www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

نام خدا

فصل 12

ریسک و بازده مورد انتظار

مقدمه

اساس و بنیان فکری برای سنجش رابطه بین ریسک و بازده در چارچوبی به نام **" مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای "** بسط و گسترش یافته است در این مدل با استفاده ازتئوری مناسب نسبت به ارزیابی سرمایه گذاری ها در شرایطی که از سرمایه گذاری ها انتظار کسب سود در آینده می رود اقدام می شود. این مدل توسط شارپ ، لیتنر، مودیگیلانی پیشنهاد و توسعه یافت و سایرین آن را بسط دادند این مدل تحلیل هزینه سرمایه و بودجه بندی سرمایه ای را در یک موءسسه اصلاح می کند .

تئوری قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای

مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای تئوری جامعی از روابط بین ریسک و بازده در شرایط بازار کامل است این مدل فرض هایی از قبیل رفتار منطقی سرمایه گذاران، وجود رقابت شدید در سرمایه گذاری با توجه به شناخت سرمایه گذاران نسبت به ریسک و بازده مورد انتظار ، عدم وجود هزینه کمیسیون و مالیات و عدم وجود ورشکستگی را در نظر می گیرد .

آنچه توسط این مدل فرض می شود یک نگرش صحیح و مفهومی به ریسک و بازده است و سرمایه گذار انتظار دارد که با پذیرش ریسک بیشتر بازده بیشتر کسب کند در مقابل شرایط فوق باید بازده مورد انتظار را تحت شرایط بازار ناقص بررسی کرد . تحت شرایط بازار ناقص کلیه اطلاعات شناخته شده نیستند.

1- **همه سرمایه گذاران به صورت منطقی عمل نمی کنند.**
2- **امکان وجود ورشکستگی به طور روزمره وجود دارد .**

سوال : تئوری دارایی سرمایه ای تحت چنین شرایطی چگونه در نظر گرفته می شود ؟

در این بخش تئوری دارایی سرمایه ای در بازارهای ناقص بررسی و بسط داده می شود. بطوری که سرمایه گذاران در این شرایط باپذیرش ریسک بیشتر حتما بازدهی بیشتر کسب نمی کند یعنی ممکن است سرمایه گذاران با پذیرش ریسک بیشتر بازده بیشتر کسب نکند. شرایط ناموزون بازار موجب می شود تعامل بین ریسک و بازده تحت الشعاع قرار گیرد.

معنی و مفهوم ریسک

در ارزیابی و بودجه بندی سرمایه ای یک طرح شرکت باید امکان حصول یا عدم حصول به بازده مورد انتظار را بررسی کرد .

در فرآیند تصمیم گیری ارزیابی این امکان را میزان ریسک گویند .

احتمال اینکه بازده واقعی یک سرمایه گذاری کمتر از بازده مورد انتظار باشد ریسک نامیده می شود .

انواع ریسک :

از نظر حدود و دامنه تاءثیر گذاری بر یک یا چند سهم با کل بازار اوراق بهادار به 2 گروه طبقه بندی می شوند

1- **ریسک سیستماتیک**

ریسکی که غیرقابل اجتناب بوده و درصورت وقوع قابل کنترل نمی باشد .

ریسک سیستماتیک بر کل اوراق بهادار تاءثیر می گذارد به آن ریسک بازار گفته می شود .

منابع ریسک سیستماتیک ←ریسک سیاسی ، اقتصادی و ... می باشد .

مثال : حادثه 11 سپتامبر 2001 نیویوریک و جنگ های کشورهای مختلف بحران اقتصاد جهان در سال 2008 کل بازار سهام را تحت الشعاع قرارداده است نوسانات قیمت نفت – نرخ بهره – تورم ..... از جمله منابع ریسک می باشد.

2- **ریسک غیر سیتماتیک**

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

قابل اجتناب و کنترل بوده و از طریق ایجاد سبد سهام به حداقل می رسد .در زمان وقوع بر تعداد معینی از اوراق بهادار موجود در بازار تاثیر می گیرد نه بر کل بازار

به همین دلیل می توان با بکارگیری سیستمهای خاص و باتوجه به عوامل محیطی این ریسک را کاهش داد .

روشهای اندازه گیری ریسک :

1- ضریب بتا B **2- انحراف استاندارد** **3- تخمین های ذهنی**

ضریب بتا

یک مقیاس و معیار ریاضی است که ریسک یک دارایی را از نقطه نظر اثرات آن برروی گروهی از دارایی ها بررسی و اندازه گیری می کند فقط با ریسک بازار و همچنین با سرمایه گذاری در سهام و اوراق قرضه ارتباط دارد.

این ضریب از طریق محاسبات ریاضی انجام می گیرد .

هرچه ضریب B بزرگتر باشد نشان دهنده ریسک بالاتر است .

هرچه ضریب B کوچکتر باشد نشان دهنده ریسک کمتر است .

انحراف استاندارد (انحراف معیار)

مقیاس پراکندگی بازده های پیش بینی شده است بطوری که این بازده ها به توزیع نرمال نزدیک تر می شود . انحراف استاندارد یک مفهوم آماری است کاربرد وسیع در اندازه گیری ریسک دارد . هر چه مقدار عددی انحراف معیار بیشتر باشد و میزان پراکندگی بازده و در نتیجه ریسک آن بالاتر خواهد بود .

تخمین ذهنی

اندازه گیری ذهنی ریسک وقتی صورت می گیرد که تخمین های کیفی بیشتر از تخمینهای کمی در اندازه گیری پراکندگی ها بکار می رود.

مثال : یک تحلیلگر ممکن است پیش بینی کند که یک طرح دارای ریسک پایین است از نظر وی پراکندگی بازده زیاد نیست .

مفهوم بازده :

نرخ بازده یک سرمایه گذاری مفهومی است که از نظر سرمایه گذاران مختلف معانی متفاوت می دهد

برخی شرکتها درجستجوی بازده کوتاه مدت نقدی هستند وارزش کمترین به بازده بلند مدت می دهند چنین شرکتهایی ممکن است سهام شرکت هایی را که سود سهام نقدی زیاد پرداخت می کنند خریداری کنند .

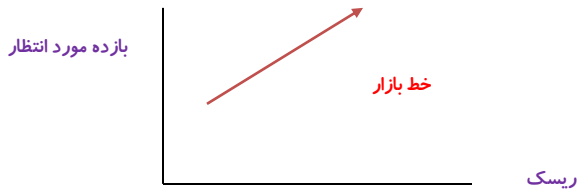
برخی از شرکت ها و سرمایه گذاران در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می دهند در جستجوری پروژه بلند مدت و در آمد بیشتر می باشند

برخی دیگر از سرمایه گذاران بازده سرمایه گذاری را با استفاده ازنسبت های مالی تعیین می کنند این قبیل از سرمایه گذاران در شرکت هایی که بازده سرمایه یا ارزش ویژه آنها بسیار بالا باشد سرمایه گذار ی می کنند.

رابطه ریسک و بازار

بازده مورد انتظار هرسرمایه گذاری با سطح ریسک آن یک رابطه اساسی دارد .

زمانی یک طرح با ریسک بالا قابل قبول است که بازده پیش بینی شده آن نیز بسیار بالاباشد بعبارتی طرحی که داراری ریسک بالا باشد ولی بازده کم داشته باشد طرح قابل قبولی نمی باشد .



با توجه به شرایط بازار **"خط بازار"** ممکن است به عنوان یک الگوی کلی ریسک و بازده در نظر گرفته شود .

ویژگی خط بازار ← (1) **شیب صعودی** ← هر چه نسبت ریسک یک طرح بیشتر باشد بازده بالاتر است.

(2) **متغیر ریسک به روی محور X** ← محور افقی یا محور X ها متغییر مستقل است .

محور Y محور عمودی یا وابسته است .

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

نتیجه ← نرخ بازده به درجه ریسک بستگی دارد

ریسک متغیر مستقل و بازده متغیر وابسته است .

3 **نرخ بازده بدون ریسک** ← در شرایطی که خط بازار با محور Y ها در نقطه 0/08 تماس پیدا می کند این وضعیت نرخ بازده بدون ریسک که شامل نرخ بازده اسناد دولتی است را مشخص می کند معمولا این گونه اسناد ریسکی نخواهد داشت و سرمایه گذار به یک بازده بدون ریسک دست پیدا می کند.

4 **بازده مجموعه سرمایه گذاری ها(پورتفولیو)** ← مجموعه دارایی ها براساس ارزش دلاری کلیه دارایی ها در بازار ارزشیابی می شوند.

متوسط بازده که از مجموع بازده کلیه سرمایه گذاری ها در بازار حاصل می شود **نرخ بازده بازار** نامیده می شود.

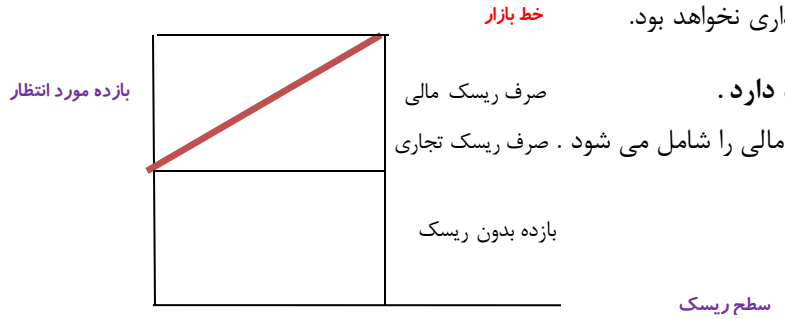
اجزای تشکیل دهنده ریسک

در محدوده تعریف کلی از ریسک بعنوان پراکندگی بازده دو عامل مهم وجود دارد :

1- ریسک تجاری ←موقعیتی که شرکت قادر به بهره برداری مناسب از دارایی های خریداری شده نباشند

مثال: امکان بهره برداری مناسب از ماشین آلات خریداری شده وجود نداشته باشد .یا اینکه محصولات تولید شده قابل فروش نباشد یا شرکت با مشکلات دیگری مواجه باشد که باعث زیان شود بطور کلی ریسک تجاری شامل کلیه مشکلات عملیاتی می باشد.

2-ریسک مالی ← شرایطی است که سرمایه گذار جریانات نقدی کافی برای پرداخت بهره وام های دریافتی ،بازپرداخت بدهی ها و سود مورد انتظار نداشته باشد . اگر بازدهی یک شرکت کاهش یابد شرکت ممکن است قادر به پرداخت هزینه های عملیاتی خود باشد اما قادر به تامیین هزینه های مالی مربوط به سرمایه گذاری نخواهد بود.

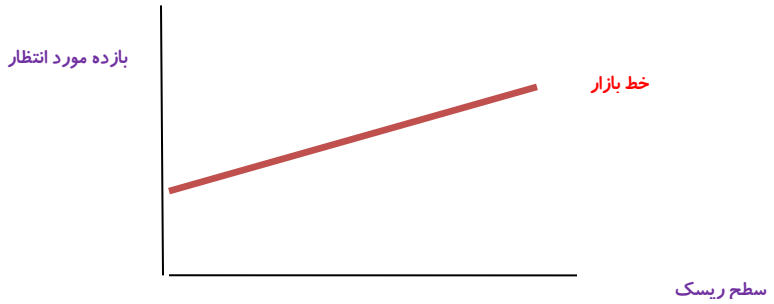


دوجزء تشکیل دهنده ریسک در خط بازار وجود دارد .

مجموعه پیشنهادات بازار هر دو نوع ریسک تجاری و مالی را شامل می شود .

خط بازار در یک بازار ناکارا ← **در یک بازار کارا** کلیه دارایی ها تحت یک رابطه مشخص بین ریسک و بازده مورد معامله قرار می گیرند بنابراین کلیه سهم ها اوراق قرضه و دارایی های سرمایه ای در نقاطی روی خط بازار قرار می گیرند.

دریک بازار ناکارا بعضی از دارایی ها بازدهی بیشتری نسبت به سایر دارایی ها در یک سطح معین ریسک خواهند داشت . بنابراین موقعیت کلیه دارایی ها بر روی خط بازار قرار نمی گیرد .



منحنی های بی تفاوتی سرمایه گذار

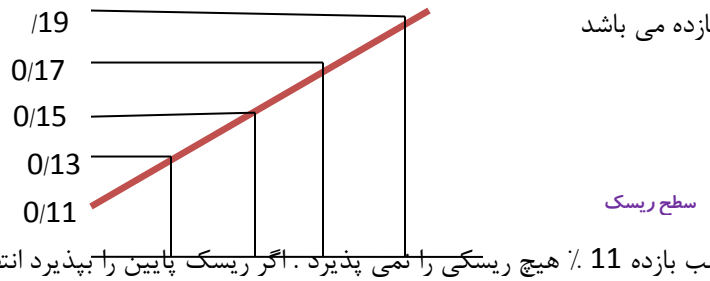
بازده مورد انتظار

از طریق بکارگیری واستفاده از منحنی های بی تفاوتی می توان نظرات سرمایه گذاران را در مورد ریسک مشخص کرد

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

منحنی بی تفاوتی نشان دهنده رابطه بین دو متغییر ریسک و بازده می باشد



مثال ← شرکتی را در نظر بگیرید که در صورت کسب بازده 11 ٪ هیچ ریسکی را نمی پذیرد . اگر ریسک پایین را بپذیرد انتظار بازدهی 13٪ را از آن طرح خواهد داشت .وباسطح ریسک متوسط پایین انتظار بازده15٪ راداردهمچنین با ریسک متوسط انتظار بازدهی 17٪داردضمناریسک بالا یا بسیار بالا قابل قبول نیست.

از آنجا که ریسک یک متغییر مستقل می باشد آن را روی محور X یا افقی قرار می دهیم و منحنی بی تفاوتی سرمایه گذاری این شرکت در شکل نشان داده می شود.

شرکت سرمایه گذار می تواند بین سطوح مختلف ریسک و بازده انتخاب های متفاوتی داشته باشد .

مثال : شرکت می تواند طرح با ریسک متوسط پائین و با بازده 15٪ را بپذیرد در حالی که در سرمایه گذاری در اسناد و اوراق دولتی تنها 9٪ بازده وجود خواهد داشت کدام یک باید مورد قبول واقع شود ؟

پاسخ : سرمایه گذاری در طرح با بازده 15٪ بهتر است زیرا این سرمایه گذاری سود بیشتری نسبت به سرمایه گذاری با بازده 9٪ و بدون ریسک دارد . اما اگر اوراق قرضه بدون ریسک با بازده 12٪ باشد در آن صورت سرمایه گذاری در اوراق قرضه نسبت به موارد دیگر ترجیح خواهد داشت .

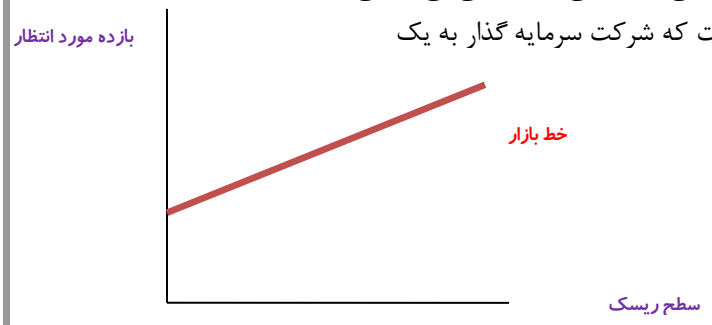
درصورتی که هردو طرح اوراق قرضه با بازده 11 ٪و بدون ریسک و همچنین طرح با بازده 15٪ و با ریسک متوسط پایین در دسترس باشد برای شرکت سرمایه گذار تفاوتی نخواهد داشت که کدام یک از این سرمایه گذاری ها را انتخاب کند.

ریسک و بازده مورد انتظار

به منظور تکمیل ارتباط بین ریسک و بازده نمودار خط بازار و منحنی بی تفاوتی را در نظر می گیریم .

سرمایه گذاری بهینه در نقطه ای خواهد بود که منحنی بی تفاوتی با خط یکی از سرمایه گذاری ها مماس شود .

از آنجا که شرکت به سمت سرمایه گذاری های موجود در بازار حرکت می کند وقتی که منحنی بی تفاوتی در نقطه ای به یکی از حالتهای سرمایه گذاری برسد این نقطه ای است که شرکت سرمایه گذار به یک سطح ریسک رضایت بخش برای سرمایه گذاری می رسد.



روش میانگین موزون بازده مورد انتظار

بااستفاده از تئوری مناسب موجود برای بررسی بازده مورد انتظار حاصل از یک سرمایه گذاری ابتدا سطح ریسک و سپس میزان بازده حاصل از سرمایه گذارها را محاسبه کرده و سپس با مقایسه آنها نتیجه می گیریم

هرچه قدر ریسک بالاتر باشد بازده مورد انتظار بیشتر خواهد بود

این شیوه برای بودجه بندی سرمایه ای پروژه ها خرید اوراق قرضه ، خرید سهام عادی هرگونه سرمایه گذاری مالی استفاده می گردد.

ساختار سرمایه و هزینه سرمایه

ساختار سرمایه شرکت را می توان به عنوان **ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام** برای تاءمین مالی دارایی های شرکت تعریف کرد .

دربعضی از نوشته ها بدهی کوتاه مدت را از بحث ساختار سرمایه حذف می کنند در حالی که بدهی کوتاه مدت بعنوان یک منبع مالی دائمی در طول دوره مورد استفاده قرار می گیرد .

اصطلاح **هزینه سرمایه** در واقع **نرخ بازده مورد انتظار** یک سرمایه گذاری است و مترادف بازده مورد انتظار می باشد .

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

روش میانگین موزون هزینه سرمایه تکنیکی است که بازده مورد انتظار را برحسب اجزاء متحرک تشکیل دهنده ساختار سرمایه شرکت اندازه گیری می کند .
هزینه هر یک از اقلام بدهی و بازده هر یک از اقلام حقوق صاحبان سهم به طور جداگانه محاسبه می شود .
با در نظر گرفتن این شاخص ها می توان بازده مورد انتظار کل را تعیین کرد بطوری که این بازده هزینه بهره اقساط بدهی و سود سهام ممتاز را پوشش می دهد و درنهایت بازده کافی برای سهامداران عادی سهم یک سرمایه گذاری را پذیرفته اند باقی بماند
استفاده از اصطلاح هزینه سرمایه در بخش های بازده مورد انتظار اشتباهاتی را ایجاد می کند برای جلوگیری از شکایات ناشی از این اصطلاحات از اصطلاح میانگین موزون بازده مورد انتظار در روش میانگین موزون استفاده می شود .

نحوه محاسبه میانگین موزون بازده مورد انتظار

KT= کل بازده مورد انتظار شرکت
Pi= نسبت بدهی به کل ساختار سرمایه
Tr= نرخ مالیات
Ki= هزینه بدهی قبل از کسر مالیات
Pp= نسبت سهام ممتاز به کل ساختار سرمایه
Kp= هزینه سهام ممتاز
Pc= نسبت سهام عادی به کل ساختار سرمایه
Kc= هزینه سهام عادی

هزینه وام

در اغلب موارد هزینه وام شرکت مشخص است بطوری که شرکت می تواند با استفاده از قراردادهای وام منعقده با بانکها سطح هزینه بهره پرداختی برای وامهای اخذ شده را تعیین کند ومیزان بدهی خودرابراساس سطح هزینه طبقه بندی ومشخص کند.

بازده مورد انتظار سهام ممتاز

محاسبه بازده مورد انتظار سهام ممتاز نیز مشابه روش محاسبه هزینه بدهی است که از تقسیم سود ممتاز بر ارزش بازار سهام ممتاز حاصل می شود.در این روش فرض می شود که شرکت قصد دارد به صاحبان سهام ممتاز سود پرداخت کند.
Kpc= بازده مورد انتظار سهام ممتاز
D= سود سهام ممتاز
P= قیمت سهام ممتاز در بازار
مثال: سهام ممتاز 100 دلاری شرکتی به مبلغ 120 دلار در بازار به فروش می رسد این شرکت سود سهام ممتاز را 14٪ اعلام می کند .
بازده مورد انتظار سهامداران ممتاز عبارت است از:

بازده مورد انتظار سهام عادی

محاسبه بازده مورد انتظار سهام عادی به سادگی سهام ممتاز نیست .سهامداران عادی انتظار دریافت بازده ثابت واز قبل تعیین شده را ندارند. آنها حق مشارکت در نحوه تقسیم سود ودرامدهای آتی شرکت را دارندبرای تعیین حقوق سهامداران عادی باید فاکتورهایی از قبیل عایدی هر سهم، درصد سودسهام پرداختی ، نرخ رشد وقیمت سهام عادی در بازار مشخص شود.

فواید روش میانگین موزون در محاسبه هزینه سرمایه

روش میانگین موزون برای محاسبه هزینه سرمایه ، روش متداول برای محاسبه بازده مورد انتظار سرمایه گذاری شرکت است .
مزایای این روش عبارتند از:

1- **روش محاسبه بسیار ساده**
2- **انعطاف پذیری در مقابل تغییر شرایط کوچکترین تغییر در ساختار سرمایه در هزینه بدهی یا در بدهی هر سهم بر بازده مورد انتظار کل تاءثیر خواهد داشت**

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

3- کسب نتایج منطقی در شرایط کسب سود و زمان

معایب این روش که باعث میشود از آن استفاده نکرد:

1-عدم توجه به ریسک واقعی طرح

2- خطاهای احتمالی

اندازه گیری ریسک و بازده پورتفولیو

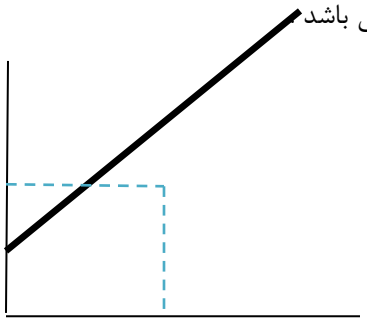
بازده پورتفولیو مجموع حاصلضرب تک تک سهام در درصد سرمایه گذاری در آن سهم بدست می آید.

ریسک پورتفوی با ضریب همبستگی سهام ارتباط مستقیمی دارد بطوریکه هر چه میزان همبستگی دوسهم کمتر باشد ریسک پورتفوی کاهش می یابد و بالعس

رابطه بین ریسک و بازده

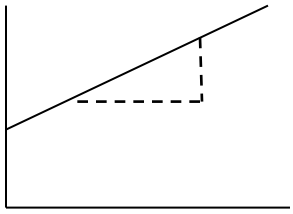
اصولا" پذیرش ریسک بیشتر توسط سرمایه گذاران با بازده مورد انتظار ریسک بیشتر همراه می باشد بدین معنا که آنها باپذیرش ریسک بیشتر خواستار بازده بیشتر از پورتفوی بازار نسبت به سرمایه گذاری های بدون ریسک می باشد

تفاوت میان بازده بازار و **نرخ بهره** اصطلاحا" صرف **ریسک بازار** ناحیه می شود



خط بازار اوراق بهاردار(SML)

خطی است که رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده مورد انتظار را در بازارهای مالی نشان می دهد .



در این خط بازده مورد انتظار سهام و ضریب بتا از اهمیت خاص برخوردار است

= شیب خط بازار اوراق بهادار

پنج فاکتور مهم در انتخاب پورتفوی

1- بازده مورد انتظار

سرمایه گذاران خواستار بازده مورد انتظار وریسک پایین می باشد. پورتفوی سهامی که به ازای میزان ریسک معینی بالاترین بازده مورد انتظار را داشته باشد پورتفوی کاراگویند.

2- میزان ریسک پذیری سرمایه گذاران

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

سرمایه گذاران محافظه کار قسمتی از سرمایه خود را در پورتفوی کارا وقسمتی دیگررا در دارایی هایی که بازده ای برابر با نرخ بازده بدون ریسک دارند سرمایه گذاری میکنند.

در حالی که سرمایه گذارانی که متهورانه عمل مینمایند تمام سرمایه گذاری خود را در پورتفوی کارا سرمایه گذاری نموده وحتی ممکن است به منظور سرمایهگذاری بیشتر اقدام به تامین مالی از منابع متناوب نماید.

3-شفاف بودن اطلاعات مالی وامکان دسترسی به اطلاعات

شفاف بودن اطلاعات مالی وامکان دسترسی کلیه سرمایه گذاران به این اطلاعات به طور یکسان در نحوه انتخاب پورتفوی کارا موثر می باشد.

به طوری که اگر سرمایه گذاران از لحاظ دسترسی به اطلاعات ومیزان پیش بینی بازده سهام در شرایط یکسان قرارداشته باشنداین امر منجر به انتخاب پورتفوی مشابه ونزدیک به هم توسط سرمایه گذاران خواهد شد.

4- تاکید بر ریسک پورتفوی سهام

هرگز نباید به ریسک به طور مجزا توجه نمودبلکه باید ریسک پورتفوی سهام مورد توجه قرار گیرد این ریسک به حساسیت تک تک سهام در مقابل تغییرات ارزش پورتفوی سهام بستگی دارد.

5- ضریب بتا

حساسیت یک سهم نسبت به تغییرات ارزش پورتفوی سهام در بازار از طریق محاسبه ضریب بتا تعیین می گردد.

به عبارت دیگر ضریب بتا نسبت تهایی حساسیت ریسک یک سهم در مقابل تغییرات ریسک پورتفوی سهام در بازار می باشد.

تئوری قیمت گذاری آربیتراژ(APT)

مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای به چگونگی انتخاب پورتفوی کارا توسط سرمایه گذاران می پردازد. در حالی که مدل قیمت گذاری آربیتراژ که توسط استفان راس ارائه شده به جای کارا بودن پورتفوی عوامل با اهمیت اقتصادی واطلاعات شرکت را مد نظر قرار می دهد.

این تئوری کارابودن پورتفوی را مورد سوال قرار نمی دهد بلکه عنوان می کند بازده هر سهم به تاثیرات گسترده اقتصادکلان ورویدادهایی که برای شرکت خاص واقع می شوند بستگی دارد.

عوامل اقتصادی مثل قیمت نفت – نرخ سهم وغیره

برخی از سهام نسبت به عوامل شخصی حساس تر از سایر سهام میباشد.

مثال: شرکت اکسون وکوکاکولا افزایش قیمت نفت شایت برای شرکت اکسون مورد اهمیت زیادی باشد و در تغییر نرخ سهام شرکت نقش زیادی داشته باشد ولی برای شرکت کوکا اهمیت چندانی ندارد.

تئوری قیمت گذاری آربیتراژ عنوان می نماید که حرف ریسک مورد انتظار یک سهم با حرف ریسک مورد انتظار مرتبط با هر عامل وحساسیت سهام نسبت به هر کدام از عوامل ارتباط دارد.

تئوری قیمت گذاری آربیتراژ دارای برخی جنبه های جزاب می باشد . برای مثال پورتفوی بازار که نقش اساسی در مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای ایفاد مینماید. در تئوری قیمت گذاری آربیتراژ جایگاهی ندارد . بنابراین دیگر نگران مشکلات اندازه گیری پورتفوی بازار نخواهیم بود مدل قیمت گذاری آربیتراژ را حتی اگر فقط اطلاعاتی برای یک نمونه سهم پر ریسک داشته باشیم می توانیم مورد آزمون قراردهیم.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

روش تعیین بازده مورد انتظار

فرایند تعیین بازده مورد انتظار مستلزم محاسبه درصد بازدهی است که ریسک پذیرفته شده توسط شرکت را جبران کند. اگر شرکت ریسک بالایی را در یک سرمایه گذاری بپذیرد باید بازده بالایی کسب کند. در اکثر اوقات سرمایه گذاری با ریسک کم بازده پایین تری را درپیش دارد.

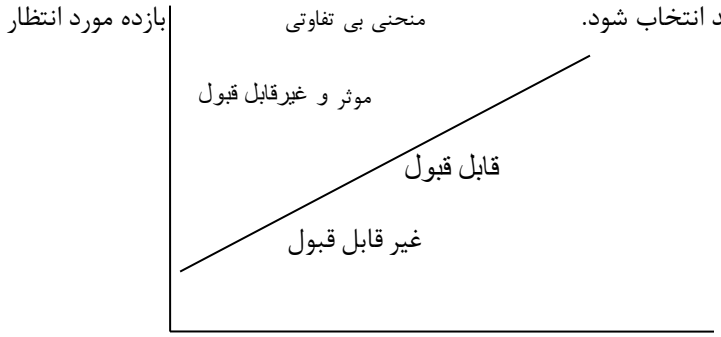
در روش دارایی سرمایه ای وجه تمایز بین منابع وجوه مختلف در نظر گرفته نمی شود..طرح هایی که بین ریسک وبازده آنها تعادل وجود دارد در مقایسه با ریسک وبازده بازار مطلوب هستند مورد پذیرش قرار می گیرند.

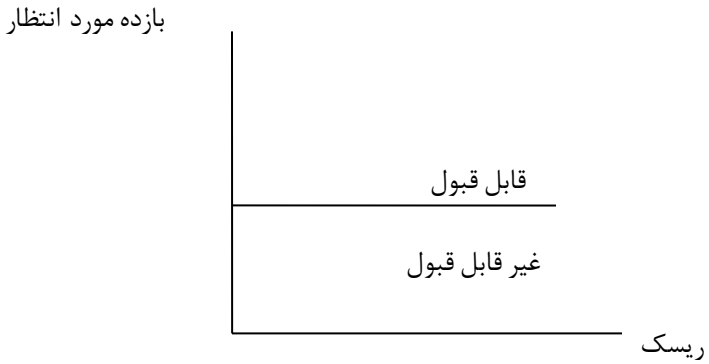
روش میانگین موزون

بر اساس تئوری دارایی سرمایه ای خط بازاری که نشان دهنده رابطه بین ریسک وبازده می باشد بسط داده شد بدین ترتیب شرکت باید سرمایه گذاری هایی را که دارای بازدهی در یک سطح معین ریسک هستند انتخاب کند.

روش میانگین موزون اگر چه به طور رسمی به کار گرفته شده است نباید جهت تعیین بازده مورد انتظار کلی مورد استفاده قرارگیرد.

پروژه هایی که سود کم وبا وام های بیش از حد کوتاه مدت دارند نباید انتخاب شود.





www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 13

مقدمه :

هر شرکتی در جریان کسب و کارش، سرمایه اش را از انواع واقسام منابع تامین می کند. مقداری از سرمایه راکارپردازان بستانکاران، ومالکین فراهم آورده اند، در حالیکه سایر سرمایه ها از در آمدهای محفوظ در کسب و کار ناشی می گردد. در این فصل، منابع سرمایه گذاری متوسط و کوتاه مدتی که بستانکاران آن را تامین نموده اند، بررسی خواهیم کرد. فصلهای بعدی. منابع سرمایه گذاری دیگری را در برخواهد گرفت.

چرخه عملیاتی :

به مدت زمانی که صرف خرید موجودی کالا، فروش آن و جمع آوری وجوه نقد حاصل از فروش می گردد، اطلاق می شود . شامل دو جزء مجزا می باشد:

1- دوره زمانی گردش موجودی : مدت زمانی است که طول می کشد تا موجودیها خریدرای شده و به فروش روند

2- دوره زمانی حسابهای دریافتنی: مدت زمانی است که صرف جمع آوری وجوه نقد حاصل از فروش می شود.

دوره زمانی حسابهای دریافتنی + دوره زمانی گردش موجودی = چرخه عملیاتی

چرخه نقدی :

نکته قابل تامل در چرخه عملیاتی یک شرکت این است که جریانات وجوه نقد شرکت و وقوع سایر رویداها به طور همزمان رخ نمی دهد. برای مثال اغلب در رابطه با خرید موجودی کالا، تا 30 روز پس از خرید پولی پرداخت نمی شود این فاصله زمانی 30 روزه ، اصطلاحاً دوره زمانی حسابهای پرداختنی نامیده می شود . از طرفی دیگر ؛ دریافت وجوه حاصل از فروش ممکن است به بیش از 30 روز(مثلاً 105 روز) طول بکشد . میزان وجوه مورد نیاز برای این 75 روز (105-30) چرخه نقدی شرکت نامیده می شود.

دوره زمانی حسابهای پرداختنی - چرخه عملیاتی = چرخه نقدی

مثال):اطلاعات زیر از صورتهای مالی یک شرکت بتا در دست می باشد: چرخه عملیاتی و چرخه نقدی را محاسبه نمایید.

شرح	ابتدای دوره	پایان دوره	میانگین طی سال
موجودی کالا	2000 دلار	3000 دلار	2500 دلار
حسابهای دریافتنی	1600 دلار	2000 دلار	1800 دلار
حسابهای پرداختنی	750 دلار	1000 دلار	875 دلار
فروش خالص	11500 هزار دلار	قیمت تمام شده کالای فروش رفته	8200 هزار دلار

1- چرخه عملیاتی

دفعات گردش موجودی کالا = قیمت تمام شده کالای فروش رفته / میانگین موجودی کالا = 8/200/000 / 2/500/000 = 3/28 (مرتبه در سال)

این نسبت نشان می دهد که ۳/۲۸ مرتبه در سال موجودی خریداری و به فروش رسیده است

دوره زمانی گردش موجودی کالا = 365 روز / دفعات گردش موجودی کالا = 365 / 3/ 28 = 111/3 (روز)

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

یعنی ، به طور متوسط تقریباً ۱۱۱ روز موجودیها (تاقبل از فروش آنها) نگهداری شده اند.با فرض اینکه تمام فروشهای شرکت نسیه باشند، گردش حسابهای دریافتنی به شرح زیر می باشد.

دفعات گردش حسابهای دریافتنی = فروش نسیه / متوسط حسابهای دریافتنی = 11/500/000 / 1/800/000 = 6/4 (مرتبه در سال)

دوره زمانی حسابهای دریافتنی = 365 روز / دفعات گردش حسابهای دریافتنی = 365 / 6/4 = 57 (روز)

یعنی ، به طور متوسط ۵۷ روز طول می کشد تا مشتریان بدهی خود را به شرکت پرداخت نمایند.

چرخه عملیاتی = دوره زمانی گردش موجودی کالا + دوره زمانی حسابهای دریافتنی

111 روز= + 57 روز = 168 روز

یعنی ، به طور متوسط بین زمان تحصیل موجودی کالا و فروش آن کالا و جمع آوری مطالبات حاصل از همان فروشها ، یک دوره زمانی ۱۶۸ روزه سپری می شود.

۲-چرخه نقدی:

دفعات گردش حسابهای دریافتنی = قیمت تمام شده کالای فروش رفته / متوسط حسابهای پرداختنی = 8/200/000 / 875/000 = 9/4 (مرتبه در سال)

دوره زمانی حسابهای پرداختنی = 365 روز / دفعات گردش حسابهای پرداختنی = 365 / 9/4 = 39 (روز)

یعنی ، به طور متوسط ۳۹ روز طول می کشد تا حسابهای پرداختنی تجاری توسط شرکت پرداخت گردد.

در نهایت ، چرخه نقدی از تفاوت بین چرخه عملیاتی و دوره زمانی حسابهای پرداختنی محاسبه می شود:

چرخه نقدی = چرخه عملیاتی – دوره زمانی حسابهای پرداختنی

168 روز= - 39 روز = 129 روز

یعنی ، به طور متوسط یک وقفه ۱۲۹ روزه بین زمان باز پرداخت مربوط به خرید موجودیها و زمان وصول وجوه حاصل از فروش آلفا ، وجود دارد . هر چه چرخه نقدی طولانی تر باشد. تامین مالی بیشتر ی مورد نیاز می باشد.

میزان سرمایه گذاری در داراییهای جاری:

در رابطه با تامین مالی کوتاه مدت، دو سیاست کاملاً متفاوت (که دو سر تامین مالی کوتاه مدت را تشکیل می دهند) وجود دارد

۱ – سیاست تامین مالی کوتاه مدت انعطاف پذیر

۲– سیاست تامین مالی کوتاه مدت محدود کننده

ویژگیهای سیاست تامین مالی کوتاه مدت انعطاف پذیر:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

۱- نگهداری میزان زیادی وجه نقد و اوراق بهادار قابل داد و ستد.
۲- سرمایه گذاری زیاد در موجودیها
۳- انجام فروشهای اعتباری زیاد که به افزایش سطح حسابهای دریافتنی منتهی می شود.

ویژگیهای سیاست تامین مالی کوتاه مدت محدود کننده دقیقاً عکس انعطاف پذیر می باشد.

