolution in Corporate Finance; Blackwell.

- Slater, Stanly F. & Zwirlein, Thomas J. (1996), "The Structure of Financial Strategy: Patterns in Financial Decision Making", Vol. 17, Managerial and Decision Economics.
- Standberg, Carl M. (1987) "Financial Strategy: Planning and Managing the Corporat Leverage Position", LEWELLE, Wilbur G., Stanely, Kenneth L., Vol. 8, num. 15-28, *Strategic Management Journal*.
- Stone, James H. (1980) "Financial Strategies", *Journal of Business Strategy*, Summer.