

مدیریت مالی ۲

استاد: دکتر نادران

www.jozve.org

www.jozve.org

تأمین مالی بلند مدت

اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی از جمله ابزارهای مهمی هستند که شرکتها می توانند با استفاده از آنها منابع تأمین مالی بلند مدت تهیه کنند. که معمولاً اوراق قرضه و ~~اوراق سهام~~ با وجود تفاوت‌های زیادی که با هم دارند دارای یک وجه مشترک هستند و آن ثابت بودن درآمد ناشی از سرمایه گذاری در این اوراق است و سهام عادی اوراق بهادار با درآمد ~~مکفی~~ ^{مشرف} است.

اوراق قرضه: اوراق بهاداری با درآمد ثابت می باشد که به موجب آن صادر کننده متعهد می گردد مبلغ معینی (بهره اوراق) را در زمانهای خاصی به دارنده آنها پرداخت نماید و در موعد مقرر (سررسید) نیز اصل مبلغ را پرداخت کند.

پس خریداران اوراق قرضه به عنوان طلبکاران از شرکت محسوب می شوند و صادرکنندگان الزام قانونی دارند که اصل و فرع قرضه را در موعد مقرر پرداخت کنند.

هزینه بهره قرضه، هزینه قابل قبول مالیاتی بوده و برای شرکت مزیت مالیاتی (صرفه جوئی مالیاتی) ایجاد می کند.

انواع اوراق قرضه:

۱- اوراق قرضه معمولی یا کوپن دار: این اوراق دارای بهره ثابت و سررسید معین می باشد و همچنین این اوراق می تواند با وثیقه و یا بدون وثیقه باشند.

۲- اوراق قرضه درآمدی: اوراقی هستند که شرکت موقعی ملزم به پرداخت بهره خواهد بود که سود داشته باشد یعنی پرداخت بهره این اوراق الزام آور نیست. این اوراق قرضه ریسک ورشکستگی شرکتهای صادر کننده را کاهش می دهد.

۳- اوراق قرضه بدون بهره (نرخ بهره صفر): صادر کننده این اوراق هیچگونه بهره ای پرداخت نمی کند و به آن اوراق قرضه بدون کوپن نیز گفته می شود و در زمان فروش به کسر در بازار فروخته می شود یعنی کمتر از ارزش اسمی و خریدار از این طریق سود می برد.

۴- اوراق قرضه با بهره شناور: نرخ بهره اینگونه اوراق ثابت نیست و تابع یک شاخص اقتصادی مانند نرخ تورم یا نرخ بهره بانکی می باشد.

۵- اوراق قرضه قابل باز خرید: اوراق قرضه ای است که صادر کننده اختیار داده می شود که قبل از سررسید با یک نرخ که از قبل تعیین می شود بتواند اوراق قرضه را باز خرید کند. (صرف خرید اوراق + ارزش اسمی)

۶- اوراق قرضه بنجل: اوراق قرضه ای است که صادرکنندگان در شرایط مطلوبی به سر نمی برند و ریسک و بازدهی این اوراق قرضه بالاتر از سایر قرضه ها می باشد.

یادآوری: معمولاً درجه بندی ریسک اوراق قرضه توسط موسسات بزرگ خدمات مالی مورد ارزیابی قرار می گیرند. مثلاً در آمریکا دو موسسه معتبر مالی به نام Moody's investors services, standard poor corporation سیستمهایی را برای تعیین درجه اوراق قرضه ارائه می کنند که می توان بدین وسیله ریسک نسبی سرمایه گذاری و اوراق قرضه را اندازه گیری کرد. بالاترین درجه گروه AAA و پایین ترین درجه گروه D نامیده می شود که مثلاً اگر اوراق قرضه ای از نوع AAA باشد این اوراق دارای کمترین ریسک خواهد بود.

اوراق قرضه قابل تبدیل: این گونه اوراق قرضه این حق را به خریدار می دهد که اوراق قرضه خود را به سهام عادی تبدیل کند که بعداً به عنوان اوراق بهادار قابل تبدیل به آن پرداخته خواهد شد.

با اعمال این تغییر دیگر نمی توان سهام عادی را به سند قرضه تبدیل کرد. نسبت تبدیل یا ضریب تبدیل نیز از قبل مشخص می شود. این نوع اوراق قرضه باعث می شود که تضاد منافع سهام دار و دارنده قرضه از بین برود و دارنده ی قرضه خود را سهامدار نیز بداند.

اوراق قرضه با نام: در اوراق قرضه با نام اسم و آدرس خریدار اوراق در دفاتر شرکت ثبت می شود و نقل و انتقال آن با اجازه صاحب اوراق میسر می گردد.

اوراق قرضه بی نام: متعلق به همان کسی است که آن را در تصرف خود دارد و مالکیت الزامی نیست.

مزایای اوراق قرضه برای شرکت:

- ۱- اصولاً تامین مالی از طریق بدهی ها (اوراق قرضه) ارزان ترین روش است. به دو دلیل:
(الف) بدلیل کمتر بودن ریسک اوراق نرخ بازده مورد انتظار آن نیز کمتر است.
(ب) هزینه بهره اوراق قرضه یک هزینه قابل قبول مالیاتی است و صرفه جویی مالیاتی ایجاد می کند.
- ۲- دارندگان اوراق قرضه با شرکت رابطه مالکانه ندارند و در زمینه تصمیم گیری های شرکت حق رای ندارند. یعنی کنترل شرکت را تحت تاثیر قرار نمی دهند.
- ۳- در شرایط تورمی به علت ثابت بودن بهره آن، نرخ بهره مؤثر کاهش می یابد (به علت افزایش نرخ بهره در شرایط تورمی).
- ۴- انتشار اوراق قرضه ایجاد اهرم مالی می کند و زمانی انتشار آن مطلوب است که نرخ بازده سرمایه گذار شرکت پیش از نرخ بهره اوراق قرضه باشد و این باعث افزایش E.P.S می گردد.
- ۵- ارزش اسمی: معمولاً اوراق قرضه دارای ارزش اسمی مشخص هستند.
- ۶- اولویت: دارندگان اوراق قرضه در رابطه با دریافت اصل و فرع خود بر صاحبان سهام عادی و ممتاز حق تقدم دارند. (در هنگام ورشکستگی)

محدودیت های اوراق قرضه:

- ۱- اوراق قرضه با ایجاد اهرم مالی باعث افزایش ریسک مالی شرکت می شود بدین صورت که اگر شرکت بتواند معادل هزینه بهره اوراق قرضه بازدهی ایجاد کند می تواند منجر به افت شدید سود هر سهم (E.P.S) گردد.
- ۲- در صورت عدم توانایی شرکت در پرداخت به موقع اصل و بهره می تواند منجر به ورشکستگی شرکت بشود.
- ۳- به علت افزایش ریسک با استفاده از بدهی، بازده مورد انتظار سهامداران ممتاز و عادی افزایش پیدا می کند و این هزینه پنهان، همان هزینه بدهی ها می باشد.
- ۴- شرایط موجود در اوراق قرضه می تواند محدودیت بانکی برای شرکت ایجاد کند و مانع بسیاری از فعالیتهای سودآور شرکت بشود مثل شرایطی که در رابطه با نقدینگی قید می گردد اجازه نخواهد داد شرکت در پروژه های بلند مدت سرمایه گذاری کند و محدودیتهای که در مورد میزان سود تقسیمی قائل می شوند باعث می شود که بازده صاحبان سهام کاهش یابد.

اوراق بهادار قابل تبدیل :

اوراق بهادار قابل تبدیل عبارتست از یک سند قرضه یا سهام ممتاز که بر مبنای انتخاب دارنده اوراق بهادار ، قابل تبدیل به سهام عادی در همان شرکت است .

نسبت تبدیل (ضریب تبدیل) و همچنین قیمت تبدیل از قبل پیش بینی شده است (در زمان فروش اوراق بهادار اعلام می گردد). و به محض اعمال این تغییر دیگر نمی توان سهام عادی را به سند قرضه و یا سهام ممتاز تبدیل کرد .

نسبت تبدیل (ضریب تبدیل) :

عبارتست از تعداد سهام عادی که در هنگام واگذار کردن اوراق قابل تبدیل به شرکت ، در اختیار دارنده آن قرار می گیرد . مثلاً در مورد یک سند قرضه ۱۰۰۰ دلاری که قابل تبدیل به ۲۵ سهم عادی است ، نسبت تبدیل ۲۵ سهم است .