۱- نگهداری میزان کمتری وجه نقد و اوراق بهادار قابل داد و ستد.
۲- سرمایه گذاری اندک در موجودیها
۳- جلو گیری از فروشهای اعتباری و متعاقباً به حداقل رساندن حسابهای دریافتنی

تعیین سطح منطقی سرمایه گذاری در داراییهای جاری مستلزم شناسایی و بررسی سیاستهای مالی متنوع و هزینه های مربوط به آنها می باشد به طور کلی هدف برقراری توازن میان سیاستهای محدود کننده در برابر سیاستهای انعطاف پذیر ، برای رسیدن به سطح بهینه سرمایه گذاری در داراییها ی جاری می باشد.

مدیریت داراییهای جاری عبارتست از تعادل میان هزینه های که با افزایش میزان سرمایه گذاری در داراییهای جاری افزایش می یابند، اصطلاحاً هزینه های نگهداری نامیده می شوند. هر چه میزان سرمایه گذاری در داراییهای جاری بیشتر باشد، هزینه های نگهداری افزایش خواهند یافت. هزینه های که با افزایش در میزان سرمایه گذاری کاهش می یابند، اصطلاحاً هزینه های فقدان موجودی نامیده می شوند.

سیاست تامین مالی انعطاف پذیر هنگامی که هزینه های نگهداری نسبت به هزینه های فقدان موجودی اندک می باشند، مناسب ترین شیوه تامین مالی کوتاه مدت می باشد. در مقابل با اتخاذ سیاستهای تامین مالی محدود کننده هزینه های نگهداری نسبت به هزینه های فقدان موجودی بسیار زیاد می باشند که به نگهداری سطح کمتری از داراییهای جاری منجر خواهد شد. سیاست تامین مالی محدود کننده هنگامی که هزینه های نگهداری نسبت به هزینه های فقدان موجودی بالا می باشند، مناسب ترین شیوه تامین مالی کوتاه مدت می باشد.

تامین مالی کوتاه مدت:

معمولاً قسمت عمده سرمایه هر شرکتی از طریق منابع کوتاه مدت حاصل گردیده است، یعنی، از منابعی که در یک سال یا کمتر مستلزم باز پرداخت می باشد. چند ویژگی عمده سرمایه گذاری کوتاه مدت عبارتند از:

۱- هزینهٔ تامین مالی:

تامین مالی کوتاه مدت می تواند هم بیشترین و هم کمترین هزینهٔ تامین مالی رادر ساختار تامین مالی شرکت تامین نماید. برخی از انواع تامین مالی کوتاه مدت پر هزینه تر از تامین مالی میان مدت یا بلند مدت هستند. از سوی دیگر برخی از منابع کوتاه مدت بدون هیچ هزینه ای سرمایه شرکت را تا مین می کنند.

منابع پرداختنی (بستانکاران) وتعهدی (تعهدات معوق با شرایط خاص) از این مقوله اند.

۲- قابلیت تمدید بدهیهای کوتاه مدت:

این عمل زمانی رخ می دهد که بدهی های کوتاه مدت پیوسته و به طور مکرر سرمایه لازم را مرحله به مرحله تامین کرده اند. اگر چه تامین مالی کوتاه مدت را باید طبق تعریف، در کمتر از یک سال برگردانند، ولی برخی از منابع تامین مالی هستند که به طورپیوسته و مکرر در گردش هستند. برای مثال، این سرمایه ها را منابع پرداختی تامین می نمایند که ممکن است نسبتاً ثابت باقی بماند، چون همچنان که تعدادی از صورت حسابها راپرداخت می کنند، صورت حسابهای دیگری را بوجود می آورند.

۳- تسویه بدهیهای کوتاه مدت:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

این عمل زمانی رخ می دهد که بانکهای تجاری یا سایر قرض دهندگان نیاز دارندکه شرکت بدهی کوتاه مدتش را تمام و کمال بپردازد. درست همان طور که تعدادی از منابع را گردش نموده اند و برخی را باید در یک مرحله در سال، تاسقف صفر(۰) کاهش دهند یا تسویه کنند. این عمل اغلب در خواستی از بستانکاری بانک می باشد جایی که عمل تصویه حساب سند و مدرکی را ارائه می کنند که از تامین مالی کوتاه مدت استفاده کرده است تا فقط به نیازهای کوتاه مدت و گردشی (چرخشی) بپردازد.

4-انعطاف پذیری:

اکثر شرکتها در طول یک دوره فعالیت (معمولاً یکساله) برای رفع نیازهای متنوع و گسترده خود نیاز به وجوه نقد دارند.برای خرید مواد اولیه و سایر اقلام طی یک دوره تولید،و زمانی که موجودیها به فروش برسند وجوه کسب شده در اختیار شرکت قرار می گیرد. تا وجوه در اختیار را با نیازهای سالانه، فصلی یا سایر دوره های زمانی تطبیق دهد.

5-کسب وجوه نقد اضافی:

زمانی که شرکت قادر به انتشار اوراق بهادار نباشد یا ظرفیت استقراض او نزد وام دهندگان بلند مدت و میان مدت اندک باشد، منابع کوتاه مدت ممکن است تنها ابزاری برای کسب وجوه نقد اضافی به منظور تامین مالی موجودیها از طریق حسابهای دریافتنی در طی دوره مالی باشد.

منابع تامین مالی بدون بهره:

دو منبع مهم و عمدهٔ تامین مالی کوتاه مدت به طور خود به خود از فعالیتهای روزانهٔ شرکت ناشی می گردد و هیچ گونه هزینهٔ منفعتی مرتبط به آنها ندارد. اینهاحسابهای پرداختنی وتعهدی هستند.

حسابهای پرداختنی:

این حسابها را زمانی بوجود می آورند که شرکت مواد خام ،ملزومات ویاکالاها را برای باز فروش بر حسب اعتباربدون امضاء رسید رسمی به واسطه بدهی خریداری می کند. برای اکثر شرکتها، این خرید ها در مورد حساب تصفیه نشده بزرگترین منبع واحد از تامین مالی کوتاه مدت می باشند. حسابهای پرداختنی نشان دهنده نوعی تامین مالی بدون وثیقه می باشند. چون هیچ موجودی (دارایی)معینی را به عنوان وثیقه به جای بدهی گرو نمی گذارند.

اگر چه هیچ رسید رسمی را امضاء نکرده اند، اما یک حساب پرداختنی تعهدی اجباری(الزام آور)وقانونی شرکت می باشد. خریدار با پذیرش کالا، موافقت می کند که مبلغ صورت حساب (سیاهه)کار پرداز(متصدی ملزومات)را بر حسب شرایط دادوستدی که کارپرداز آن رامقرر کرده، بپردازد. این تعهدچنان اجباری می باشدکه گویی سندی را امضاء کرده اند. تنهامزیت یک رسیددر موردی خواهد بود که خریدار دریافت کالا را انکار کرده باشد. وجود یک رسید ضرورت اثبات تحویل کالا را نادیده می گیرد.اکثر معاملات کاری را به صورت حساب تصفیه نشده(باز) طرح کرده اند،اما گاهی اوقات رسیدها را احتیاج دارند در صورتی که فروشنده ای، خریدار را نشناسد ویا اگر شخصیت (خلق وخوی) خریدار مشکوک باشد. فروشها را در حساب تصفیه نشده (باز)با شرایط بستانکاری به زحمت ایجاد کردند؛ در صورت وجودکاهش نقدینگی ؛ومدت کاهش نقدینگی، توام می کنند.

تعهدات معوق (منابع تعهدی): این منابع بدهی ها کوتاه مدتی هستند زمانی ناشی می گردند که خدمات را دریافت کرده اند اما هنوز پرداخت پول صورت نگرفته است.

دو منبع تعهدی عمده واصلی، دستمزدهاومالیاتهای قابل پرداخت می باشند. کارمندان برای مدت یک هفته، دو هفته ویا حتی یک ماه قبل از دریافت فیش حقوقی کار می کنند .حقوقها یا دستمزدها، به اضافه مالیاتهایی که شرکت همراه حقوق آنها می پردازد، نوعی تامین مالی کوتاه مدت بدون وثیقه را از طرف شرکت عرضه می کند.دولت قوانین سخت ودقیقی رادر موردپرداخت مالیاتهای

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

اجتماعی و مالیات بر درآمد مقرر داشته است، برای اینکه به سهولت نمی تواند جمع آوری مالیاتها را انجام دهد. با وجود این، ممکن است تکرر روزهای پرداخت حقوق با افزایش یا کاهش مبلغ (مقدار) تامین مالی از طریق افزایش حقوقها تغییر کند.

منابع تامین مالی با بهره و بدون وثیقه(تضمین نشده):

یک شرکت پر سود ومنفعت واستوار (ثابت) می تواند از منابع کوتاه مدت به نسبت سود رقابت آمیز، وجوهی را قرض بگیرد. این بخش تعدادی از منابع بی وثیقه، وامهای بهره داررا در بر می گیرد.

وامهای بانکی خود پرداز(متکی به حاصل خود):

اکثر وامهای متعارفی بانک تجاری برای یک شرکت، وام کوتاه مدت بی وثیقه می باشد. خود پردازی بدین معناست که بانک، سرمایه ای (وجوهی)را برای حداکثرشغل (دادوستد) چرخشی یا فصلی تا مین کرده است واین وجه را برای سرمایه گذاری کاری استفاده خواهد کرد که برای پرداخت تمام کمال این وام نقدینگی (پول نقد) را ایجاد خواهد کرد.

مثالی از وام خود پردازی، پولی است که قرض گرفته اند تا سرمایه لازم را برای صورت موجودی هادرست قبل از حداکثر زمان فروشهای فصلی تامین کند.این موجودیها که وام بانک دارد سرمایه لازمش را تامین می نماید. نخست به صورت پول نقد تبدیل خواهند کرد که برای پرداخت تمام کمال این وام از آن استفاده خواهند کرد. معمولاً وامهای کوتاه مدت بانک را با سود پایه (بهره اولیه) برابر می کنندکه آن را به عنوان تراز گزارشی بهره تعریف کرده اند که در وامهای مربوط به کسب و کار مطالبه کرده اند. این سود پایه با عرضه وتقاضا برای سرمایه های کوتاه مدت تغییرمی کند این بهره اولیه به اضافه قسط میباشد ومرتبه ای را منعکس می کند که یک وام گیرنده بهره برداری یا احتمال زیان مالی بیشتری نسبت به ثروتمند ترین مشتریان بانک دارد. معمولاّ این سود از صفر تا دو یا سه درصد افزایش می یابد. معمولا دارایی شرکتهایی که در معرض خطر بیشتری می باشد برای تامین مالی کوتاه مدت بی وثیقه بانک صلاحیت دار نمی باشد.

معمولاً سه نوع از وامهای کوتاه مدت بی وثیقه بانک وجود دارد. نخست رسید پرداخت شخصی می باشد: یک بانک تجاری به مشتری پولدار کاسب بازپرداخت یک جایی را همراه سود در پرداخت انفرادی و در وعده معینی معمولاً ۳۰ تا ۹۰ روز وام خواهد داد. یک قبض، سند رسمی می باشد که آن را امضاء کرده اند و دال براین بدهی می باشد.

نوع دوم از وام گیری بی وثیقه بانک، حد اعتباری است که توافقی بین یک بانک تجاری و یک شرکت می باشد به موجب آن بانک توافق می کند در صورتی که سرمایه اش در دسترس و موجود باشد طبق تقاضا به اندازهٔ مبلغ قرار دادی تامین مالی کوتاه مدت بی وثیقه از آن استفاده نماید. معمولاً یک حد اعتباری را برای مدت یک سال برقرار کرده اند و میزان بهره را به عنوان سود اولیه به اضافه مقدار درصد ثابت بیان نموده اند. بانکها تمایل دارند حد اعتباری رابسط و گسترش دهند تا به بازرسی مجدد آبرو و اعتبار مشتری که هر بار وام کوچکی را درخواست می کند، نیازی نباشد.

نوع سوم، توافق مدور (متغییر) اعتباری است، که در معنا حد اعتباری تضمینی می باشد یعنی، بانک تضمین می کند که شرکت می تواند تا حد معینی بدون توجه به درجه فشردگی (کم حجمی) پول وام بگیرد. اگر قرار داد (توافق) متغییر اعتباری را برای بیشتر از یکسال چنانکه عمومی و همگانی باشد، مقررکنند، آن یک منبع متوسط از تامین مالی را نسبت به منبع کوتاه مدت ارائه می کند.

سایر ویژگیهای تامین مالی کوتاه مدت بانکی :

اغلب شماری از مشخصات را در توافق ها برای تامین مالی کوتاه مدت بی وثیقه بانک مشخص کرده اند. این بخش برخی از این مشخصات را در بر دارد.

۱- حد اکثر مبلغ استقراض: بانکهای تجاری به دقت بر حد اعتباری نظارت می کنند و حد اکثر میزان معوق وام را مجاز کرده اند . در اصطلاح ممکن است بیشتر از این حداکثر مقدار را در یکسری از وام گیریها قرض بگیرند به شرطی که بدهی های معوق از این حداکثر مقداری که بانک آن را منظور میکند،تجاوز نکند .

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

تسویه حساب سالانه:وامهای کوتاه مدت بانک را معمولا" قرار داده اند تا به شرکت به هنگام مواجه با نیازهای گردشی یا فصلی کمک کنند . شرکت باید برای نیازهای طولانی مدتش ،منابع تامین مالی متوسط یا طولانی مدت را به منظور کاهش احتمال خطر مشکلات واریز حساب (تسویه حساب) بسط وگسترش دهد.

شرایط محدود کننده:معمولا" حد اعتباری یا وام بانکی کوتاه مدت قیدوشرطها یا محدودیتهای معینی را به عنوان بخشی از قرارداد در بر می گیرد

مانده جبرانی:این موازنه قید وشرطی برای حفظ بهرهٔ مقرر معمولاً ۵ تا ۲۰ درصد ،از میزان وام معوق در یک حساب جاری در بانک وام دهنده ،می باشد.

این عمل وام گیرنده را وادار می کند تا مشتری بانک باشد وهمچنین بهاء واقعی وام را برای مشتری افزایش می دهد.

سند پرداخت یک مرحله ای (پرداخت در سررسید):

رسیدپرداخت زمانی بوجود می آید که وامی را با بهره در زمان وموعد پرداخت معین اغلب ظرف مدت ۳۰ تا ۹۰ روز برگردانند.یک رسید سندی رسمی می باشد که وام گیرنده به عنوان مدرک وجودبدهی امضاء کرده است .در صورتی که وام را یک بانک ایجاد کرده باشد.حق الزحمه وتوان غرامتی را ممکن است درخواست کند..حق الزحمه ،هزینه ای برای تصویب وام می باشد معمولاً این هزینه را زمانی می پردازند که وام را پذیرفته اند واز نصف (یک دوم) تا کل درصد میزان وام را در بر گرفته اند.

مقدار پرداختی دررسید پرداخت شخصی مجموع اصل پول به اضافه بهره ای که به اصل پول تعلق می گیرد،خواهد بود. آن را می توان به صورت فرمول زیرمحاسبه کرد.

$Fv= pv\times (1+ INT)^n$

FV: ارزش آتی یا مبلغ بدهی در سررسید — **PV**: ارزش فعلی یا مبلغ وام

INT: نرخ بهره سالانه — **N** : تعداد دوره های پرداخت بهره

مثال: یک شرکت مبلغ ۱۰۰/۰۰۰ دلار با نرخ بهره ۱۲ درصد برای ۹۰ روز قرض گرفته است، مبلغ بدهی در سررسید چقدر است.

پاسخ: ۱۰۳/۰۰۰ دلار. نرخ بهره عبارتست از $\frac{۹۰}{۳۶۰} \times ۱۲$ یا ۳ درصد که FVبه شرح زیر محاسبه می شود:

۱۰۰/۰۰۰×(۱+۰/۰۳) = ۱۰۳/۰۰۰ دلار

PV INT FV

فرض محاسبه بهره :

هنگام تعیین مقدار بدهی در قبض پرداخت انفرادی ،فرض محاسبه بهره،جزء اصلی(عنصر استفاده آمیزی) برای محاسبه می باشد.سه فرضیه برای یک وام کوتاه مدت امکان پذیر می باشد .از جدول شماره ۲ وبرنامه کامپیوتری شکل برای شرح این فرضیات استفاده خواهیم کرد که عبارتند از:

۱-محاسبه بهره سالانه : اگر محاسبه بهره به صورت سالیانه برای یک وام مورد انتظار باشد، دوره مورد نظر به عنوان کسری از یک سال محاسبه و از نرخ بهره سالیانه استفاده می شود..

$FV = 100/000\ (1/12)\ 0/25$

۲ـ محاسبه بهره دوره ای: اگر محاسبه بهره وام بر مبنای دوره ای انجام شود ، دوره وام به عنوان یک دوره در محاسبات در نظر گرفته می شود و از نرخ بهره دوره ای استفاده می شود.

(روزهای وام برتعداد روزهای یکسال تقسیم شود، یعنی $\frac{90}{360} \times ۱۲$ معادل نرخ بهره)

بنابراین مبلغ پرداخت بدهی در سررسید معادل ۱۰۳/۰۰۰ دلار می شود. $FV = ۱۰۰/۰۰۰\times(۱ + ۰/۰۳)۱$

۳ـ محاسبه بهره روزانه(روز شمار) :اگر محاسبه بهره روزانه در نظر گرفته شود تعداد دوره ها معادل تعداد روزهای وام است و از نرخ بهره روزانه استفاده می شود.

از حل این فرمول ارزش آتی معادل 1 03/045 دلار می شود. $FV = ۱۰۰/۰۰۰\times(۱ + ۰/۰۳)۱$

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

بهره موثر سند پرداخت یک مرحله ای:

همانطوری که می توان ارزش یک سند پرداخت یک مرحله ای را در سررسید محاسبه نمود، هزینه موثر این سند نیز قابل محاسبه است . فرمول محاسبه نرخ بهره موثر به شرح ذیل است.

$$\text{نرخ بهره موثر (هزینه بهره موثر)} = \left\{ \left(\frac{FV}{PV} \right) - 1 \right\} \times N \text{ (تعداد دوره ها در سال)}$$

این فرمول ، نرخ یا هزینه موثر دوره ای وام را محاسبه می کند و سپس این عدد در تعداد دوره های یکسال ضرب می شود تا نرخ بهره سالیانه به دست آید. در مثال قبل ، هزینه موثر براساس هر ۳ روش دوره ای ، سالیانه و روزانه ، ۱۲ درصد می شود.

سالانه :

$$EFF.COST = \left\{ \left(\frac{۱۰۲۸۷٤}{۱۰۰/۰۰۰} \right)^{۱/۰/۲۵} - ۱ \right\} \times ۱ = ۰/۱۲$$

یا به عبارتی دیگر:

$$N = \frac{۹۰}{۳٦۰}$$

ارزش فعلی ۱۰۰/۰۰۰ = PV

ارزش آتی ۱۰۲/۸۷٤ = FV

جدول شماره ۲: راههای محاسبه مبلغ بدهی سند پرداخت یک مرحله ای (در محیط اکسل)

ردیف	شرح	C	D	E	F	G
٦		مبلغ	روز	روزهای سال		
۷	اطلاعات وام	۱۰۰/۰۰۰	۹۰	۳٦۰		
۱۲	محاسبه بهره روزانه	نرخ سالیانه ۰/۱۲	دوره ها	نرخ	مبلغ وام	مبلغ بدهی
۱۳	اطلاعات		۹۰	۰/۰۰۰۳	۱۰۰/۰۰۰	
۱٤	جواب					۱۰۳/۰٤۵
۱٦	محاسبه بهره دوره ای	۰/۱۲				
۱۷	اطلاعات		۱	۰/۰۳	۱۰۰/۰۰۰	
۱۸	جواب					۱۰۳/۰۰۰
۲۰	محاسبه بهره سالانه	۰/۱۲				
۲۱	اطلاعات		۰/۲۵	۰/۱۲	۱۰۰/۰۰۰	
۲۲	جواب					۱۰۲/۸۷٤

فرمولها:

$$FV = PV \times (1 \times INT)^N$$

در سلول G14: $+F13 \times (1+E13)^{D13}$

در سلول G18: $+F17 \times (1+E17)^{D17}$

در سلول G22: $+F21 \times (1+E21)^{D21}$

نرخ بهره I =12

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

دوره ای :

$$\text{EFF.COST} = \left\{ \frac{(۱۰۳/۰۰۰)^{۱/۱}}{۱۰۰/۰۰۰} - ۱ \right\} \times \frac{۳۶۰}{۹۰} = ۰/۱۲$$

یا به عبارتی دیگر:

N = 1

PV =100/000

FV =103/000

I =3

عدد 3 نشان دهنده بهره فصلی است، هنگامی که در تعداد دوره های یکسال ضرب شود نرخ بهره براساس محاسبات زیر، 12 درصد خواهد شد.

$$\frac{3\times 360}{90} = 12 \text{ یا } 3\times 4 = 12$$

روزانه :

$$\text{EFF.COST} = \left\{ \frac{(۱۰۳/۰۴۵)^{۱/۹۰}}{۱۰۰/۰۰۰} - ۱ \right\} \times ۳۶۰ = ۰/۱۲$$

یا به عبارتی دیگر:

N = 90

PV =100/000 ارزش فعلی

FV =103/045 ارزش آتی

I = 0/033333 نرخ بهره

عدد 0/033333 ارائه کننده نرخ بهره روزانه است . هنگامی که در 360 روز ضرب شود نرخ بهره سالیانه معادل همان 12 درصد خواهد شد. محاسبه آن بصورت زیر است:

$$0/033333 \times 360 = 12$$

جدول 3 ، نشان دهنده هزینه موثر یک وام 60 روزه برمنای 3 روش متفاوت محاسبه بهره است. در این مثال مبلغ بدهی در سررسید ، رقم ثابت 101/000 در نظر گرفته می شود و به همین دلیل، نرخهای بهره متفاوت حاصل می شود.

هزینه موثر یک وام 60 روزه 100/000 دلاری به مبلغ بدهی در سررسید معادل 101/000 دلار با روش محاسبه بهره سالیانه معادل 6/15 درصد و با روش محاسبه بهره دوره ای 6 درصد و با روش محاسبه بهره روزانه 5/97 درصد می شود.

$$\text{هزینه موثر روزانه} = \left\{ \frac{(۱۰۱/۰۰۰)^{۱/۶۰}}{۱۰۰/۰۰۰} - ۱ \right\} \times ۳۶۰ = ۰/۰۵۹۷$$

$$\text{هزینه موثر دوره ای} = \left\{ \frac{(۱۰۱/۰۰۰)^{۱/۱}}{۱۰۰/۰۰۰} - ۱ \right\} \times \frac{۳۶۰}{۶۰} = ۰/۰۶۰۰$$

$$\text{هزینه موثر سالیانه} = \left\{ \frac{(۱۰۱/۰۰۰)^{۱/۰/۱۶۶۷}}{۱۰۰/۰۰۰} - ۱ \right\} \times ۱ = ۰/۰۶۱۵$$

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

جدول 3 : محاسبه بهره موثر پرداخت یک مرحله ای

ردیف	شرح	C	D	E	F	G
۷۰		مبلغ ۱۰۰/۰۰۰	روز ٦۰	روزهای سال ۳٦۰		مبلغ سررسیدروزها 101/000
۷۵	محاسبه بهره روزانه	هزینه موثر	دوره ها	نرخ	مبلغ وام مبلغ	مبلغ بدهی
۷٦	اطلاعات		60		10/000	101/000
۷۷	جواب	0/0597				
۷۹	محاسبه بهره دوره ای					
۸۰	اطلاعات		1		100/000	101/000
۸۱	جواب	0/0600				
۸۳	محاسبه بهره سالانه					
۸٤	اطلاعات		0/1667		100/000	101/000
۸۵	جواب	0/0615				

فرمولها :

عامل محاسباتی × $\{(FV)_{1/N}-1\}$ = نرخ یا RATE =((FV/PV)*(1/n))-1)compounding factor

در سلول C77: E70 × $\{(G76)_{1/D76}-1\}$ _____

F76

در سلول C81: E70 × $\{(G80)_{1/D80}-1\}$ _____

D70 F80

در سلول C85: $\{(G84)_{1/D84}-1\}$ _____

F84

ارزیابی تصمیمات مالی (سرمایه گذاری):

به عنوان یک مثال، وام جدول ۳ را با شرط میزان غرامت ۱۰ درصدی در نظرمی گیرند .وام گیرنده می تواند فقط ۹۰۰۰۰ دلار استفاده کند اما هنوز هم باید بهرهٔ ۱۰۰۰ دلاری را بپردازد.ارقام به عبارت زیرند:

۹۰۰۰ دلار مبلغ دریافتنی

٦۰ تعداد روز های وام

۹۱۰۰۰ دلار مقدار بدهی در سر رسید

به وسیله ترکیب سالیانه ،این نرخ ،٦/۸۵درصد می باشد.

تاثیر کارمزد پرداختی در زمان دریافت وام:

بیشتر قراردادهای (توافق های) وام دهی خواستار این هستند که وام گیرنده موقع دریافت وام حق الزحمه ای را بپردازد.در این حالت،این حق الزحمه را مقدار مبلغ موجود می کاهد اما مبلغ کل را باید در موعد پرداخت برگرداند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

این عمل ،هزینه واقعی را افزایش می دهد برای توضیح آن با اطلاعات جدول شماره ۳ تأثیر حق الزحمه یک درصدی قابل پرداخت پیشاپیش را در نظر بگیرید،غیر از میزان غرامت ،ارقام عبارتند از :

۹۹۰۰۰ دلار	مقدار (مبلغ)
60	روزهای وام
۱۰۱۰۰۰	دلار مقدار بدهی در سر رسید

به همراه ترکیب سالیانه این میزان ۱۲/۷۵ درصد می شود.پرش زیاد از ٦/۱۵ درصدی پایه (اصلی) تأثیر حق الزحمه یک درصدی را برای وام شصت روزه ای منعکس می کند.

منابع تامین مالی کوتاه مدت غیربانکی بدون وثیقه:

معمولاً سه منبع غیر بانکی از سرمایه گذاری کوتاه مدت استفاده می گردد،البته این منابع در دسترس همه شرکتهای تجاری نیستند. ذیلاً این موارد بیان می شوند:

۱ـ اوراق تجاری (اسناد تجاری):

این اوراق شامل قبضهای عندالمطالبه به همراه سر رسید های چند روزه تا ۲۷۰ روز می باشند .معمولاً اوراق تجاری را به صورت چند برابر ۱۰۰۰۰۰ دلار یا بیشتر منتشر کرده اند وفقط شرکتهای بزرگ مشهور می توانند از آن استفاده کند زیرا آنها بدهی های بی وثیقه شرکت هستند.شرکتهای دیگری که جویای وثیقه های قابل فروش هستند تا موقتاً درآمدی را برای سرمایهٔ بیکار افتاده فراهم نمایند این اوراق تجاری را خریداری کرده اند.

مردم ،بانک های تجاری ،شرکتها بیمه،صندوقهای حقوق بازنشستگی وسایر نهادها نیز اوراق تجاری را خریداری می کنند.

۲ـ وامهای خاص (شخصی خصوصی):

یک وام کوتاه مدت بی وثیقه را ممکن است از سهامداری ثروتمند، کار پردازی متخصص ویا سایر گروههای علاقمند به کمک ودستیاری شرکت در تمام مدت گرفتاری کوتاه مدت، فراهم نمایند.

این نوع توافق معمولاً زمانی واقع می گردد که مسئله تسویه حساب، عملکرد شرکت ویک سهامدار،بستانکار ویا متصدی ملزوماتی (کارپردازی)، که احساس می کند سهم کنونی اش در شرکت در معرض خطر می باشد، به مخاطره اندازد.

۳ـ پیش دریافت از مشتریان:

: مشتریان ممکن است قبل از در یافت کالا پولی را برای تمام یا بخشی از خریدهای آتی بپردازند .این نوع از سرمایه گذاری بی وثیقه، سرمایه لازم برای خرید مواد خام وتولید کالای نهایی فراهم می کند (تأمین می کند) معمولاً این نوع سرمایه گذاری قرارداد خاصی برای اقلام گران قیمت ومشتری پسندی می باشد که منبع مالی شرکت سازنده (تولید کننده) را تحت فشار می گذارد.

منابع تامین مالی کوتاه مدت با وثیقه(تضمین شده):

وام تضمینی زمانی واقع می گردد که وام گیرنده دارایی معنی به نام وثیقه را گرومی گذارد تا وام را بر گرداند .این وثیقه ممکن است اوراق بهادرا(تضمینی) ، مطالبات (قابل وصول)ویا دارایی فیزیکی(مادی) باشد.وام دهنده مدعی وثیقه می باشد بواسطهٔ امضاء قراردادی که ممکن است در بایگانی دفتر خانه دولتی ومعمولاًکارگزاری استان یا کشور گذاشته است.

این قرارداد تضمینی شرایط وام دارای که به عنوان وثیقه گرو گذاشتند وشروط مؤثر در حفظ این وثیقه را در بر می گیرند با بایگانی قرارداد تضمینی وام گیرنده به طور قانونی ادعای اولیه وام دهنده را در مورد دارایی در صورت کوتاهی در پرداخت بدهی ثابت کرده است.این بایگانی همچنین وام دهندگان بعدی را متوجه این مطلب می سازد که دارایی های معینی در دسترسی نیستند تا وامهای اضافه رابرگرداند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

معمولاً سه نوع از بهره های تضمینی (وثیقه دار) را در تامین مالی کوتاه مدت تضمینی استفاده می کنند.این سه نوع عبارتند از:قبض رسید انبار،قبض رسید امانت،و وامهای وثیقه شناور(حق تصرف وامهای متغیر) تا هنگامی که بدهی وابسته به آن پرداخت شود.هر کدام را به ترتیب مطرح کرده ایم.

۱-وام رسید انبار قابل معامله :وام رسید انبار شکلی از تامین مالی کوتاه مدت است که ممکن است که مسولیت کنترل موجودیهای شرکت توسط وام دهنده تضمین می شود.

این وام دهنده ممکن است بانکی تجاری یا شرکت دارایی باشد،و دارایی که به عنوان وثیقه برای وام قابل قبول است بر می گزیند.(انتخاب می کند)بنابراین یک شرکت انباردار دارایی مادی صورت حساب رابه یکی از دو روش زیر اتخاذ می کند.

۱ - محل انبار(انبار موقتی):

به موجب این قرارداد ،شرکت انباردار یک انبار موقت را در عمارت(خانه)وام گیرنده را بر می کند(اجناس) کالای گروهی را از سایر مو جودیها جدا کرده و در یک قبض رسید انبار حساب کرده و صورت گرفته اند ، و در تصرف یک نگهبان یا انباردار ی که اجازه ترخیص کالا را بدون اجازه وام دهنده ندارد قرار داده اند.

این قبض رسید انبار که کالا را همراه ارزش تخمینی برای هر کدام از اقلام جزبه جز در آن نوشته اند در واقع عیار کالا می شود وام دهنده با تصرف قبض رسید انبار نظارت کامل بر صورت مو جودی دارد و مدعی اولیه مالکیت بیش ازسایر بستانکاران در صورت کوتاهی پرداخت بدهی یا ورشکستگی می باشد .

۲-انبار نهایی (مر کزی) :

به موجب این قرارداد از انباری مرکزی نزدیک وام گیرنده برای ذخیره مو جودی استفاده می کنند زمانی واقع می گردد که کالا ها به سهولت و به طور ارزان قابل حمل و نقل هستند این کالا ها را در موقع ورود به انبار کنترل می کنند و یک قبض رسید انبار صادر می کنند از سوی دیگر انبار عمومی کالاها را تحت حفاظت ۲٤ ساعته قرا می دهد و فقط وام دهنده می تواند اجازه ترخیص مو جودی را دهد معمولا وامهای پرداختی انبار پر هزینه تر از تامین مالی کوتاه مدت بی وثیقه هستند .علاو ه بر هزینه های تامین مالی وام گیرنده باید هزینه های انبارداری و حق بیمه کالا را باید پرداخت کنند برای وامهای پرداختی انبار غیر عادی نیست که ۳تا۷ در صد بیشتر از بهره اولیه نر خی که معمولا در راس وامهای بی وثیقه بانک تجاری است باشد.

۲-وام با سررسید امانی (وام دریافتی ودیعه):

یک وام با سررسی امانی به وسیله وثیقه ای که تحت کنترال یا مالکیت فیزیکی وام گیرنده باقی می ماند، تضمین می شود. معمولاً این وثیقه گذاری به وسیله گرو گذاشتن داراییهایی همانند مطالبات انجام می شود.

این وام مستلزم داشتن میزان قابل توجهی اطمینان از صداقت و درستکاری وام گیرنده است.به محض فروش یا وصول دریافتی ها مبلغ مذکور باید برای وام دهنده ارسال شود. اگر صورت نگرید وام با وثیقه تقلبی تضمین شده و معوق خواهد ماند.

۳-وام با وثیقه شناور(حق تصرف وام متغییر) :

حق رهن(تصرف) ادعایی از سوی وام دهنده در مورد دارایی وام گیرنده به عنوان ضامن یا وثیقه در قبال یا بدهی یا تعهد می باشد حق وام با وثیقه شناور(تصرف وام متغیر) را گروهی از دارایی هایی که به طور صریح به وسیلهٔ اقلام شخصی مشخص نشده اند تضمین کرده اند برای مثال وامی که ثبت املاک و مستغلات در دفاتر اسناد رسمی معتبر تضمین می شود یک وام با وثیقه شناور محسوب می شود.

برای مثال بانکی ممکن است ۸۰٪بهای خودرویی را وام دهد ، اما فقط آن را معادل ٤۰ درصد ارزش در دفاتر رسمی ثبت می کند. هنگامی که وام به تعویق افتاد اتومبیل مذکور سریعاً با درصدی بالاتر نسبت بعه ارزش ثبتی آن به فروش میرسد. این موضوع که تعداد بسیار زیادی مورد ثبتی با کسر ارزش به فروش برسند، بسیار پرهزینه است.

مؤسسات مالی(سرمایه دار):

منابع اولیهٔ تامین مالی کوتاه مدت وثیقه دار بانکها و مؤسسات مالی شامل شرکتهای بیمه ادارات مالی و کمک هزینه های مالی از شرکتهای بزرگ می باشند معمولاَ این سازمانها به واسطهٔ صرفه جویی حجم واندازه این توانایی و صلاحیت را دارند که گروهی از

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

متخصصان را منصوب کنند که مردم وشرکتها را در خدمات صنعتی بشناسند و بتوانند در خواست نامه های وام را تجزیه و تحلیل کنند و برای هر کدام میزان احتمال خطر را مشخص نمایند و بتوانند وام ها را زمانی که می پردازند زیر نظر داشته باشند علی رغم تخصص در صنعت یا نوع وام برای مؤسسات مالی غیر عادی نیست که جسورانه برای کسب و کار رقابت کنند این اغلب شرکتی را مجاز می کند تا به واسطهٔ سرمایه گذاری که نیاز هایی ویژه اش را به بهترین نحو برآورده سازد از اطراف خرید کند.

تامین مالی از طریق وثیقه گذاشتن مطالبات :

عموماً دو تا از فنون تامین مالی کوتاه مدت وثیقه دار را در صورت حسابهای قابل وصولی نظیر وثیقه بکار می برند

اولین نوع گرو گذاری مطالبات(برات) در یافت کردنی را در بر می گیرد. یک حواله واگذاری یک ادعا یا حق در یک دارایی از یک گروه به گروه دیگر می باشد یک شرکت با گرو گذاری یا واگذاری صورت حسابی (براتی) قابل وصول از حقوق خود نسبت به دریافت نقدینگی موجود در آن حساب صرف نظر می کند.معمولاً چون براتهای دریافت کردنی کاملاً نقد شدنی هستند آنها همانند وثیقه در بانکهای تجاری یا شرکتهای مالی جالب توجه و جاذب هستند.

دومین نوع فَن برای استقراض (وام گیری) در قبال مطالبات (برات)دریافت کردنی عاملیت یا حق العمل کاری (نمایندگی)را در بر می گیرد نمایندگی یا عامل مؤسسهٔ سرمایه داری است که برات در یافت کردنی را از شرکتهای کاسب خریداری می کند. برات در یافت کردنی نمایندگی فروش یک جای براتهای قابل وصول به نماینده ای است که عموماً تمام احتمال خطرهای بستانکاری را با جمع آوری صورت حسابها می پذیرد چون این صورت حسابها را می فروشند قرار داد نمایندگی یک وام را در بر نمی گیرد مگر این که شرکت پیشاپیش در قبال سرمایه ها تعهد کند همان طور که به طور مختصر توصیف شد.

وثیقه گذاشتن مطالبات : (گرو گذاری براتهای قابل وصول)

گرو گذاری براتهای قابل وصول همانند وثیقه در قبال تامین مالی کوتاه مدت چهار مرحله را در بر می گیرد:

۱ -انتخاب صورت حسابها:

شرکت می توانند تعدادی یا تمام صورت حسابهایش را بعنوان وثیقه برای یک وام گرو بگذارد. معمولاً صورت حسابها را براساس انتخاب گرو گذاشته اند، بدین معناست که وام دهنده گزارش پرداخت پول هر کدام از مشتریان را تجزیه و تحلیل می کند و پول را فقط در قبال صورت حسابهایی که نشان دهندهٔ احتمال خطر بستانکاری نسبتاً زیادی هستند قرض می دهد.

یک وام دهنده با انتخاب دقیق ممکن است بخواهد تا سقف ۹۰٪ از بهای اعتباری برات قابل وصول وام دهد اگر صورت حسابهای کم دوام را در بر گیرند وام دهنده ممکن نیست تمایل به پرداخت وام بیشتر از ۵۰٪ از بهای اعتباری باشد.

۲ - تعدیل ارزش اسمی (بهای اعتباری):

هر کدام از براتهای قابل وصول یک بهای اعتباری دردفاتر شرکت وام گیرنده دارد. اما برخی از کالاها را ممکن است بعد از بازرسی برگردانند این عمل از ارزش برات قابل وصول می کاهد. به منظور بازگشت و باز گردانی به مشتریانی که تنزل نقدی را به واسطهٔ پرداخت به موقع در بر خواهند گرفت وام دهنده بهای اعتباری برات قابل وصول رو به نزول را تعدیل می کند بنا براین برات قابل وصول ۱۰۰۰ دلاری ممکن است ارزش ۹۵۰ دلاری را برای آن در نظر بگیرند.

۳ - تعیین درصد ، بعد از دو مرحله فوق:

بعد از این وام دهنده باید درصدارزش اسمی (بهای اعتباری) را که می خواهد وام دهد تعیین کند وام دهنده ممکن است بخواهد به واسطهٔ احتمال خطر بستانکاری بسیار زیاد ۹۰٪ پیش پرداخت دهد در مورد برات قابل وصول ۹۵۰ دلاری، وام ۹۰٪ ، ۹۵۰ دلار یعنی ۸۵۵ دلار خواهد بود.

٤ - وصول پرداختهای انجام شده توسط مشتریان (دریافت پول):

زمانی که مشتری بدهی را که به واسطه آن حسابهای دریافتنی (برات قابل وصول) را به وجود آورده است پرداخت کند بانک یا ادارهٔ مالی پولش را دریافت می کنند این می تواند به دو صورت رُخ دهد:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

الف) روش بدون اطلاع مشتری (بر مبنای عدم آگاهی): در اکثر موارد مشتری که حسابش را گرو (وثیقه) گذاشته اند از این وثیقه گذاری آگاهی ندارد مشتری فوراً چنان پول را به شرکت می فرستد که گویی حساب را به منزلهٔ وثیقه در قبال یک وام گرو گذاشته بود. به محض این که شرکت پول را دریافت کند باید فوراً بانک یا شرکت مالی را از آن آگاه سازد و پول وامش را به طور تمام و کمال بپردازد. بر مبنای عدم آگاهی بدهی شرکت نوعی وام دریافت ودیعه می باشد.

ب) روش اطلاع به مشتری(بر مبنای آگاهی): در این موارد مشتری را راهنمایی می کنند تا پول را فوراً برای وام دهنده بفرستد این نوع قرار داد از نقطه نظر وام دهنده قابل اعتمادتر و بی خطرتر است این نوع برای وام گیرنده زیاد رضایت بخش نیست چون مشتری ممکن است گرو (وثیقه)را به منزله مدرکی تعبیر کند که شرکت را دچار دردسر می کند.

مثال: بانک ملی جمهوری مشغول تجزیه وتحلیل برات قابل وصول شرکت سایمون سان به منظور تشخیص وثیقهٔ قابل قبول برای وام کوتاه مدت می باشد سیاست بستانکاری این شرکت ۲٪ خالص برداشت در ۳۰ روز می باشد.این بانک به ۸۰ ٪ از صورت حسابهایی وام می دهد که مشتریها به طور متداول این صورت حسابها را پرداخته اند و میانگین مدت پرداخت از ده روز بعد از مدت خالص برداشت تجاوز نکند. چه مقدار بانک برای گرو برات قابل وصول وام خواهد داد اگر این بانک مقرری ۱۰ ٪ را برای کاهش نقدینگی و بازگشت استفاده کند؟

میانگین دوره پرداخت در روزهای گذشته	روزهای سپری شده(معوق)	مبلغ	شماره حساب
20	۱۵	۲۵۰۰۰	۷٤
٦۰	٤۵	۹۰۰۰	۹۱
۲٤	۲۲	۱۱۵۰۰	۱۰۷
۱۰	۹	۲۳۰۰	۱۰۸
٤۵	۵۰	۱۸۰۰۰	۱۱٤
۱۰	۱٦	۲۹۰۰۰	۱۱٦
٤۸	۲۷	۱٤۰۰۰	۱۲۳
		۱۰۸۸۰۰ دلار	

پاسخ: ٤۸/۸۱٦ دلار به شرح زیر می باشد:

۱- حسابهای انتخابی: بانک نیاز دارد به این که هیچ گونه حساب انتخابی وعده اش نگذشته باشد سی روز مدت خالص برداشت است، همانطورکه حسابهای ۹۱ و ۱۱٤ موعدشان گذشته است آنها رانادیده می گیریم. بانک ضروری می داند که میانگین پرداخت کمتر از ده روز بیش از مدت خالص برداشت یا چهل روز باشد حساب ۱۲۳ را نادیده می گیریم. حسابهای انتخابی ۷٤، ۱۰۷، ۱۰۸،۱۱٦ هستند.

۲- تعدیل ارزش اسمی (بهای اعتباری) و تعیین درصد وام: بانک تعدیل ۱۰ درصدی را برای کسری نقدینگی و برگشت بکار می برد یعنی ۸۰٪ از بهای اعتباری تعدیلی را وام می دهد. این وام را محاسبه کرده ایم:

۸۰٪بهای تعدیل شده	۹۰٪بهای ارزش رشد(اصلی)	ارزش اولیه	شماره حساب
$۱۸۰۰۰	$۲۲۵۰۰	$۲۵۰۰۰	۷٤
۸۲۸۰	۱۰۳۵۰	۱۱۵۰۰	۱۰۷
۱٦۵٦	۲۰۷۰	۲۳۰۰	۱۰۸
۲۰۸۸۰	۲٦۱۰۰	۲۹۰۰۰	۱۱٦

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ارزش بهای وام٤٨٨١٦ $

عاملیت حسابهای دریافتنی (مطالبات):

یک قرار داد عاملیت معمولاً هزینه های و سیاستهای فروش حسابهای دریافتنی را به طور مدون نشان می دهد.و دارای تداوم هستند و مسولیت تمام اعتبارات و هزینه های وصول آنها را به عهده عامل می گذارد.عوامل کلیدی و اساسی در قرارداد عاملیت عبارتند از :

انتخاب حسابها : همانند روش وثیقه گذاری مطالبات عامل ، حسابهای دریافتنی را جهت خرید انتخاب می کند. هنگامی که عامل تمام مطالبات شرکت را بپذیرد، مسولیت تصمیم گیری فروش نسیه شرکت را نیز قبول می کند.در صنایع نساجی و پوشاک مورد استفاده قرار می گیرد.

وصول حسابها: عامل مسئول وصول مطالبات و از مشتریان می خواهند بدهی هایشان را مستقیماً برای عامل بفرستند.در صورتی که بخواهند قرارداد عاملیت مخفی باشد به مشتریان اعلام و پرداختها به آدرس جدید شرکت می فرستند.

حق رجوع به ضامن برای مطالبات لاوصول:

حق رجوع حقی است که به یک شخص اجازه می دهد در صورتی که شخص ثالث بدهی خود را پرداخت نکند ، به فردی دیگر (ضامن) برای وصول مطالبات مراجعه کند.

تاریخ پرداخت: در قراردادعاملیت قید می شود که هر وقتی که عامل ، حسابهای دریافتنی را وصول کند یا آخرین روز دوره خالص فروش اعتباری (هر کدام زودتر رخ دهد) شرکت پول را پرداخت خواهد کرد.

پیش پرداختها : عامل برای شرکت یک حساب نظیر حساب بانکی افتتاح خواهد کرد و پرداختیهای که انجام می شود در این حساب سپرده گذاری می شود.قبل از تاریخ سررسید یا وصول مطالبات پرداخت می شودبه منظور اخذ پیش پرداخت شرکت، حساب افتتاح شده نزد عامل را بدهکار و از آن حساب برداشت می کند ضمناً برای هر پیش پرداختی نیز هزینه بهره اخذ می شود.

ذخایر عامل : به عنوان بخشی از قرارداد عاملیت، درصدی مشخص از ارزش اسمی مطالبات به منظور محافظت عامل در مقابل تخفیفات نقدی و برگشت از فروشها ، به عنوان ذخیره نزد عامل باقی می ماند.

هزینه های عاملیت: برای اندازه گیری هزینه های عاملیت سه روش محاسباتی وجود دارد.

1-کمیسونهای عاملیت: بابت جبران هزینه های تشخیص و برآورد اعتبار شرکت و وصول مطالبات، به شرکت پرداخت می شودو همچنین ریسک خرید مطالبات فاقد اعتبار را کاهش می دهندو در حدود 2 تا4 درصد ارزش اسمی مطالبات می باشد.

2-بهره پیش پرداختها: معمولاً عامل 2تا5 درصد بالاتر از نرخ پرایم، هزینه بهره سالانه از پیش پرداختها، اخذ می کند. هزینه بهره از مبلغ پیش پرداخت کسر میشود و به عنوان یک عامل کاهنده، سبب افزایش هرینه های استقراض می شود.

3-بهره مبالغ مازاد: عامل مقدار هزینه بهره کمتری را برای وجوه مازادی که توسط شرکت برداشت نمی شود، پرداخت می کند.این بهره به حسابهای ذخیره تعلق می گیرد که توسط بانک پرداخت می شود.

مزایای وثیقه گذاری و عاملیت حسابهای دریافتنی :

وثیقه گذاری و عاملیت حسابهای دریافتنی مزایای متعددی از جمله قابلیت انعطاف پذیری را برای شرکت در پی داردتامین مالی از طرق مطالبات یک منبع اضافی وجه نقد است براساس نیاز مالی شرکت ،دیگری مزیت وثیقه گذاری شناسایی مشتریان است که خواهان اعتبار و خرید نسیه هستند،و مزیت دیگر صرفه جویی در هزینه هاست.با کاهش یا حذف بخش اعتبارات ، نقدینگی شرکت افزایش می یابد.

معایب تامین مالی از طریق مطالبات: این روش تامین مالی نسبت به تامین مالی مالی بدون وثیقه ، بسیار پرهزینه و گران است و دیگر آنکه گاهاً این موضوع از دیدگاه بستانکاران و مشتریان ، نشانه ای از ضعف و ناتوانی شرکت محسوب شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

وثیقه گذاشتن موجودیها:

بسیاری از اقلام موجودی به سادگی قابل فروشند وممکن است بخوبی نقش وثیقه را برای وامهای کوتاه مدت بازی کنند . گروهی از اقلام موجودیها نیز از نظر وام دهنده بی ارزش هستند .

اساس ارزیابی موجودی ها به عنوان وثیقه ای مناسب برای اعطای وام قابل فروش بودن آنها در بازار است . موجودی کالای در جریان ساخت وثیقه ای مناسب نیست زیرا نمی توان آن را در بازار فروخت .

اعطای وام در قبال وثیقه به چند طریق امکان پذیر است 1- هزینه تامین مالی 2- قابلیت انعطاف 3- ترتیبات تامین مالی که به روشهای زیر انجام می پذیرد.

رهن کلی : وام دهنده حسابهای دریافتنی ، تمام یا بخشی از موجودیهای واحد انتفاعی را به عنوان رهن قبول می کند . در این موارد،موجودیها ثابت و قابل تشخیص نیستند.در این گونه وام درصد وام اعطایی نسبت به ارزش موجودیها به نسبت کم و هزینه تامین مالی نسبتاً زیاد می باشد.

رهن اقلام مشخص: در مورد فروشندگان اتومبیل یا سایر تجهیزات صنعتی کاربرد دارد.کالاهای مورد وثیقه به طور مشخص و با ذکر شماره های فنی مربوطه ، تعیین می شوند.هزینه کنترل وام نسبتاً کم و قابلیت انعطاف از دیدگاه وام گیرنده زیاد است.

ترتیبات انبارداری : در این روش شخص ثالثی ، وام گیرنده را از نظر کالاهای وثیقه گذاشته شده ، کنترل می کند.به خاطر دریافت حق الزحمه شخص ثالث اجرای این روش تامین مالی نسبتاً گران بوده است. وبه منظور اجرای ترتیبات انبارداری دو روش مشخص بکار گرفته می شود.

1- ایجاد انبارهای محلی: در نوع ایجاد انبارهای محلی ، شخص ثالثی انبارهایی را در زمینهای متعلق به وام گیرنده احداث می کند و حسابداری و چگونگی انبارداری ، به نحوی است که وام دهنده می تواند در هر زمان، از ارزش موجودیها باخبر شد و آنها را به دقت کنترل نماید.اگر چه وام گیرنده نیز به سهولت به موجودیها دسترسی دارد اما ثبت حسابها بایدبه طور دایمی انجام گیرد.
2- ایجاد انبارهای عمومی: در این نوع ایجاد انبارهای عمومی ، کنترل بیشتری توسط وام دهنده برروی اقلام موجودی مورد وثیقه اعمال می شود. انبارها در مکان هایی جدا از تاسیسات متعلق به وام گیرنده نکهداری و توسط شخص ثالث کنترل می گردد. مهمترین نقطه ضعف این روش هزینه نسبتاً زیاد آن برای وام گیرنده و مشکلات حمل و نقل کالاهاست.

تامین مالی میان مدت :

بدهیهای میان مدت به بدهیهای با سررسید بیش از یکسال و کمتر از ۷تا ۱۰ سال اطلاق می شود .بنابراین بدهیهای که سررسید آنها کمتر از یکسال باشد بدهیهای کوتاه مدت و بیش از ۷تا۱۰ سال تحت عنوان بدهیهای بلند مدت طبقه بندی می شوند. هنگامی که بدهیهای میان مدت در یک گروه جداگانه، شناسایی می شوند، غالباً سه نوع از این بدهیها عمومیت پیدا می کند:

۱-قرارداد اعتباری چرخشی: این قرارداد یک حد اعتباری تضمین شده است که به موجب آن، بانک توافق می کند براساس تقاضای مشتری در دوره های آتی (معمولاً دو یا سه ساله) وام پرداخت کند.

۲-وام مدت دار: وامی است که از یک بانک ، موسسه مالی و اعتباری ، شرکت بیمه ، یا سایر موسسات تامین مالی برای یک دوره زمانی یک تا هفت ساله اخذ می شود.

۳-اجاره بلند مدت : قراردادی است که به موجب آن اجازه داده می شود که از یک دارایی بدون وجود مالکیت ان استفاده شود. به موجب اجاره، مالک یا موجر توافق می کند که مجوز استفاده از دارایی بلند مدت را در ازای پرداخت اجاره بها برای یک دوره زمانی در اختیار موجر قراردهد.

وامهای بانکهای تجاری :

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

بانک‌های تجاری اولین و عمده ترین تامین کنندگان وامهای میان مدت برای شرکتها هستند.حدکثر تا ۷ سال و در برخی موارد با سررسید بیشتر ، پرداخت می شوند.

ویژگیهای وامهای بانکهای تجاری:

۱-وثیقه : یک بانک تجاری عموماً برای تضمین وام مدت دار، درخواست وثیقه می کند

۲-مشارکت : بانکهای تجاری در پرداخت وام به هر مشتری از نظر مبلغ وام ، از لحاظ قانونی محدودیت دارند. همکاری گروهی از وام دهندگان به منظور توزیع ریسک یک وام بزرگ خاص را مشارکت می نامند.

نرخ بهره ثابت در مقایسه با نرخ بهره شناور:

بهره ای که به یک وام بلند مدت تعلق می گیرد توسط بانکهای تجاری با استفاده از یکی از روشهای زیر تعیین می شود.

وام با نرخ بهره ثابت: تمام دوره ها نرخ بهره ای ثابت و یکنواخت ، در مقابل بیشتر موارد از نرخ بهره شناور استفاده می شودکه مساوی نرخ رایج در بازار پول می باشد و این نرخ با تغییرات سطح بهره بازار، متفاوت و شناور خواهد بود.

شرکتهای بیمه : شرکتهای بیمه عمر وامهای بلند مدت به شرکتها ی تجاری پرداخت می کنند . وامهای پیشنهادی آنها بسیار بزرگتر و باسررسید طولانی تر از وامهای است که توسط بانکهای تجاری در اختیار شرکتها قرار می دهند حتی گاهی بدون رهن و وثیقه،تنها معایب نرخ بهره نسبتاً بالاتر است

صندوقهای بازنشستگی : یکی از منابع کوچک تامین مالی میان مدت ، وجوه نزد صندوقهای بازنشستگی کارمندی است که به عنوان وامهای تضمین شده در وجه شرکتها پرداخت می شود اغلب با رهن اموال تضمین می شودو مدارای مدت و وضعیتی مشابه وامهای بیمه عمر است.

شرکتهای تامین مالی و تولید کنندگان تجهیزات:

شرکتهای تامین مالی تجاری و صاحبان صنایع و تجهیزات به منظور کمک به خرید داراییهای ثابت به مشتریان وام پرداخت می کنند. و ممکن است مستلزم این امر باشد که شرکت ۱۰تا۳۰ درصد دارایی مورد نظر را پیش پرداخت کند و دارایی مزبور نیز به منظور تضمین وام مذکور وثیقه گذاشته شود. سررسید این وام ها ۱۰ ساله و نرخ بهره از وامهای بانکی و بیمه بالاتر است.

پرداخت وام براساس جریانات وجه نقد در مقایسه با پرداخت وام براساس ارزش دارایی:

بانکهای تجاری و شرکتهای بیمه براساس روشهای پرداخت وامهای میان مدت به دو گروه تقسیم می شود.

گروه اول : وام دهندگان متکی به داراییکه بطور کامل توسط ارزش دارایی به عنوان وثیقه تضمین شوند.

گروه دوم : شامل وام دهندگان متکی به جریانات نقدی که به دنبال تجارتهایی با ریسک پایین باثبات هستندتا وجوه نقد مورد نیاز برای باز پرداخت وام تامین نمایند. مثال وامهای که برای ساخت آزاد راهها در کشور پرداخت می شود و عواید حاصل از عوارض در این آزادراهها، صرف بازپرداخت وام های مربوطه می شوند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 14

● **تصمیم گیری برای تامین مالی بلند مدت:**

شرکتهادرتامین نیازهای مالی بلندمدت خودمی توانندبین وام وسایرمنابع تامین مالی، مناسب ترین طریق راانتخاب کنند. باتوجه به ویژگی های این منابع، مدیرمالی بایددرانتخاب ترکیب منابع مالی مانندبدهی های بلندمدت، استفاده ازسهام ممتازوسهام عادی که به منظورسرمایه گذاری های شرکت به کار می روند، عوامل متعددی راموردارزیابی قراردهد.

● **مزایای تامین مالی بلند مدت:**

•هزینه بهره بدهی،هزینه قابل قبول مالیاتی است .

•بازپرداخت بدهی در دوران تورمی آسان تر است .

•برنامه ریزی وکنترل شرکت به واسطه تامین مالی از طریق بدهی بلند مدت مناسب تر است.

•با اعمال شرایط باز خرید در قرارداد ،تامین مالی شرکت انعطاف پذیرتر می شود. چنین شرطی به شرکت اجازه می دهد تا قبل از سررسید اوراق قرضه،بدهی خود را پرداخت کند.

•بدهی بلند مدت می تواند ثبات مالی شرکت را حفظ کند. خصوصا در شرایطی که بازارهای پولی دچار رکود گردد و اخذ وام های کوتاه مدت مقدور نباشد.

● **معایب تامین مالی بلند مدت:**

•صرف نظر از سود یا زیان ناشی از عملیات موضوع قرارداد، هزینه بهره بدهی ها باید پرداخت شود.

•معمولا اصل بدهی باید در تاریخ سررسید پرداخت شود.

•شرایط قرارداد قرضه ممکن است محدودیت های زیادی بر شرکت تحمیل کند.

•ممکن است ریسک شرکت به واسطه خطاهای پیش بینی در عملیات موضوع قرارداد تامین مالی ،شدیدا افزایش یابد.

● **انواع اوراق قرضه:**

*اوراق قرضه قابل تبدیل

*اوراق قرضه بدون وثیقه

*اوراق قرضه با وثیقه

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

*اوراق قرضه درآمدی

*اوراق قرضه تضمین شده

*اوراق قرضه بدون بهره

*اوراق قرضه با نرخ بهره شناور

*اوراق قرضه قابل باز خرید

انشاراین اوراق به پشتوانه اعتبار کلی واحد تجاری است. این اوراق ازسوی شرکتهای معتبر منتشرشده واموال آن شرکت دررهن قرارنمی گیرد.

ازنوع قرضه همراه بابهره هستندکه دارندگان این اوراق اختیارتبدیل اوراق درزمان معین وبانرخ تبدیل مشخص به سهام همان شرکت یاسایراوراق منتشرشده یا دارایی مربوطه ازسوی انتشاردهنده رادارند.

دراین اوراق پرداخت بهره مربوطه الزامی نیست وزمانی که شرکت سوددارد بایدبهره بپردازد.این اوراق فاقد ریسک ورشکستگی است.

این اوراق درشرکت هایی باوضعیت مالی ضعیف منتشرمی شود. وثایقی ازجمله داراییهای ثابت شرکت انتشاردهنده به عنوان وثیقه، پشتوانه اوراق قرضه منتشرشده می شوند.

این اوراق فاقدبهره های دوره ای هستند و در سررسید این اوراق اصل مبلغ پرداختی اولیه وسودمربوطه بطوریکجاتوسط شرکت انتشاردهنده پرداخت می گردد.نرخ تنزیل این اوراق بالاست ودرسررسیدبه قیمت اسمی بازخریدمی شوند.

دراین نوع اوراق بهره باید درزمان مقررواصل آن نیزدرتاریخ سررسید، تضمین وپرداخت گردد.

دراین نوع اوراق انتشاردهنده اختیار بازخریداوراق قرضه راباپرداخت صرف، نسبت به ارزش اسمی که ازقبل مشخص شده است رادارد. ازجمله ویژگی این اوراق انعطاف پذیری آن برای شرکت می باشد.

این اوراق دارای درآمدی متغیرهستند. نرخ بهره آنهامعمولاتابعی ازنرخ های بازارپول مانندنرخ پیشنهادی بین بانکی اروپایی یابین بانکی لندن تعیین می گردد.

*اوراق بهادار قابل تبدیل:

عبارتست ازیک سندقرضه یاسهام ممتازی که به انتخاب دارنده اوراق بهادار، قابل تبدیل به سهام عادی همان شرکت است، به محض تبدیل، دیگر نمیتوان سهام عادی را به سند قرضه یا سهام ممتاز تبدیل کرد.

دارنده اوراق قرضه قابل تبدیل انتظاردارد که ارزش بازارسهام شرکت منتشر کننده اوراق قرضه افزایش یابدتا اوراق قرضه با یک سود قابل ملاحظه به سهام تبدیل شوند. اما اگر قیمت ها نزولی باشند، هیچ گونه تعهدی برای تبدیل نمودن این اوراق به سهام وجود ندارد.

*نسبت تبدیل:

تعدادسهام عادی که درهنگام واگذارکردن اوراق قابل تبدیل به شرکت، دراختیاردارنده آن قرارمی گیرد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری – دکتر وکیلی فرد

قیمت تبدیل:

عبارتست ازقیمت واقعی که برای هرسهم درزمان تبدیل پرداخت می شودواز طریق فرمول زیرمحاسبه می شود:

=قیمت تبدیل

*ویژگی های اوراق بهادار قابل تبدیل:

- درج حق اختیار خریدسهام

- حمایت در مقابل تقلیل ارزش

- صرف تبدیل

= صرف تبدیل

- **علت استفاده شرکتها از اوراق بهادار قابل تبدیل:**

  - کاهش هزینه های تامین مالی:

ایجادفرصت برای سهامدارکه درصورت افزایش قیمت سهام نسبت به قیمت تبدیل درآینده، ارزش سرمایه وی افزایش یابدوبهره یاسودسهام رابصورت درآمدثابت بطورمنظم دریافت کند. شرکت نیزسهام رابانرخ بهره وتقسیم سودسهام کمتری عرضه می نمایدکه موجب کاهش هزینه های تامین مالی شرکت می گردد.

✓**فروش سهام عادی به قیمت بالاتر:**

شرکت برای تامین مالی بلندمدت بجای افزایش بدهی های خودمی تواندسهام عادی منتشرنماید. وازآنجاکه صرف اوراق قابل تبدیل10٪-30٪ بیش ازقیمت جاری بازاراست شرکت سهام کمتری رادرمقایسه بافروش سهام عادی عرضه می کند.

*تبدیل در شرایط بازار:

اگرقیمت سهام عادی بیش ازقیمت تبدیل باشدشرکت می توانددارنده اوراق بهادارراملزم کندکه اوراق بهادارابه سهام عادی تبدیل کند.

اوراق مشتقه:

به نرخ های بهره، نرخ های معاوضه، قیمت کالاها وعوامل دیگرمبتنی می باشند. شرکت هاباهدف تامین نقدینگی، اقدام به انتشاراین اوراق نمی نمایندبلکه به خریدوفروش این ابزاربه منظورجلوگیری از نوسانات عمده ونامطلوب درعوامل گوناگون خارجی، مبادرت می نمایند. به عبارت دیگر، قراردادهایی که به مالک آن حق خرید یا فروش یک دارایی مالی رادرزمان آینده می دهداوراق بهادار مشتقه نامیده می شوند.

- **اختیارات معامله:** **Traded options**

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

اختیاری است که به شرکت حق (نه تعهد)خرید یا فروش یک دارایی درآینده را به قیمتی که امروز برای آن توافق شده است ،می دهد

به طورکلی، هرگاه مالک این نوع ازقراردادها حق خریدیک دارایی مالی رابه قیمتی مشخص درآینده طبق قرارداد، داشته باشد، تحت عنوان اختیارخرید وهرگاه اختیارفروش یک دارایی مالی رابه قیمت مشخصی درآینده طبق قرارداد، داشته باشد، اصطلاحا اختیار فروش نامیده می شود.

- **قراردادهای آتی: Futures contracts**

یک قراردادآتی، سفارشی است که برای خریدیا فروش یک دارایی ویاموجودی کالا، از پیش منعقد می شودوقیمت درتاریخ عقد قراردادمشخص می گردد، ولی تاتاریخ تحویل هیچ پولی پرداخت نمی گردد.

***قراردادهای سلف: Forward contracts**

قراردادهای آتی، محصولات خریداری یافروخته شده استانداردی هستندکه بانرخ های مبادله معینی صورت می پذیرند. قراردادهای سلف، قراردادهای آتی سنجیده ای هستندکه بانرخ های مبادله مشخصی صورت نمی پذیرند. قسمت عمده قراردادهای سلف دربازارهای مبادلات ارز، جایی که شرکتها به منظور پوشش دادن خوددرمقابل نوسانات نرخ ارز، اقدام به خریدیا فروش ارزهای آتی ازطریق بانکهامی نمایند، اتفاق می افتد .

*سوآپ: Swaps

شرکتهایی که برای تامین مالی اقدام به انتشاراوراق بهاداربا نرخ های ارزخارجی دربازارهای بین المللی نموده اند، بمنظورتامین ارزهای موردنیازخارجی برای بازپرداخت اوراق درتاریخ سررسید، قراردادسوآپ ارزی بابانکهامنعقدمی نمایند. طبق این نوع قراردادها، بانکهاتامین ارزموردنیازشرکت هاراتضمین ودرمقابل مبالغی به پول رایج همان کشوربابت انجام خدمات ارائه شده دریافت می نمایند.

*گواهی سهام: Warrants

گواهی سهام اوراق بهاداری است که به دارنده آن، این امکان را می دهدتادریک دوره زمانی معین بتواندباقیمت مشخص، سهام عادی شرکت راخریداری کند.

*استفاده از گواهی سهام تضمینی:

شرکت ها برای دستیابی به اهداف زیر،گواهی سهام را به عنوان امتیازی برای خریدار اوراق بهادار یا اوراق سهام ممتازضمیمه می کنند :

•کاهش هزینه های انتشار

•ابزاری برای جبران ریسک نسبتا بالا

•افزایش حقوق صاحبان سهام در آینده

*کاهش هزینه های انتشار:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

اگرگواهی سهام ضمیمه اوراق بهادارباشد، شرکت می تواندسودکمتری رابرای اوراق بهادارخودپیشنهادکند. گواهی سهام، رشدشرکت راتضمین می کندواین برای دارندگان اوراق بهادارمطلوب است.

ابزاری برای جبران ریسک بالا:

برخی شرکتهااوراقی منتشرمی کنندکه برای بستانکاران ریسک بالایی دارد.این شرکتهابدون مشارکت وتعهدشرکاشایدنتوانندازوام استفاده کنند، درچنین وضعیتی گواهی سهام میتواندبعنوان پشتوانه وعامل جذب بیشتراوراق قرضه درانتشارآن مورد استفاده قرارگیرد.

افزایش حقوق صاحبان سهام:

انتشارگواهی سهام نیزهمانندااوراق قرضه قابل تبدیل می توان وسیله ای برای افزایش قیمت سهام عادی درآینده تلقی کرد.

*ارزش گواهی سهام:

= ارزش ذاتی

= قیمت سهام در بازار

= قیمت اختیار سهام

= تعداد سهام عادی در مقابل گواهی سهم

*اثر گواهی سهام بر ساختار سرمایه:

اگرشرکتی اوراق قرضه قابل تبدیل انتشاردهدوتبدیل آن را اجباری کند، بدهی به وسیله حقوق صاحبان سهام جایگزین می شود، امابااانتشاراوراق قرضه باضمیمه گواهی سهام چنین چیزی مصداق نخواهدداشت. وقتی که گواهی سهام موردمعامله قرارگیرد، اوراق قرضه شرکت کنارگذاشته نمی شود، در عوض دارنده گواهی سهام درمقابل خریدسهام عادی مبلغ بیشتری به شرکت پرداخت می کند. بدین ترتیب، بدون اینکه براوراق بهادارادرآمدثابت تاثیری گذاشته شودگواهی سهام باعث افزایش نقدینگی شرکت می شود. این ویژگی گواهی سهام برعایدی هرسهم ونیزبرساختارسرمایه شرکت اثرمی گذارد.

*تامین مالی پروژه ها:

اصطلاح تامین مالی پروژه به مهیاوتامین کردن منابع مالی موردنیازپروژه سرمایه ای خاص شرکت اطلاق می شود. به منظورتامین مالی شرکت، ممکن است ازهریک ازفرآیندهای فروش اوراق قرضه، سهام ممتازیاسهام عادی استفاده گردد.

*منابع بازپرداخت بدهی های بلند مدت:

منبع اولیه پرداخت :

عبارتست ازپرداخت بهره، اصل وام ومنافع آن درصورتی که روندعملیات موضوع قراردادتامین مالی مطلوب باشد. منبع اولیه بازپرداخت وام می باشد.

منبع ثانویه پرداخت :

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

عبارتست از بهره ای که فقط به بانک یاشرکت تامین کننده وام تعلق می گیرد دومنبع ثانویه برای باز پرداخت بدهی های بلند مدت، وثیقه وضمانت می باشد.

وثیقه دارایی که بعنوان تضمین بازپرداخت اصل وفرع وام به گروگذاشته می شود.

ضمانت موافقت نامه کتبی که یک طرف قراردادوام می دهد، وطرف دیگر، مسئولیت بازپرداخت وام رادرصورت قصوروام گیرنده دربازپرداخت وام می پذیرد.

*ساختار وام برای تامین مالی پروژه ها:

- نرخ بهره:

وام بانرخ بهره ثابت، نرخ بهره اعلام شده، درطول دوره بازپرداخت وام تغییر نمی کند.

وام بانرخ بهره متغیر، نرخ بهره وام تابع شاخص معینی ازبازارپول قرارمی گیردوباتغییرات آن، تغییر می کند.

چند اصطلاح مهم که در مورد وام های با نرخ متغیر به کار می روند:

•پرایم: یک نرخ فراگیرکه بعنوان یک شاخص پولی دربازارتوسط بانک اعلام می شود.

•لیبور: نرخ پیشنهادی بانکهای بین المللی لندن است که بعنوان یکی از شاخص های پولی در بازار بین المللی مطرح است واین نرخ برای بانک های معتبردراعطای وام به شرکتهای بزرگ مورداستفاده قرارمی گیرد.

•کپ: بالاترین نرخ بهره یک وام راکپ می نامند.

•فلور: حداقل نرخ بهره وام است.

- دوره زمانی:

مدت بازپرداخت وام بایدباتوافق شرکت وام گیرنده وموسسه وام دهنده تعیین شود.رایج ترین آن بین 3 تا 5 سال است.

- کارمزد وماندہ جبرانی:

موسسه مالی ممکن است بیش ازآنجه که بعنوان بهره وام براساس نرخ بهره پرداخت می شود ازمشتری وجه دریاف کندکه این پرداخت اضافی کارمزداست.

علاوه برکارمزدمبلغی مشخص ازوام اعطایی توسط بانک درحساب بانکی شرکت دربانک طرف قرارداد، بعنوان سپرده باقی می ماندکه مانده جبرانی می نامند.

- قراردادها:

توافقاتی که طی یک موافقت نامه منعقدمی شودوبه موجب آن وام گیرنده پرداخت مبلغ مشخصی رادرمقابل وام دهنده متعهدمی شود.

*باز پرداخت وام در یک مرحله:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

دردوره هایی که نرخ بهره شناوراست، بانکهاوموسسات مالی واعتباری تمایل زیادی به اعطای وام ندارند. معمولاوام های بیش ازسه سال رابلندمدت تلقی می کنندوبراین اساس اقساط این گونه وام هارابه صورت افزایشی تعیین می کنند. دراین نوع وام هادوعامل مهم وجوددارد:

-بازپرداخت وام

فرآیندکاهش اصل وام که دراثرپرداختهای اقساط دوره ای به وام دهنده، ایجادمی شود.

-دوره باز پرداخت:

دوره ای که بطورکامل وام درآن مدت بازپرداخت می شود.

برای محاسبه مبلغ اقساط افزایشی می توان از فرایند 4 مرحله ای زیر استفاده کرد:

مرحله 1.محاسبه بازپرداخت های دوره ای (مبلغ اقساط).

مرحله 2.محاسبه ارزش آتی اصل وام بدون در نظر گرفتن اقساط.

مرحله 3.محاسبه ارزش آتی اقساط.

مرحله 4.کسر ارزش آتی اقساط از ارزش آتی میزان وام.

*جدول زمانی استهلاک وام:

جدول بازپرداخت عبارتست ازفهرست زمان بندی کلیه اقساط، مقادیربهره، کاهش اصل وام درمقابل بازپرداخت اقساط ودرنهایت ترازبازپرداخت وام، بطوری که مانده نهایی درپایان دوره، صفرشود.

ویژگی های این جدول عبارتست از:

-دوره های باقی مانده (اقساط باقیمانده).

-نرخ بهره ثابت یا متغیر برای وام.

-این جدول برای نرخ مرکب دوره های متوالی نیز تنظیم شده است.

-عدم باز پرداخت کامل.

*هزینه موثر با کارمزد ومانده جبرانی:

درزمان انعقادقراردادوام،کارمزدومانده جبرانی نیزمشخص می شودتابتوان هزینه های موثرهریک ازاقلام راتشخیص داد. معمولاهزینه کارمزددرابتدا پرداخت می شودبطوری که مبلغ کارمزددرتاریخ اعطای وام ازمبلغ پرداختی کسر می کنند.