ارزش اسمی اوراق قابل تبدیل

= نسبت تبدیل

قیمت تبدیل آن

قیمت تبدیل :

عبارتست از قیمت حقیقی که برای هر سهم در زمان تبدیل پرداخت می شود و از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد .

ارزش اسمی اوراق قابل تبدیل

= قیمت تبدیل

تعداد سهام دریافتی(نسبت تبدیل)

در مورد مثال بالا که قیمت تبدیل هر سهم ۴۰ دلار است بدین صورت محاسبه می گردد:

$$\text{دلار } 40 = \frac{1000}{25} = \text{قیمت تبدیل}$$

ویژگیهای اوراق بهادار قابل تبدیل :

۱- افزایش فروش :

با درج حق اختیار خرید سهام بر روی اوراق بهادار درج شده است احتمالاً فروش آن افزایش یافته زیرا تضاد منافع سهامدار و دارنده قرضه از بین می رود و دارنده قرضه می تواند خود را سهامدار نیز بداند .

۲- حمایت در مقابل تقلیل ارزش سهام :

اکثر اوراق بهادار قابل تبدیل دارای شرایطی هستند که از دارنده آن در مقابل کاهش ارزش سهام حمایت می شود .

۳- صرف بهای تبدیل :

بهای تبدیل معمولاً ۲۰ تا ۳۰٪ از بهای بازار سهام عادی در زمان تروزش اوراق بهادار قابل تبدیل بیشتر است و این افزایش بها که صرف بهای تبدیل نامیده می شود از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد :

$$\text{صرف بهای تبدیل} = \frac{(\text{بهای بازار} - \text{بهای تبدیل})}{\text{بهای بازار}}$$

۲۵

مثال : یک سند قرضه ۱۰۰۰ دلاری قابل تبدیل به ۲۵ سهم عادی است . اگر قیمت رایج هر سهم در بازار ۴۰ دلار باشد صرف سهام تبدیل بدین صورت محاسبه می گردد :

$$\text{صرف بهای تبدیل} = \frac{1000}{25} = 40 \text{ دلار}$$

$$\text{صرف بهای تبدیل} = \frac{(\text{بهای بازار} - \text{بهای تبدیل})}{\text{بهای بازار}} = \frac{40 - 25}{30} = \frac{15}{30} = 50\% / 60$$

علت استفاده شرکت ها از اوراق بهادار قابل تبدیل

۱- فروش سهام عادی شرکت به قیمتی بالاتر از قیمت بازار :

این تبدیل فرصتی به شرکتها می دهد که سهام خود را به قیمتی بالاتر از ارزش بازار بفروش برسانند.

۲- کاهش تامین مالی :

با توجه به افزایش ارزش احتمالی سهام در آینده ، یعنی تا بالای قیمت تبدیل ، شرکت می تواند ، نرخ بهره اوراق قرضه را پائین تر از نرخ بهره اوراق قرضه مشابه عرضه کند.

گواهی سهام (Warrants)

اوراق بهاداری است که به دارنده این امکان را می دهد تا در یک دوره زمانی معین بتواند تعداد معینی از سهام عادی شرکت را با قیمت معینی خریداری کند .

زمانی که این اختیار اعمال شود ، دارنده گواهی سهام باید آن را به شرکت تسلیم نماید و در مقابل آن تعداد معینی سهام عادی را با قیمت معینی از شرکت خریداری نماید .

علت استفاده از گواهی سهام توسط شرکت ها :

شرکت برای رسیدن به اهداف زیر گواهی سهام را به عنوان امتیازی برای خریداران اوراق قرضه و سهام ممتاز ضمیمه می کنند .

۱- کاهش هزینه های تامین مالی :

با ضمیمه کردن گواهی سهام به اوراق قرضه و سهام ممتاز احتمال رشد شرکت می توان این اوراق را با بهره کمتری به فروش رساند ، یعنی سرمایه گذاران انتظار سود کمتری نسبت به اوراق دارند .

۲- جبران ریسک نسبتاً بالا :

بعضی از شرکت ها به علت بالا بردن ریسک اعتباری خود مجبور هستند امتیازات بیشتری برای خریداران خود قائل گردند که یکی از آنها می تواند ضمیمه کردن گواهی سهام باشد .

۲- افزایش حقوق صاحبان سهام در آینده :

انتشار گواهی سهام همانند انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل باعث افزایش تعداد سهام عادی در آینده می گردد و قیمت اختیاری سهام معمولاً ۱۰ تا ۲۰٪ از قیمت بازار در زمان انتشار سهام بیشتر است و اگر بهای سهام عادی افزایش یابد دارندگان گواهی هام می توانند قبل از تاریخ انقضای سند ، سهام عادی بیشتری را به قیمت اختیاری خریداری کنند.

ارزش گواهی سهام :

گواهی سهام دارای یک ارزش ذاتی است که از طریق فرمول زیر قابل محاسبه است:

$$IV = (P_m - P_o) \times S$$

که در اینجا :

IV : ارزش ذاتی گواهی سهام است

P_m : قیمت سهام در بازار

P_o : قیمت اختیاری سهام

S : تعداد سهام عادی در قبال گواهی سهام

یادآوری : مشخص است اگر قیمتت سهام عادی در بازار کمتر از قیمت قراردادی سهام باشد ، ارزش ذاتی منفی خواهد شد و از فرمول فوق نمی توان آن را محاسبه کرد .

اثر گواهی سهام بر ساختار سرمایه ای

استفاده از گواهی سهام به منظور تامین مالی بلند مدت اثرات متفاوتی نسبت به اثرات استفاده از اوراق بهادار قابل تبدیل بر ساختار مالی شرکت دارد .

اگر شرکتی اوراق قرضه قابل تبدیل انتشار دهد و تبدیل آن را اجباری نماید ، بدهی بوسیله حقوق صاحبان سهام جایگزین می شود ، در صورتی که در مورد انتشار اوراق قرضه به ضمیمه گواهی سهام چنین نخواهد شد .

وقتی که گواهی سهام مورد معامله قرار گیرد ، اوراق قرضه شرکت کنار گذاشته نمی شود ، بلکه دارنده گواهی سهام در مقابل خرید سهام عادی مبلغ بیشتری به شرکت پرداخت می کند. بدین ترتیب گواهی سهام باعث افزایش نقدینگی شرکت شده و بر عایدی هر سهم و نیز ساختار سرمایه ای شرکت اثر می گذارد .

نرخ بهره :

الف) نرخ بهره ثابت :

اگر نرخ بهره اعلام شده در طول دوره بازپرداخت وام تغییر نکند به آن نرخ بره ثابت گویند .

ب) نرخ بهره متغیر (شناور):

اگر نرخ بهره تابع شاخص معینی از بازار پول قرار گیرد و با آن تغییر کند به آن نرخ بهره متغیر گویند .

چند اصطلاح مهم که در مورد وامهای با نرخ بهره متغیر بکار می روند عبارتند از :

الف) نرخ بهره پرایم (Prime)

نرخ بهره پرایم عبارتست از یک نرخ فراگیر که به عنوان یک شاخص پولی در بازار توسط بانک اعلام گردد و هر بانکی یک نرخ بهره پرایم دارد و وامهای پرداختی خود را با آن عرضه می کند.

نرخ بهره لیبور (Libor) : The London International Bank Offer Rate

لیبور نرخ بهره پیشنهادی بانک‌های بین‌المللی لندن است که یکی از شاخص‌های پولی در بازار بین‌المللی است و این نرخ برای بانک‌های معتبر در اعطای وام به شرکتهای بزرگ مورد استفاده قرار می‌گیرد.

ج) نرخ بهره کپ Cap :

بالاترین نرخ بهره یک وام را اصطلاحاً کپ می‌نامند.

د) نرخ بهره فلور Floor :

حداقل نرخ بهره وام را فلور می‌گویند و نرخ وام هرگز از آن پایین‌تر نخواهد رفت.

سهام ممتاز :

سهام ممتاز یک اوراق بهادار دورگه می‌باشد. زیرا ویژگی‌های خود را از اوراق قرضه و سهام عادی گرفته است.