مانده جبرانی یک ضرورت برای پشتیبانی ازطرف قرارداداست، اثراین اقدام کاهش مبلغ مشخصی ازاصل وام است بدین ترتیب هزینه های موثروام افزایش می یابد. مانده جبرانی ممکن است ازطریق وام دریافتی تامین شود که بعنوان بخش پرداخت نشده ازاصل وام محسوب می شود.

*سهم ممتاز:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir
www.irhesabdaran.ir

خصوصیات سهام ممتاز:

- حق تقدم در دریافت سود
- حق تقدم دراموال شرکت در زمان تسویه
- بازده ثابت
- سررسیدنامحدود
- فقدان حق رای
- انباشت سود سهام ممتاز

www.irhesabdaran.ir
www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 15

بدهی در مقابل اوراق بهادار مالکانه

با شروع فعالیت شرکت سهامی موسسین باید در رابطه با تامین مالی فعالیت های شرکت تصمیم گیری نمایند در برخی موارد موسسین نقدینگی مناسبی دارند و سهام شرکت را در ازای پرداخت وجه نقد تحصیل می کنند و شرکت شروع به فعالیت می کند اما اگر مالکان قصد تامین مالی اضافی داشته باشند از 2 شیوه تامین مالی استفاده می نمایند:

1- پذیرش سهامداران جدیدی که سهام جدید منتشر شده شرکت را خریداری می کنند.

2- استقراض از اعتباردهنگان و ایجاد بدهی.

سه نوع اصلی اوراق بهادار در شرکت های سهامی :

1-اوراق قرضه 2- سهام ممتاز 3-سهام عادی

اوراق بهادار با درآمد ثابت

شرکت ها بمنظور استقراض از اعتباردهندگان اقدام به انتشار اوراق بهاداری می نمایند که دارای تعهدات مشخص و از پیش تعیین شده می باشند به این اوراق اصطلاحا اوراق بهادار با درآمد ثابت گفته می شود. اوراق بهادار با سود ثابت، سندی است که صادر کننده ی آن تعهد می کند تا وجوه مشخصی را در آینده به دارنده ی اوراق مزبور پرداخت نماید. معمولا این جریانات نقدی، بازپرداخت اصل و بهره ی اوراق را در بر می گیرد.

اوراق بهادار ثابت با توجه به تاریخ سررسید 2 دسته اند:

1- اوراق بهادار کوتاه مدت که سررسید آن ها کمتر از 1سال است.

2- اوراق بهادار بلند مدت با سررسید بیش از 1 سال.

اوراق بهادار کوتاه مدت معمولا از مطلوبیت بیشتری در بین خریداران سهام در بازار برخوردار هستند و در بازارهای پولی بیشتر مورد داد و ستد قرار می گیرند.این اوراق بدلیل بازارپذیری بالا به اوراق قابل دادوستد معروف هستند از جمله آن ها: اسناد خزانه،گواهی سپرده بانکی،اوراق بهادار رهنی... .

بازار اوراق قرضه در مقایسه با اوراقی که در بازارهای پولی مبادله می شوند، از ابزارهای استقراضی بلند مدت تری تشکیل شده است. گاهی اوقات به ای ابزارها، اوراق با سود ثابت بازار سرمایه اطلاق می شود، زیرا اغلب آنها جریانات درآمدی ثابتی را دارا می باشند.

اوراق قرضه

بخشی از نیازهای مالی دولت ، شرکتهای دولتی، شهرداریها، مؤسسات عمومی غیردولتی، شرکتهای سهامی عام و خاص و شرکتهای تعاونی تولیدی می‌تواند از طریق استقراض از مردم تامین گردد که یعنی انتشار اوراق قرضه که انتشار اینگونه اوراق متضمن پرداخت و دریافت بهره می‌باشد.اوراق قرضه اوراق بهاداری است که بیانگر تعهد بلندمدت شرکت برای پرداخت مبلغی معین در یک زمان مشخص یا طی یک دوره با نرخ بهره ثابت به دارنده اوراق می باشد.و جزو استقراض بلند مدت شرکت محسوب می شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

اوراق قرضه را از نظر سررسید می‌توان به دو دسته تقسیم کرد :

- اوراق قرضه با سررسید مشخص که این متداولترین نوع اوراق قرضه است و فقط یک تاریخ سررسید دارد.
- اوراق قرضهٔ سریالی که تاریخ‌های سررسید متفاوت برای آن در نظر گرفته می‌شود. برای مثال، تاریخ سررسید یک ورقه قرضه با سررسید مشخص 20 ساله که در سال 1995 منتشر شده است، سال 2015 است. اما همان ورقه قرضه اگر به صورت سریالی باشد، ممکن است 20 تاریخ سررسید سالانه از 1996 تا 2015 داشته باشد. در هر یک از این سررسیدها، نسبتی از مبلغ ورقه قرضه پرداخت می‌شود.

اوراق قرضه تضمین شده در مقابل اوراق قرضه بدون وثیقه

- اوراق قرضه بدون وثیقه اوراقی هستند که تنها پشتوانه و تضمین آن ها اعتبار شرکت می باشد. در حقیقت کلیه داراییهای شرکت پشتوانه این اوراق محسوب می شود.
- اوراق قرضه تضمین شده وثیقه ای با وثیقه قرار دادن سهام یا اوراق قرضه دیگری که متعلق به واحد تجاری است و توسط یک امین نگهداری می شود تضمین می گردد.

انواع اوراق قرضه از نظر تضمین:

- 1- بدون تضمین: دیون غیر ممتاز
- 2- تضمین شده: اوراق قرضه رهنی-------- اوراق قرضه وثیقه ای ----------اوراق قرضه با ضمانت اموال

اوراق قرضه بدون بهره

اینگونه اوراق قرضه با قیمتی کمتر از ارزش اسمی فروخته می شوند بطوری که تفاوت بین خرید و ارزش اسمی آن با توجه به سررسید، بازده دارندگان این نوع از اوراق قرضه را تشکیل می دهد.

سررسید اوراق قرضه

اوراق قرضه دارای سررسید مشخصی می باشد که قرارداد اوراق قرضه تعیین شده است اسناد قرضه معمولا سررسیدی بین 1 تا 7 سال دارند در حالی که غالبا سررسید اوراق قرضه منتشرشده توسط شرکت ها بیش از 5 سال است انتشار اوراق قرضه ی با سپرده وجوه استهلاکی مستلزم این است که شرکت در فواصل زمانی معین وجوهی را کنار بگذارد و آن را به امین پرداخت نماید، به طوری که وجوه موردنیاز برای بازپرداخت اصل مبلغ درسررسید را تامین نماید. شرکت ناچار است که مبالغ مذکوررا در زمانهای مقرر پرداخت نماید، در غیر این صورت اوراق قرضه نکول می گردد. تخصیص پول در فواصل زمانی برای پرداخت تدریجی بدهی، تادیه وام نامیده می شود.

مالکیت

اوراق قرضه ی بی نام یا اوراق قرضه ی دارای کوپن بهره متعلق به شخصی است که آنها را در اختیار دارد، درست مانند یک اسکناس یک دلاری که متعلق به کسی است که آن را در تملک خود دارد.این اوراق به آسانی انتقال داده می شوند یا به فروش می رسند، این اوراق قرضه دارای کوپن

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

هایی هستند که هریک از آنها بیانگر پرداخت های بهره در تاریخهای مشخص است. معمولا بانک کارگزار در ازای دریافت کوپن، بهره پرداخت می کند.

- اوراق قرضه ی بانام، فهرست اسامی مالکان در دفاتر شرکت یا بانک کارگزار ثبت می شود. زمانی که چنین اوراق قرضه ای منتشر می شود، مراتب باید به اطلاع بانک کارگزار برسد. پرداخت های بهره از طریق ارسال چک به مالکانی که نامشان در دفاتر ثبت شده، صورت می گیرد.اگرچه قابلیت معامله ی کمتری نسبت به اوراق قرضه ی بانام دارد. اما در برابر خطر سرقت امنیت بیشتری برخوردار است.

ریسک و بازده

در مقیاس کلان، نرخ بازده اوراق قرضه شرکت ها از اوراق قرضه دولت یا شهرداری ها بیشتر است از آنجا که احتمال عدم ایفای تعهدات شرکت در اوراق بهادار مزبور نسبت به سایر اوراق بهادار بیشتر است،بنابرین دارای ریسک بالاتری می باشد بطوری که اوراق قرضه نسبت به سهام از ریسک کمتری برخوردار می باشد.

ویژگی های خاص اوراق قرضه

الف- بهره اوراق قرضه درآمدی: با این شرط پرداخت می شود که شرکت بتواند به اندازه ای درآمد کسب کند که هزینه بهره آن پوشش داده شود.معمولا اوراق قرضه درآمدی، برای تغییر ساختار مالی شرکتهایی که مشکل مالی دارند، منتشر می شود.

ب- اوراق قرضه قابل تبدیل: می تواند تحت شرایط مشخص و به اختیار دارنده آن به سهام عادی و یا دیگر اوراق بهادار شرکت به قیمتی از پیش تعیین شده(قیمت تبدیل) تبدیل شوند. شرکت در ازای امتیاز قابلیت تبدیل این اوراق، نسبت به سایر اوراق قرضه،بهره ی کمتری پرداخت می کند از مزایای این اوراق، نرخ سودتضمین شده ی کمتر و تامین سرمایه ی موردنیاز با تبدیل آن به سهام در بلندمدت است.

ج-ضمانتنامه خرید،ضمیمه شده سهام: برای افزایش جذابیت اوراق قرضه به دارنده آن اجازه داده می شود که طی دوره زمانی مشخص و به قیمت تعیین شده سهام عادی شرکت را خریداری نمایند

د- اوراق قرضه قابل بازخرید:شرکت : ناشر را مجاز می دارد تا اوراق قرضه منتشرشده را پیش از سررسید طبق قرارداد تعیین شده به قیمت مشخص بازخرید نماید. قیمت بازخرید این اوراق معمولا بیش از ارزش اسمی است که به مبلغ مازاد پرداختی بر ارزش اسمی صرف باز خرید می گویند.

مزایای اوراق قرضه

1- داشتن هزینه بدهی ثابت و از پیش تعیین شده و عدم وابستگی آن به سطح سود شرکت.

2- هزینه بهره این اوراق هزینه قابل قبول مالیاتی است.: که با کسربهره پرداختی از رقم سود، موجبات کاهش میزان مالیات بر درآمد، فراهم می گردد.به این مزیت اوراق قرضه،"سپر مالیاتی" گفته می شود.

3-قابل بازخرید بودن اوراق قرضه انعطاف پذیری ساختار سرمایه شرکت را افزایش می دهد.

4-در صورتی که سطح عمومی قیمت ها افزایش یابد، استفاده از اوراق بدهی بدلیل مشخص و ثابت بودن تعهدات ان به صرفه تر می باشد و هزینه آن با گذراندن زمان روند نزولی خواهد داشت.

معایب اوراق قرضه

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

1- عدم وابستگی هزینه بهره اوراق قرضه به سود شرکت ممکن است چندان مناسب نباشد.

2- سررسید مشخص اوراق قرضه برنامه ریزی دقیق و مناسبی را از سوی مدیریت برای بازپرداخت آن می طلبد.

3-بالا رفتن درجه اهرم شرکت، ریسک بیشتری را متوجه سهامداران خواهد کرد.: از این رو به تناسب افزایش ریسک مالی، بازده بیشتری را طلب می کنند که ممکن است موجبات کاهش ارزش سهام عادی شرکت را فراهم سازد.

▪ معایب اوراق قرضه:

۱- کاهش سود هر سهم در صورتیکه بازدهی بیشتر از هزینه بهره اوراق قرضه به دست نیاید.

۲-احتمال ورشکستگی به علت ناتوانی در پرداخت به موقع تعهدات قرضه.

۳- ناتوانی در گرفتن وام های دیگر در صورت افزایش ریسک مالی و هزینه سرمایه شرکت.

۴- عدم کاربرد تامین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه در صورت بالا بودن نرخ بهره.

۵- شرایط و قید و بندهای منفی که در قرار داد اوراق قرضه گنجانده می شود مانع بسیاری فعالیت‌های شرکت است.

سهام ممتاز

سهام ممتاز نوعی از سهامی است که دارنده آن نسبت به در آمدها و دارایی های شرکت حق یا ادعای محدود و معینی دارد. سهام ممتاز را اوراق بهادار دو رگه گویند زیرا هم ویژگی اوراق قرضه و هم خصوصیت سهام عادی را دارد.

▪ انواع سهام ممتاز:

۱- سهام ممتاز جمع شونده: در این نوع سهام شرکت حق پرداخت هیچ سودی به سهامداران عادی را نخواهد داشت مگر اینکه سود سهام ممتاز انباشته شده در سال های قبل را بپردازد.

۲- سهام ممتاز مشارکتی: دارندگان این نوع سهام حق دارند پس از دریافت میزان معینی سود سهام در تقسیم سود با صاحبان سهام عادی سهیم شوند یا مشارکت کنند.

۳- سهام ممتاز قابل تبدیل: دارندگان این نوع سهام حق دارند در صورت تمایل سهام ممتاز خود را به سهام عادی تبدیل کنند. (نرخ تبدیل نیز از پیش تعیین می شود)

۴- سهام ممتاز قابل باز خرید: شرکت منتشر کننده این نوع سهام در هر زمان که بخواهد می تواند آنها را باز خرید کند و از دور خارج نماید. قیمت باز خرید معمولاً بیش از قیمت فروش یا ارزش اسمی است و با گذشت زمان کاهش می‌یابد.

۵- سهام ممتاز با نرخ شناور: نرخ سود این نوع سهام ثابت نیست وبا نرخ بهره بازار ارتباط دارد. معمولاً میزان سود این سهام برای مدتی کم پس از انتشار ثابت می ماند و شرکت منتشر کننده پایین‌ترین (کف) و بالاترین (سقف) میزان سود پرداختی آن را تعیین می کند. معمولاً برای اینکه ریسک بازار در پایین ترین حد باقی بماند شرکت انتشار دهنده این اوراق باید نرخ بازده آنها را به گونه ای تعیین کند که در بازار به قیمتی معادل یا حدود ارزش اسمی خرید و فروش شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

سهام ممتاز

اگر چه سهام ممتاز از حقوق مالکانه است اما با این حال ترکیبی از خصوصیات بدهی سهام عادی را دارا می باشند.

برخی از مهمترین این خصوصیات

- ✓ اولویت در دریافت سود سهام.
- ✓ اولویت نسبت به دارایی ها.
- ✓ بازده ثابت.
- ✓ سود سهام مشارکتی.
- ✓ عمر نامشخص.
- ✓ معمولا سهام ممتازفاقد حق رای است
- ✓ سود سهام جمع شونده
- ✓ سایرویژگیها

ترتیب اولویت دارندگان اوراق بهادار در دریافت سود سهام و سهم از دارایی ها

- ✓ دارندگان اوراق قرضه
- ✓ سهامداران ممتاز
- ✓ سهامداران عادی

▪ **مزایای سهام ممتاز:**

۱- به نفع بودن انتشار آن در صورتیکه نرخ بازدهی شرکت بیش از هزینه خاص آن باشد: سهام ممتاز برای شرکتهایی که نمی توانند وام بگیرند وسیله خوبی است و در شرایط تورمی نیز انتشار آن به نفع شرکت است زیرا میزان سود آن رقم ثابتی است که از محل سودهای آتی پرداخت می شود.

۲- هزینه خاص سرمایه سهام ممتاز کمتر از هزینه خاص سرمایه سهام عادی است: زیرا دارندگان آن از نظر دریافت سود و اصل مبلغ سرمایه گذاری بر سهامدارن عادی تقدم دارند.

۳-تعداد کسانی که در این نوع سهام حق رای دارند محدود است (در شرایط خاص)

۴- سهام ممتاز را می توان با قابلیت باز خرید یا قابلیت تبدیل انتشار داد.

۵- شرکت نسبت به پرداخت سود سهام ممتاز الزام قانونی ندارد: یعنی شرکت در صورت به تاخیر انداختن پرداخت سود سهام ممتاز مجبور نیست اعلام ورشکستگی نماید.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

▪ نقاط ضعف سهام ممتاز:

1- کاهش سود هر سهم عادی در صورتی که شرکت نتواند برابر با هزینه سرمایه سهام ممتاز بازده داشته باشد.

۲- هزینه سرمایه سهام ممتاز بیش از هزینه سرمایه اوراق قرضه است: زیرا ریسک سهام ممتاز بیشتر از اوراق قرضه است و همچنین سود سهام ممتاز هزینه قابل قبول مالیاتی نیست.

۳- نپرداختن یا به تاخیر انداختن پرداخت سود سهام ممتاز باعث کاهش ارزش سهام عادی و ممتاز شرکت می شود.

۴- مواجه شدن با مشکل نقدینگی در صورت باز خرید بودن سهام ممتاز

۵-انجام برخی از کارها منوط به تصویب سهامداران ممتاز است. (انتشار سهام ممتاز اضافی یا اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام ممتاز)

۶- شاید وضع بگونه ای باشد که شرکت به جای انتشار سهام ممتاز مجبور به استفاده از محل سود انباشته یا انتشار سهام عادی گردد.

اوراق بهادار با درآمد ثابت و ریسک مالی

- ریسک مالی ازسود قبل ازبهره ومالیات (EBIT)شروع شده و به سود هرسهم (EPS) ختم می شود.
- اهرم مالی، هزینه هایی که شرکت برای تامین مالی متحمل شده (از قبیل هزینه بهره ی وامها و اوراق قرضه یا سودسهام) را مدنظر قرار می دهد.

سهام عادی

سهام عادی یک اوراق بهادار می باشد که معرف باقیمانده حقوق مالکانه بر شرکت سهامی است.در صورت سودآور بودن عملیات شرکت، سهام عادی حق مشارکت دارنده آن را در سود شرکت تضمین می کند. حقوق سهامداران عادی در اساسنامه شرکت مشخص می شود. یک استثنا در این مورد زمانی اتفاق می افتد که بیش از یک نوع سهام عادی منتشر شود. دراین حالت، گفته می شود که شرکت دارای سهام عادی طبقه بندی شده است.اغلب به دو نوع A و B تقسیم می شوند.

- ✖ سهام عادی A به عموم فروخته شده و بابت آن سود سهام پرداخت می شود و دارنده آن حق رای کامل دارد.
- ✖ سهام عادی نوع B در تملک موسسین شرکت بوده و همانند اوراق قرضه در آمدی پرداخت سود سهام منوط به این می باشد که عایدی شرکت به سطح معینی برسد.

سهام مجاز و سهام منشرشده

سهام مجاز: تعداد سهامی است که شرکت طبق اساسنامه می تواند منتشر کند.

سهام منتشرشده: آن تعداد از سهام مجاز که در دست سهامداران می باشد، نامیده می شود.

مزیای سهام عادی

- بازار سهام عادی بسیار سیال تر از بازار سایر اوراق بهادار ازجمله اوراق بدهی است،
- عدم وجود تاریخ سررسید مشخص

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

- مزیت نقدشوندگی بالای این اوراق بهادار

معایب سهام عادی

- سهام عادی در بازارهای رقابتی با حداقل هزینه معاملاتی قابل داد و ستد می شود. در نتیجه منافع سهامداران فعلی شرکت ممکن است که به خطربیفتد.
- سود پرداختی به مالکان این اوراق مانند سهام ممتاز کاهنده ی مالیات نیست.

سود سهام عادی

سود سهام عبارتست از مبلغی از سود که میان سهامداران توزیع می شود،سود سهام به تناسب عملکرد شرکت و میزان وجه نقد موجود توزیع می شود.

3 نوع سود سهام وجود دارد:

- سود سهام نقدی: متداول ترین گونه سود بوده وبه صورت "واحدپولی برای هرسهم " بیان می شود.
- سود سهمی(سهام جایزه): هیات مدیره برمبنای درصد مشخصی به هرسهامدارسهام جدید اعطاکند.
- سود سهام غیر نقدی: می تواند به شکل توزیع اوراق قرضه، سهام ممتاز، سهام دیگر شرکتها، سایراوراق بهاداریا موجودی کالا باشد.

حق تقدم خرید سهام

شرکت ها می توانند منابع مالی مورد نیاز خود را از داخل یا خارج شرکت تامین نمایند از جمله منابع داخلی برای این منظور عدم توزیع سود میان سهامداران می باشد.در صورتی که نیاز بیشتری به منابع مالی وجود داشته باشد شرکت ها می توانند با افزایش سرمایه بر تعداد سهام منتشر شده نزد سهامداران خود بیفزایند.

ساز و کار استفاده از حق تقدم خرید سهام

در این بخش فرض می کنیم که تامین مالی از طریق صاحبان سهام با استفاده از حق تقدم خرید سهام انجام شود در این صورت مسائل مختلفی پیش روی مدیریت شرکت قرار می گیرد که باید بررسی بیشتری بر روی آن ها انجام دهد.

- افت قیمت سهام در روش پذیره نویسی بر مبنای ارزش بازار کمتر از روش پذیره نویسی بر مبنای ارزش اسمی است.
- بنابراین سهامداران در صورت استفاده از حق تقدم خرید سهام تقلیل نیافته و منافع آن ها بیشتر از روش ارزش اسمی حفظ خواهد شد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 16

مقدمه

اهم وظایف مدیران عبارتند از:1. افزایش ارزش واحد تجاری 2 . تامین منابع مالی 3 . سرمایه گذاری در طرحهای سود آور 4 . تخصیص بهینه منابع موجود ارزیابی و انتخاب سرمایه گذاری و تامین منابع مالی برای سرمایه گذاری

در این فصل ضمن ارائه عوامل موثر بر ساختار سرمایه ترکیب بهینه ساختار سرمایه معرفی می شود.

ساختار سرمایه

چگونگی ترکیب منابع تامین مالی شرکت از قبیل:

1. بدهیهای کوتاه مدت

2 . اوراق قرضه

3. بدهی بلند مدت

4 . سهام ممتاز

5 . سهام عادی

با برنامه ریزی ساختار سرمایه میزان بهره وری از وجوه به حداکثر ممکن افزایش می یابد .
با پاسخ به این سوالات مدیر می تواند تصمیم گیری بهینه در ارتباط با تامین مالی داشته باشد:

1 . مبلغ مورد نیازبرای پروژه سرمایه گذاری چقدر است؟

2 . تامین مالی مبلغ مورد نظرچگونه بر ریسک، بازده و ارزش سهامداران تاثیرمی گذارد؟

3 . آیا ترکیب بهینه تامین مالی ،قابلیت اجرای عملی در شرکت را دارد؟

4. شرکت درعمل برای طراحی رویه های تامین مالی باید چه عواملی را مد نظر قرار دهد؟

عوامل موثر بر ساختار سرمایه

1. حقوق مالکانه: انتشار اوراق بهادار جدید این سوال را مطرح می کند که میزان حقوق مالکان جدید این اوراق بهادار تا چه اندازه است. البته در برخی مواقع بدهی ممکن است محدودیتهایی در فعالیتهای مدیریت ایجاد کند از قبیل ممنوعیت در پرداخت سهام و..

حقوق مالکانه سهامداران ممتاز بستگی به داشتن سهام مزبور به حق رای است و در مورد سهامداران عادی جدید به استثنای نوع آن که شامل سهام بدون حق رای است حقوق تمام وکمال را دریافت می کنند.اما در صورتی که سهامداران تمایل به حقوق مالکانه مشترک نباشند شرکت سعی به تامین مالی از طریق سهام ممتاز یا بدهی می نماید.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

2. الزامات پرداخت بدهی: بدهی دارای سرسید است و باید طبق شرایط مقرر پرداخت شود اما سهام ممتاز معمولا فاقد سررسید بوده با این حال دارای اختیار بازخرید بوده که تسویه ان را ممکن می سازد. چنانچه شرکت نخواهد با الزامات بازپرداخت مواجه شود سهام عادی یا ممتاز در اولویت هستند.

3. ادعا نسبت به داراییها: دارندگان اوراق قرضه اولین ادعا کنندگان در صورت انحلال ویا تصفیه شرکت هستند و در وهله بعد سهامداران ممتاز وعادی. و چنانچه شرکت نخواهد که به سرمایه گذاران جدید حق اولویت نسبت به داراییها را اعطا کند سهام عادی ارجح تر است.

4 . ادعا نسبت به سود: اوراق قرضه بدون توجه به سود شرکت باید پرداخت گردد و سهامداران ممتاز اولین حق و الویت را نسبت به سهیم بودن در شرکت را دارند اما فقط تا حد مشخصی. سهامداران عادی دارای حق کامل نسبت به سهیم بودن در سود شرکت را دارند. پس چنانچه شرکت بخواهد میزان حق سرمایه گذاران جدید را نسبت به سهیم بودن درسود محدود کند بدهی یا سهام ممتاز در اولویت است.

اما علاوه بر عوامل ذکر شده در بالا عوامل داخلی و خارجی دیگر نیز بر سیاست تامین مالی اثر دارد که میتوان میزان ریسک شرکت را نام برد.

ریسک مالی و تجاری

ریسک تجاری : ریسک مربوط به سهام شرکت در صورتی که شرکت وام نگیرد.

از لحاظ مفهومی هر شرکتی به طور ذاتی مقدار مشخصی ریسک داردکه ناشی از فعالیتهای عملیاتی شرکت است که به این نوع ریسک ،ریسک تجاری گویند.

*** عوامل مرتبط با ریسک تجاری**

1 . تغییر پذیری تقاضا

2. تغییر پذیری قیمت فروش

3. تغییر پذیری بهای تمام شده نهاده ها

4.توانایی تغییر قیمت ستانده ها برای تغییر در هزینه نهاده ها

5 . توانایی ایجاد محصول جدید به موقع و با شرط فزونی منافع برمخارج.

ریسک مالی : عبارتست از ریسک اضافی که در نتیجه تصمیم گیری شرکت مبنی بر اخذ وام بر صاحبان سهام تحمیل می شود.

*** ویژگیهای ساختار سر مایه بهینه :**

1. بازده : ساختار سرمایه شرکت بیشترین صرفه را داشته باشد. بدون تحمیل هزینه های مازاد ثروت سهامداران را حداکثر کند.

2. ریسک : استفاده یا عدم استفاده بهینه از بدهی

3. ظرفیت استقراضی : باید متناسب با جریانات وجه نقد آتی باشد.

4. انعطاف پذیری : هماهنگی با شرایط جدید با کمترین هزینه.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

5. کنترل :حداقل ریسک از دست دادن کنترل شرکت را داشته باشد.

نظریه های مرتبط با ساختار سرمایه

در زمان نیاز به تامین وجوه، مدیر مالی با انتخاب منبعی که ارزش شرکت را حداکثرنماید ساختار سرمایه بهینه را مد نظر قرار می دهد .

خط مشی شرکت در راستای حداقل کردن هزینه ها بوده که در صورت تحقق باعث حداکثر نمودن ارزش شرکت خواهد شد.

گزینه های قابل انتخاب شرکتها جهت تامین منابع مالی عبارتند از :

1. استقراض

2. انتشار سهام عادی و ممتاز

می توان روابط بین ارزش شرکت و هزینه سرمایه را به صورت جدول زیر نمایش داد.

هزینهٔ سرمایه و ارزش شرکت

	ارزش بازار بدهی	+ارزش بازار سهام منتشر شده	=ارزش کلی بازار شرکت
	B	S	V
علائم اختصاری:			
فرمول هزینهٔ سرمایه:	$K_i = \frac{F}{B}$	$K_e = \frac{E}{S}$	$K_0 = \frac{O}{V}$

که در آن، O: درآمد خالص عملیاتی
E: درآمد قابل تقسیم میان سهامداران عادی
F: هزینه‌بهرهٔ سالانه

از آنجا که V=B+S، می‌توان رابطهٔ زیر را در رابطه با هزینهٔ سرمایه درنظر گرفت:

$$K_o = (\frac{B}{B+S})K_i + (\frac{S}{B+S})K_e$$

با توجه به هزینه های مترتب بر هر یک از روشهای مختلف تامین مالی نظریه های مختلفی برای تعیین ساختار سرمایه شرکتها وجود دارد:

. دیدگاه درآمد خالص

. دیدگاه درآمد خالص عملیاتی

. دیدگاه سنتی

. دیدگاه مودیگلیانیو و میلر

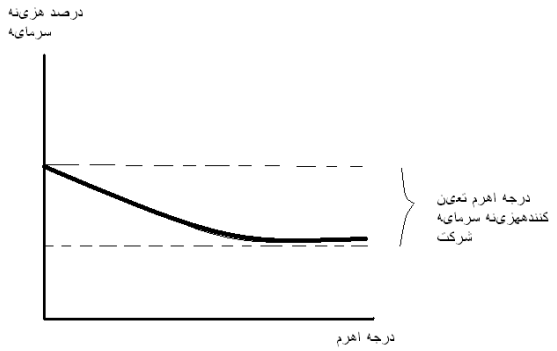
دیدگاه درآمد خالص (NI)

در این دید گاه هزینه بهره بدهی و هزینه سرمایه مستقل از درجه اهرم شرکت فرض شده است. در این روش K_e و K_i بدون توجه به حجم بدهی شرکت ثابت فرض شده است.

به عنوان مثال: اگر هزینه استقراض در یک اقتصاد کمتر از هزینه تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام باشد، حتی اگر شرکتها از حداکثر توان استقراضی خود استفاده کرده باشند و دارای درجه اهرم بالایی نیز باشند، مجددا استفاده از بدهی را مرجح خواهند دانست و آن را موجب کاهش هزینه کلی سرمایه (K_o) و افزایش ارزش کلی شرکت قلمداد خواهد نمود(شکل 1).

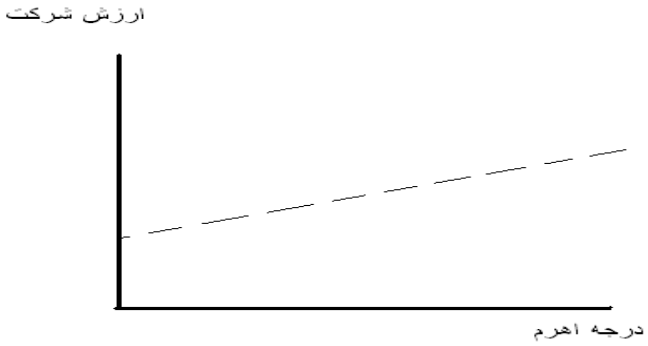
www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir



روش درآمد خالص

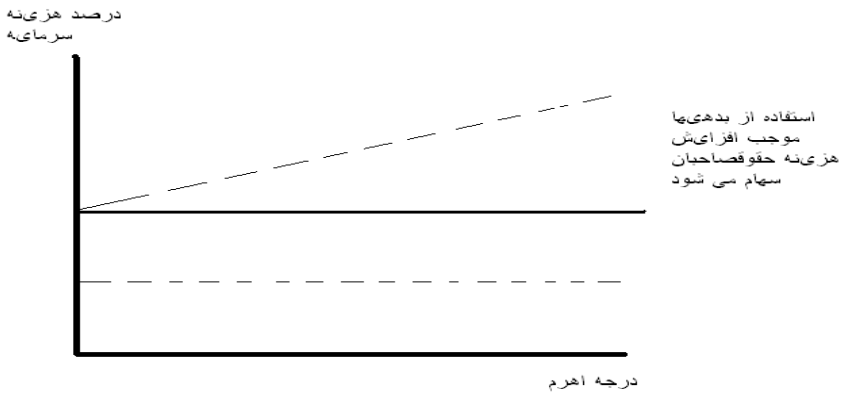
تغییرات ارزش طبق این نمودار بیانگر این است که شرکت باید از حداکثر بدهی برای تامین منابع مورد نیاز استفاده نماید.



ارزش شرکت درروش درآمد خالص

دیدگاه درآمد خالص عملیاتی(NOI)

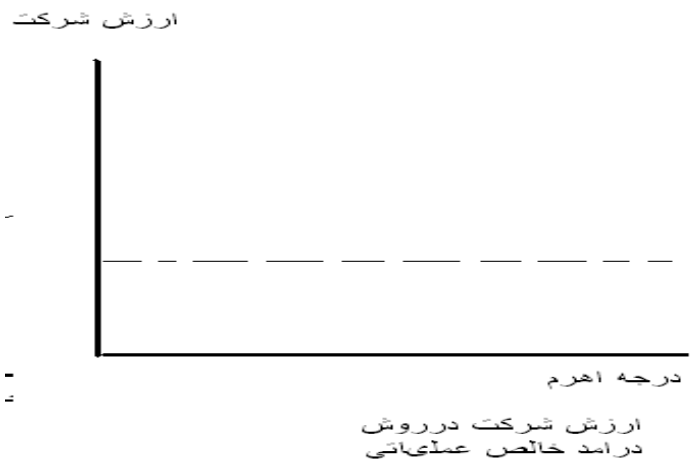
با فرض ثابت بودن K_o در تمام درجات اهرم، ارزیابی کلی شرکت به ساختار سرمایه بستگی نداشته و K_e همواره به نسبت افزایش درجه اهرم افزایش می یابد. به عبارتی این روش اذعان میدارد که هیچ ساختار سرمایه ای مطلوب نیست. هزینه بدهی در هر دو روش NI و NOI ثابت فرض شده است (شکل 3).



ارزش شرکت در روش NOI به صورت این نمودار است. زیرا در این مدل فرض شده است که درجه اهرم بر هزینه متوسط سرمایه شرکت با ارزش بازار آن تاثیری ندارد.

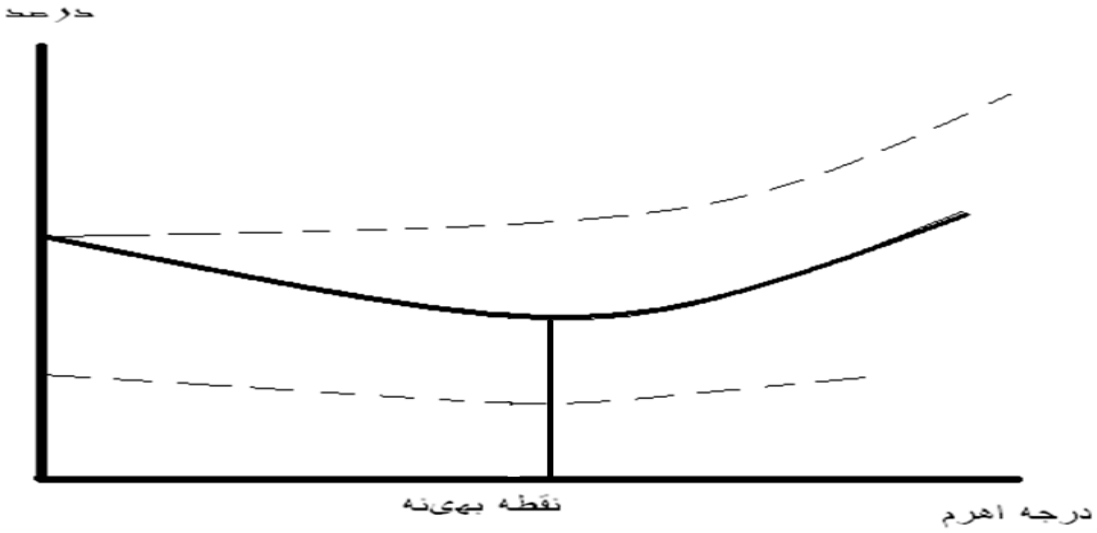
www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir



دیدگاه سنتی

در این نظریه k_e دارای رابطه مستقیم با درجه اهرم بوده و K_i به تناسب افزایش چشمگیر در میزان اهرم افزایش می یابد و ساختار بهینه سرمایه حداقل نقطه ای است که در آن K_o به حاقل اندازه خود برسد. بنابراین در روش سنتی فرض بر این است که هر شرکتی دارای یک ساختار سرمایه بهینه بوده که با به کار بستن عاقلانه اهرم به دست می آید و ضمن کاهش هزینه سرمایه، ارزش شرکت را حداکثر خواهد نمود.



دیدگاه مودیگلیانی و میلر (MM)

مفروضات مدل مزبور عبارتند از :

. درجه ریسک همسان

. بازده مورد انتظار مشابه

. بازار سرمایه کارا

. عدم وجود مالیات بر شرکتها

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری – دکتر وکیلی فرد

بر طبق مفروضات بالا مودیگلیانی و میلر دو فرضیه زیر را اثبات نمودند:

1. ارزش شرکت از حاصل تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات بر نرخ کلی هزینه سرمایه به دست می آید.

2. حقوق صاحبان سهام برابر است با هزینه متوسط سرمایه ثابت به علاوه صرف ریسک اهرم مالی به کار گرفته شده.

نتایج بدست آمده از از تحقیقات MM نشان می دهد که استفاده از میزان بدهی بیشتر، موجب افزایش ارزش شرکت نمی شود (برخلاف روش NI).

با فرض عدم وجود مالیات، ارزش شرکت (V) و هزینه سرمایه آن (K_a) متاثر از ساختار سرمایه آن نمی باشد (مانند روش NPI).

مدل MM با فرض وجود مالیات

هزینه بهره پرداختی شرکت در صورت استقراض یک هزینه قابل قبول مالیاتی بوده و از این رو نسبت به سایر شیوه های تامین مالی نوعی سپر مالیاتی برای شرکت ایجاد می نماید. در چنین شرایطی، ارزش شرکتی که از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده نموده، در مقایسه با شرکتی که فاقد اهرم می باشد، به اندازه ارزش فعلی صرفه جویی مالیاتی ناشی از به کارگیری بدهی بیشتر است.

باید گفت اگر چه روش MM نسبت به روشهای دیگر از درجه توجیه بالایی برخوردار است اما بر پایه مفروضاتی بیان شده است که مصادیق آن در دنیای واقعی کمتر وجود داشته باشد.

شیوه های تعیین ساختار سرمایه بهینه

1. روش (تعیین نقطه بی تفاوتی) EBIT-EPS

2. روش بررسی تغییرات ارزش به منظور تعیین تاثیر بدهی بر ارزش سهامداران

3. روش جریان وجوه نقد

نقطه بی تفاوتی: عبارت است از سود عملیاتی (EBIT) که در آن EPS دو راه تامین مالی مساوی است.

روش تجزیه و تحلیل تاثیر بدهی بر سود هر سهم

اهرم : معرف هزینه های ثابت شرکت بوده که میزان ریسک تحمیل شده توسط شرکت را نشان می دهد. این هزینه های ثابت، بازده شرکت، هزینه سرمایه و ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد.

به طور کلی اهرم درصد تغییر متغیر وابسته تقسیم بر متغیر مستقل.

اهرم عملیاتی : معیاری جهت سنجش ریسک عملیاتی شرکت و بیانگر هزینه های ثابت عملیاتی موجود در صورت سود و زیان شرکت می باشد.

هزینه های ثابت اداری و تبلیغات و بازاریابی، عوارض و بیمه در اهرم عملیاتی مد نظر قرار می گیرد.

این اهرم بیانگر درجه تاثیرپذیری سود قبل از بهره و مالیات بر اثر تغییر در حجم فروش است.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

کاربرد اهرم عملیاتی: 1) اهمیت این اهرم به این علت است که تغییر اندک در سطح فروش، تغییرات شدیدتری در سود قبل از بهره و مالیات ایجاد می کند.

2) توجیه اشتباهات مربوط به پیش بینی سود قبل از بهره و مالیات.

اهرم مالی :

1) هزینه های ثابت ناشی از منابع مختلف تامین مالی از قبیل بدهی و سهام ممتاز جهت تامین وجوه لازم برای داراییهای شرکت. (هرچه درجه اهرم مالی بیشتر باشد، ریسک مالی و هزینه سرمایه بیشتر خواهد شد).

2) تغییرات سود سهامداران عدی در مقابل نوسانات EBIT را مد نظر قرار می دهد. درجه اهرم مالی نشان دهنده درصد تغییراتی است که در ازای یک درصد تغییر در سود قبل از بهره و مالیات در سود هر سهم رخ می دهد.

کاربرد اهرم مالی

1) تشدید درصد تغییرات در سود هر سهم

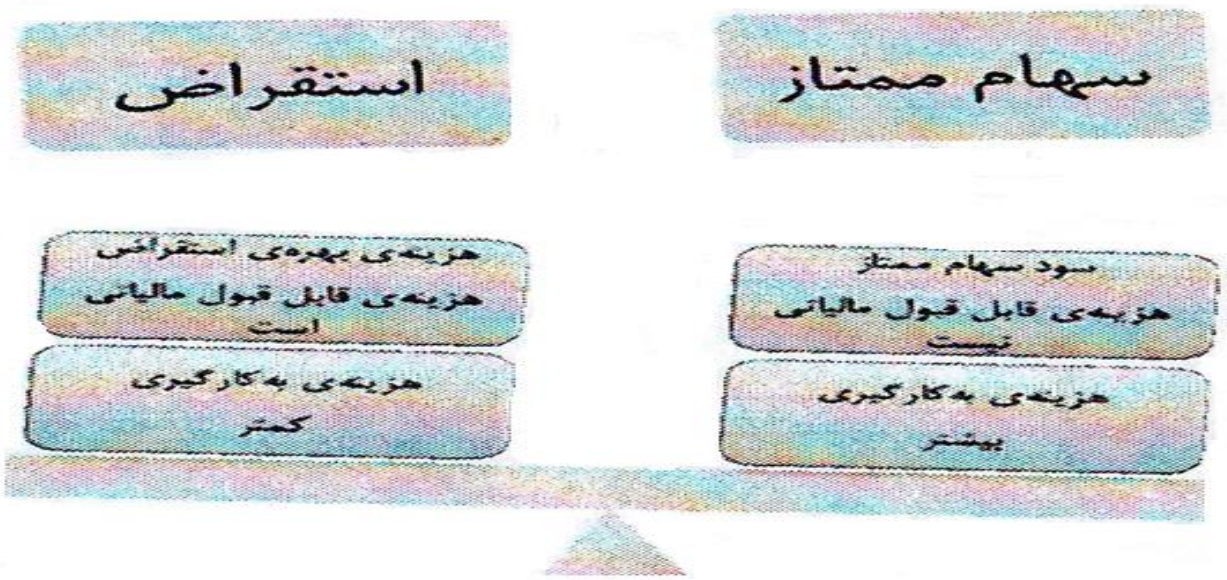
2) توجیه وقوع اشتباهات در پیش بینی سود هر سهم

تاثیر اهرم زمانی که از بدهی استفاده می شود از سهام ممتاز بیشتر است. زیرا:

1.صدور سهام ممتاز هزینه بیشتر از هزینه بدهی است.

2.بهره پرداختی بابت بدهی هزینه قابل قبول مالیاتی قلمداد می شود و موجب یک سپر مالیاتی می گردد (شکل 6).

مقایسه هزینه سهام ممتاز در مقابل هزینه استقراض



شکل 6

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری – دکتر وکیلی فرد

اهرم مالی به دلیل تاثیر بر سود هر سهم ، یک شاخص مهم در برنامه ریزی ساختار سرمایه شرکت محسوب می شود. شرکتهایی که رقم سود قبل از کسر مالیات وبهره بالایی دارند می توانند استفاده های مفیدی از درجات بالای اهرم جهت افزایش بازده حقوق صاحبان سهام به عمل آورند.

که یک شیوه معمول جهت آزمون میزان تاثیر اهرم، تجزیه و تحلیل روابط بین EPS و درجات مختلف EBIT در هریک از روشهای تامین مالی می باشد.

فرضا:

شرکتی فاقد بدهی و دارای 100000 دلار سهام عادی به ارزش اسمی 10 دلار باشد. شرکت قصد دارد مبلغ 250000 دلار جهت سرمایه گذاری در یکی از پروژه های خود تامین مالی نماید کدام راه حل را پیشنهاد می کنید :

الف) صدور 25000 سهام عادی به ارزش اسمی

ب) استقراض با نرخ بهره 8 درصد

ج) صدور 2500 عدد سهام ممتاز 100 دلاری با نرخ 8 ٪ سود

اگر سود قبل از کسر بهره و مالیات پس از افزوده شدن سرمایه اضافی مبلغ 312500دلار و نرخ مالیات 50٪ باشد، تاثیر هر یک از روش ها بر سود هر سهم مطابق جدول می باشد.

سود هر سهم در هریک از روشهای مختلف تأمین مالی: (با فرض اینکه EBIT مساعد باشد)

	صدور سهام عادی	استقراض	صدور سهام ممتاز
سود قبل از کسر بهره و مالیات	۳۱۲,۵۰۰	۳۱۲,۵۰۰	۳۱۲,۵۰۰
کسر می‌شود: بهره	—	(۲۰,۰۰۰)	—
سود قبل از کسر مالیات	۳۱۲,۵۰۰	۲۹۲,۵۰۰	۳۱۲,۵۰۰
کسر می‌شود: مالیات	(۱۵۶,۲۵۰)	(۱۴۶,۲۵۰)	(۱۵۶,۲۵۰)
سود بعد از کسر مالیات	۱۵۶,۲۵۰	۱۴۶,۲۵۰	۱۵۶,۲۵۰
کسر می‌شود: سود سهام ممتاز	—	—	(۲۰,۰۰۰)
سود قابل تقسیم میان سهامداران عادی	۱۵۶،۲۵۰	۱۴۶،۲۵۰	۱۳۶،۲۵۰
سهام عادی منتشره در دست سهامداران	۱۲۵,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰
سود هر سهم	۱/۲۵	۱/۴۶	۱/۳۶

همانطور که ملاحظه کردید شرکت از طریق استقراض می تواند سود هر سهم را به حد اکثر برساندف با وجود اینکه نرخ سود سهام ممتاز برابر با نرخ بهره بدهی است، ولی EPS در تامین مالی به روش استقراض بیشتر است. زیرا هزینه بهره یک هزینه قابل قبول مالیاتی است در حالی که سود سهام ممتاز این امتیاز را ندارد. با افزایش میزان EBIT رقم سود هر سهم با استفاده از درجات بالای اهرم به سرعت روند صعودی خواهد یافت. اما چنانچه شرکت با استفاده از داراییها قادر به کسب نرخ بازدهی بیش از نرخ بهره استقراض (نرخ سود سهام ممتاز) نباشد، این عدم توانایی اثر معکوس بر سود هر سهم خواهد گذاشت. با استفاده از جدول شماره 4 مشخص است که در شرایط نامساعد یعنی زمانی که نرخ بازده مجموع داراییها کمتر از هزینه بدهی است، سود سهم در صورت استفاده از اهرم کاهش می یابد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

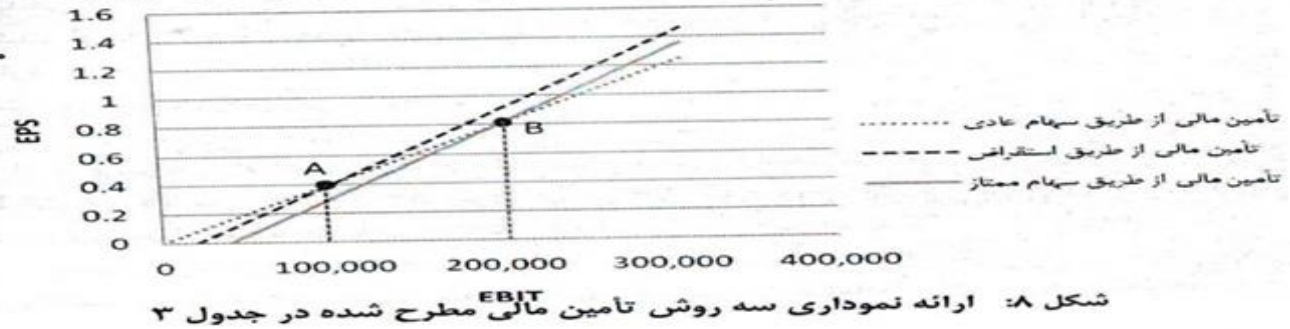
در صورتی که سود قبل از کسر مالیات و بهره 75000 دلار باشد دراین صورت جدول 4 را خواهیم داشت:

جدول ٤: سود هر سهم در هریک از روشهای مختلف تأمین مالی: (با فرض اینکه EBIT نامساعد باشد)

	صدور سهام عادی	استقراض	صدور سهام ممتاز
سود قبل از کسر بهره و مالیات	۷۵,۰۰۰	۷۵,۰۰۰	۷۵,۰۰۰
کسر می‌شود: بهره	—	(۲۰,۰۰۰)	—
سود قبل از کسر مالیات	۷۵,۰۰۰	۵۵,۰۰۰	۷۵,۰۰۰
کسر می‌شود: مالیات	(۳۷,۵۰۰)	(۲۷,۵۰۰)	(۳۷,۵۰۰)
سود پس از کسر مالیات	۳۷,۵۰۰	۲۷,۵۰۰	۳۷,۵۰۰
کسر می‌شود: سود سهام ممتاز	—	—	(۲۰,۰۰۰)
سود قابل تقسیم میان سهامداران عادی	۳۷,۵۰۰	۲۷,۵۰۰	۱۷,۵۰۰
سهام عادی منتشره در دست سهامداران	۱۲۵,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰
سود هر سهم	۰/۳۰	۰/۲۷	۰/۱۷

شکل ۸ اطلاعات مفیدی را به ترتیب زیر ارائه می‌کند:

- تا پیش از نقطهٔ A، تأمین مالی از طریق سهام عادی و بعد از آن به روش استقراض ممتاز



شکل ۸: ارائه نموداری سه روش تأمین مالی مطرح شده در جدول ۳

نکته ۱: جهت محاسبهٔ سود هر سهم (EPS) می‌توان از طریق فرمول زیر عمل نمود:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1-t) - E}{N}$$

که متغیرهای آن عبارتند از:

EBIT: سود قبل از کسر بهره و مالیات

I: هزینهٔ بهره

t: نرخ مالیات

E: سود سهام ممتاز

N: تعداد سهام عادی

از طرفی از آنجا که نقطهٔ سربه‌سر مالی سطحی از EBIT است که در آن EPS صفر می‌باشد؛ بنابراین در نقطهٔ سربه‌سر مالی داریم:

$$EBIT = I + \frac{E}{1-t}$$

نکته ۲: جهت محاسبهٔ نقطهٔ بی‌تفاوتی بین دو روش تأمین مالی می‌توان از فرمول زیر استفاده نمود:

$$\frac{(EBIT - I)(1-t) - E}{N_1} = \frac{(EBT - I)(1-t) - E}{N_2}$$

تجزیه و تحلیل EBIT-EPS به‌عنوان یک ابزار مهم در اختیار مدیران مالی جهت مدیریت ساختار سرمایهٔ شرکت محسوب می‌شود. مدیر مالی می‌تواند نوسانات ممکن در EBIT را مورد ملاحظه قرار داده و اثرات آن را بر EPS در هریک از طرحهای مختلف مالی آزمون کند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

نتیجه گیری کلی

هر چه سود قبل از کسر بهره و مالیات بیشتر باشد و احتمال نوسانات رو به پایین کمتر باشد، به کار گیری بدهی در ساختار سرمایه تبعات مثبت بیشتری را برای شرکت به همراه خواهد داشت.

روش EBIT-EPS نخستین گام در تعیین چگونگی ساختار سرمایه به حساب می آید.

محدودیتهای سود هر سهم به عنوان معیار تصمیم گیری در ارتباط با تامین مالی

در عمل EPS هر سهم از گسترده ترین معیارهای اندازه گیری عملکرد شرکت می باشد و گاهی اوقات در عمل برای انتخاب بدهی یا سرمایه، بیش از حد معمول از EPS استفاده می شود، حال آنکه EPS برای ارزیابی تصمیمات تامین مالی محدودیتهای اساسی دارد.

ازجمله کاستی های EPS به عنوان معیار تصمیم گیری مالی اینکه نادیده گرفتن ریسک می باشد این معیار احتمال تغییر EPS را در نظر نمی گیرد.

نتیجه این باور که سرمایه گذاران تنها با EPS مورد انتظار سرو کار دارند از اساس کافی برخوردار نمی باشد. سرمایه گذاران در ارزیابی سهام شرکت هم ارزش مورد انتظار و هم تغییر پذیری آن را مد نظر قرار می دهند.

تغییر پذیری EPS و ریسک مالی

همانطور که می دانیم ریسک مالی با درجه اهرم رابطه مستقیم دارد، زیرا استفاده بیشتر از استقراض موجب 1- افزایش در تغیر پذیری سود هر سهم و 2- افزایش احتمال ورشکستگی می گردد.

شرکت می تواند با عدم استفاده از بدهی در ساختار سرمایه خود کل ریسک مالی را به صفر برساند اما سهامداران از مزایای افزایش احتمالی EPS محروم خواهند شد. حال چنانچه هزینه بهره بدهی بیش از افزایش مورد انتظار در EPS نباشد، شرکت ممکن است جهت تامین مالی تا میزا نریسک مالی مجاز از سوی سهامداران اقدام به استفاده از استقراض نماید.

آیا با توجه به محدودیتهای EPS باید در تصمیم گیری تامین مالی نادیده گرفته شود؟

معیار EPS یک مقیاس مهم عملکرد شرکت محسوب می شود ولی یک معیار تصمیم نیست.

شرایط واقعی و ریسک تجاری

شرکتهای خدمات عمومی جهت تامین مالی از حجم بالای بدهی استفاده می کنند.

افته شرکت کشتی سازی HSLنوسان قیمت مواد خام و سایر اجزا موجب بالا و پایین شدن سودیک شرکت کشتی سازی هندی گردید.

به علت رقابت محصولات مشابه سایر کشورهای برخوردار از نرخ حمایتی سفارشات شرکت هندی مستمرا کاهش می یافت .

شرکت برای حفظ بقای خود در کوتاه مدت اقدام به استقراض نمود

شرکت در دام بدهی گرفتار و ورشکست گردید.

شرکتهای باروند نزولی فروش نباید از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده نمایند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

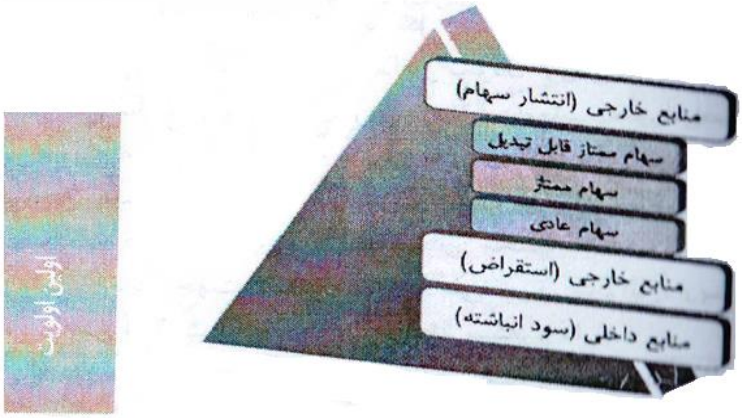
خلاصه کتاب تصمیم گیری – دکتر وکیلی فرد

مزایای مالیاتی در مقابل هزینه های ورشکستگی روش استقراض

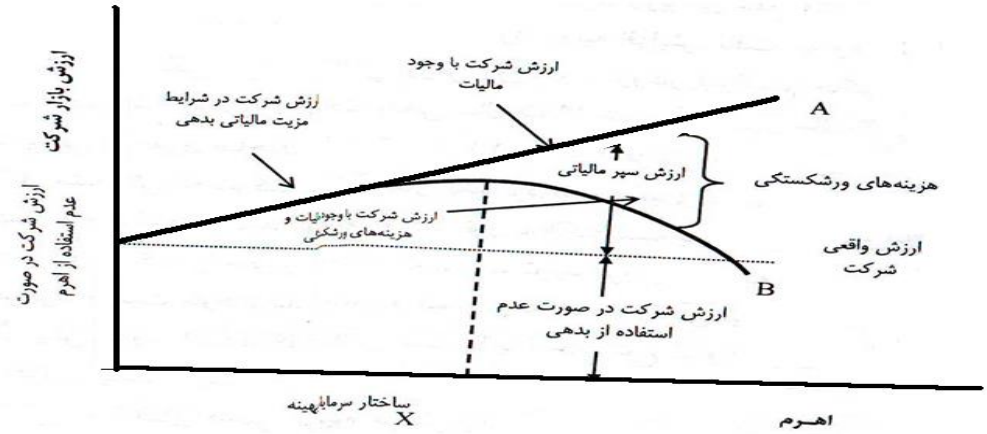
ظرفیت استقراضی : معرف مبلغی است که هر واحد انتفاعی می تواند حتی در شرایط نامطلوب نیز به راحتی از عهده باز پرداخت آن برآید.

مواجه شدن با مضیقه مالی و افزایش احتمال ورشکستگی از معایب استقراض بیش از ظرفیت می باشد .

فرض ترتیب هرمی تامین مالی (انعطاف پذیری وکنترل)



ترتیب هرمی تأمین مالی از دیدگاه مایرز



تأثیر مالیات و هزینه‌های ورشکستگی در تصمیمات ساختار سرمایه

افته شرکت ملی آلومینیوم این مساله را برای ما بیان می کند که استقراض، برای سرمایه گذاری در صنایعی که با ظرفیت مازاد و نوسان قیمتهای بین المللی و کمبود یا گران بودن منابع تامین انرژی روبرو هستند در صورتی که فرایند عملیاتی شرکت با ابهاماتی روبروست باعث تشدید بحرانهای مالی خواهد شد

نکته: ارزش شرکتی که ازاهرم استفاده می نماید تابعی از اثر مالیات ، مضیقه مالی و هزینه های مرتبط

$V_1 = V_u + NDT - FD$

که متغیرها عبارتند از

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

NDT : ارزش فعلی صرفه جویی مالیاتی

V_1: ارزش شرکت دارای اهرم

FD: ارزش فعلی مضیقه مالی و هزینه های آن

V_u: ارزش شرکت فاقد اهرم

روش جریان وجوه نقد

محافظه کاری یکی از مشخصه های ساختار سرمایه استوار است.

با هزینه های ثابت تحمل شده بابت استقراض یا صدور سهام ممتاز در ساختار سرمایه و توانایی شرکت در کسب وجوه نقد برای ایفای تعهدات سر و کار دارد که هزینه ثابت به مدت زمان باز پرداخت و مبلغ تامین اعتبار شده با استفاده از اوراق بهادار بستگی دارد.

هرچه میزان حجم انبوهی از سهام ممتاز وبدهی باسررسید کوتاه مدت بیشتر هزینه ثابت بسیارزیاد خواهد شد.

نسبت بازپرداخت اقساط وام که همان نسبت خالص جریانات نقدی به

هزینه های ثابت می باشد.

اجزای جریانات نقدی

ما به منظور تصمیم گیری راجع به خط مشی بدهی شرکت باید جریانات نقدی طی دوره را تجزیه و تحلیل کنیم تا بتوانیم تغییر و تحولات مختلف را پوشش دهیم.

جریانات نقدی عملیاتی : مربوط به عملیات شرکت می باشند

جریانات نقدی غیر عملیاتی : شامل مخارج سرمایه ای و تغییرات سرمایه در گردش

جریان نقدی مالی :به 2 گروه تقسیم میشوند:

1-تعهدات مبتنی بر قرارداد:شامل تعهدات مبتنی بر قرارداد (بهره –اجاره بها –اصل مبالغ بدهی).

2- تعهدات مبتنی بر خط مشی: از قبیل سود سهام که ایفای آن منوط به صلاحدید هیئت مدیره می باشد.

این تجزیه و تحلیل نشان می دهد که کاهش فروش منجر به وضعیت نابسامان برای شرکت نمی شود زیرا ممکن از طریق موجودی بلند مدت یا مطالبات جبران شود.

تجزیه و تحلیل جریانات نقدی در مقابل تجزیه وتحلیل EBIT-EPS

روش تجزیه و تحلیل جریانات نقدی، بر نقدینگی و توان پرداخت بدهی شرکت در طی یک دوره زمانی تمرکزمی کند حتی در شرایط نامساعد بنابراین میزان توانایی شرکت را در قبال تعهدات ثابت نشان می دهد.

- فراتر از تجزیه و تحلیل سود و زیان بوده وتغییرات در اقلام ترازنامه را مورد بررسی قرار می دهد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

- شناسایی وجوه نقد احتیاطی: شرکت می تواند جهت مواجه شدن با شرایط نامساعد احتمالی برنامه ریزی کند.

- تهیه فهرست جریانات نقدی بالقوه: که در شرایط اضطراری می تواند مفید باشد.

- تجزیه و تحلیل پویای بلند مدت.

- ارائه یک شیوه عملی در به کار گیری تئوری تامین مالی.

تجزیه وتحلیل جریانات نقدی در مقابل نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام

جریانات نقدی صراحتا توانایی شرکت به پوشش تعهدات مالی ثابت وایفای تعهدات را بیان می کند که در این صورت نسبت بالای بدهی به حقوق صاحبان سهام حاکی از وجود ریسک نخواهد بود و ریسک از مبنای میزان توانایی جریانات نقدی شرکت مشخص می شود ونه از روی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام. که این خود می تواند گمراه کننده باشد.البته تجزیه و تحلیل جریانات نقدی محدودیتهایی دارد که پیش بینی تمامی عوامل موثر برجریانات نقدی کار مشکلی است. بنابر این یک روش بدون خطا نیست.

ملاحظات عملی در تعیین ساختار سرمایه

تعین ساختار سرمایه علاوه بر مطالب بیان شده در عمل نیازمند ملاحظات دیگر، در ارتباط با EPS، ارزش و جریانات نقدی شرکت است عمده ترین ملاحظات مورد توجه را می توانم به صورت زیر بر شمرد:

1. کنترل

الف) کنترل در شرکتهای سهامی عام

با انتشار سهام جدید ریسک کاهش کنترل وجود دارد ولی در شرکتهای سهامی عام بدلیل وجود سهامداران زیاد کاهش کنترل مسئله مهمی نیست

ب) کنترل در شرکتهای سهامی خاص

با انتشار سهام جد ید کنترل کاهش می یابد و ترس از دست دادن کنترل مدیریت را به سمت تامین سرمایه از منابع استقراضی سوق می دهد.

با افزایش حجم بدهی یکسری محدودیتهای برای تامین اعتبار بوجود

می آید که آزادی عمل را از مدیریت می گیرد .

2. انعطاف پذیری مالی : به معنی توانایی شرکت در تطبیق ساختار سرمایه با نیازهای ناشی از تغییر در شرایط.

الف –قرارداد وام با اعمال محدودیت از آزادی شرکت می کاهد

قراردادهای وام ممکن است در برگیرنده محدودیتهایی برای توزیع

سود سهام نقدی میزان مخارج سرمایه ای و... باشد

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ب- باز پرداخت پیش از موعد سررسید:در صورتی که شرکت بتواندقبل از موعد سررسید بدهی یا سود سهام ممتاز خود را تسویه کند باعث افزایش انعطاف پذیری شرکت می شود در این صورت فرصت سرمایه گذاری های سود آور تر را از دست نمی دهد.

ج- سرمایه ذخیره ای: هر چه ظرفیت استقراضی بیشتر باشد انعطاف پذیری مالی هم بیشتر است.

3. بازار پذیری: به معنای آمادگی سرمایه گذاران برای خرید یک ورق بهادار و انتظار بازدهی معقول در یک دوره زمانی معین.

وضعیت بازار:

عاملی مهم در برنامه ریزی زمان انتشار سهام می باشد بسته به رونق یا رکود سهام یا اوراق بدهی منتشر نمود.

4. اندازه شرکت عامل مهمی است بر سرمایه و میزان دسترسی به وجوه.

5. هزینه های نمایندگی:هزینه ناشی از تفویض اختیار تصمیم گیری از سوی مالک به مدیر را گویند.

چرخه عمر رشدی شرکت

هر شرکتی دارای چرخه عمر مشخصی می باشد که متناسب با نوع فعالیت و عملکرد آن ممکن است مدت زمان هر یک از دوره های در چرخه مزبور متفاوت باشد. به تناسب رشد شرکت و بلوغ آنها، جریانات نقدی و میزان ریسک آنها نیز از الگویی قابل پیش بینی تبعیت می کند. تصمیمات تامین مالی اتخاذ شده توسط شرکت منعکس کننده این تغییرات است. که شامل 5 مرحله است:

1 - راه اندازی شرکت:شرکتی که پس از مراحل قانونی از طریق سرمایه مالکان یا بدهی شروع به فعالیت می کند.

2- توسعه: پس از جذب مشتریان نیاز به تامین مالی بیشتر می شود بنابراین مالکان به حقوق صاحبان سرمایه شرکت برای پر کردن این خلاء توجه دارند که برخی از شرکتهای سهامی عام در این موارد به انتشار سهام جدید روی می آورند

3- رشد بالا: در این مرحله که فروش و سود شرکت روند صعودی دارد شرکت اقدام به انتشار سهام عادی می کند.

4- بلوغ: در این مرحله شرکت به دلیل وجه نقد و سود کافی حاصل از نتیجه سرمایه گذاری دوره قبل تمایل کمتری به سرمایه گذاری دارد و نیازهای مالی خود را از طریق منابع داخلی تامین می کند و بیشتر به بدهی به عنوان استقراض از بانک یا اوراق قرضه شرکتی روی می آورد.

5- رکود: آخرین مرحله که عمر کسب و کار شرکت به پایان می رسد و شرکتهای رقیب بازار را از آن خود کرده و این سرمایه گذاری در دوره های قبل است که موجبات ادامه کسب درآمد شرکت می گردد.که هم سودآوری و هم درآمد شرکت روند نزولی دارد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 17

مقدمه:

هدف اصلی هر شرکتی حداکثر نمودن ارزش فعلی جریانات نقدی مورد انتظار است.

عواملی که در بازار در تعیین ارزش شرکت موثرند شامل :

سود خالص شرکت،سود تقسیمی،نرخ رشد شرکت وسایر عوامل دیگر.

موضوعات مرتبط با تعیین ارزش شرکت شامل:

بررسی عرضه عمومی سهام بمنظور افزایش سرمایه،به حداکثر رساندن منافع سهامداران فعلی،تعیین قیمت وزمان عرضه سهام وسایر موارد مرتبط دیگر.

مفهوم ارزش

- ارزش یک ورق بهادار را می توان بر حسب مقدار پولی که در زمان مشخص بابت آن پرداخت می شود تعریف کرد. ارزش یک ورق بهادار در بازار آن، (البته در صورت وجود بازار یا بر حسب قواعد و رویه های قابل اعمال حسابداری برای آن) تعیین می شود.
- چهار مفهوم اصلی ارزش عبارتند از:
- 1 . ارزش با فرض تداوم فعالیت: ارزش اوراق بهادار یک شرکت فعال و سودآور با این چشم انداز که ادامه کسب و کار آن شرکت در آینده میسر می باشد.
- 2. ارزش تصفیه (انحلال): تعیین باقیمانده شرکت پس از فروش دارائیها و پرداخت بدهیهای خود،که باید بین سهامداران خود تقسیم نماید، یعنی مبلغی که سهامداران پس از تصفیه بدهیها انتظار دریافت آن را دارند.
- 3. ارزش بازار: ارزشی که در بازار اوراق بهادار براساس آن مورد مبادله قرار می گیرد. به بیان دیگر همان ارزش بدهی یا حقوق مالکانه ای است که در قالب برداشت بازار از ارزش اوراق قرضه یا سهام شرکت منعکس می گردد.
- 4. ارزش دفتری: این ارزش با استفاده از استانداردهای حسابداری تعیین شده و از طریق گزارشهای مالی تهیه شده توسط شرکت به خصوص ترازنامه، گزارش می گردد.
- ارزش دفتری سهام عادی عبارتست از حقوق صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام.
- ارزش ذاتی (واقعی):

ارزش ذاتی یک ورقه بهادار عبارت است از ارزشواقعی یک ورقه بدهی یا یک ورقه سرمایه ای که از «قیمت جاری بازار» هر یک از آنها متمایز است.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

عوامل مؤثر بر ارزش ذاتی اوراق بهادار

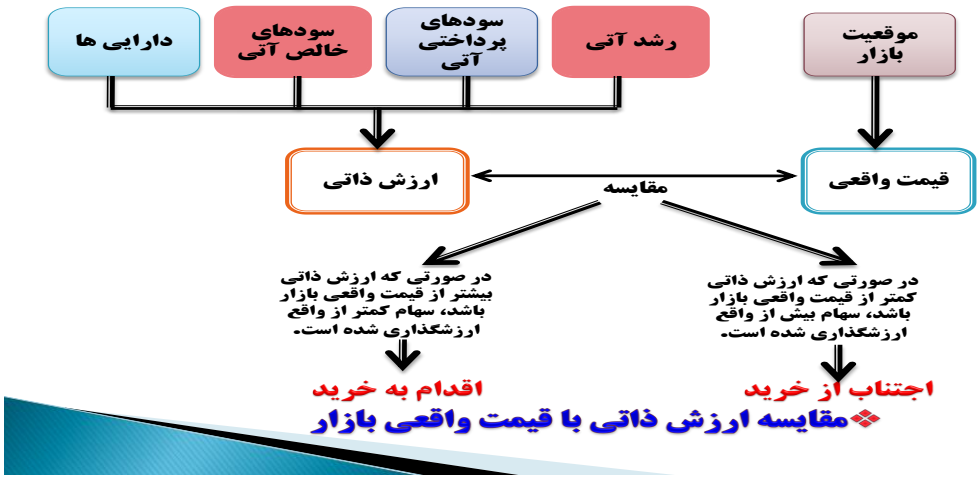
- 1. ارزش داراییهای شرکت: ارزش بازار دارائیهای فیزیکی نگهداری شده شرکت در مواقعی مثل بازپرداخت دیون و یا توزیع سود بین سهامداران که از طریق نقد کردن آنان صورت می پذیرد. وجود اینگونه دارائیها موجب افزایش ارزش ذاتی اوراق بهادار شرکت می گردد.
- 2. بهره و سود سهام احتمالی آتی شرکت: میزان قطعیت پرداخت بهره و سود سهام احتمالی شرکتها دارای ارتباطی مثبت با ارزش ذاتی اوراق بهادار شرکت است.
- 3. سودهای احتمالی آتی شرکت: میزان کسب سودهای آتی شرکت در سطحی معقول، یکی از مهم ترین عوامل موثر بر ارزش ذاتی اوراق بهادار است.
- 4. نرخ رشد احتمالی آتی: میزان رشدهای آتی یک شرکت.

تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی

- تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی، عبارت است از فرآیند مقایسه ارزش واقعی اوراق بهادار با قیمت جاری بازار یا قیمت پیشنهادی خرید.
- این امر در بازارهای ناکارا را می توان به سادگی از اختلاف بین ارزش ذاتی و قیمت فروش اوراق بهادار تعیین نمود، زیرا در این نوع بازارها قیمت فروش اوراق بهادار لزوماً قیمت واقعی (ذاتی) آن نمی باشد.
- هدف اصلی از تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی، تشخیص شرکتهایی است که قیمت سهام آنها کمتر یا بیشتر از ارزش ذاتی تعیین شده است.

محدودیتهای موجود در مسیر تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی

- بازار ارزش واقعی را به کندی تشخیص می دهد.
- سهام شرکتهای پر مخاطره (ریسکی) را نمی توان با تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی به سرعت مورد بررسی قرار داد. (سهام شرکتهای نفتی، استخراج طلا یا شرکتهای در زمینه اختراعات).
- سهام دارای نرخ رشد بالا، به علت ابهامات آتی در خصوص مدت زمان ادامه رشد آن و همچنین انتظارات سرمایه گذاران از ادامه روند رشد شرکت، بررسی آنان از طریق تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی دشوار می باشد.



www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

رویکرد ارزش جاری بازار

دومین تکنیک در ارزشیابی اوراق بهاداروتعیین ارزش شرکت می باشد. این رویکرد با قیمتهای بازار سر وکار دارد نه با ارزش ذاتی آن. در واقع در این تکنیک قیمت بازار سهام با شاخصهای دیگر بازار مورد ارزیابی و مقایسه قرار می گیرد.

عمده عوامل مؤثر دراین رویکرد:

1. رکود کلی بازار
2. مقایسه صنعت
3. قواعد چرخه ای

رکود کلی بازار

یک سرمایه گذار تنها هنگامی می تواند اقدام به خرید اوراق بهادار نمایدکه به نظر رسد قیمت بازار اکثر اوراق بهادار موجود در بازار، در سطحی پایینی قراردارد. منطق پشتوانه تکنیک مزبور بر این است که در حالت رکود کلی بازار، تقریباً ارزش جاری بازار تمامی اوراق بهادار موجود، کمتر از ارزش جاری معمول می باشد، از این رو انتظار می رود که قیمتها به زودی افزایش یابند.