شبه سهام عادی است، به دلیل :

۱- عدم پرداخت سود آن باعث ورشکستگی شرکت نمی‌شود.

۲- سود سهام ممتاز مالیات گناه نمی‌باشد.

۳- مانند سهام عادی بدون سررسید می‌باشد.

شبه اوراق قرضه است بدلیل :

۱- سود ثابت از شرکت دریافت می‌کند.

۲- حق کنترل و حق رای در شرکت ندارد.

۳- در دریافت سود و سهم از دارایی نسبت به سهام عادی اولویت دارد.

۴- برای شرکت ریسک مالی ایجاد می‌کند.

سهامداران ممتاز در دریافت سود و سهم خود از دارایی، بعد از دارندگان قرضه قرار می‌گیرند و نسبت به سهامداران عادی اولویت دارند. سود سهام ممتاز جمع‌شونده می‌باشد. بدین معنی که اگر در سال معینی شرکت سود آور نباشد، ملزم نیست سود سهام ممتاز را پرداخت کند و می‌توان سود سهم ممتاز را به تأخیر انداخته و موقعی که شرکت سودآور شد سود سهام ممتاز را پرداخت کند. شرکت حق ندارد سود به سهامداران عادی پرداخت کند. مگر این که سود سهامداران ممتاز را پرداخت نماید. سهامدار ممتاز از چندین سال سود خود را دریافت نکنند، حق رای در مورد انتشار سهام ممتاز و اوراق قرضه جدید بدست می‌آورد و در ضمن می‌تواند تعداد معینی از اعضای هیئت مدیره را انتخاب کند. ریسک سهامداران ممتاز متوسط و در نتیجه هزینه‌ی سرمایه‌ی آن متوسط می‌باشد.

سهام ممتاز می‌تواند مشارکتی باشد. یعنی بعد از دریافت سود خود در سود سهامداران عادی اگر از میزان معینی بالا باشد، مشارکت کند. سهام ممتاز می‌تواند قابل بازخريد منتشر شود و شرکت در دوره‌ی معینی با ارزش بازخريد معینی، سهام ممتاز را بازخريد کند. سهام ممتاز می‌تواند همچنین قابل تبدیل و یا با نرخ سود شناور منتشر شود.

مزایای تامین مالی از طریق سود سهام ممتاز

- ۱- سهام ممتاز برای شرکت ریسک ورشکستگی ندارد.
- ۲- شرکت می تواند سود سهام ممتاز را به تاخیر اندازد، که این عمل باعث انعطاف مالی برای شرکت می شود.
- ۳- باعث تقسیم حق رای و کنترل شرکت نمی شود.
- ۴- اگر بازدهی سرمایه گذاری بالاتر از نرخ سود سهام ممتاز باشد، با استفاده از سهام ممتاز، EPS شرکت افزایش می یابد.
- ۵- سهام ممتاز ارزان تر از سهام عادی برای تامین مالی می باشد.
- ۶- سهام ممتاز بدون سررسید است. بنابراین، یک منبع تامین مالی دائمی است.
- ۷- سهام ممتاز ظرفیت استقراض شرکت را افزایش می دهد.

معایب تامین مالی از طریق سهام ممتاز

- ۱- سهام ممتاز مزیت مالیاتی برای شرکت ایجاد نمی کند.
- ۲- هزینه سرمایه سهام ممتاز گران تر از اوراق قرضه می باشد.
- ۳- سهام ممتاز برای شرکت اهرم مالی و در نتیجه ریسک مالی ایجاد می کند.
- ۴- عدم پرداخت سود سهام ممتاز می تواند تاثیر منفی بر ارزش شرکت بگذارد. زیرا در صورت عدم پرداخت سود سهامداران ممتاز به سهامداران عادی هیچ سودی پرداخت نمی شود که این تصورات را در مورد شرکت منفی می کند.

سهام عادی

سهام عادی نشان دهنده ی مالکیت در یک شرکت می باشد. از ویژگی های سهام عادی این است که سود متغیر از شرکت دریافت می کند. ادعای سهامداران عادی بر روی سود باقی مانده و سهم باقی مانده از دارایی ها در صورت تسویه شرکت می باشد. سهامداران در دریافت سود خود در اولویت بعدی نسبت به دارندگان قرضه و سهامداران ممتاز قرار دارند. بنابراین، ریسک آنها نسبت به اوراق قرضه و سهام ممتاز بالا است. در مقابل، سهام عادی برای شرکت ریسک ندارد. سهامداران عادی دارای حق قانونی برای کنترل مدیریت و حق رای در شرکت می باشند. مسئولیت سهامداران عادی محدود به میزان سرمایه ی آن ها در شرکت می باشد.

مزایای تامین مالی از طریق سهام عادی

- ۱- یک منبع تامین مالی دائمی است و بدون سررسید می باشد.
- ۲- سهام عادی پشتوانه دریافت وام و انتشار قرضه می باشد. بنابراین، با انتشار سهام عادی ظرفیت استقراض شرکت افزایش می یابد.
- ۳- شرکت الزام قانونی در پرداخت سود سهام عادی ندارد، بنابراین، برای شرکت ریسک ورشکستگی وجود ندارد.
- ۴- سود سهام عادی متغیر می باشد. بنابراین، شرکت دارای انعطاف بالایی خواهد بود.
- ۵- انتشار سهام عادی باعث کاهش اهرم مالی و در نتیجه ریسک مالی شرکت می شود.
- ۶- انتشار و عرضه سهام عادی آسان تر از سایر اوراق بهادار می باشد.

معایب تامین مالی از طریق سهام عادی

- ۱- سهام عادی گران ترین روش تامین مالی می باشد .
- ۲- سود سهام عادی برای شرکت مزیت مالیاتی ایجاد نمی کند . (مالیات گاه نمی باشد)
- ۳- انتشار سهام عادی جدید باعث می شود بطور موقت سود هر سهم به علت افزایش تعداد سهام کاهش یابد .
- ۴- انتشار سهام عادی در صورتی که سهامداران از حق تقدم خرید سهام عادی استفاده نکنند ، می تواند باعث کنترل و حق رای شرکت بشوند .

مدیریت سرمایه در گردش

تعریف سرمایه در گردش

اصولاً سرمایه در گردش به دارایی های جاری اطلاق می گردد و به عبارت دیگر سرمایه گذاری در دارائی های جاری (کوتاه مدت) را سرمایه در گردش می نامند مثل صندوق ، اوراق بهادار کوتاه مدت (قابل داد و ستد) ، حسابهای دریافتی موجودی کالا و یا سایر حسابهای دارائی های جاری.

بطور خلاصه ، سرمایه در گردش سرمایه گذاری است که امکان تداوم فعالیت شرکت را در کوتاه مدت فراهم می کند تا از فعالیت اصلی و سرمایه گذاری بلند مدت خود پشتیبانی کرده و به اهداف بلند مدت خود برسد. مثلاً شرکت همیشه نیازمند مقداری نقدینگی جهت خرید مواد اولیه هستند که وقتی این مواد در خط تولید قرار می گیرند به کالای در جریان ساخت و سپس به کالای ساخته شده تبدیل می گردند (مواد اولیه + دستمزد + سربار) و سپس بر اثر فروش نسیه تبدیل به حسابهای دریافتی و پس از وصول مطالبات مجدداً به وجه نقد تبدیل شده و این سیکل (چرخه) می تواند دائماً تکرار گردد. به فرآیند تبدیل موجودی نقد به مواد اولیه ، کالای در جریان ساخت یا کالای ساخته شده، فروش نسیه، حسابهای دریافتی و وصول مطالبات ، دوره عملیات و یا سیکل نقدینگی می گویند. شاید بتوان گفت ، سرمایه در گردش، به عنوان معیاری برای اندازه گیری توان نقدینگی شرکت به کار می رود . هر چه قدر سرمایه در گردش شرکت بالا باشد توان نقدینگی شرکت بیشتر است.