مقایسه صنعت

شرکتها یا سرمایه گذاران بدنبال فرصتهای خریدی خواهند بود که بنظر رسد در مقابل سایر شرکتهای فعال در صنعت مورد نظر، دارای قیمت خرید کمتری باشند.

این حالت درزمانی است که قیمت سهام شرکتهای مشابه افزایش یافته درحالیکه قیمت سهام شرکت مورد نظربدون دلیل از قیمت سایر شرکتها پایین تر باشد.

قواعد چرخه ای

قیمتهای بازار تعدادی از اوراق بهادار از الگوی چرخه ای تبعیت می کنند. در واقع تحلیل گر می تواند با استفاده از اطلاعات تاریخی، اوراق بهاداری را که نزدیک به پایین ترین نقطه مورد انتظار قیمت می باشد، خریداری کرده و سعی کند که آن را در نزدیکی بالاترین نقطه مورد انتظار قیمت، به فروش برساند.

ارزش اوراق بهادار دارای بازده ثابت

اکثر شرکتها برای تأمین مالی بخشی از داراییهای خود عمدتاً از اوراق قرضه یا اوراق بهادار استفاده می نمایند که هر یک دارای نرخهای متفاوتی بوده، اما برای دارندگان آنها بازده ثابتی دارند.

به منظور تعیین ارزش این اوراق بهادار یا وامها سه فرآیند جداگانه به شرح زیر وجود دارد:

1. بدهیهایی با نرخ بهره متغیر

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

2. اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و دارای سررسید مشخص

3. اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و بدون سررسید مشخص

بدهیهایی با نرخ بهره متغیر

ارزش این قبیل بدهیها عبارت است از مبلغ اصل وام که به سادگی قابل محاسبه است و برای آن انجام هیچ گونه محاسباتی مورد نیاز نیست. چنانچه شرکتی مبلغ 10 میلیون دلار بدهکار باشد و بهره آن را با نرخهای رایج پرداخت نماید، ارزش بازار این وام معادل 10 میلیون دلار خواهد بود.

اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و دارای سررسید مشخص

در صورتی که اوراق بهادار دارای تاریخ سررسید مشخص باشند، ارزش فعلی کلیهٔ بهره ها یا سودهای سهام آتی و همچنین ارزش فعلی اصل مبلغ بازپرداخت در سررسید باید مد نظر قرار گیرد.

اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و بدون سررسید مشخص

چنین اوراق منتشر شده ای عموماً دارای ویژگی بازخرید می باشد. ارزش ذاتی این جریان دائمی وجوه با استفاده از فرمول زیر بدست می آید:

$$PV * \frac{PMT}{i}$$

متغیرهای آن:

PMT = دریافت یا پرداخت سالانهٔ وجه نقد به دلار

i = نرخ بازده

تکنیک سرمایه ای کردن (Capitalizition Techniqe)

روش تبدیل جریانات نقدی آتی اوراق بهادار به ارزش فعلی یا ارزش ذاتی آن.

- بهره ها یا سود سهام آتی برای بدهیها یا اوراق بهادار با بازده ثابت نیز سرمایه ای می شوند.
- برای سهام عادی نیز با یک استثناء به همین ترتیب عمل می شود و آن استثناء این است که جریانات نقدی سهام عادی بطور بالقوه رشد می کنند و این مسئله می بایست در تجزیه تحلیل ارزش ذاتی آن مورد توجه قرار گیرد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

روشهای متداول ارزشیابی سهام عادی

- 1- مدل تک دوره ای
- 2- وجود سود سهام دائمی - بدون نرخ رشد
- 3- وجود سود سهام دائمی - با نرخ رشد ثابت

مدل تک دوره ای

- در این حالت فرض می شود که اوراق بهادار در دوره صفر خریداری شده است و در مقطع زمانی یکساله فروخته شده اند. وجه نقد دریافت شده طی سال به اضافه هرگونه افزایش ارزش بیانگر بازده سرمایه گذاری بوده که با استفاده از فرمول ذیل محاسبه می گردد:

$$E(r_i) = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

D_1 هر گونه وجه نقد دریافتی بین دوره صفر و پایان دوره ۱

P_1 ارزش اوراق بهادار در پایان دوره ۱

P_0 ارزش اوراق بهادار در ابتدای دوره صفر

$E(r_i)$ نرخ بازده کسب شده اوراق بهادار i در دوره ۱

می توان برای محاسبه ارزش بازار، فرمول را بر حسب P_0 ارائه نمود:

$$P_0 = \frac{1}{1+K_e}(D_i + P_1)$$

سود سهام دائمی –بدون نرخ رشد

افق زمانی بیش از یک سال. سود سهام در اینجا برابر است با همان سود خالص شرکت که هیچ گونه رشدی نداشته است.

و یا:

$$PV * \frac{PMT}{i}$$

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e} = \frac{EPS_1}{K_e}$$

عبارت است از سود تقسیم شدهٔ هر سهم در دورهٔ 1 و همچنین سود سهام سالهای آینده. زیرا سود سهام، هیچ رشدی نخواهد داشت.

سود سهام دائمی –با نرخ رشد ثابت

سود خالص و سود تقسیمی با نرخ ثابتی رشد می کنند. درچنین موقعیتی، شرکت بخشی از سود خالص را به منظور تأمین منابع مالی لازم برای رشد، انباشت می کند، اما نسبت پرداخت سود سهام را ثابت نگه می دارد.

$$\text{نسبت پرداخت سود سهام} = \frac{DPS}{EPS}$$

فرمول ارزشیابی در این حالت عبارت است از:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g} \qquad g = \frac{E}{P}(\%RE)$$

gعبارتست از نرخ رشد ثابت سود خالص و سود تقسیمی.

مثال:

سود سهمی شرکت 5 ریال درصد پرداخت سود 44درصد

نرخ بازده مورد انتظار 16درصد نرخ رشدبرابر 12درصد

سود هر سهم برابر است با:

$$p_0 = {5 * 0.44}/{0.16 - 0.12} = 55$$

مدل گوردون (جهت ارزشیابی سهام عادی)

این مدل می تواند بمنظور توضیح چگونگی استفاده از یک مدل ریاضی برای مسائل مربوط به ارزش ذاتی به کار رود.

عوامل مؤثر در مدل گوردون:

1- بازده صاحبان سهام

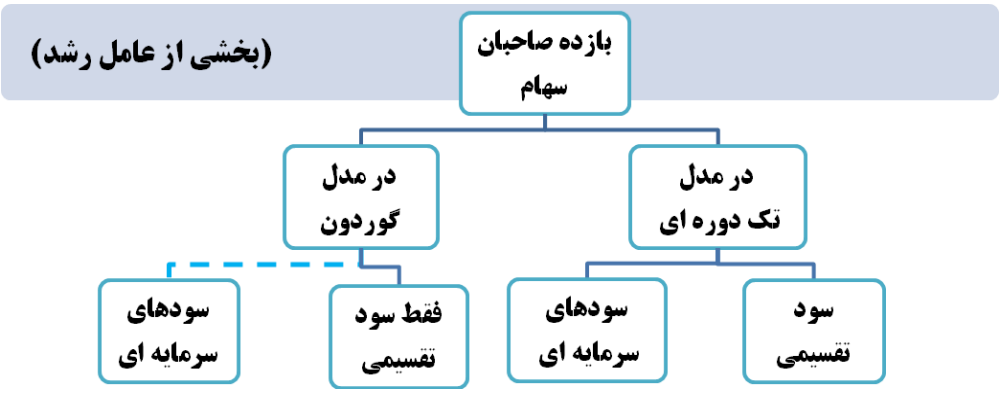
2- بازده مورد انتظار و بازده واقعی

3- وجود عامل رشد

بازده صاحبان سهام

بازده سهام تنها شامل سودهای تقسیمی آتی می باشد.

در مدل تک دوره ای بازده سهامداران تنها شامل سود تقسیمی و سودهای سرمایه ای می باشد. در مدل گوردون سودهای انباشته شرکت بخشی از عامل رشد می باشد که در جهت افزایش مقدار سود تقسیمی آتی عمل می نماید،اماتنها سودهای تقسیمی آتی به عنوان بازده درنظر گرفته میشود.



www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

❖ بررسی مقایسه ای مدل تک دوره ای با مدل گوردون

بازده مورد انتظار و بازده واقعی

❖ مدل گوردون برمبنای بازده مورد انتظار و بازده واقعی بنا نهاده شده است:

- **بازده مورد انتظار (ke):** بازده معینی که سرمایه گذاران در مقابل ریسک مشخصی برای یک سهم انتظار دارند.بااستفاده از نسبت سودهرسهم به قیمت بازار سهم عادی مشابه (P/E) که سرمایه گذار انتظار آن را دارد، می توان بازده مورد انتظار را محاسبه نمود.
- **بازده واقعی:**

عبارت است از نسبت واقعی سود هر سهم به قیمت بازار سهام برای هر یک از شرکتها. این نسبت در بر گیرنده بخشی از نرخ رشد (g) می باشد، زیرا g برابر است با حاصلضرب نسبت سود هر سهم به قیمت بازار سهام، در درصد سود انباشته.

وجود عامل رشد

در مدل گوردون علی رغم وجود یک دیدگاه بلند مدت، نرخ رشد ثابتی را برای سود تقسیمی درنظر می گیرد و آن به صورت یک عامل در درون مدل ارزشیابی قرار دارد.

تحلیل مدل گوردون

به منظور درک کامل مدل گوردون، باید تأثیر تغییر در میزان پرداخت سود تقسیمی بر بازده سهام را در شرایط مختلف و با توجه به بازده حقوق صاحبان سهام بررسی کنیم.

$$\text{ارزش ذاتی} = \frac{D_1}{K_{e(req)} - [K_{e(act)}][\%RE]}$$

D_1 : سود سهام جاری (بر مبنای سالیانه).

$K_{e(req)}$: بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام مورد تقاضای بازار برای یک سهم با سطح ریسک یکسان.

$K_{e(act)}$: بازده واقعی حقوق صاحبان سهام شرکت.

$\%RE$: درصد سود هر سهم که احتمالاً شرکت در آینده انباشت خواهد کرد.

فرض کنید:

سود هرسهم شرکتی 2 دلار

بازده واقعی حقوق صاحبان سهام 10 درصد

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

سه حالت ممکن است وجود داشته باشد:

1- بازده مورد انتظار کمتر از بازده واقعی باشد: K<I

در صورت سرمایه گذاری سهامدار، نسبت به بازده مورد انتظار خود در این سطح از ریسک، سود بیشتری کسب می نماید. از آنجا که پرداخت بیشتر سود تقسیمی نرخ رشد یک شرکت با سود آوری بالا را کاهش می دهد، بنابراین انتظار می رود که افزایش در پرداخت سود سهام، ارزش ذاتی کمتر در پی داشته باشد.

2- بازده مورد انتظار برابر بازده واقعی باشد: K=I

در این حالت شرکت مطابق پیش بینی عمل کرده و احتمالاً سهامدار نگران سود تقسیمی نمی باشد. چنانچه سود تقسیمی اعلام گردد، مجدداً در همان شرکت یا شرکتهای مشابه سرمایه گذاری خواهد شد و انتظار خواهیم داشت که ارزش ذاتی تحت تأثیر میزان پرداخت سود تقسیمی قرار نگیرد.

3- بازده مورد انتظار بیشتر از بازده واقعی باشد: K>I

دراین حالت شرکت نتوانسته به خوبی آنچه انتظار داشته عمل نماید. در نتیجه ارزش ذاتی چنین شرکتی کمتر از شرکت دیگری می باشد. اما از آنجا که سهامداران تمایل دارند که وجه نقد بیشتری برای سرمایه گذاری در فرصتهای دارای بازدهی بیشتر در اختیار داشته باشند، بنابراین، انتظار ارزش ذاتی بیشتری را برای شرکتی خواهیم داشت که سود سهام پرداختی آن افزایش یافته است.

روشهای مقایسه ای برای ارزشیابی:

شرکتهایی با ویژگی های عملیاتی مشابه و ریسک همسان،ارزش ذاتی مشابهی دارند.

سه روش مقایسه ای در این خصوص عبارتند از:

1-مقایسه نسبت P/E

2-ارزش مقایسه ای با مدل گوردون

3-ارتباط ارزش دفتری و ارزش بازار

مقایسه نسبت P/E:

بسیاری از تحلیل گران به این نسبت به عنوان یک عامل تعیین کننده ارزش ،تاکید زیادی می کنند.آنها به دنبال سرمایه ای کردن سودهای خالصند.در این فرمول ارزش ذاتی عبارت است از سود هر سهم /قیمت بازار سهام.در موارد بسیار محدوداین روش دارای اعتبار است.

ارزش مقایسه ای با مدل گوردون:

در صورتی که قیمت بازار شرکتهای مشابه برابر همان ارزش ذاتی شرکتهای مذبور باشد این مدل برای ارزشیابی مناسب است.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ارتباط ارزش دفتری و قیمت بازار:

ارزش دفتری یک شرکت فعال را نمی توان برای تعیین ارزش بازار یا ارزش ذاتی آن مورد استفاده قرار داد، اما شرکتهای مشابه می توانند نسبت های ارزش بازار به ارزش دفتری مشابهی داشته باشند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل18

مقدمه

تعریف اجاره :

اجاره قراردادی است که کنترل وحق استفاده از یک دارایی را بدون انتقال مالکیت آن برای شرکت فراهم می آورد.

چنانچه اختیار استفاده از دارایی برای یک دوره زمانی مشخصی ، اجاره داده شود و در پایان مدت اجاره مالکیت به مستاجر منتقل گردد ، اجاره سرمایه ای محسوب می شود . قرارداد اجاره بین مالک دارایی (موجر) و استفاده کننده دارایی (مستاجر) تنظیم می شود .

انواع اجاره

1- اجاره عملیاتی

این نوع از قرارداد اجاره هیچ گونه تعهد بلند مدتی را برای موجر و نه مستاجر به وجود نمی آورد و بنابر توافق می تواند از طرف موجر یا مستاجر پس از گذشت زمانی مشخص ، فسخ گردد . مثلاً ممکن است قرارداد اجاره 2 ساله در یک دوره 60 روزه قابل فسخ باشد . این نوع قراردادها شناخته شده اند و محدودیتهایی برای مدیران مالی دارند .

2-اجاره خدماتی

طبق این نوع از قراردادهای اجاره،اجاره دهنده امکان تامین مالی وخدمات مربوط به نگهداری از دارایی اجاره ای را طی دوره اجاره برای اجاره کننده فراهم می آورد مثل خدمات نگهداری ماشین آلات (کامپیوتر، دستگاه تکثیر، کامیونها)

3-اجاره مالی

اجاره مالی نوعی اجاره بلند مدت دارایهای ثابت به شمار می آیند و معمولا توسط هیچ یک از طرفین قرار داد قابل فسخ نمی باشد . منبع مهم وجه نقدند و یکی از راهکارهای تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت هستند و مدیران مالی نقش اساسی دارند .

ویژگیهای اجاره خدماتی

1-هزینه های نگهداری به عنوان بهای تمام شده اجاره منظور می شود :

اجاره دهنده مسئول نگهداری تجهیزات وانجام همه امور مربوط به تعمیرات و خدمات عادی دارایی می شود.

2- تجهیزات ممکن است کاملا مستهلک نشوند :

دراجاره های خدماتی ممکن است به دلیل ناکافی بودن پرداختهای اجاره، موجر اجازه بازیافت بهای تمام شده دارایی را نداشته باشد . این امر بدین معناست که دوره اجاره کمتر از عمر خدمات دهی دارایی است واجاره کاملا مستهلک نشده است.

3- امکان فسخ قرارداد :

در اکثر موارد ،اجاره خدماتی ممکن است توسط اجاره کننده دارایی قابل فسخ باشد .

4- سایر خدمات :

اجاره خدماتی ممکن است شامل ارائه خدماتی دیگری از طرف موجر باشد مثل تسهیلات برای جایگزینی تجهیزاتی که در یک زمان قابل استفاده نیستند یا پرداخت بیمه تجهیزات .

ویژگیهای اجاره مالی

1- تعهدات ثابت

اجاره مالی نوعی تعهد ثابت را به شرکت تحمیل می کند . این تعهد یا اهرم مالی قابل فسخ نبوده وبیشتر مشابه الزام به پرداخت بهره برای اوراق بدهی منتشر شده می باشد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

2- دوره بلند مدت اجاره

اجاره های مالی در اکثر موارد برای دوره های 5تا 10 سال منعقد می گردد و شرکت در این مدت باید تمام الزامات مربوط به اجاره را انجام دهد اگرچه دارایی فرسوده شده و برای عملیات شرکت در مدت طولانی مفید نباشد .

3- اجاره تماماً مستهلک می شود

قرارداد اجاره می تواند به نحوی منعقد گردد که مدت اجاره کل عمر مفید دارایی را در بر گیرد مثلاً اگر عمر مفید دارایی (تجهیزات) 8 سال باشد دوره اجاره 8 سال تعیین می شود یا ساختمان که عمر مفید طولانی دارد مثلاً 20 سال قرارداد اجاره 20 سال تعیین می شود .

4- منافع طی دوره اجاره

دراین نوع اجاره ها مبالغ مربوط به اجاره های پرداختی بیشتر از بهای تمام شده اولیه دارایی می باشد بنابراین اجاره دهنده سود را شناسایی می کند و اگر دارایی ارزش اسقاط هم داشته باشد این ارزش سودی اضافی برای اجاره دهنده خواهد بود .

منابع وجوه نقد برای تامین مالی اجاره

شرکتها برای تأمین وجوه نقد موردنیاز خود با مؤسسات مختلفی مواجه اند :

1- بانکها

بانکهای تجاری می تواند به واسطه شرکت مادر، قراردادهایی را جهت خرید تجهیزات و اجاره آنها به مشتریان انعقاد نمایند.

2- شرکتهای بیمه عمر

این شرکتها در اجاره بلند مدت اموال منقول معروف می باشند . شرکتهای بیمه عمر ، جریانات ورودی وجه نقد زیادی دارند که باید آنها را تا زمان مورد نیاز در راستای عملیات خودسرمایه گذاری کنند . این وجوه اغلب در ساختمانهای اداری و انبارهای سرمایه گذاری شده اجاره داده می شود.

3- موسسات خدمات مالی و اعتباری

موسسات خدمات مالی و شرکتهای لیزینگ ، تامین کننده وجوه نقد مورد نیاز در تامین مالی ماشین آلات و تجهیزات می باشند . این مؤسسات افرادی را در استخدام می گیرند که با امور مربوط به فروش تجهیزات در بازار آشنا باشند و باعث گسترش قراردادهای اجاره شوند .

فروش و اجاره مجدد

یکی از رایج ترین اشکال تامین مالی از طریق داراییهای مشهود ، فروش دارایی واجاره مجدد آن می باشد.

در اکثر مواقع ، اجاره های بلند مدت به طور خالص منعقد می شوند. این بدین معناست که مستاجر همه هزینه های نگهداری، مالیات بر اموال، بیمه و پرداختهای اجاره را انجام می دهد .

در برخی موارد ، قرار داد اجاره ، اختیار خرید دارایی را در پایان مدت اجاره به اجاره کننده می دهد مثلاً واحد تجاری ساختمانی را به بهای تمام شده یا نزدیک به بهای تمام شده به مؤسسه تأمین مالی می فروشد مثل شرکت بیمه عمر، صندوق بازنشستگی . سپس مجدداً ساختمان را برای مدت طولانی اجاره می نمایند بنابراین شرکت از ساختمان استفاده می کند بدون اینکه سرمایه ای برای تملک آن صرف کرده باشد .

موضوعات مرتبط با تصمیمات اجاره

شرکتها به دلایل گوناگون به جای تأمین مالی از طریق استقراض از اجاره استفاده می کنند این دلایل شامل :

هزینه های نقدی

هزینه های اجاره

هزینه های نقدی

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

زمانی که شرکتها دارایی خاصی را خریداری می نمایند، عمدتا بخش عمده ای از قیمت خرید آن دارایی از طریق پرداخت نقدی و مابقی از طریق وثیقه گذاری دارایی واستقراض ، تامین مالی می شود در حالی که در اجاره های مالی نیازی به جریانات نقدی خروجی نیست، بلکه قرارداد اجاره بیانگر تامین مالی صددرصد آن دارایی می باشد، از این رو شرکتها می توانند کمبود نقدینگی خود را از طریق اجاره نمودن دارایی جبران نمایند. اجتناب از تحمل هزینه های نقدی می تواند مزیتی برای اجاره محسوب گردد. اگر شرکت مشکل نقدینگی داشته باشد و به دلایل مختلفی قادر به استقراض نیز نباشند، اجتناب در هزینه نقدی مزیتی ارزشمند برای اجاره به عنوان راهکار تامین مالی محسوب می شود .

هزینه های اجاره

بدلایل زیر معمولا اجاره کردن نسبت به استقراض،از نظر هزینه تامین مالی ،هزینه های بیشتری دارد:

1- سود اجاره دهنده

شرکت اجاره دهنده باید بابت مبلغ استقراض ، بهره پرداخت نماید سپس صرفی را نیز برای اجاره کننده در نظر بگیرد که این صرف همان سود اجاره دهنده از بابت قرار داد تامین مالی می باشد.

2-هزینه کارشناسی

شرکت اجاره دهنده باید کارکنانی داشته باشد که آگاهی کاملی از ابعاد متفاوت تجهیزات و اموال غیرمنقول مورد اجاره داشته باشند.

3- خدمات مرتبط با اجاره

قرارداد اجاره باید شامل خدمات مربوط به تجهیزات نیز باشد . مستأجر باید این قبیل خدمات را به حساب هزینه اجاره پرداختنی منظور نماید .

تأمین مالی تدریجی

یکی از دلایل حمایت ازاجاره توسط طرفدارانش ، این است که اجاره کردن به واحدهای تجاری این امکان را می دهد تا از هزینه های تامین مالی تدریجی که بسیار بالا می باشند، پرهیز نمایند.

تعریف : فرآیند تأمین مالی ازطریق استقراض به شکل وام یا صدور اوراق قرضه که طی چند مرحله صورت می گیرد تأمین مالی تدریجی نامیده می شود .

شرکتهایی که در مرحله رشد وگسترش می باشند ، از طریق جمع آوری مبالغ نسبتا کوچک برای تحصیل دارایی ثابت در فواصل زمانی مشخص ، ناگزیر به پرداختهای مبالغ زیادی وجه نقد برای هزینه تامین مالی باشد .

دو راهکار مناسب دیگر برای تأمین مالی شرکت وجود دارد :

1- تنظیم قراردادهایی با سقف اعتباری بالا :

هنگامی که شرکت بخش عظیمی از این سقف را استفاده نماید می تواند یک قرارداد تأمین مالی بلندمدت برای پرداخت سقف اعتباری منعقد و راهکاری برای تأمین منابع مالی موردنیاز بلندمدت بوجود آورد .

2- بدهی بلندمدت مازاد بر نیاز :

در صورت مشکل کمبود نقدینگی شرکت می تواند از طریق اوراق قرضه تأمین مالی نماید (قسمتی از وجوه برای نیازهای اولیه شرکت و باقیمانده در اوراق قرضه قابل داد و ستد سرمایه گذاری شود .)

تاثیر اجاره برظرفیت استقراض

ظرفیت استقراض یک شرکت عبارت است از :

افزایش بدهیهای بلند مدتی که می تواند به ساختار سرمایه اضافه شود بدون اینکه لطمه ای به درجه اعتبار شرکت و قیمت سهام عادی در بازار وارد سازد.

اجاره های مالی ظرفیت استقراض شرکت را افزایش می دهند. اگر چه اجاره های مالی اساسا تعهدات و خطرات را همانند تامین مالی از طریق بدهی تحمیل می نمایند، لیکن تحقیقات نشان می دهد که سرمایه گذاران و جوامع مالی توجه بیشتری به تعهدات بدهی در مقایسه باتعهدات ناشی از اجاره دارند.

یکی از مزایای اجاره آن است که شرکتی که داراییهای بیشتری را در تصرف خود دارد ، امکان افزایش ظرفیت استقراض را نیز دارد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ریسک ناباب شدن داراییها

ناباب شدن دارایی یعنی قبل از اتمام عمر مفید آن دارایی به عنوان زیان شناخته شود . (عدم استفاده از دارایی و فروش یا اسقاط آن)

یکی از دلایل حمایت از اجاره آن است که قرارداد اجاره،خطر ناباب شدن داراییها را از استفاده کننده به مالک انتقال می دهد یعنی ریسک ناباب شدن متوجه اجاره دهنده است چون خود اجاره دهنده دارایی را خریده و کارشناسانی هم در اختیار گرفته که از انواع خطرات ناباب شدن مطلع هستند البته هزینه های مربوط به آن در اجاره کردن دارایی منظورمی شود .

قرار داد سرمایه گذاری با بازده پایین

زمانی که شرکتی داراییهایی را خریداری می کند ، فرض بر این است که آن داراییها سودده خواهند بود . ودر بعضی موارد شرکت تشخیص می دهد که فعالیت مخاطره آمیزی انجام می دهد که سود ندارد و درصدد رهایی از این گونه فعالیتهای مخاطره آمیز است . یکی از هدفهای اجاره مالی رسیدن به هدف فوق است . دستیابی به این هدف باعث می شود ، تا شرکت از سرمایه گذاری در داراییها که نمی تواند از آنها به طور موثر استفاده کند ، رهایی یابد . وقتی که یک واحد تجاری دارایی را خریداری می کند ، خطر اینکه این دارایی قابل فروش نباشد واینکه این دارایی همراه با زیان باشد را به عهده می گیرد ، اما تحت شرایط اجاره ، دارایی می تواند به اجاره دهنده برگشت داده شود .

در اختیارداشتن وجوه نقد برای فعالیتهای سود آور

برخی از تحلیل گران مالی اعتقاد دارند که باید تفاوتی بین بازده داراییهای جاری و داراییهای ثابت وجود داشته باشد.داراییهای ثابت به سرعت به وجه نقد تبدیل شده و بازده نسبتا بالایی را دارند.

یکی از دلایل اصلی اجاره های مالی آن است که نیازی به تامین مالی داراییهای ثابت از طریق وجوه نقد نمی باشد. از آنجایی که داریهای ثابت گردش پایینی را دارند، وجوه نقد شرکت در آن دسته از دراییهای جاری سرمایه گذاری می شود که از گردش بالایی برخوردارند. از این طریق می توان بااستفاده از وجوه نقد موجود، توان سود آوری شرکت را به حداکثر رساند. اگر استفاده از اجاره های مالی افزایش یابد ، ظرفیت استقراض منجربه کسب سود بیشتری می شود.

انواع اجاره مالی

1- اجاره مستقیم

در این نوع اجاره ، واحد تجاری اجاره کننده متعهد می شود مبلغ اجاره را در مدت عمر برآوردی خدمات دهی آن دارایی ، پرداخت نموده و هیچ گونه اختیاری برای تعدیل شرایط اصلی اجاره در قرار داد قید نمی گردد .

2- اجاره تعدیل شده

این نوع اجاره ، تعدادی اختیار(حق) را برای اجاره کننده در طول دوره اجاره فراهم می آورد.

مثال : قرارداد اجاره ممکن است این اختیار را به اجاره کننده بدهد که پس از سررسید مشخصی با برگشت دارایی به اجاره دهنده ، اجاره را به پایان رسانند .

اختیار فسخ قرارداد اجاره

اختیار فسخ قرارداد اجاره، حقی است که به اجاره کننده این اختیار را می دهد تا بتواند قبل پایان یافتن دوره تاریخ اجاره، به قرارداداجاره خاتمه دهد.

دراین نوع اختیار، پرداختهای اجاره ممکن است در موارد زیر اثر بگذارد :

1- افزایش در مجموع قرارداد اجاره

هنگامی که تعدادی از اجاره کننده گان از اختیار فسخ قرار داد استفاده نمایند،درآمد متفرقه ناشی از این وضعیت به اجاره دهنده کمک می کند تا بعضی از زیانهای مربوط را پوشش دهد .

2- تسریع در پرداختهای اجاره

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ممکن است در سالهای اولیه اجرای قرارداد اجاره پرداختهای بیشتری ضرورت یابد که این امر بیانگر تسریع در دریافت وجه نقد توسط اجاره دهنده باشد.

مبالغ مازاد دریافت شده در سالهای اولیه قرارداد اجاره، درآمد های دیگری را از طریق سرمایه گذاری مجدد، برای اجاره دهنده فراهم می آورد. همچنین اگر دارایی ، تحت شرایط اختیار فسخ قرارداد اجاره به اجاره دهنده باز گردانده شود، کاهش سریع ارزش بازار را طی اولین سالهای عمر خدمت دهی دارایی جبران می نماید .

اختیار خرید

اختیار خرید طرحی است که به اجاره کننده، حق خرید دارایی را به قیمتی کمتر در هر سال از دوره اجاره می دهد.

این شکل اجاره، یکی از اشکال اختیار فسخ قرارداد اجاره می باشد در اکثر موارد پرداختهای اجاره نه تسریعی است ونه افزایشی، ودر عوض هنگامی که اجاره کننده اختیار خرید را اعمال می کند ، هزینه اختیار توسط اجاره دهنده اعمال می شود .

اجاره کننده قبل از اعمال اختیار، در مجموع انتظار هزینه های نقدی بیشتری را برای دارایی دارد، به این دلیل که قیمت اختیار خرید با یک نرخ کمتری نسبت به اجاره های انباشته شده کاهش می یابد .

ویژگی های تامین مالی اقساطی

خریداری ماشین آلات بصورت اعتباری ویژگیهایی دارد که شامل :

1- انجام پیش پرداخت لازم

به پرداخت قسمتی از بهای خرید دارایی قبل از انجام خرید که در راستای قرارداد منعقد صورت می گیرد پیش پرداخت می گویند .

2- وثیقه گذاری داراییها

داراییهای که از طریق وام ، تامین مالی می شوند منجر به ایجاد تعهداتی می گردند که این تعهدات در گروه بدهیها طبقه بندی می شوند .

3- پرداختهای اقساطی

نحوه پرداخت وام طوری طراحی می شود که بهره و قسمتی از اصل وام در قالب یک قسط پرداخت شوند .

4- دارایی وبدهی در دفاتر شرکت شناسایی شده اند

بهای تمام شده داراییها در بخش اموال، ماشین آلات و تجهیزات منظور می شود و در تراز نامه شرکت گزارش می گردد بدهیهای ناشی از تأمین مالی نیز در بخش بدهیها بعنوان قسمتی از ساختار سرمایه شرکت نشان داده می شود .

5- داراییها در ما لکیت اعتبار دهندگان قرار دارند

طی دوره مالی قرض گیرنده حق استفاده از دارایی را دارد نه مالکیت آنرا و در زمان آخرین پرداخت مالکیت به قرض گیرنده انتقال می یابد .

بازپرداخت یکسان اصل وام

نحوه باز پرداخت یکسان وام، مستلزم پرداختهایی است که اصل وام را متناسب با مبالغ پرداختی طی دوره کاهش دهد. به طوری که بهره نیز در باز پرداخت هر قسط پرداخت گردد . بنابراین، بهره نسبت به مانده وام در هر دوره محاسبه شده و همراه با قسمتی از اصل وام پرداخت می شود .

قرارداد فروش شرایطی

یکی از رایجترین اشکال تامین مالی تضمین شده ، قرارداد فروش شرایطی است. در این روش، تجهیزات خریداری شده توسط شرکت مستلزم 20 تا 30 درصد پیش پرداخت است. همچنین خریدار با امضای قرارداد به تولید کننده این اختیار را می دهد تا مالکیت دارایی در زمان اتمام پرداختها به وی منتقل شود .

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

پس از خرید تجهیزات ، تولید کننده قرارداد فروش را به بانک یا موسسه مالی واعتباری برای پرداخت 70 تا 80 درصد باقیمانده قیمت خرید حواله می کند. خریدار پرداختهای ادواری خود را به موسسات مالی و اعتباری ، به طور ماهیانه باز پرداخت می کند . وقتی که هر یک از پرداختهای اقساطی توسط خریدار انجام شد ، شرکت تامین مالی کننده، انتقال مالکیت تجهیزات را از طرف تولید کننده به خریدار اعلام می نماید .

شکل قرارداد فروش شرایطی

اجاره به شرط تملیک

اجاره به شرط تملیک مشابه قرارداد فروش شرایطی است و تنها دو تفاوت با هم دارند :

1- مالکیت فوراً منتقل می شود

مالکیت داراییهای ثابت، زمانیکه تجهیزات به فروش می رسد از فروشنده به خریدار منتقل می شود اما در قرارداد فروش شرایطی تا آخرین قسط مالکیت نزد تولیدکننده حفظ خواهد بود .

2- تمامی وجوه نزد موسسه مالی اعتباری است

بانک یا موسسه مالی و اعتباری کل وجوه را دریافت نموده و خریدار همه پیش پرداخت را به بانک می دهد و بانک کل قیمت خرید را برای تولید کننده ارسال می نماید .

شکل اجاره به شرط تملیک

جریات وجه نقد مبنایی برای اتخاذ تصمیمات اجاره یا خرید

در تصمیمات اجاره یا خرید از جریانات ورودی و خروجی وجه نقد به عنوان مبنایی برای تصمیم گیری استفاده می شود .

اثرات مالیاتی تصمیمات اجاره یا خرید

تمامی مبالغ اجاره های پرداختی به عنوان هزینه عملیاتی شرکت از درآمد مشمول مالیات قابل کسر باشد. اگر واحد تجاری دارایی را خریداری نماید، بهره مربوط به مبالغ استقراض شده از سود شرکت قابل کسر است، اما بازپرداخت اصل آن قابل کسر نمی باشد، از آنجا که محاسبه مالیات مستقیماً متأثر از تصمیمات اجاره یا خرید است و بر جریانات وجه نقد شرکت اثر می گذارد بنابراین، تمامی محاسبات باید بر مبنای پس از مالیات انجام گیرد

حذف هزینه های عملیاتی

هزینه های عملیاتی مرتبط با داراییهایی که برای آنها تامین مالی شده، در تصمیم گیریهای مربوط به خرید یا اجاره داراییها حائز اهمیت می باشد. بنابراین باید در تجزیه و تحلیل هزینه های نهایی، هزینه های تحقق یافته ای را که در چگونگی تامین مالی داراییها اهمیتی ندارند، حذف نماییم، زیرا که در هر دو وضعیت اجاره و یا خرید دارایی، هزینه های فوق وجود داشته و شرکت همان هزینه های عملیاتی را متحمل خواهد شد . بنابراین ، از تجزیه و تحلیل حذف می شوند. به عبارت دیگر این هزینه ها نامربوط هستند مثلاً در اجاره خدماتی با اقساط ماهانه 500 دلار که 40 دلار هزینه نگهداری دارد هزینه اجاره واقعی 460 = 40 – 500 دلار است که در تجزیه و تحلیل و اتخاذ تصمیمات بعنوان اطلاعات مربوط به حساب می آید و40 دلار را باید حذف نمود .

ارزش مازاد نقدی

بعضی مواقع دارایی ها دارای ارزش بالایی در پایان عمر خود هستند همانند مستغلات و برخی ماشین آلات که این نوع دارایی ها عمر خدمت دهی بیشتری نسبت به دوره اجاره داشته و به همین دلیل در پایان عمر مفید قیمت نقدی قابل ملاحظه ای را خواهند داشت .

مقایسه ارزشهای فعلی

در تصمیمات مربوط به خرید یا اجاره بارها ثابت شده است که یک راهکاردر سالهای اولیه بسیار سودمندتر می باشد در حالی که سایر راهکارها در سالهای بعد ارزانتر به نظر می رسند.

در تصمیمات مربوط به اجاره یا خرید دارایی، دو ارزش زمانی پول مورد استفاده می گیرد:

1- نرخ بازده مورد انتظار پایین

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

این نرخ، نرخ بازدهی مورد انتظار شرکت برای تحصیل داراییها با ریسک پایین می باشد بنابراین در تصمیمات اجاره یا خرید باید راهکاری انتخاب شود که هزینه های مالی کمتری دارد .

2- نرخ بازده مورد انتظار پروژه

این نرخ ، نرخ بازده ای است که شرکت از سرمایه گذاریهای انجام شده در پروژه های مختلف، همانند خرید دارایی کسب می نماید.تحت شرایط اجاره مالی ، واحد تجاری برای چند سال اجاره را پرداخت نموده و نهایتاً مالک دارایی می شود .

اگر مالکیت تحت شرایط قرارداد اجاره انتقال داده نشد، ارزش اسقاط باید به نوعی منفعت برای مالک فعلی نشان داده شود .

نقش و اهمیت استهلاک

هزینه های غیره نقدی یک شرکت سپر مالیاتی در برابر سود ایجاد نموده و باعث کاهش مالیات پرداختنی شرکت می شوند.

ازجمله هزینه های غیره نقدی بسیار با اهمیت در تصمیمات اجاره یا خرید دارایی هزینه استهلاک دارایی مورد نظر است.

اصلاح بازیافت به باز پرداخت به دولت بابت مزایای مالیاتی ناشی از استهلاک اشاره دارد.این موضوع زمانی اتفاق می افتد که یک دارایی به قیمت نقدی بالاتری از ارزش دفتری آن به فروش رود . روشهای تسریعی استهلاک می توانند دارایی را در زمان کوتاهی به ارزش دفتری پایینی برسانند. بنابراین، دسترسی به یک قیمت فروش بالاتر از ارزش دفتری، سود حسابداری محسوب می شود وبه عنوان درآمد و سود شرکت مشمول مالیات است.

مقایسه راهکارهای خرید و اجاره

برای انتخاب از بین اجاره یا خرید دارایی باید جزئیات ارزیابی پرداختها، مزایای مالیاتی و ارزش هر انتخاب با یکدیگر مقایسه گردد . به همین دلیل در محیط اکسل یک مدل کاربرگ الکترونیکی برای انجام محاسبات تنظیم می شود مثلاً در تعیین ارزش اگر خالص ارزش فعلی خرید 4183 – و خالص ارزش فعلی اجاره 4383 – باشد اختلاف این دو 200 است بنابراین اگر حاصل اختلاف مثبت باشد خرید ارزان تر است و اگر حاصل اختلاف منفی باشد اجاره کردن ارزانتر است .

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 19

میزان رشد در شرکت های سهامی

واژه رشد مترادف با افزایش در مقدار و حجم فعالیتهای واحد اقتصادی بکار گرفته می شود که این واژه در شرایط مختلف زیر مورد استفاده قرار می گیرد:

1)رشد در فروش:

یکی از معیارهای مهم جهت تعیین میزان رشد در واحدهای اقتصادی و نشانه توان رقابتی است که شامل رشد در حجم فروش کالا و خدمات ارائه شده و بیانگر میزان ثبات اقتصادی در بازار است. معمولا افزایش در میزان فروش، شاخص مستقیمی از رشد عملکردی واحد های اقتصادی می باشد.

2)افزایش در سود:

این شاخص توسط تحلیل گران مالی و سهام داران مورد استفاده قرار می گیرد و بیانگر توان واحد اقتصادی در دست یابی به سود بیشتر از طریق رشد فروش می باشد.افزایش در سود از طریق افزایش درEPS(عایدی هر سهم) حاصل می شود.

3)افزایش در دارایی:

افزایش در منابع عملیاتی یک شرکت ممکن است بعنوان شاخص رشد آن در نظر گرفته شود اما این شاخص به تنهایی نمی تواند شاخصی مناسب از رشد واحد اقتصادی محصوب شود.دارایی یک شرکت ممکن است بدون داشتن رابطه با افزایش فروش یا سود هر سهم افزایش یابد که این افزایش می تواند شاخصی از عدم کارایی شرکت باشد.

به طور کلی در هر فعالیت تجاری دو هدف وجود دارد:

1)رشد سوداوری در جهت حد اکثر ارزش شرکت

2)ایجاد تنوع در فعالیت ها برای کاهش ریسک

به دو روش می توان به این اهداف دست یافت:

روش اول درون سازمانی بوده که مستلزم سرمایه گذاری در داخل شرکت و گسترش فعالیت های ان برای کسب سود بیشتر می باشد.

روش دوم برون سازمانی است که از طریق تملک داراییها وتاسیسات مولد و ابزار بازار یابی شرکتهای دیگر صورت میگیرد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

مزیتهای رشد داخلی نسبت به رشد خارجی:

1)توسعه سریع

در اختیار گرفتن شرکتهای دیگر و به کنترل در اوردن فعالیت انها سریع ترین راه برای دست یابی به رشد می باشد. شرکت تحصیل کننده فاصله زمانی بین انجام سفارش و دریافت ان را با انجام هماهنگی بیشتر در نصب ماشین الات و تولید محصولات جدید و دست یابی به بازارهای فروش محصولات تولیدی، به طور قابل ملاحظه ای کاهش خواهد یافت.

2)جریانات نقد ورودی فوری

شرکت از طریق تحصیل یک شرکت دیگر به جریانات نقدی فوری دست می یابد،زیرا مشتریانی که کالاهای خود را از شرکت فرعی دریافت می کنند، وجوهی را می پردازند که جزء جریانات نقدی ورودی شرکت های ترکیب کننده و ترکیب شونده محسوب می شود.در حالی که اگر شرکت مجبور به راه اندازی واحد تجاری مشابه و تولید کالا بود،این جریانات را دریافت نمی کرد زیرا مشتریان اماده برای محصولات انها وجود نداشت.

3)کاهش ریسک

زمانی که یک واحد اقتصادی قصد راه اندازی یک خط تولید جدید را دارد با یک سری ریسک هایی مواجه خواهد بود.

ایا قادر است از ظرفیت خود به گونه ای استفاده کند که پروژه جدید سود اور باشد؟

ایا مدیران اجرایی قادر خواهند بود تصمیمات مناسبی اتخاذ نمایند؟

به طور کلی وارد شدن به فعالیت تجاری جدید با همراهی مدیر مجرب احتمال ورشکستگی را کاهش

می دهد.

4)صرفه جویی های اقتصادی

ورود به بازار جدید هزینه هایی از قبیل اموزش نیروی انسانی و کارکنان بخش فروش یا کارکنان پرداخت حقوق را در بر دارد که در نتیجه خرید یا تحصیل شرکت های دیگر به حداقل می رسد.

دلایل رشد و توسعه واحد های اقتصادی

1)متنوع سازی

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

تنوع در فعالیت باعث کاهش احتمال ورشکستگی می شود.اگر شرکتی فقط یک محصول مشخصی

تولید کند، ان شرکت از فشارهای بازار روی محصول خود تاثیر می پذیرد. به طوری که اگر میزان

تقاضا از ان کالا کاهش یابد تولیدات شرکت نیز کاهش می یابد، ویا اگر یکی از رقبا محصول

پیشرفته تری ارائه دهد در بلند مدت شرکت قادر به رقابت نخواهد بود.

2)ثبات

اگر شرکتی توان کسب سهم بیشتری از بازار و حجم فروش را داشته باشد نسبت به واحدهایی که سهم کمتری دارند از ثبات اقتصادی بیشتری برخوردار است.تحصیل درامد بیشتر،تولید اقتصادی و دیگر تکنیک های صرفه جویی در هزینه که حاشیه سود بالایی را در بر دارند، می تواند به ایجاد ثبات بیشتری برای واحد تجاری مفید باشد.

3)صرفه جویی های عملیاتی

شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک دارای مزایای زیادی هستند. به عنوان مثال شرکت پراکتر اند گمبل که تولید کننده کالاهای مصرفی است به دلیل برخورداری از حجم تولید بالا قادر است بخش زیادی از تبلیغات تلویزیونی را با نرخ کمتری نسبت به سایر شرکت ها که ظرفیت تولید کمتری دارند در اختیار داشته باشد که کاهش این هزینه نوعی صرفه جویی است.

4)سود ناشی از موقعیت های چرخشی

شرکت های با عملکرد ضعیف که دارای ظرفیت بالقوه زیادی برای پیشرفت هستند، به منظور تحصیل توسط شرکت های تحصیل کننده مد نظر قرار می گیرند. قیمت سهام چنین شرکت هایی پایین بوده یا به کمترین قیمت در بازار به فروش می رسد. این شرکت ها معامله ای را با شرکت تحصیل کننده برای کسب سود و افزایش قیمت سهام انجام میدهند.

اشکال مختلف ترکیب شرکت ها

ادغام:ترکیب دو یا تعداد بیشتری از شرکتها که در ان فقط یکی از شرکتها باقی مانده و شرکتهای دیگر حذف می شود. دارایی ها و احتمالا بدهی های شرکت های حذف شده توسط شرکت باقی مانده تصاحب می شود.

ادغام به چهارشکل صورت می گیرد:

1)خرید دارایی ها

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

شرکت Y،کلیه دارایی های خود را به شرکت Xمی فروشد. شرکت Y تنها به یک شرکت حقوقی بدون تبدیل منابع تبدیل می شود. شرکت Yبه طور قانونی منحل شده و شرکت X با ادغام داراییهای دو شرکت همچنان باقی می ماند.

2)خرید سهام عادی

شرکت X می تواند نسبت به خرید100٪ سهام عادی شرکت Yاقدام نماید. در این حالت شرکتY منحل می شود.

3)مبادله سهام در قبال داراییها

شرکت X ممکن است در قبال تصاحب داراییهای شرکت Y سهام عادی برای سهامداران این شرکت صادر کند بنابراین شرکت Y توسط سهامداران ان منحل می شود.

4)مبادله سهام در قبال سهام

در این حالت شرکت Xدر قبال تحصیل سهام عادی شرکتY،سهام عادی جدیدی منتشر کرده و به سهامداران Yارائه میکند. پس از ادغام، شرکت منحل می شود.

انواع ادغام

1)ادغام افقی

تمام دارایی دو یا چند شرکت که در یک صنعت مشابه فعالیت می کنند، ادغام و ترکیب می شود.

2)ادغام عمودی

زمانی که یک شرکت با یک شرکت فروشنده مواد اولیه ان ترکیب می شود. در واقع شرکت با این عمل خود، منابع عرضه مواد اولیه یا دیگر عواملی را که برای تولید، لازم دارد را بدست می اورد. در این نوع ادغام فعالیت های شرکت های ادغام شده مکمل هم می باشند.

3)ادغام چند جانبه(مجتمع)

شرکتهایی که فعالیتهای اقتصادی انها نسبت به هم نسبتا نامربوط هستند با همدیگر ادغام می شود. این قبیل ادغامها برای تنوع بخشیدن به فعالیتها در راستای کاهش ریسک صورت می گیرد و استفاده از صرفه جوییهای ناشی از هدف اولیه انها می باشد.

تلفیق واحدهای تجاری

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ترکیب دو یا چند شرکت که نهایتا شرکت جدیدی را ایجاد می نماید. شرکت جدید با جذب کلیه داراییها و بدهیهای شرکتهای ترکیب شده، شخصیت حقوقی جدیدی را با ترکیب سهامداران شرکت های اصلی تشکیل می دهد.مبانی قانونی و مشخصات مالی تلفیق همانند ادغام می باشد.

در موارد زیرتلفیق برادغام برتری دارد

1)برای شرکت هایی با اندازه برابر

وقتی که یک شرکت بزرگ و یک شرکت کوچک با همدیگر ادغام می شوند، در واقع شرکت کوچک با شرکت بزرگ ادغام شده است. در ترکیب شرکت هایی که دارای اندازه یکسان هستند، هر چند به دست اوردن موافقت هیئت مدیره هر دو طرف برای انحلال هریک از انها و ادغام در شرکتهای دیگر مشکل است اما ایجاد شرکت جدید راه بهتر و انتخاب خوبی است.

2)زمانی که اساسنامه جدیدی مورد نیاز است

معمولا،بندهای اساسنامه شرکتها در بدو تاسیس انها تعیین می گردد. در بسیاری از موارد که اساسنامه دارای موارد و بندهای نامطلوب است که شرکت را از رسیدن به رشد باز می دارد، تلفیق به شرکت این امکان را می دهد که به شرکتی با یک اساسنامه جدید و با ویژگیهای بهتری نسبت به ویژگیهای شرکت موجود،تبدیل شود.

شرکت های هلدینگ

شرکتی که مالک تعداد کافی از سهام عادی یک یا چند شرکت است به نحوی که قادربه کنترل انها می باشد. در بسیاری از موارد درصد کمتری همچون10٪ یا 15٪ از سهام یک شرکت فرعی ممکن است برای اعمال مالکیت در جهت کنترل شرکت فرعی کافی باشد،انچه در اینجا حائزاهمیت است، کنترل شرکت فرعی می باشد.

نحوه عمل شرکتهای هلدینگ

1)شرکت هلدینگی که تمام یا قسمتی از سهام شرکتهای دیگر را می خرد(بدون اینکه ان شرکتها منحل شوند) کنترل انها را در دست می گیرد.در این موارد، شرکت دارنده هیچ گونه عمل بازرگانی انجام نمی دهد.

2)یکی از شرکتها به صورت هلدینگ در می اید، در حالی که عملیات بازرگانی و فعالیت معمولی خود را ادامه می دهد و تمام یا قسمتی از سهام شرکتهای دیگر را به دست می اورد و کنترل انها را در اختیار می گیرد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

مزایای شرکتهای هلدینگ

1)سهولت مالکیت

شرکت هلدینگ می تواند سهام عادی شرکتهای تجاری را بدون هیچ مشکلی از عموم خریداری نماید، بدون اینکه نیازی به تصویب یا تایید رسمی توسط مجمع عمومی صاحبان سهام واحد تجاری مورد نظر را داشته باشد.

2)تحصیل به بهای کمتر

اگر سهام سایر شرکتها در یک دوره زمانی خاص به صورت جزء به جزء و در دفعات متعدد تحصیل شود،قیمت سهام شرکت تحصیل شده تحت تاثیر این امر قرار نمی گیرد.اما اگر شرکت اصلی بخواهد سهام شرکت فرعی را به صورت یکجا خریداری کند،سهامداران شرکت فرعی قیمت سهام خود را افزایش خواهند داد.

3)نفوذ و کنترل

از انجایی که در بسیاری از موارد، کنترل شرکتها با تحصیل 10٪ از سهام با حق رای انها هم صورت می گیرد، شرکت هلدینگ توانایی کنترل برمقادیر زیادی از داراییهای شرکت تحت کنترل را با انجام یک سرمایه گذاری کوچک به دست می اورد.در حالی که در ادغام ، شرکت تحصیل کننده باید برای کنترل تقریبا همان اندازه دارایی، مبلغ بسیار زیادی را سرمایه گذاری نماید.

4)متنوع سازی

با توجه به اینکه به دست اوردن کنترل شرکتهای فرعی با سرمایه گذاری اندک برای شرکتهای اصلی مقدور می باشد بنابراین شرکت هلدینگ می تواند با تحصیل سهام شرکتهای فرعی مختلف تنوع زیادی را در سرمایه گذاریهای خود به وجود اورد و با انجام این کار ریسک سرمایه گذاری کاهش می یابد.

5)جلوگیری از وجود شرکت خارجی

شرکت سهامی داخلی بر اساس مقررات محیطی که در ان فعالیت می کند، تاسیس می شود و یک شرکت خارجی بر مبنای قوانین خارج از ان محیط سازماندهی می شود.از انجایی که بسیاری از دولتها از شرکتهای داخلی با اخذ مالیات کمتر حمایت می کنند، یک شرکت بزرگ ممکن است قادر باشد یک شرکت هلدینگ داخلی برای هدایت عملیاتش در چنین محیطهایی به وجود اورد و اگر شرکت مادر(اصلی)مستقیما در این کشور اداره شود، منافع ناشی از شرکتهای داخلی را از دست می دهد.

تجدید سازمان بدون مالیات

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

دیدگاه مالیاتی می تواند بر انتخاب روش رشد خارجی اثر بگذارد. در تحصیل سهام به صورت نقد، فروشنده ملزم به پرداخت مقداری مالیات به ازای سودی که از ارزش نهایی فروش کسب می کند، می باشد. برای اجتناب از این نوع مالیات، واحد تجاری می تواند تحت عنوان تجدید سازمان از معافیتهای مالیاتی استفاده کند.

تجدید سازمان عبارت است ار تعدیل و تغییر در ساختار مالکیت سرمایه شرکت که معمولا وقتی شرایط زیر حاکم باشد بدون مالیات اعمال می شود:

1)تجدید سازمان باید دارای هدف تجاری مناسب باشد و بیانگر ایجاد طرحی در جهت فرار از پرداخت مالیات نباشد.

2)باید تداوم مالکیت سهامداران سابق شرکت تحصیل شده حفظ شود.

3)باید منطبق با استانداردها و قوانین وضع شده در محیط های تابع ان شرکت باشد.

عوامل مؤثر بر رشد خارجی

1)قانون ضد تراست

در ایالات متحده قوانینی وجود دارد که به منظور جلوگیری از کاهش رقابت بالفعل و بالقوه،از ادغام واحدهای انتفاعی جلوگیری می کند. همچنین مانع از ادغام شرکتها با هدف ایجاد انحصار می شود. چارچوب قوانین ضد تراست:

1)قانون شرمن(1890)

این قانون از فعالیت های بازرگانی و تجاری در مقابل انواع موانع انحصارات غیر قانونی حمایت می کند که دو بخش مهم ان عبارت است از:

بخش اول: هر گونه عقد قرارداد و ترکیب بین شرکت ها در راستای اتحادیه و موارد مشابه یا برنامه ریزی برای محدود کردن تجارت در ایالات متحده و سایر ملل خارجی غیر قانونی است.

بخش دوم: هر شخص حقیقی یا حقوقی که سعی در ایجاد انحصار یا ادغام و هم پیمان شدن جهت انحصار در بخش صنعت یا تجارت را داشته باشد(حتی با ملیت خارجی) به عنوان مجرم شناخته می شود.

2)قانون کلیتون(1914)

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

سیاستهای انحصاری محدود کننده ای که دارای اثراتی برای کاهش رقابت هستند را منع می کند و در دو بخش به ترکیب واحدهای تجاری مربوط می گردد.

بخش7 این قانون که برای جلوگیری از تحصیل سهامی که به منظور محدود کردن شرایط رقابت بین رقبا می باشد،وضع گردیده است.که شامل عرضه کنندگان،مشتریان و سایر شرکتهای فعال در تولید و توزیع یک کالا یا بازار خاص نمیشود.

بخش8 ارتباطات مدیریتی را که ماحصل ان کاهش رقابت باشد را منع میکند.

3)اصلاحیه کفور

این اصلاحیه در راستای قانون کلیتون وضع گردید که نتیجه ان ایجاد تغییرات اساسی در سیاستهای ضدتراست دولت امریکا بود و شامل سه بخش مهم است:

الف) بخش 7 کلیتون تحصیل سهامی را که منجر به تقلیل رقابت می شود را ممنوع ساخته بود. این اصلاحیه محدودیت را روی سهام و داراییها را وسیع تر کرده و محدودیتهایی را برای شرکتهایی که بدون فروش هیچ سهمی از انواع سهام شرکت، داراییهای بخش عملیاتی را واگذار میکنند، فراهم می سازد.

ب)با اصلاح بخش 7،ان را برای هر رشته تجاری در هر بخش از ایالات امریکا به کار میگیرد.

ج)به دولت امریکا اجازه مداخله در جهت جلوگیری از سیاستهای انحصارگرانه در محدوده شهر های بزرگ یا بازارهایی در نواحی وسیع داده می شود.

مالیات

یکی از مهمترین عواملی که بر رشد خارجی واحدهای اقتصادی مؤثر می باشد، میزان مالیات مشخص شده در قوانین مالیاتی است.زمانی که شرکتی با زیان عملیاتی مواجه شود، می تواند هر ساله قسمتی از ان را به عنوان یک هزینه قابل قبول مالیاتی از سود سنوات اتی خود کسر کند.

شرکتهای هرمی

از طریق بکارگیری تکنیکی که سرمایه‌گذاری هرمی نامیده می شود، ارتباطات ایجاد شده بین شرکتهای اصلی و فرعی باعث ایجاد کنترل توسط یک شرکت بر روی شرکتهای دیگر می شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

در برخی از موارد یک واحد اقتصادی می تواند از طریق سرمایه‌گذاری اندک در چند شرکت دیگر کنترل انها را بدست گیرد. در اختیار داشتن حداقل 10٪ از سهام با حق رای یک شرکت سهامی دیگر ممکن است برای کنترل ان شرکت کافی باشد.این عمل انجام سرمایه گذاری هرمی را تسهیل می کند.

مالیات در سرمایه گذاری هرمی

قوانین مالیاتی برای شرکتها در ایالات متحده یک عامل مهم در سرمایه گذاری محسوب می شود. نرخ مالیات سود سهام پرداختی برای یک شرکت نسبت به شرکت دیگر با توجه به میزان مالکیت شرکت مادر با شرکت هلدینگ متغیر است. دو وضعیت احتمالی به شرح زیر است:

1)شرکت اصلی مالک کمتر از 80٪ سهم شرکت فرعی باشد....

برای معافیت از پرداخت مالیات، شرکت اصلی باید حداقل80٪ سهام شرکت فرعی را در دست داشته باشد، در غیر این صورت از کل مبلغ سود سهام دریافتی از شرکت فرعی 80٪ به عنوان معافیت از مالیات در نظر گرفته می شود و 20٪ مابقی ان به عنوان درامد مشمول مالیات شرکت اصلی محصوب می شود.

2)شرکت اصلی مالک حداقل 80٪ شرکت فرعی باشد....

برای این وضع دو حالت ممکن است وجود داشته باشد:

الف)کل سود سهام دریافتی شرکت اصلی از شرکت فرعی معاف از مالیات شود.

ب)بازده تلفیقی،بازده مالیاتی که با درامدها و هزینه های شرکت فرعی و اصلی ترکیب می شود. در صورتی که شرکت اصلی زیان ده و شرکت فرعی دارای سود باشد تلفیق درامد و هزینه دو شرکت می تواند در محاسبه مالیات،صرفه جوییهایی به همراه داشته باشد. در این شرایط شرکت اصلی به عنوان سپر مالیاتی در برابر تمام یا بخشی از سود شرکت فرعی محسوب می گردد و اثر ان کاهش مالیات پرداختی در هرم شرکت های اصلی و فرعی است.

مخاطرات و اهرم در سرمایه گذاری هرمی

استفاده از ساختار هرمی میتواند نقش اهرم مالی را در شرکت اصلی پررنگ تر نماید.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

مراکزسود:تکنیکی برای مدیریت سرمایه گذاری هرمی

مدیریت شرکتهای فرعی درفرایندسرمایه گذاری هرمی مشکلات متعددی رابرای شرکت اصلی بوجودمی آورد.تکنیکی که برای مدیریت شرکتهای فرعی بکار میروداین است که شرکت فرعی بعنوان مرکزسودقلمدادگردد.

ویژگیهای مراکزسود

1.سودبرنامه ریزی شده

واحدتجاری اصلی وهم واحدتجاری فرعی اهداف مشخص شده ای راازقبل برنامه ریزی می کنندکه جهت تحقق این هدف تلاش می کنند.

2.کنترل بروی هزینه ها ودرآمدها

درساختارغیرمتمرکز مراکزسود،هریک ازقسمتهابایدهزینه هاوقابلیتهای کسب درآمدهای خودرادرکنترل داشته باشند.واحداصلی نبایدمحدودیتی برای حجم فروش وبرنامه های شرکت فرعی وضع کندومدیران مراکزسودمجازخواهندبود،درمواقع مقتضی مخارج مرتبط باکسب منافع را به میزان معقول پرداخت نماید.

مشکلات مراکز سودبرای شرکتهای مادر

الف)تخصیص خدمات واحدهای اصلی

ب)قیمت گذاریهای انتقالی

پ)بخش تحقیق وتوسعه(R&D)

ت)هزینه های انتقالی از مدیران قبلی

ث)معیاراندازه گیری عملکرد

معیارهای انتخاب شرکتها جهت انجام یک تحصیل مناسب

هنگامی که یک واحداقتصادی درجستجوی رشدخارجی است،باید بدنبال بهترین ومناسب ترین شکل تحصیل واحدهای فرعی باشد.فرایندانجام ادغام یاتحصیل مناسب می تواندارای ویژگیهای مختلفی باشد.

ادغام یاتحصیل مناسب دارای ویژگیهای زیراست

1.شرکت بازیان خالص عملیاتی

معمولازمانی یک واحداقتصادی اقدام به تحصیل واحدفرعی می نمایدکه آن واحدازسودآوری مناسبی برخورداربباشد.اما،چنانچه واحدفرعی دارای زیان سنواتی باشد،این زیان ممکن است به عنوان مالیات انتقالی به دوره های آتی درجهت کاهش مالیات شرکت تحصیل کننده بکاربرده شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

2.واحدهای اقتصادی باسودانباشته مناسب

شرکتها،مجاز به انباشته کردن سودخود به میزان بیش از حدمعمول نیستند.یک شرکت که وضعیت نقدینگی آن منجربه انباشت سودمی شود،ممکن است به عنوان هدف،موردکنترل قرارگیرد.نقدینگی موجوددرواحدموردنظرمیتواندبه واحدتحصیل کننده درجهت رشدخارجی کمک کند.

3.شرکتهایی که بتوانندباواحدتحصیل کننده همکاری کنند

دربرخی مواردشرکتهای تحصیل کننده به دنبال واحدهایی هستندکه بتوانندبافعالیتهای واحدتحصیل کننده سازگاری داشته باشد.اگردوشرکت باویژگیهای عملیاتی مناسب ادغام شونددراین صورت امکان تحقق هم افزایی(ادغام مطلوب چند شرکت)وجوددارد.

4.واحدهای اقتصادی بانسبتP/Eکم

اگرشرکت تحصیل کننده بتواندواحداقتصادی دیگررابامبلغپایین خریداری کند،می تواندرکوتاه مدت مزایاومنافع خاصی را برای واحدتحصیل کننده به همراه داشته باشد.دراکثرموارد نسبت قیمت به عایدی(P/E) به عنوان شاخص ارزیابی درادغام شرکتهامورداستفاده قرارمی گیرد

تاثیرادغام برسودوقیمت بازارهرسهم

ادغام می تواندتاثیرمطلوب یانامطلوب برسودوقیمت بازارهرسهم داشته باشد.

سود خالص (ریال)	۳۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۴,۰۰۰,۰۰۰
سهام منتشر شده	۴۰,۰۰۰	۹۰,۰۰۰
سود هر سهم (ریال)	۷۵۰	۶۰۰
نسبت $\frac{P}{E}$	۱۰	۱۲,۵
قیمت بازار (ریال) هر سهم	۷,۵۰۰	۷,۵۰۰

	تعداد سهام ب بعد از ادغام	EPS قبل از ادغام	EPS بعد از ادغام
سهامداران الف	۴۰,۰۰۰	۷۵۰	۶۴۶
سهامداران ب	۹۰,۰۰۰	۶۰۰	۶۴۶
جمع	۱۳۰,۰۰۰		

سود هر سهم به‌صورت زیر محاسبه می‌شود

$$EPS = \frac{\text{کل سود خالص}}{\text{تعداد سهام}} = \frac{۸۴,۰۰۰,۰۰۰}{۱۳۰,۰۰۰} = ۶۴۶ \text{ ریال}$$

۰,۰۰۰×۷۵۰	=	۳۰,۰۰۰,۰۰۰
۰,۰۰۰×۶۰۰	=	۵۴,۰۰۰,۰۰۰
		۸۴,۰۰۰,۰۰۰ کل سود خالص

EPS برای سهامداران الف، ۱۰۴ ریال کاهش اما برای سهامداران ب، ۴۶ ریال افزایش می‌یابد

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

جلوگیری ازکاهش سود

جهت انجام یک تحصیل،شرکت باید نسبتP/E خودراموردبررسی قراردهددراین میان دوعامل زیراز اهمیت بسزایی برخوردارهستند:

1.ارزش بازاربه طورشفاف بیانگرنسبت مبادله است

نسبت مبادله عاملی برای تعیین اینکه چه تعدادسهام برای تحصیل یک واحدتجاری فرعی بایدمنتشر گردد،می باشد.

نرخ مبادله جدید30/75(40٪)جایگزین نرخ مبادله25/75(1/3=33٪)می شود.

مثال:شرکتAسهام خودرابه 25 دلاروشرکتB،به مبلغ15دلارمی فروشد.شرکتAمی خواهدشرکتBرا با20٪صرف سهام تحصیل کند،نسبت مبادله راتعیین کنید.

18/25یا72٪صرف برابربا15×20٪=3دلاراست.قیمت مبادله سهام شرکتBبرابربا3+15یعنی18دلاراست.بنابراین،نسبت مبادله72٪=18/25

2.نسبتP/Eبالاباعث کاهش درآمدهرسهم می گردد

کاهش درعایدی به معنای کاهش سودهرسهم(EPS)است که درنتیجه منجربه پرداختن قیمت بالاتربرای انجام یک تحصیل می شود.این حالت،زمانی اتفاق می افتدکه شرکت تحصیل کننده،شرکت دیگررابا یک نسبتp/Eبالاتر(بعدازصرف)تحصیل نماید.

ترکیبP/Eواحدبرای شرکتهای درگیردرتحصیل

بعدازادغام دوشرکت بایکدیگر،بازارسهام بایدترکیبp/Eواحدی رابرای عملیات دوشرکت برقرارنماید.اگراین ترکیب پایین باشد،شرکت تحصیل کننده بهتراست ازادغام صرف نظر نمایدوبایدآن رابه عنوان یک شرکت فرعی(باسهام عادی خود)بپذیرد.درصورتی که ترکیبP/E ها،افزایش رانشان دهد.این دوشرکت احتمالابرای کسب منافع ناشی ازبالابودن نسبت P/Eادغام می شوند.

1.موقعی که هردوشرکت نسبتP/Eیکسانی دارند،هیچگونه سود یازیانی درارزش بازارایجادنمیشود.

2.موقعی که شرکت تحصیل کننده،p/Eپایینی دارد(وضعیت کاهش عایدات)،این شرکت میتواندیک میانگین یاP/Eبالایی رابعد ازادغام،کسب کند.

افزایش درنسبتP/Eاثرکاهش عایدات راخنثی میکند.امااگرنسبت P/Eپایین بماند،(ترکیب شرکت تحصیل کننده)کاهش عایدات تبدیل به کاهش قیمت بازارسهام می شود.

3.هنگامی که واحدتجاری تحصیل کننده دارای نسبتP/Eبالایی باشد(وضعیت3)هرکاهش درنسبت P/E می تواندزیان ده باشد.شرکت جدیدنسبتP/Eبالایی رادرارزش سهام بدست میاورداما یک میانگین یایک کاهش مضاعف،موجب زیان می گردد.دراین موارد،نسبتP/Eمضاعف پایین باسودبالاترهرسهم تهاترشده وموجب کاهش قیمت سهام می گردد.

شناسایی یک وضعیت چرخشی

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

واحدهای تجاری به دنبال تحصیل شرکتهایی که دارای امکان تغییروضعیت به شرایط مناسبی هستند،می باشند.تعدادی ازرهنمودهایی که برای شناسایی شرکتهایی که دارای سودپایینی بوده امادر صورت تحصیل،آینده روشنی برای پیشرفت دارند،به شرح زیر می باشند.

جدول ۵: احتمالات متفاوتی را برای EPS، P/E و تاثیر انها بر قیمتهای اتی را نشان می‌دهد

وضعیت	EPS آتی	$\frac{P}{E}$ آتی	اثر بر روی قیمت بازار سهم
۱	↑	↑	ارزش سهام افزایش خواهد یافت.
۲	↓	↓	ارزش سهام کاهش خواهد یافت.
۳	↔	↔	ارزش سهام تغییر نخواهد کرد.
۴	↑	↔	ارزش سهام افزایش خواهد یافت.
۵	↓	↔	ارزش سهام کاهش خواهد یافت.
۶	↔	↑	ارزش سهام افزایش خواهد یافت.
۷	↔	↓	ارزش سهام کاهش خواهد یافت.
۸	↑	↓	اثرات آنها تهاتر می‌شود. ارزش آنها ممکن است افزایش، کاهش یا ثابت بماند.
۹	↓	↑	اثرات آنها تهاتر می‌شود. ارزش آنها ممکن است افزایش، کاهش یا ثابت بماند.

1.کاهش درسودشرکتهای تک مالکی ازنوع غیرصنعتی

اگرشرکتی درحال تجربه مشکلات داخلی باشد،ممکن است متحمل کاهش درسودعملیاتی شود. هنگامی که صنایع توان تحمل چنین افتی رانداشته باشند.نشانه آن است که کاهش سود درنتیجه مشکلات داخلی پدیدآمده است.لذااین نوع شرکتها برای سرمایه گذاری مناسب می باشند.

2.صنایعی که تحت تاثیرتغیرات اقتصادی می باشند

در هرزمان،خصوصا درزمان بحران اقتصادی،اقتصاددانان پیش بینیهایی رابرای فعالیتهای اقتصادی کشور انجام می دهند.که این پیش بینیهاشامل تقاضاوتغییرات درتولیدصنایع مهم نیز می باشد.باتجزیه تحلیل این پیش بینیها،یک واحدتجاری می تواندصنایع همراه بارشدبالارادرکوتاه مدت یامیان مدت شناسایی نماید.

3.شکاف درطبقات مدیریت

به طورمعمول مدیران عالی یک شرکت باهمدیگرکارکرده وگاهاتعدادی ازمدیران،ازگروه مدیریت جداشده وتمایلی برای هدایت عملیات شرکت ندارند.این امراحتمالانشان دهنده این است که این مدیران درجستجوی راههایی برای بهترشدن وضعیت شرکت هستند.

4.کم کاری شرکتهای موجوددرصنعت

شرکتهایی باسودآوری کم که ماشین آلات وتجهیزاتی همانند،شرکتهای سودآوردارندااماموفق به کسب سودنمی شوند،می توان نتیجه گرفت که مشکلات این گونه شرکتها احتمالا ناشی ازمدیریت ضعیف وغیرکارایی آنان است.

5.عملکردبدشرکتهای ضعیف به کمک شرکتهای قوی،به نقاط قوت آن شرکتهاتبدیل می شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

شرکت تحصیل کننده ممکن است قدرت زیادی دربازاریابی محصولات مصرفی(ازطریق پرسنل فروش،تبلیغات عالی وواحدهای تحقیقاتی)داشته باشد.باادغام این شرکتها،شرکت بوجودآمده دارای کارشناسان بازاریابی وتولیدی متخصص وخبره می شودتاشایدبتواندسودشرکت رادرکوتاه مدت افزایش دهند.

تعین قیمت خرید برای شرکتهای باوضعیت چرخشی

تکنیکهای تخمین سودهرسهم آتی می تواندررسیدن به قیمت خریدبرای شرکتی که پتانسیل عملکردی خوبی ندارد،موثرباشد.

دید گاه کنترلی

اززمانی که یک شرکت برای اهداف کنترلی انتخاب می شود،بایدتصمیم گرفته شودکه چگونه کنترل اعمال خواهدشد.

1.مذاکرات

سهامدارن به تحصیل واحدهای(بخشهای)مالی وحقوقی شرکت،باهمتایان خود،برروی جزئیات کارکرده واطلاعات موردنیازرابرای تعین قیمت خریدیانسبت تبدیل تعین می نمایندکه باتاییدهردوشرکت ترکیب کننده وترکیب شونده می تواندجایگزین گردد.

2.درخواست (تقاضای)مزایده

یک مزایده،پیشنهادی برای فروش تعدادمشخصی از سهام باقیمتی مشخص می باشد.

3.درخواست وکالت

وکالتنامه،یک نوشته ازطرف وکیل شرکت می باشدکه به یک شرکت(شخص)حق رای می دهدتاسهام مشخصی راازیک شرکت سهامی به شرکت(شخص)دیگری انتقال دهد.

موانع احتمالی موجود درانجام تحصیل

1.عدم آگاهی نسبت به مشکلات واحد تجاری موردنظر

مدیریت ممکن است قادر به درک مشکلات واقعی واحدتجاری تحصیل شده نباشد.این عدم درک مشکلات ممکن استبعدازتحصیل حتی مشکلات بیشتری را برای واحدتجاری بوجودآورد.

2.برنامه های تفصیلی شرکت تحصیل کننده که ممکن است موردعلاقه سهامداران واحدتحصیل شده نباشد.

کاهش رشداحتمالی درتولیدوفروش ممکن است برای باقی مانده سهامداران شرکت تحصیل شده(هدف)مطلوب نباشد.