□ مدیریت سرمایه در گردش :

تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش است ، به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد و یا به عبارت دیگر اداره دارایی های جاری و بدهی های جاری به مدیریت سرمایه در گردش معروف است. سیاست مدیریت در قبال دارائی های جاری و بدهی های جاری می تواند محافظه کارانه و یا متهورانه باشد. سیاست محافظه کارانه دارائی جاری: عبارتست از نگهداری بیش از حد دارائی جاری (مثلاً وجه نقد زیاد و یا حفظ موجودی کالا در سطح بالا) و این باعث کاهش بازده می گردد، به دلیل این که دارائی های جاری مولد نیستند و فقط دارائی های ثابت مولد می باشند و باعث افزایش بازده می گردد و سیاست متهورانه یا جسورانه دارائی های جاری ، نگهداری میزان کمی از دارای های جاری است (وجه نقد کمتر با سطح موجودی کالا در سطح پایین) که این باعث افزایش ریسک (مخاطره) و همچنین افزایش بازده شرکت خواهد شد.

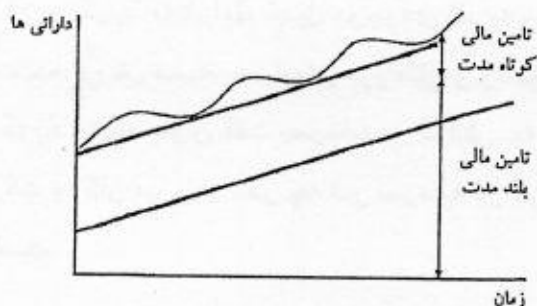
□ تقسیم بندی دارائی های جاری :

دارائی های جاری شرکت به دو نوع دارائی های جاری دائمی و دارائی های جاری غیر دائمی (موقت) تقسیم می شوند.

الف) دارائی های جاری دائمی : دارایی هایی هستند که تا موقعی که شرکت به فعالیت خود ادامه می دهد ، در شرکت وجود خواهد داشت. و یا به عبارت دیگر در طول زمان متناسب با رشد شرکت افزایش می یابند و برای فروش در سطح مورد انتظار نگهداری آنها ضروری است مانند حساب صندوق و موجودی کالای ساخته شده (نمودار شماره ۱)

ب) دارایی های جاری غیر دائمی (موقت) :

دارائی هایی هستند که همراه با چرخه عادی عملیات واحد تجاری نوسان می یابند و یا دارائی هایی که همراه با فروش های فصلی نوسان می یابند. مثل موجودی کالا و حسابهای دریافتنی (نمودار شماره ۱)



نمودار شماره ۱

□ سیاست انطباق در تأمین مالی

سیاست انطباق به تطبیق بین منابع مالی و سرمایه گذاری شرکت اطلاق می شود بدین صورت که سرمایه گذاری های بلند مدت با منابع مالی بلند مدت و سرمایه گذاری کوتاه مدت (دارائی جاری) با منابع مالی کوتاه مدت تأمین می شوند.

(دارائی جاری)

تقسیم بندی مدیران در ارتباط با تأمین مالی و قدرت ریسک پذیری :

- ۱- مدیران ریسک گریز (محافظه کار) : تأمین مالی بلند مدت ، ریسک کمتر ، انتظار بازده کمتر.
- ۲- مدیران ریسک پذیر (جسور، متهور) : تأمین مالی کوتاه مدت ، ریسک بیشتر ، انتظار بازده بیشتر .
- ۳- مدیران میانه رو: تأمین مالی متناسب ، ریسک مناسب ، انتظار بازده مناسب .

□ تقسیم بندی مدیران در ارتباط با سرمایه گذاری و قدرت ریسک پذیری

۱- مدیران ریسک گریز (محافظه کار): سرمایه گذاری کوتاه مدت ، ریسک کمتر ، انتظار بازده کمتر.

۲- مدیران ریسک پذیر (جسور ، متهور): سرمایه گذاری بلند مدت ، ریسک بیشتر، انتظار بازده بیشتر.

۳- مدیران میانه رو : سرمایه گذاری متناسب ، ریسک مناسب ، انتظار بازده مناسب.

□ ساختار نرخ بهره

بهره : قیمت استفاده از اعتبار و یا وام است و برای اندازه گیری بهره از نرخ بهره (i) استفاده می گردد و در بازارهای مالی به صورت درصد سالانه بیان می گردد. به منظور بیان و توجیه نرخ های بهره تاکنون چندین تئوری مطرح شده است و تئوری که اغلب مدیران مالی به کار می برند بر اساس عرضه و تقاضای وجوه قابل استقراض است.

علاوه بر آن ، انتظارات تغییر سطح کلی قیمت ها و تورم بر نرخ بهره تأثیر می گذارد.

□ فرمول ساختار نرخ بهره :

صرف تورم + نرخ بهره حقیقی = نرخ بهره اسمی

صرف ریسک + نرخ بهره بدون ریسک = نرخ بهره حقیقی

صرف تورم + صرف ریسک + نرخ بهره بدون ریسک = نرخ بهره اسمی

یاد آوری :

الف) در شرایط تورمی بهتر است به دنبال وام های بلند مدت برویم، چون نرخ بهره احتمالاً افزایش می یابد و سیاست بانکهای مرکزی احتمالاً انقباضی می گردد. (از عرضه وجوه کاسته می شود)

ب) در شرایط رکود ، بانک مرکزی نرخ بهره را کاهش می دهد ، سیاست انبساطی پیش گرفته نرخ بهره کاهش می یابد. در نتیجه بهتر است به دنبال وام های کوتاه مدت برویم.

□ فرمول نرخ بهره مورد انتظار و یا ارزش مورد انتظار نرخ بهره (محتمل ترین نرخ بهره):

همانطور که می دانید نرخ بهره وام بلند مدت در طول قرارداد وام ثابت است پس برای پیش بینی نرخ بهره وام های بلند مدت با مشکلات زیادی رو به رو نیستیم. ولی برای پیش بینی نرخ های بهره وام های کوتاه مدت با توجه به تغییرات و انعطاف پذیری آنها، پیش بینی آنها را باید با توجه به شرایط اقتصادی، نرخ های بهره بدون ریسک، صرف ریسک و همچنین احتمالات آماری انجام داد. و برای پیش بینی نرخ بهره کوتاه مدت می توان از تئوری به نام تئوری ارزش مورد انتظار نرخ بهره و یا محتمل ترین نرخ بهره استفاده کرد. و در شرایطی که چند رویداد داشته باشیم فرمول مذکور بدین صورت است:

ارزش مورد انتظار نرخ بهره
(محتمل ترین نرخ بهره)

$$= \dots + (\text{نتیجه مورد انتظار رویداد C} \times \text{احتمال موفقیت رویداد C}) + (\text{نتیجه مورد انتظار رویداد B} \times \text{احتمال موفقیت رویداد B}) + (\text{نتیجه مورد انتظار رویداد A} \times \text{احتمال موفقیت رویداد A})$$

شکلی و مقدار نیزه های خود را به مبلغ ۱۰۰ ریال از طریق استخرن نامین نماید چنانچه بعد از بلند مدتی بلند بگردد بلند مدتی به میزان ۱/۴ درصد افزایش خواهد کرد و اگر کوتاه مدت بلند بگردد بلند مدتی به شرایط اقتصاد، ریسک شرکت خواهد داشت. پس بین دوگانه به عمل آمده در جدول زیر موجود است

شرایط اقتصاد	نرخ بهره بدون ریسک	صرف ریسک	احتمال شرکت
خوب	۸٪	۲٪	۲۵٪
متوسط	۱۰٪	۳٪	۵۰٪
بد	۱۲٪	۴٪	۲۵٪

اولاً در صورت استفاده از دوگانه کوتاه مدت دامنه نرخ بهره شرکت چقدر است؟ ثانیاً در صورت استفاده از دوگانه کوتاه مدت نرخ بهره مورد انتظار (معمول ترین نرخ بهره) چقدر است؟ ثالثاً چنانچه نرخ مالیات ۵٪ و سود قبل از کسریا (EBT) ۲۰۰۰ ریال پس بینی گردد، سود خالص شرکت در صورت استفاده از دوگانه بلند مدت چقدر خواهد بود و کدام گزینه است؟

مدیریت دارائیهای جاری

مدیریت دارائی های جاری همان مدیریت نقدینگی ، مدیریت اوراق بهادار قابل خرید و فروش ، مدیریت حسابهای دریافتنی و مدیریت موجودی کالا و بالاخره مدیریت سایر دارائی های جاری است.