3.قیمت مزایده یانسبت تبدیل پایین

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

ممکن است پتانسیل یک واحدتجاری که تحصیل می شودبه طورکامل شناخته نشده باشد.مدیریت شرکت هدف(تحصیل شونده)ممکن است احساس کندکه شرایط به زودی بهبودخواهدیافت وسهام آن شرکت باسرعت بالایی افزایش پیداخواهدکرد.بنابراین،آنهااحتمالااین موضوع اعمال کنترل رادرچانه زنی برسرقیمت مزایده یانسبت تبدیل،موردتوجه قراردهند.

4.برنامه تحصیل شرکتها برای مدیریت جدید

معمولا شرکت تحصیل کننده باشناسایی مدیریت قدیمی تلاش می کندتادرصورت امکان،جایگزینی مناسب برای آنان پیدانماید.

تاکتیکهای جلوگیری ازتحصیل

1.گرفتن حق رای سهامداران درمقابل اعمال کنترل

مدیریت شرکتB.F.Goodrichتعدادی اعلامیه برای سهامداران فرستادکه درآن به آنهاتوصیه کرده بودکه ازامضای وکالتنامه هابرای گروه صنایعNorthwest امتناع ورزند.احتمالااین محدودیت دراعمال کنترل ممکن است ازطرف هردوگروه درگیردرادغام موردتوجه قراربگیرد.

2.محدودکردن تلاشهای گروهی درمقابل درخواست مزایده

مدیریتB.F.Goodrichممکن است ازآزادکردن لیست ایمیل سهامدارن خودامتناع ورزد.بنابراین،مشکلاتی رابرای گروه صنایعNoorthwest برای درخواست مزایده بوجودخواهدآورد.این اقدامات،واحدتجاری تحصیل کننده رابرای استفاده ازراههای غیرمستقیم مجبورمی سازد،مثل تبلیغات درتلویزیون،مزایده وسایرموارد.

3.گرفتن یک نمایندگی دولتی

اگریک نمایندگی دولتی،علاقه مندی خودرابرای خریدنشان دهد،بایدبررسیهای بیشتری انجام شود.ضمنادراین مواقع بایدقوانین ضدتراست رابه دقت موردبررسی قرارداد.

4.گرفتن سهام به منظورکنترل بااستفاده ازارتباطات غیررسمی

واحدتجاری که اصراربه کنترل می نماید،ممکن است سهامی رادرازای داراییهای یک واحدتجاری صادرنمایدتاحق رای سهامداران رابه سمت خود بکشاند.این سهام معوق اضافی مشکلات بشتری رابرای شرکتهای رقیبی که مایل به کسب حق کنترل هستندایجاد می نماید.

5.اقدام به ایجادیک وضعیت تبلیغاتی منفی(نامطلوب)

خیلی مهم است که مدیریت خواهان مبارزه باخرید(تحصیل)ازطریق روزنامه هاباشد،زیرااثرات مخربی رابرروی(خرید)خواهدگذاشت.شرکت تحصیل کننده ممکن است احساس کندکه تبلیغات منفی انجام شده توسط شرکت موردتحصیل اثربسیارمخرب تری راحتی بیش ازمزایای اعمال کنترل موفقیت آمیزبرروی شرکت،بگذارد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

فصل 21

مقدمه:

پیچیده شدن محیط‌های تجاری، جهانی شدن بازارها، افزایش شدید رقابت، پیشرفت‌های تکنولوژیکی، فناوری اطلاعات و ارتباطات، شیوه‌های نوین عرضه کالا و خدمات، افزایش اهمیت دارایی‌های نامشهود و سرمایه‌های فکری و غیره از عواملی هستند که موجب شده‌اند تا سازمان‌ها با انواع ریسک‌ها و خطرات پیش‌بینی‌نشده مواجه شوند. در ادبیات مالی به‌منظور کاهش ریسک و جبران زیان‌های ناشی از آن بحثی تحت عنوان مدیریت ریسک مطرح شده است.

عدم اطمینان

واژه عدم اطمینان به تصمیمی که بر اساس شناخت ناقص و اطلاعات نامطمئن در رابطه با فعالیت‌ها و پروژه‌ها اخذ شود، اطلاق می‌گردد. عدم اطمینان از تصادفی بودن وقایع و رخدادها ناشی می‌شود. عدم اطمینان می‌تواند ناشی از موارد زیر باشد:

- اشتباه در داده‌ها
- اشتباه در پیش‌بینی‌ها
- اشتباهات مدل
- اشتباه در داده‌ها بیانگر عدم اطمینان درباره وقایع گذشته است. اشتباه در پیش‌بینی، عدم اطمینان در رابطه با وقایع آتی را بیان می‌کند و منظور از اشتباهات مدل، تفاوت بین مشاهدات انجام‌شده و ارزش‌های پیش‌بینی‌شده در مدل است.

ریسک

ریسک احتمال زیان یا آسیب دیدن در اثر یک موقعیت خاص است و شامل تمامی احتمالات مربوط به صدمه دیدن، خسارت و زیانی را شامل می‌شود که در تحقق اهداف سازمان اثرگذار هستند. معانی عدم اطمینان و ریسک خیلی به هم نزدیک هستند اما از یکدیگر متمایز می‌باشند. همان طوری که بیان شد، در عدم اطمینان حداقل، احتمالات مربوط به حالات ممکن یک تصمیم مشخص نیستند اما در ریسک هم حالات ممکن و هم احتمالات هر یک از حالات ممکن در یک تصمیم، مشخص هستند.

به طور کلی برای تعریف ریسک یک طیف ارائه‌شده که دو سر این طیف، دو دیدگاه در رابطه با ریسک را ارائه می‌دهند که عبارت‌اند از:

دیدگاه اول: ریسک عبارت است از هرگونه نوسانات احتمالی در بازده‌های آتی (Galitz,1995) در این دیدگاه نوسانات مثبت و منفی در بازده‌های آتی قرار می‌گیرند.

دیدگاه دوم: ریسک یعنی هرگونه نوسانات احتمالی منفی در بازده‌های آتی (Hube,1998) در این دیدگاه فقط نوسانات منفی در بازده‌های آتی مورد توجه قرار می‌گیرند.

اقدامات تامینی و مدیریت ریسک

به مجموعه اقداماتی که مدیریت جهت تعدیل و کاهش ریسک مربوط به فعالیت‌های واحد تجاری انجام می‌دهد، اقدامات امنیتی اطلاق می‌شود. اقدامات تأمینی (پوشش ریسک) به ندرت بدون هزینه انجام می‌شوند. اکثر شرکت‌ها برای کاهش ریسک مربوط به فعالیت‌های خود دست به اقدامات تأمینی یا پوششی می‌زنند. هدف شرکت‌ها از این اقدامات تأمینی، ایجاد وجه نقد برای واحد تجاری نیست. اکنون باید پرسید که اگر اقدامات تأمینی در جهت ایجاد جریانات نقدی نیستند چرا چنین اقداماتی توسط شرکت‌ها صورت می‌گیرد؟ دلیل اصلی این امر، کاهش ریسک (احتمال خطر) برنامه‌ریزی‌های مالی واحد تجاری است که از احتمال کمبود وجه نقد برنامه‌ریزی‌شده فعالیت ها می کاهد.

مدیریت ریسک زمانی مطرح می‌شود که شرکت با احتمال متحمل شدن ضرر و زیان مواجه شود. مدیریت ریسک شامل حوزه‌ای گسترده است که مسائل مالی، عملیاتی، تجاری، استراتژیک و حوزه‌ای وسیع‌تر به نام حوادث خطرآفرین را در بر می‌گیرد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

به طور کلی مدیریت ریسک، فرآیند سنجش و ارزیابی و ریسک و سپس ارائه و مطرح کردن استراتژی‌های مناسب برای اداره ریسک می‌باشد. در واقع مدیریت ریسک یک رویکرد مؤثر برای موارد زیر را تعریف می‌کند:

- شناسایی ریسک
- تجزیه‌وتحلیل و ارزیابی احتمال و اثر بالقوه ریسک.
- حذف بخشی از ریسک که به طور منطقی و عملی قابل حذف می‌باشد.
- کنترل ریسک‌های غیرقابل حذف از طریق کاهش اثر آن‌ها تا یک سطح قابل‌کنترل.

قسمت اصلی مدیریت استراتژیک هر سازمانی، مدیریت ریسک است. مدیریت ریسک اقداماتی است که هر سازمان با در نظر گرفتن ریسک مربوط به فعالیت‌های آن‌ها در راستای کسب سود و حداکثر کردن جریانات نقدی ناشی از فعالیت‌های خود به‌کار می‌برد.

ابزارهای مدیریت ریسک

ابزارهای مالی کلاً به چهار دسته کلی به شرح ذیل می‌باشند:

- **ابزارهای مالکیت**: ابزارهای مالکیت مربوط به حقوق صاحبان سهام است و رایج‌ترین آن‌ها سهام عادی است.
- **ابزارهای بدهی**: ابزارهای بدهی نشانگر وامی هستند که صاحبان یک شرکت از اشخاص حقیقی و حقوقی می‌گیرند، مثل وام دریافتی از مؤسسات مالی و اعتباری و یا اوراق قرضه انتشاریافته توسط شرکت‌ها.
- **ابزار مشتقه**: ابزارهای مشتقه ابزارهایی می‌باشند که ارزش آن‌ها از ارزش سایر اوراق بهادار مشتق می‌شوند، مثل اختیارهای معامله، قراردادهای آتی و سلف و سوآپ‌ها.
- **ابزارهای ترکیبی**: ابزارهای ترکیبی، ترکیبی از سه ابزار اول می‌باشند، مثل اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی.

اختیارهای معامله

اختیار معامله توافقی بین واگذارکننده و تحصیل کننده حق خرید و یا فروش دارایی تعهد شده است، به‌طوری‌که دارنده اختیار، حق خرید یا فروش یک دارایی مشخص را با یک قیمت تعیین‌شده و در تاریخی معین در آینده را دارد. دارایی مشخص در اختیارهای خریدوفروش می‌تواند دارایی‌های مالی (مثل اوراق بهادار) و یا دارایی‌های واقعی (مثل طلا) باشند.

نواع اختیار معامله

اختیار معامله می‌تواند به شکل اختیار خرید و یا اختیار فروش باشد. در اختیار خرید، دارنده می‌تواند در ازای ارائه اختیار در تاریخ مشخصی در آینده، دارایی مورد نظر را باقیمت توافق شده خریداری نماید؛ اما در اختیار فروش، دارنده می‌تواند در ازای ارائه اختیار، در تاریخ مشخصی در آینده، دارایی مورد نظر را باقیمت توافق شده به فروش رساند.

اختیارها از نظر تاریخ اعمال به انواع زیر می‌توان تقسیم نمود:

- اختیار اروپائی
- اختیار آمریکایی
- اختیار آسیایی

اختیار اروپایی، حق استفاده از اختیار را فقط در تاریخ انقضاء به دارنده می‌دهد؛ اما اختیار آمریکایی حق استفاده از اختیار را در تاریخ انقضاء یا قبل از آن به دارنده می‌دهد و اعمال اختیار آسیایی بستگی به متوسط قیمت در طول عمر اختیار دارد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

در اختیارهای خرید، دارنده اختیار خرید سهام، دارای اختیار خرید بوده و هیچ تعهدی ندارد؛ اما انتشاردهنده اختیار، تعهداتی در قبال دارنده اختیار بر عهده دارد. این عدم تقارن حقوق و تعهدات منجر به اقدامات تأمینی در خصوص اختیارها می‌شود و مشکلاتی را نیز در قیمت‌گذاری اختیارها پدیدار می‌سازد.

قراردادهای سلف و آتی

قرارداد سلف، قراردادی است که طرفین آن توافق می کنند در تاریخ مشخصی در آینده مقدار کالای معینی که قیمت آن نیز در قرارداد معلوم است، معامله نمایند.

قرارداد آتی قراردادی است که از نظر تحویل کالا و نحوه پرداخت قیمت آن در آینده مشخص، همانند قرارداد سلف است. در قرارداد آتی میزان کنترل بیشتر است و ریسک طرفین در مقابل یکدیگر بسیارکم است و آن‌ها هیچ مسئولیتی در مقابل هم ندارند زیرا در قرارداد آتی واسطه‌ای مشخص وجود دارد و از جمله اقدامات تأمینی در قراردادهای آتی این است که طرفین مبلغی به‌عنوان تضمین به مؤسسه واسطه می‌پردازند و مورد معامله در بورس‌های مربوطه انجام می‌گیرد.

قراردادهای سلف و آتی ابزارهایی برای مدیریت ریسک به شمار می‌روند تا از طریق آن‌ها اثر نوسانات احتمالی آتی در قیمت کالاهای مشخص در قراردادهای سلف و آتی خنثی شود.

اعمال قراردادهای سلف و آتی الزامی است و وقتی قیمت کالاهای توافق شده طبق قراردادها در آینده کاهش یابند، این قراردادها باید اجرا شوند و این منجر به زیان می‌شود. مزیت اختیارهای معامله نسبت به قراردادهای آتی و سلف در این است که اعمال آن‌ها الزامی نمی‌باشند.

قرارداد سوآپ

طبق قرارداد سوآپ، مجموعه‌ای از جریانات نقدی شناور با مجموعه‌ای از جریانات نقدی ثابت تاخت زده می‌شوند. قراردادهای سوآپ یکی از کاربردی‌ترین ابزارهای مدیریت ریسک محسوب می‌شود که در آن افرادی که می‌خواهند از نوسانات قیمت پرهیز کنند، جریانات نقد ثابت را ترجیح می‌دهند و افراد دیگری هم با پذیرش ریسک بیشتر، جریانات نقد شناور را ترجیح می‌دهند. به طور کلی طبق قرارداد سوآپ به مجموعه‌ای از مبادلات نقدی در یک دوره مشخص برای ارزهای مختلف و مشابه گفته می‌شوند.

فرآیند مدیریت ریسک

مدیران ریسک به سمتی حرکت می کنند که تا حد امکان یک چارچوب و نظام استاندارد برای مدیریت ریسک ارائه نمایند. یکی از چارچوب‌ها توسط انجمن مدیران ریسک و بیمه انگلستان (AIRM) و مؤسسه مدیریت ریسک انگلستان ارائه‌شده است. گزارش آن‌ها در سال 2002 نوعی چارچوب منسجم و فراگیر از مفهوم مدیریت ریسک را در اختیار می‌گذارد که در ادامه تشریح خواهد شد.

AIRM و IRM

، «مدیریت ریسک» را یک رویکرد مؤثر برای تشخیص و شناسایی ریسک، ارزیابی اثرات احتمالی ریسک، کاهش یا حذف ریسک‌های قابل حذف و کنترل ریسک‌هایی که قابل حذف نیستند، تعریف می‌کند.

در واقع فرآیند مدیریت ریسک شامل موارد زیر است:

- تشخیص و شناسایی ریسک
- تحلیل ریسک
- ارزیابی ریسک
- برخورد با ریسک
- بازنگری و مرور فرآیند مدیریت ریسک

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

تشخیص ریسک

IRM

تشخیص ریسک را فرآیند کلی تحلیل و ارزیابی ریسک تعریف می‌کند و آن را در قالب موارد بعدی چارچوب ارائه‌شده برای فرآیند مدیریت ریسک بیان می‌کند.

- AIRM-IRMفرآیند مدیریت ریسک ارایه شده توسط

.تحلیل ریسک

شامل 3 حوزه:

1-شناسایی ریسک

2-توصیف ریسک

3-تخمین ریسک

1-شناسایی ریسک

شناسایی ریسک یعنی «تعیین، تعریف و شناسایی سازمان در شرایط عدم اطمینان». این امر مستلزم شناخت درون سازمان، محیط اقتصادی، فرهنگی، سیاسی، اجتماعی و قانونی که سازمان در آن فعالیت می‌کند به همراه شناخت و فهم عمیق از اهداف استراتژیک و عملیاتی سازمان است که این موارد را در راستای نیل به اهداف سازمان از عوامل حیاتی موفقیت و استفاده بهینه از فرصت‌ها و مقابله مناسب با تهدیدات به شمار می-آیند.

از جمله تکنیک‌های شناسایی ریسک عبارت‌اند از:

- طوفان مغزی
- پرسشنامه
- بنچمارکینگ صنعت (محک زدن و مقایسه صنعت)

مطالعات شغلی که فرآیندهای شغلی را مورد بررسی قرار داده و عوامل داخلی و خارجی مؤثر بر آن را توصیف می‌کند. به‌طوری که می‌تواند بر آن فرآیند شغلی اثر بگذارد.

- ✓ تحلیل سناریو
- ✓ کارگاه‌های تشخیص ریسک
- ✓ بازرسی ضمنی
- ✓ رسیدگی و بازرسی
- ✓ حدس و مطالعات علمی

2-توصیف ریسک

منظور از توصیف ریسک، انعکاس و ارائه ریسک‌های شناسایی‌شده در قالب ساختار منسجم و منظم است. برای این منظور می‌توان از جداول توصیف ریسک استفاده کرد که جهت انعکاس بهتر و سهولت توصیف و تشخیص ریسک به‌کار می‌روند.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

یک ساختار مناسب برای فرآیند شناخت توصیف و تشخیص ریسک لازم است تا علاوه بر انعکاس احتمالات مربوط به انواع ریسک‌های شناسایی‌شده، امکان ارائه جزئیات بیشتر در رابطه با آن گروه از ریسک‌هایی که نیاز به تحلیل دارند، فراهم شود و که در این راستا، جداول توصیف ریسک طراحی می‌شوند.

3-تخمین ریسک

تخمین ریسک می‌تواند به‌صورت کمی، نیمه کمی یا کیفی در قالب واژه‌های احتمال وقوع رویداد و نتیجه ممکن بیان شود. برای مثال نتایج احتمالی در قالب واژه تهدید (ریسک منفی) یا در قالب واژه فرصت (ریسک مثبت) ممکن است بالا، متوسط و پائین باشد؛ بنابراین احتمالات ممکن است بالا، متوسط و پائین باشد که هر یک مستلزم تعریف متفاوتی نسبت به تهدیدات و فرصت‌ها می‌باشند. بیشتر سازمان‌ها نتایج ممکن یک رویداد و احتمالات هر یک از حالات ممکن را در طبقات بالا، متوسط و پائین بررسی می‌کنند که در قالب ماتریس 3*3 تحلیل می‌شود و اگر مقیاس‌های دیگری علاوه بر سه سطح بالا، متوسط و پائین اضافه شوند، ماتریس‌های بزرگ‌تری ارائه خواهد شد. جدول 2، ماتریس 3*3 فوق را به شکل مناسب نشان می‌دهد که خود شامل سه قسمت زیر است:

- جدول 2-1:ماتریس 3*3 برای تحلیل ریسک
- جدول2-2:احتمال وقوع تهدیدات
- جدول 2-3:احتمال رخداد فرصت ها

ارزیابی ریسک

پس از اینکه فرآیند تحلیل ریسک کامل گردید و ریسک تخمین زده شد، لازم است ریسک تخمین زده‌شده را با معیارهای ریسک که سازمان مورد بررسی تعیین کرده است، مقایسه نمائیم. معیارهای ریسک ممکن است شامل درآمدها، هزینه‌ها و سودهای مربوط به فعالیت‌ها، بدین ترتیب ریسک‌های مربوط به تصمیمات و سطح اهمیت ریسک فعالیت‌های سازمان و این که آیا هر ریسک مشخص پذیرفته شود و یا اینکه اقدامات تأمینی برای مواجه با آن‌ها صورت بگیرد، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

گزارش ریسک

گزارشات ریسک به دو گروه گزارشات درون‌سازمانی و برون‌سازمانی تقسیم می‌شوند:

1-گزارشات درون‌سازمانی ریسک

سطوح مختلف از ساختار یک سازمان به اطلاعات مختلفی در فرآیند مدیریت ریسک دارند از جمله:

هیئت‌مدیره باید:

- به ریسک‌های بااهمیتی که سازمان با آن روبرو است، شناخت پیدا کند.
- تأثیرات ممکن نتایج احتمالی بر قیمت سهام و انحراف از اجرای فعالیت‌های مورد انتظار را بشناسد.
- شناخت لازم از فعالیت‌های سازمان را داشته باشد.
- بداند که چگونه در سازمان، مدیریت بحران در موارد ضروری صورت می‌گیرد.
- به مدیریت ارتباطات با سرمایه‌گذاران آگاه باشد.
- اطمینان حاصل نماید که فرآیند مدیریت ریسک به طور مؤثر اجرا می‌شود.

سیاست مدیریت ریسک شفاف همراه با پوشش مسئولیت‌ها و فلسفه مدیریت ریسک را اعلام نماید.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

واحد تجاری باید:

- از ریسک‌های موجود در محیط مسئولیت خود و اثرات آن ریسک‌ها به حوزه‌های دیگر و متعاقباً اثر پیامدهای حوزه‌های دیگر بر روی واحدهای تجاری مطلع باشد.
- از شاخص‌های سنجش عملکرد که فعالیت‌های مالی و تجاری کلیدی واحد تجاری را به سمت اهداف آن هدایت می‌کند را بهره ببرد.
- به طور سیستماتیک و سریع، ریسک‌های جدید مشاهده‌شده و قصور در ارزیابی کنترل‌های موجود در واحد تجاری را به مدیر ارشد گزارش دهد.

کارکنان باید:

- از مسئولیت‌های خود در قبال ریسک‌های موجود در حیطه کاری آگاه باشند.
- از چگونگی حرکت مستمر به سمت مدیریت ریسک آگاه باشند.
- به مدیریت ریسک به‌عنوان بخشی از فرهنگ سازمان بنگرند.
- در صورت نقص در اجرای برنامه‌های کنترلی و مشاهده ریسک‌های جدید، به مدیران ارشد گزارش داده شود.

2-گزارشات برون‌سازمانی ریسک

یک واحد تجاری مشخص باید به سهامداران خود طبق اساسنامه در رابطه باسیاست‌های مدیریت ریسک و کار آیی خود در راستای رسیدن به اهداف سازمان، گزارش دهد.

برخورد با ریسک

مدیریت ریسک، فرآیندی است که اقداماتی را برای تعدیل ریسک، انتخاب و به‌کار می‌برد. برخورد با ریسک شامل عناصر اصلی کنترل و کاهش ریسک است، اما بیشتر به اجتناب از ریسک، انتقال ریسک و مالی کردن ریسک و غیره می‌پردازد

در استاندار ارائه‌شده توسط AIRM و IRM مالی کردن ریسک، مکانیسمی برای به‌دست آوردن نتایج مالی ریسک همانند برنامه‌های بیمه‌ای، ارائه می‌دهد. در واقع مالی کردن ریسک، روشی برای به‌دست آوردن حمایت مالی در مقابل اثرات ریسک است مثل بیمه

هر سیستم برای برخورد با ریسک باید دارای حداقل‌هایی نظیر موارد زیر در سیستم باشد که عبارت‌اند از:

- عملکرد مؤثر سازمان
- کنترل‌های داخلی مؤثر
- مقبولیت قانونی و مقرراتی

مقبولیت قانونی و مقرراتی، اختیاری نیست بلکه، یک سازمان باید قوانینی که قابلیت اجرا دارند را بشناسند و یک سیستم کنترلی مناسب برای رسیدن به اهداف قانونی به‌کار گیرد. بی‌تناسب با ریسک کاهش‌یافته باشند، داشت.

بازنگری و مرور فرآیند مدیریت ریسک

در مدیریت ریسک مؤثر، مرور و بازنگری فرآیند مدیریت ریسک به‌منظور اطمینان از تعریف و شناسایی ریسک‌های مربوط به واحدهای تجاری و اطمینان از وجود کنترل‌های مناسب برای کاهش اثرات نامساعد رویدادها و حوادث در نظر گرفته می‌شود.

رسیدگی قانونی نسبت به سیاست‌ها، اهداف و این‌که آیا شرکت به اهداف عملکردی در نظر گرفته‌شده برای فرصت‌ها و فعالیت‌ها رسیده است یا خیر، بخشی از فرآیند مدیریت ریسک است.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

با توجه به پویایی محیط‌های تجاری، سازمان نیز باید پویا و منطبق با محیط باشد. در نتیجه، تغییرات در سازمان و محیطی که در آن فعالیت می کند، باید تعریف و شناسایی شود تا اقدامات لازم در سیستم برای هماهنگی با این تغییرات صورت گیرد. فرآیند بازنگری باید با این اطمینان را فراهم آورد که کنترل‌های مناسب برای فعالیت‌های سازمان وجود دارد و این‌که رویه‌های سازمان به طور شفاف درک و اجراشده‌اند

همچنین، فرآیند مرور و بازنگری باید تعیین کند که آیا:

- معیارهای منظور شده، پذیرفته‌شده‌اند؟
- رویه‌ها پذیرفته‌شده‌اند؟

دانش پیش‌رفته برای رسیدن به تصمیمات بهتر فراگرفته شده است؟ و تعریف و شناسایی این که چه آموزش‌هایی باید در ارزیابی‌های آتی و مدیریت ریسک در آینده فراگرفته شوند؟

پیش‌شرط لازم برای اندازه‌گیری ریسک، ایجاد برنامه مدیریت ریسک می‌باشد. درک اهداف سازمان به طور روشن و شفاف، ریسک‌های مربوط به این اهداف و رویه‌های عملیاتی استاندارد شروعی برای ورود به مرحله تجزیه‌وتحلیل ریسک است.

در مرحله اول باید درک واضحی از انواع ریسک که می‌خواهیم اندازه‌گیری نمائیم داشته باشیم. یکی از روش‌های طبقه‌بندی ریسک، طبقه‌بندی آن به سه طبقه زیر است:

- ریسک‌های استراتژیک
- ریسک‌های عملیاتی
- ریسک‌های اقتصادی

ریسک‌های استراتژیک آن فرصت‌هایی هستند که نتایج آن‌ها انحرافات بلندمدت وجود دارد. این طبقه از ریسک شامل ریسک شهرت، ریسک کیفیت، ریسک برند (نام تجاری) و ریسک‌های دیگر است که می‌توانند اثرات بلندمدت و چندین ساله داشته باشند. ریسک‌های عملیاتی، ریسک-های تجاری سنتی و ریسک‌های مخاطره‌آمیز هستند که برای سال‌ها مدیریت و اداره می‌شوند. ریسک‌های اقتصادی، وضعیت‌های سیاسی و مالی هستند که از طریق رویدادهای کوچک و بزرگ ناشی می‌شوند، مثل ریسک نرخ تسریع ارز و ریسک نرخ بهره. طبقه‌بندی ریسک در قالب گروه‌های اصلی فوق، این امکان را فراهم می کند که مخاطرات مربوطه بهتر درک شود و متعاقباً ریسک را بهتر توصیف و برخورد مناسبی با آن داشته باشیم.

مرحله دوم در شناسایی ریسک، ایجاد پارامترهایی است که به طور واضح انواع ریسک و ویژگی‌های آن را تعریف کند. در این مرحله، ریسک به دو نوع زیر تقسیم می‌شوند.

- ریسک خالص
- ریسک مخاطره‌آمیز

برای هر یک از ریسک‌های فوق اصطلاحات جدیدی وجود دارد. اصطلاح حدود خطر برای ریسک خالص و اصطلاح پروژه‌ها برای ریسک مخاطره-آمیز به‌کار می‌رود. حدود خطر، حالاتی هستند که منجر به زیان در ارزش می‌شوند و پروژه‌ها فعالیت‌هایی هستند که ممکن است منجر به زیان در ارزش شوند و پروژه‌ها فعالیت‌هایی هستند که ممکن است منجر به سود یا زیان در ارزش شوند. ریسک‌های خالص و مخاطره‌آمیز از دیدگاه علت و منبع تغییر در ارزش موضوعات، تعریف می‌شوند. تغییرات در حدود خطر برای ریسک خالص از طریق خطرات جدی و تغییرات در ارزش پروژه‌ها برای ریسک مخاطره‌آمیز از طریق فرصت‌ها صورت می گیرد. نهایت باید شرایط یا رویدادهایی تعریف شوند که احتمال و یا اثرات تغییر را افزایش دهند. به این موارد در ریسک خالص، پیشامدها و در ریسک مخاطره‌آمیز، محرک‌ها اطلاق می‌شود

هفت تکنیک برای شناسایی ریسک وجود دارد که هرکدام مزایا و معایبی دارند. مدیریت ریسک باید با همه این تکنیک‌ها آشنا باشد و از آن‌ها برای افزایش اطمینان در انجام موفقیت‌آمیز کارها استفاده کند. این تکنیک‌ها عبارت‌اند از:

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

خلاصه کتاب تصمیم گیری - دکتر وکیلی فرد

- تجزیه‌وتحلیل‌های آماری
- تجزیه‌وتحلیل‌های قراردادی
- زمینه‌یابی‌ها و چک لیست‌ها
- تجزیه‌وتحلیل‌های نموداری
- مصاحبه با کارشناسان و متخصصین
- تجزیه‌وتحلیل وضعیت مالی
- بازرسی‌های شخصی
- تجزیه و تحلیل آماری

هنگامی که داده‌های کافی و مربوط در داخل شرکت و صنعت مربوطه وجود داشته باشد، تجزیه‌وتحلیل‌های آماری یک روش مناسب برای پیش-بینی ارزش‌های بااهمیت و انحرافات استاندارد (انحراف معیارها) محسوب می‌شوند. مدل‌های آماری زیادی برای تجزیه‌وتحلیل داده‌ها وجود دارد که از هر یک می‌توان به‌تناسب شرایط استفاده نمود

از مزایای این روش این است که به طور کلی نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل‌های آماری توسط استفاده‌کنندگان و تصمیم‌گیرندگان مورد پذیرش قرار می‌گیرد. تعداد زیادی از آن‌ها واقعی و انعکاسی از عملکرد گذشته شرکت‌ها می‌باشند. از معایب این تکنیک این که تحلیل‌گران با کمبود یا نبود داده‌های قابل‌اعتماد، کافی و مربوط به‌منظور تعمیم نتایج به‌صورت معتبر مواجه هستند. شبیه‌سازی‌های کامپیوتری از جمله مواردی هستند که منجر به کاهش چالش‌ها در موارد بسیاری می‌شوند.

تجزیه و تحلیل قراردادی

اشخاص قراردادهای متنوعی با شرکت‌ها منعقد می‌کنند مثل سفارشات خریدوفروش، قراردادهای استخدام، ادغام، تحصیل و قراردادهای بیمه و غیره، مردم به ندرت قراردادها را با دقت می‌خوانند، در نتیجه ممکن است با ریسک‌های بالایی مواجه شوند.

اما شرکت‌ها این قراردادها را به‌دقت بررسی می‌کنند؛ بنابراین شرکت باید از مشاورین حقوقی و کارشناسان و متخصصین مربوط به موضوعات قراردادها، به نحو احسن بهره برده تا این نوع ریسک را کاهش دهند. از مزایای این تکنیک این است که شرکت برای دوری جستن از ریسک‌های مربوط به قراردادها، همه قراردادهایش را به‌دقت و با بهره‌گیری از کارشناس امر مورد بررسی و مطالعه قرار می‌دهد. وقتی شرکت از نماینده قانونی شایسته و متخصص در هنگام عقد قراردادها استفاده نکند، دچار چنین ریسک‌هایی می‌شود.

زمینه یابی و چک لیست ها

بررسی‌های مربوط به ریسک و تهیه چک لیست‌های بیمه‌ای مربوط به آن ریسک‌ها به طور وسیع مورد استفاده قرار می‌گیرند. از مزایای چک لیست‌های بیمه، کم هزینه و رایگان بودن آن‌ها به دلیل تهیه شدن آن توسط بیمه کننده است. از معایب آن این که شناسایی مخاطرات اغلب محدود به مهم‌ترین بیمه‌شدگان می‌باشد. در مقابل، چک لیست‌ها برای بررسی و زمینه‌یابی‌های مربوط به انواع ریسک‌ها توسط مدیران ابزار بسیار جامعی هستند و در شناسایی بسیاری از ریسک‌ها مفید می‌باشند؛ اما بررسی‌های انجام‌شده توسط مدیریت زمان‌بر و پرهزینه بوده و بررسی‌های انجام‌شده و چک لیست‌های تهیه‌شده روشی بسیار مناسب برای شناسایی انواع ریسک‌های مربوط به یک سازمان خاص می‌باشند.

تجزیه و تحلیل نموداری

نمودارها راهنمای بسیار مناسبی برای شناسایی ریسک محسوب می‌شوند. از جمله نمودارهای شناسایی ریسک، نمودار گردش کار سازمان است. این نمودار گردش مواد، منابع و زمان را از طریق فرآیندهای سازمانی تشریح می‌کند. نمودار گردش کار به‌منظور قابلیت آن در شناسایی فرآیندهای اضافی، محدودیت‌ها و تنگناها، در جریان کار مورد استفاده قرار می‌گیرد.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir

. نمودار گردش کار، سیاست‌های شرکت را ارائه می‌کند، اگرچه در عمل اقدامات انجام‌گرفته ممکن است متفاوت باشد و این امر یعنی تفاوت بین سیاست‌های دیکته شده و اقدامات انجام‌شده که جهت شناسایی ریسک توسط مدیران بسیار مفید هستند. نمودار دیگر برای شناسایی ریسک، نمودار سازمانی می‌باشد که می‌تواند هر یک از تنگناهای منابع انسانی بالقوه را شناسایی کند.

مصاحبه با کارشناسان

کارشناسان می‌توانند از داخل یا خارج از سازمان باشند. کارشناسان خارجی شامل بانکدارها، حسابداران، وکلای حقوقی، حسابرسان، مهندسان و مشاوران قابل‌اعتماد می‌باشند. هر کدام از آن‌ها دارای علم و تجربه زیادی بوده که برای مدیریت ریسک بسیار مفید هستند اما هزینه‌های استفاده از کارشناسان خارجی زیاد است.

کارشناسان داخلی محدود به مدیران ارشد نمی‌شوند. اغلب، اشخاص بسیاری در محیط‌های کارگری وجود دارند که دارای تجربه و تخصص کافی هستند و در شناسایی بسیاری از ریسک‌ها که این ریسک‌ها حتی توسط مدیریت و طراحان سیستم مورد توجه قرار نگرفته‌اند، مفید هستند. در این تکنیک شرایطی مهیا می گردد که از کارگران باتجربه نیز در فرآیند مدیریت ریسک استفاده شود. مصاحبه با این کارگران، مدیران عالی را که دارای دیدگاه استراتژیک هستند در شناسایی ریسک‌های عملیاتی یاری می‌رساند.

تجزیه و تحلیل وضعیت مالی

تفاوت در وضعیت مالی برای چندین دوره متوالی تهیه می‌شود تا با شناسایی مستمر وضعیت شرکت، ریسک‌های حادث‌شده و بالقوه را شناسایی نمایند. برای مثال گزارشات مدیریت به‌عنوان یک ابزار داخلی در راستای حصول به اهداف و منابع بودجه شده مورد توجه قرار می‌گیرد.

گزارشگری درون‌سازمانی و برون‌سازمانی هر دو در شناسایی ریسک مفید هستند. گزارشات برون‌سازمانی هردو در شناسایی ریسک مفید هستند. گزارشات برون‌سازمانی باید طبق اصول عمومی پذیرفته‌شده حسابداری تهیه شوند

این گزارشات، اطلاعات زیادی برای مدیریت ریسک فراهم می‌آورند از جمله این که می‌توان با دقت به ترکیب دارایی‌ها در ترازنامه یا ترکیب هزینه‌های متغیر و ثابت در صورت سود و زیان یا جریانات نقد ناشی یا مصرف‌شده در فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در صورت جریان وجوه نقد، بسیاری از ریسک‌های احتمالی را شناسایی کرد و اقدامات تأمینی لازم را برای خورد با آن ریسک‌ها طرح‌ریزی نمود.

بازرسی های شخصی

شاید یکی از کارآمدترین روش‌های شناسایی ریسک توسط مدیران، برخاستن از صندلی‌ها و دوری جستن از کامپیوترها، دفاتر و حاضر شدن در محل وجود مشکلات و محل کار می‌باشد. با این اقدام، مدیران ریسک‌های عملیاتی را از نزدیک مشاهده می‌کنند و اقدامات تأمینی لازم را به‌کار می‌برند. انجام بازرسی‌های شخصی به‌صورت مرتب یک تکنیک کاربردی و مؤثر برای شناسایی ریسک محسوب می‌شود.

www.irhesabdaran.ir www.irhesabdaran.ir