بطور کلی اداره صحیح و بهینه انواع دارائی های جاری را مدیریت دارائی جاری گویند. مثلاً شرکت ها می توانند از طریق اداره صحیح موجودی نقد ، حسابهای دریافتنی و موجودی کالا ، نرخ بازده شرکت را به حداکثر برسانند و ریسک نقدینگی و تجاری را به حداقل برسانند. پس ترکیب بهینه انواع دارائی های جاری از اهمیت زیادی برخوردار است. و همچنین بالا بردن مانده دارائی های جاری ریسک عدم نقدینگی را کاهش و بازده را کم خواهد کرد. برای مثال حفظ نقدینگی زیاد باعث حبس منابع در موارد غیر مولد و یا موجودی کالای زیاد که ممکن است بفروش نرسد و یا حسابهای دریافتنی که وصول نگردد. از طرف دیگر عدم حفظ دارائی های جاری در حد بهینه ممکن است هزینه هائی را به شرکت تحمیل کند. مثل شرکتی که با فقدان مواد اولیه روبرو شود. در نتیجه در تولید اختلال ایجاد می گردد و یا در مورد موجودی کالای کم ممکن است نتواند پاسخگوی نیازمشتریان خود باشد. پس حفظ دارائی های جاری در حد بهینه و مناسب بسیار حائز اهمیت است.

□ مدیریت وجوه نقد (مدیریت نقدینگی)

منظور از وجوه نقد موجودی نقدی ، بانک ، سپرده های کوتاه مدت بانکی ، تنخواه گردان و اوراق بهادار قابل خرید و فروش است.

به عبارت دیگر مدیریت وجوه نقد، حداقل سرمایه گذاری بر روی وجوه نقد و اداره ی وجه نقد شرکت بطور کارا و مؤثر می باشد و این مدیریت باید به دو هدف تهیه و تأمین نقدینگی برای پرداخت های شرکت و همچنین عدم راکد نگهداشتن وجه نقد مازاد به عنوان هدف دوم نگاه کند و بدین دلیل ، همیشه باید وجه نقد در حد مناسب و کافی حفظ گردد.

□ انگیزه های نگهداری وجوه نقد :

الف) انگیزه ی معاملاتی (داد و ستد) : شرکت ها برای انجام معاملات و فعالیت های عادی ، یعنی خرید ، پرداخت هزینه و پرداخت بدهی سررسید شده به وجوه نقد نیاز دارد (رفع نیاز های روزمره و غیره)

ب) انگیزه ی احتیاطی (دوراندیشی) : وجوهی که برای پرداخت های پیش بینی نشده و یا غیر مترقبه ، به صورت احتیاطی نگهداری می گردد.

ج) انگیزه سفته بازی (سوداگری) شرکت ها از فرصت های استثنایی خرید و یا فرصت های پرسودی که برای آنها پیش می آید ، با داشتن وجه نقد کافی می توانند استفاده کنند.

□ فواید نگهداری وجه نقد کاری

۱) برخورداری از موقعیت بهتر جهت رفع نیازهای اضطراری

۲) حفظ نسبت های جاری و آنی شرکت درحالت

۳) استفاده از فرصت های مناسب تجاری که گاه بیگاه بدست می آید

۴) استفاده از تخفیف های نقدی :

اگر نقدینگی کافی نداشته باشیم و نتوانیم از تخفیف های اعطائی استفاده کنیم باید ببینیم هزینه عدم استفاده از تخفیف چقدر است. برای این منظور فرض می کنیم شرایط خرید نسیه ای ۳۰ روزه که اگر ظرف مدت ۱۰ روز اول پرداخت گردد مشمول ۲٪ تخفیف می گردد. (ن-۳۰ روزه ، ۲٪-۱۰ روزه) در صورتیکه در فاصله ۱۰ روز اول از تخفیف استفاده نکنیم برای ۲۰ روز باقی مانده ۲٪ تخفیف را از دست داده ایم و اگر سال را ۳۶۰ روز در نظر بگیریم ، ۱۸ بار در سال و هر بار ۲٪ تخفیف ضرر کرده ایم. یعنی هزینه عدم استفاده از تخفیف حدود ۳۶٪ است و برای محاسبه هزینه عدم استفاده از تخفیف می توان از فرمول زیر استفاده کرد :

$$\text{هزینه عدم استفاده از تخفیف} = \frac{\text{درصد تخفیف}}{\text{درصد تخفیف} - ۱} \times \frac{۳۶۰}{\text{مدت تخفیف} - \text{آخرین موعد سررسید}}$$

(فرصت از دست رفته)

و یا

$$" \quad " \quad " = \frac{i}{1-i} \times \frac{۳۶۰}{n-d}$$

□ معایب نگهداری وجه نقد :

- ۱- کاهش ارزش پول : در شرایط تورمی قدرت خرید پول کاهش می یابد و از ارزش آن مرتباً کاسته می گردد.
- ۲- تحمیل هزینه های مالی : نگهداری بیش از حد نقدینگی باعث کاهش بازده می گردد. اصولاً وظیفه مدیریت مالی استفاده بهینه از نقدینگی است بدین صورت که در حد مناسب حفظ گردد و نگهداری آن بیشترین استفاده و کمترین هزینه را داشته باشد.

□ روشهای بهبود جریان نقدی ورودی و خروجی

- ۱- همزمان سازی دریافتها و پرداختها : یعنی با تهیه و تنظیم بودجه نقدی تعادل بین دریافتها و پرداختها ایجاد گردد.
- ۲- تسریع در وصول و جمع آوری مطالبات : مثلاً با دادن تخفیف نقدی می توان در وصول مطالبات تسریع کرد و یا با افتتاح حسابهای جاری online (حسابهای سیبا، جام ، سپهر و غیره).
- ۳- کند کردن پرداختها (به تعویق انداختن پرداختها) : اصولاً می توان تا آنجائیکه ممکن است ، پرداختها را به تعویق انداخت.
- ۴- استفاده از چکهای بین راهی : همانطور که می دانیم ، همیشه مانده حساب بانک در دفاتر شرکت با مانده همان حساب در دفاتر بانک یکسان نیست و ممکن است چند روز طول بکشد تا چک های صادره از حساب شما خارج گردد.

□ مانده جبران کننده :

وقتی که بانک ها وام می دهند ، بر اساس قرارداد وام معمولاً درصدی از آن را نزد خود نگه می دارند، این مانده را اصطلاحاً مانده جبران کننده می نامند. مثلاً اگر قرار است ۱۰/۰۰۰/۰۰۰ ریال وام اخذ گردد، ۱۰٪ آن بعنوان مانده جبران کننده نزد بانک نگهداری می شود. اگر نرخ بهره بانکی ۲۰٪ باشد، نرخ بهره مؤثر (واقعی) رقمی متفاوت خواهد بود. بدین ترتیب :

$$\begin{array}{l} 10/000/000 \times 20\% = 2/000/000 \quad \text{ریال} \\ 10/000/000 \times 10\% = 1/000/000 \quad \text{ریال} \end{array}$$

مجموع

$$\text{نرخ بهره مؤثر (واقعی)} = \frac{\text{هزینه بهره}}{\text{خالص وام دریافتی}}$$

$$\text{نرخ بهره مؤثر (واقعی)} = \frac{2,000,000}{10,000,000 - 1,000,000} = 22\%$$

□ انواع مانده های جبران کننده :

- ۱) حداقل مطلق : یعنی مثلاً هرگز نباید مانده حساب شرکت نزد بانک از ۱/۰۰۰/۰۰۰ ریال کمتر باشد (مثال بالا)
- ۲) حداقل متوسط : یعنی مثلاً متوسط مانده حساب شرکت نزد بانک در یک فاصله زمانی ماهانه از ۱/۰۰۰/۰۰۰ ریال کمتر نباشد (مثال بالا).

□ اضافه برداشت بانکی (اعتبار در حساب جاری) **Over draft**

اضافه برداشت بانکی ، نوعی اعتبار در حساب جاری است که بانک در قبال اخذ وثیقه مناسب و یا روشهای دیگر به مشتریان خود واگذار می نماید.

یاد آوری : در بحث مربوط به مدیریت دارائی های جاری ، مدیریت حسابهای دریافتی و مدیریتی موجودی کالا در درس مدیریت مالی ۱ بطور کامل گفته شده و در اینجا می توان بطور اختصار به مدیریت سرمایه گذاری کوتاه مدت (اوراق بهادار قابل داد و ستد) پرداخت.

□ مدیریت سرمایه گذاری کوتاه مدت یا اوراق بهادار قابل داد و ستد :

بطور معمول شرکت ها نقدینگی اضافی خود را بطور موقت بر روی اوراق بهادار کوتاه مدت سرمایه گذاری می کنند. و بازار اوراق بهادار کوتاه مدت، بازار پول نامیده می شود. پس، شرکت ها در دورانی که پول اضافی دارند، معمولاً وجوه نقد اضافی خود را در اوراق بهادار قابل خرید و فروش سرمایه گذاری می کنند با این انگیزه که از پول نقد راکد یا مازاد سودی ایجاد گردد. ثانیاً هر موقع که نیاز بود به دلیل قابلیت خرید و فروش سریع این اوراق نقدینگی مورد نیاز به سرعت فراهم شود.

□ ویژگی های سرمایه گذاری های کوتاه مدت

- ۱) از ریسک کمی برخوردارند
- ۲) قابلیت خرید و فروش سریعی دارند
- ۳) سررسید کوتاه مدت دارند

روشهای تأمین منابع مالی کوتاه مدت (مدیریت منابع تأمین مالی کوتاه مدت)

تأمین مالی کوتاه مدت تعهداتی است که باید ظرف یکسال یا کمتر باز پرداخت گردد. و اصولاً بخش عمده ای از تأمین مالی شرکت ها، از منابع مالی کوتاه مدت تشکیل شده است و این نوع تأمین مالی می تواند برای رفع نیازهای فصلی و یا موقت و یا تأمین نیازهای دائمی مورد استفاده قرار گیرد. این بحث را می توان تحت عنوان مدیریت بدهی های جاری در چارچوب سرمایه در گردش مورد بحث قرار داد.

لازم است در چارچوب سرمایه در گردش

اصولاً شرکت ها از منابع مالی متعددی استفاده می کنند و هر یک از منابع دارای مزایا و معایب خاص خود است.

و مزایای هر یک

بطور کلی تأمین مالی کوتاه مدت در مقایسه با تأمین مالی بلند مدت مزایای متعددی دارد که از جمله می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- ۱- سهولت در استفاده (دستیابی): گرفتن وام کوتاه مدت معمولاً راحت تر از وام بلند مدت است.
- ۲- انعطاف پذیری: حداکثر سررسید یک وام کوتاه مدت یکسال است و بنابراین پس از آن، نرخ بهره آن و همچنین ادامه قرارداد وام می تواند مورد تجدید نظر قرار گیرد. یعنی بدهی کوتاه مدت قابلیت انعطاف پذیری بیشتری نسبت به بدهی بلند مدت دارد.
- ۳- هزینه کمتر: عموماً هزینه وام کوتاه مدت کمتر از وامهای بلند مدت است و کمتر بودن هزینه تأمین مالی کوتاه مدت نسبت به تأمین مالی بلند مدت به خاطر ساختار زمانی نرخ بهره است.

۴- ریسک: ریسک بدهی های کوتاه مدت بیشتر از بدهی های بلند مدت است. از دو جنبه:

الف) ریسک عدم توانائی باز پرداخت به موقع تعهدات.

ب) ریسک احتمال افزایش نرخ بهره

منابع تأمین مالی کوتاه مدت عبارتند از:

۱- اعتبار تجاری

۲- اوراق تجاری

۳- وام بانکی (کوتاه مدت)

۴- سایر موارد.

یاد آوری : اصولاً جهت تأمین مالی از یک روش استفاده نمی شود، بلکه پیوسته ترکیبی از منابع مختلف بکار گرفته می شود.

□ اعتبار تجاری

۱- اعتبار تجاری حاصل خرید نسبه کالا یا خدمات از فروشندگان است، زمانیکه شرکت با استفاده از اعتبار تجاری، کالا، مواد اولیه و ملزومات مصرفی می خرد آن را در حسابهای پرداختنی تجاری ثبت می کند. اعتبار تجاری یکی از رایج ترین روشهای تأمین منابع مالی کوتاه مدت است. یعنی با خرید نسبه بخشی از منابع مالی مورد نیاز شرکت بصورت خود کار توسط فروشندگان کالا و خدمات تأمین می گردد. اعتبارات تجاری جزء منابعی است که همراه با افزایش سطح فعالیت های شرکت (افزایش فروش) افزایش می یابد. و شاید بتوان گفت اعتبارات تجاری حدود ۴۰٪ از بدهی جاری و ۱۰٪ از کل بدهیها و حقوق صاحبان سهام را تشکیل می دهد.

□ ویژگیهای اعتبار تجاری

۱- سهولت در استفاده : در مقایسه با سایر منابع تأمین مالی شرایط آسانتری دارد. چرا که معمولاً نیاز به قرارداد و تشریفات خاصی ندارد و فروشندگان کالا برای افزایش فروش به آن علاقه مند هستند.

۲- عدم نیاز به وثیقه : این نوع تأمین مالی معمولاً نیاز به وثیقه ندارد.

۳- عدم سخت گیری طلبکاران : در صورتی که شرکت دچار مشکلات مالی گردد، احتمالاً طلبکاران برای حفظ مشتریان خود با آنها همراهی می کنند.

۴- هزینه : معمولاً برای این نوع اعتبار بهره ضمنی وجود ندارد و یا در صورت وجود بهره مبلغ آن کم است ولی در بعضی از موارد، این گونه اعتبارات هزینه بالائی دارد. مثل موردی که درباره هزینه عدم استفاده از تخفیف نسبه ۳۰ روزه ۲٪ - ۱۰ روزه گفته شد که رقمی حدود ۳۶٪ بدست آمد.

□ اعتبار تجاری خالص

بطور معمول هر واحد اقتصادی مقداری اعتبار می دهد و مقداری اعتبار می گیرد. مابه التفاوت این دو اعتبار را اصطلاحاً اعتبار تجاری خالص می نامند. بدین صورت :

حسابهای دریافتنی - حسابهای پرداختنی = اعتبار تجاری خالص

□ شرایط اعتباری

معمولاً شرایط اعتباری می تواند به پنج عامل بستگی داشته باشد:

- ۱- ماهیت اقتصادی محصولات تولیدی : معمولاً کالاهایی که گردش فروش بالایی دارند با شرایط نسبه خرید و فروش نمی شوند و بالعکس کالاهایی که گردش فروش پائین تری دارند بیشتر بصورت نسبه خرید و فروش می گردد.
- ۲- شرایط فروشنده : معمولاً فروشندگانی که از نظر مالی قوی هستند کالا را بصورت نسبه و بلند مدت تری می توانند بفروشند و بالعکس.
- ۳- شرایط خریدار : معمولاً خریدارانی که بنیه مالی قوی دارند نقد می خرند و نسبه می فروشند.
- ۴- تخفیفات نقدی : که عبارتست از پرداخت زودتر بدهی و استفاده از تخفیف که بعضی از فروشندگان برای تسریع در وصول مطالبات آن را پیشنهاد می دهند و همانطور که یادآوری شد هزینه عدم استفاده از این گونه تخفیفات برای خریداران بالاست.
- ۵- شرایط اقتصادی : در شرایط تورمی باید سعی گردد کالا بصورت نقد فروخته و بصورت نسبه خریداری گردد. یعنی از اعتبار تجاری بیشتر استفاده کرد.

۲- اوراق تجاری

اصولاً اوراق تجاری شامل سفته ، برات و در حالت های استثنائی اوراق قرضه کوتاه مدت است که صادر کنندگان به مؤسسات دیگر آنها را می فروشند و به موجب این اوراق متعهد می گردند اصل اعتبار دریافتی و بهره های متعلقه را در سررسید های مقرر پرداخت نمایند. معمولاً خریداران چنین اوراقی بیشتر شرکت های سهامی ، شرکت های بیمه صندوق های بازنشستگی ، بانکها ، شرکت های سرمایه گذاری و ... غیره هستند.

□ مزایای انتشار اوراق تجاری

- ۱- امکان توزیع وسیع آن براحتی فراهم می گردد.
- ۲- وجوه بیشتری با نرخ های پائین تر از همه روشهای دیگر در اختیار شرکت صادر کننده قرار می گیرد.
- ۳- مشکلات اداری کمتری دارد. و مثلاً نیاز به مانده جبران کننده ندارد.

- ۴- با شناخته تر شدن اوراق تجاری یک مؤسسه ، اعتبار مؤسسه بیشتر می گردد.
- ۵- ارائه اطلاعات با ارزشی از سوی دلان اوراق تجاری در اختیار شرکت های خریدار قرار می گیرد.

□ محدودیت های اوراق تجاری

- الف- با توجه اینکه خریداران اصلی این اوراق بیشتر شرکتهای سهامی هستند، میزان وجوه در دسترس از این طریق بستگی به وجوه اضافی این شرکت ها دارد.
- ب- در صورت برخورد با مشکل نقدینگی در سررسید منتشر کننده این اوراق کمکی دریافت نخواهد کرد.
- ج- شرکت منتشر کننده این اوراق هیچ گونه وثیقه ای نمی دهد.

۳- وام کوتاه مدت

وام های کوتاه مدت بانکی یکی دیگر از منابع مالی کوتاه مدت برای شرکتهای هستند و می توان گفت وام های بانکی پس از اعتبارات تجاری دومین منبع مهم مالی هستند.

شرکت ها علاوه بر گرفتن وام ، در بسیاری از امور مالی خود به خدمات مختلف و گوناگون بانکهانیاز دارند.

در حال حاضر بازار رسمی پول و اعتبار ، علاوه بر شبکه های بانکی دولتی و خصوصی و چندین مؤسسه مالی اعتباری ، در اختیار مؤسسات دیگری نیست ولی مبالغ هنگفتی بصورت غیر رسمی توسط اشخاص حقیقی و حقوقی بعنوان وام کوتاه مدت در اختیار شرکت تجاری قرار می گیرد که بهره این قبیل وام ها دو تا سه برابر نرخ بهره تسهیلات بانکی است.

در ایران در حال حاضر ، اعتبارات در قالب عقود اسلامی انجام می گیرد که بعضی از آنها عبارتند از :

- فروش اقساطی مواد اولیه ، مشارکت مدنی کوتاه مدت ، مبادله سلف، مضاربه، مزارعه ، مساقات ، جعاله ، خرید دین ،

۴- سایر موارد :

الف) گرو گذاشتن حساب بدهکاران : گرو گذاردن یا وثیقه قرار دادن حساب بدهکاران یکی از روشهای تأمین مالی کوتاه مدت است. یعنی حساب بدهکاران بعنوان وثیقه باز پرداخت اعتبار دریافتی از بانک قرار می گیرد.

یاد آوری : شرکت هائی که اقدام به گرفتن وام از طریق گرو گذاردن حسابهای دریافتی می نمایند. معمولاً دارای ویژگی های زیر هستند.

۱- شرکت های جدید التاسیس

۲- شرکت هایی که با کمبود سرمایه در گردش روبرو هستند و نمی توانند از طریق دیگر مثلاً عرضه اوراق تجاری وام بگیرند.

ب) فروش حساب بدهکاران (حسابهای دریافتی): (عاملیت)

یکی دیگر از روش های تأمین مالی ، فروش حسابهای دریافتی (حساب بدهکاران) است، بانک یا سازمانی که این اوراق را خریداری می کند عامل نام دارد. که تمام ریسک های مربوط به وصول مطالبات را بعهده می گیرد.

پس در این روش تأمین مالی حساب بدهکاران به بانک فروخته می شود و همانطور که گفته شد ، مطالبات سوخت شده به عهده بانک است.

تأمین مالی از طریق فروش حساب بدهکاران را اصطلاحاً عاملیت (Factoring) می نامند که گرانتر از گرو گذاشتن حساب بدهکاران است.

یاد آوری : در این روش ، بانک یا سازمان خریدار که عامل نامیده می شود، برگشت از فروش و تخفیفات را نمی پذیرد. بلکه شرکت فروشنده حساب های دریافتی مبلغی مثلاً معادل ۱۰٪ از حساب های دریافتی را بعنوان ذخیره در نظر می گیرد. و سازمان خریدار یعنی همان بانک عامل پس از کسر کمیسیون ~~بهره~~ عاملیت، بقیه وجوه را به شرکت واگذارنده می پردازد. (پس از اخذ بهره مناسب از طرف بانک عامل).

ج) تأمین مالی با وثیقه قرار دادن موجودی کالا (گرو گذاشتن موجودی کالا):

در این روش برای دریافت وام، موجودی کالا بعنوان وثیقه نزد بانک قرار داده می شود. این روش پس از روش حسابهای دریافتی در درجه دوم اهمیت قرار دارد و ارزش موجودی کالائی که مورد وثیقه قرار می گیرد بر اساس بهای تمام شده محاسبه می گردد. و موجودی کالا باید دارای ویژگی های زیر باشد :

۱- اهمیت نوع کالا

۲- قابلیت فروش

۳- دوام کالا

در این روش، گاهی اوقات، وام دهنده کل موجودی ها را به عنوان وثیقه وام زیر کلید خود می گیرد و در عین حال وام گیرنده در فروش موجودی ها آزاد است بدین ترتیب، ارزش وثیقه روز به روز کاهش می یابد و در بعضی مواقع وام دهنده ضمن تقبل موجودی کالای شرکت به عنوان وثیقه فروش آن را نیز تحت کنترل خود در می آورد که در این صورت بانک یا مؤسسه وام دهنده موجودی ها را به انبارهای خود منتقل می کند و در صورتی که این انتقال امکان پذیر و یا مقرون به صرفه نباشد در محل انبارهای وام گیرنده، فروش کالاها تحت نظارت بانک صورت می گیرد. که در هر دو صورت وجوه حاصل از فروش موجودی ها^{۱۳} صرف بازپرداخت اعتبار دریافتی از بانک می گردد.

یاد آوری: در بخش سایر موارد تأمین مالی کوتاه مدت می توان به وجوهی که بصورت موقت می تواند در اختیار شرکت ها قرار گیرد نیز اشاره کرد. مثل بیمه و مالیاتی که باید ظرف ۳۰ روز بعد به سازمانهای مربوطه پرداخت گردد و یا نخیره های متعلقه که هنوز پرداخت نشده (مثل نخیره مزایای پایان کارکنان و غیره...).

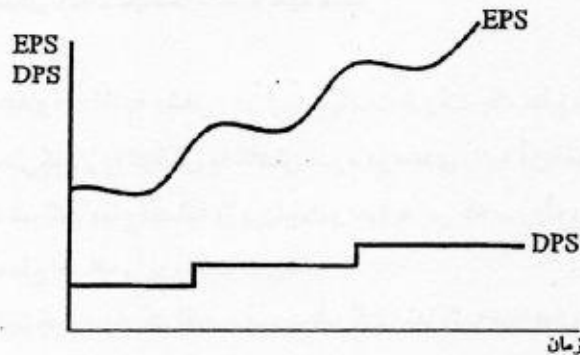
پرداخت سود سهام توسط شرکت ها ، تحت تاثیر عوامل بسیاری از جمله وضعیت نقدینگی ، پیشرفت و توسعه شرکت، ثبات عواید و نیاز به سرمایه گذاری شرکت منی باشند . سیاست تقسیم سود شرکت را تخصیص سود حاصله میان سهامداران یا انباشته کردن سود در شرکت می گویند . انباشت یا تقسیم سود هر دو هدف قابل قبولی هستند ، اما متضادند. هر قدر شرکت سود بیش تری توزیع کند ، اندوخته ی کمتری خواهد داشت و در نتیجه شرکت رشد پایین تری خواهد داشت. لذا یکی از وظایف ظریف و خطیر مدیران مالی تقسیم سود حاصله به نحو مطلوب بین سهامداران و اندوخته ها است ، به صورتی که ارزش شرکت حداکثر بشود.

روش های تقسیم سود

شرکت ها به سه روش می توانند بین سهامداران سود توزیع کنند:

۱- تقسیم سود نقدی: پرداخت نقدی سود سهام به پیشنهاد مدیران و تصویب مجمع عمومی شرکت میسر می گردد. پرداخت نقدی سود سهام می تواند سه ماه یک بار، شش ماه یک بار و یا سالانه باشد. در توزیع سود نقدی، شرکت ها می توانند روش های مختلفی داشته باشند.

الف) تقسیم مبلغ ثابت و معینی بین سهامداران: طبق این سیاست سود تقسیمی هر سهم مبلغ مشخصی بوده و شرکت بدون توجه به مبلغ سود خالص مبلغ مذکور را هر ساله بین سهامداران تقسیم می نماید، چنانچه در این حالت روند سوددهی شرکت بهبود حاصل نماید، هر چند سال یک بار سود تقسیمی را افزایش و اگر روند سوددهی نزولی باشد، کاهش می دهند. مفهوم تقسیم سود ثابت را در شکل ۱-۱ مشاهده می کنید.



شکل ۱-۱- سیاست تقسیم سود ثابت

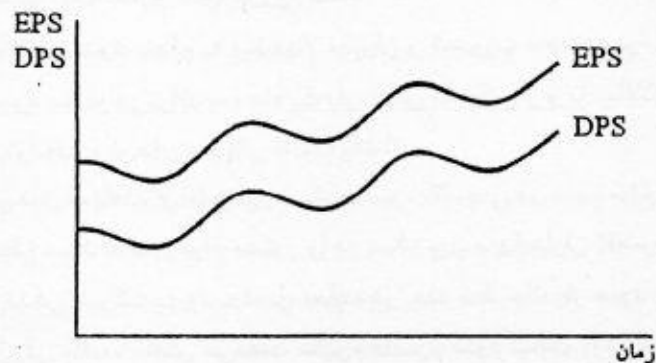
سیاست تقسیم سود ثابت برای شرکت هایی خوب است که سودآوری آنها از نوسانات کمی برخوردار می باشد. در این نوع سیاست تقسیم سود با سهامداران عادی مانند سهامداران ممتاز برخورد می شود و بدون توجه به سیاست های سرمایه گذاری شرکت مبلغ ثابتی بین آنها تقسیم می شود.

حسن این روش این است که ریسک سهام را پایین می آورد، زیرا با ثابت بودن سود نقدی قابلیت پیش بینی و اطمینان بر روی آن افزایش می یابد.

حسن دیگر این روش این است که سهامداران می توانند با افزایش سود نقدی در مورد بهبود و خوشبین بودن مدیران نسبت به آینده علایمی به دست آورند.

ایراد این روش این است که شرکت در سال هایی که نیاز به پول دارد، به علت تقسیم ثابت سود، مجبور است که از منابع مالی خارجی تأمین مالی نماید.

ب) تقسیم درصد ثابتی از سود (سیاست تقسیم سود متغیر): تعدادی از شرکت‌ها همه ساله درصد معینی از سود خودشان را بین سهام‌داران تقسیم می‌کنند. چنین سیاستی باعث خواهد شد که سود پرداختی به سهامداران همراه با نوسانات سود خالص تغییر نماید. به عنوان مثال شرکت همیشه ۴۰٪ از سود هر سهم را تقسیم می‌کند. این سیاست به شرکت این اطمینان را خواهد داد که کسر منابع مالی یا مازاد منابع مالی ناشی از تقسیم سود ثابت را نداشته باشد. این روش به دلیل این که میزان سود دریافتی متغیر و نامعلوم می‌شود، مخصوصاً برای سهامدارانی که متکی به دریافت سود هستند، روش خوشایندی نیست. ارتباط بین سود نقدی تقسیمی و سود هر سهم شرکت را تحت سیاست متغیر تقسیم سود در شکل ۱۰-۲ مشاهده می‌کنید.



شکل ۱۰-۲ - سیاست تقسیم سود متغیر

ج - سیاست تقسیم سود ثابت به علاوه حاشیه متغیر: در این سیاست شرکت یک مبلغ معمولاً پایین را به‌طور دائم به سهامداران پرداخت می‌کند و با افزایش یا کاهش سود درصدی را به آن اضافه می‌کند. در سال‌هایی که سودآوری خوب بوده شرکت مبلغ اضافه را پرداخت و سال‌هایی که سودآوری خوب نبوده یا شرکت به منابع مالی نیاز دارد، مبلغ اضافه را پرداخت نمی‌کند.

د - سیاست تقسیم سود مازاد: در این نوع سیاست تقسیم سود، شرکت ابتدا کلیه نیازهای سرمایه‌گذاری و مالی خود را از سود سال کسر می‌کند. هر چه قدر سود علاوه بر نیازهای سرمایه‌گذاری و مالی شرکت باقی ماند، بین سهامداران عادی تقسیم می‌شود. به سود مازادی که در شرکت باقی می‌ماند جریانات نقدی آزاد نیز می‌گویند.

پرداخت سود نقدی نباید بر روی ثروت سهامداران تأثیر بگذارد. زیرا قیمت سهام به میزان سود نقدی پرداخت شده کاهش می‌یابد.

(۱۰-۷) سود نقدی هر سهم = قیمت سهام قبل از مجمع = قیمت تئوریک سهام بعد از مجمع

این کاهش به این دلیل است که اگر سهام قبل از مجمع خریداری شود، سود نقدی توسط خریدار دریافت خواهد شد. اما اگر بعد از مجمع خریداری شود، سود نقدی به آن تعلق نخواهد گرفت و سود نقدی را سهامدار قبلی دریافت خواهد کرد.

۲- سهام جایزه: شکل دیگر تقسیم سود، توزیع سهام جدید به عنوان سود است که به آن سود سهمی (جایزه) گویند. شرکت برای این که بین سهامداران سود تقسیم کند و از طرفی وجه نقد را به منظور اجرای طرح های توسعه در شرکت نگه دارد اقدام به انتشار سهام جایزه می کند.

انتشار سهام جایزه بدین صورت انجام می پذیرد که شرکت سود سال را به حساب سود انباشته برده و در مجمع عمومی فوق العاده از محل سود انباشته افزایش سرمایه می دهد، یعنی سهام جدید منتشر کرده و به صورت مجانی در اختیار سهامداران فعلی شرکت قرار می دهد. تعداد سهام جایزه به مقدار افزایش سرمایه و قیمتی که بر روی هر سهم در نظر گرفته می شود بستگی دارد. با افزایش سرمایه از طریق توزیع سهام جایزه، تعداد سهام و مبلغ سرمایه شرکت افزایش و سود انباشته کاهش می یابد اما حقوق صاحبان سهام (ارزش ویژه) بدون تغییر باقی می ماند.

مثال: فرض کنید شرکتی با اطلاعات زیر تصمیم به انتشار سهام جایزه با ارزش ۱۰۰۰ ریال برای هر سهم از محل کل سود انباشته می گیرد.

حقوق صاحبان سهام قبل از افزایش سرمایه		حقوق صاحبان سهام بعد از افزایش سرمایه	
سرمایه	۵۰۰۰۰۰	سرمایه	۷۰۰۰۰۰۰
سود انباشته	۲۰۰۰۰۰۰	سود انباشته	۰
حقوق صاحبان سهام	۷۰۰۰۰۰۰	حقوق صاحبان سهام	۷۰۰۰۰۰۰

۱۰۰۰ = قیمت محاسبه شده هر سهم

$$\frac{\text{مبلغ افزایش سرمایه}}{\text{ارزش محاسبه شده}} = \frac{۲۰۰۰۰۰۰}{۱۰۰۰} = ۲۰۰۰ = \text{تعداد سهام منتشره} \quad (۱۰۸)$$

$$\frac{\text{تعداد سهام جدید}}{\text{تعداد سهام قبلی}} = \frac{۲۰۰۰}{۵۰۰۰} = ۴۰\% = \text{درصد سهام جایزه} \quad (۱۰۹)$$

با دریافت سهام جایزه، تعداد سهام هر یک از سهامداران افزایش خواهد یافت، ولی درصد مالکیت آنها تغییر نمی کند. به عنوان مثال، اگر کسی قبلاً ۱۰۰ سهم داشت، بعد از انتشار سهام جایزه در مثال بالا ۱۴۰ سهم خواهد داشت. یعنی ۴۰ سهام به صورت جایزه دریافت خواهد کرد.

$$\text{سهم} = ۱۰۰۰ \times ۰/۴ = ۴۰$$

با صدور سهام جایزه سهامداران در عمل چیزی به دست نمی آورند (به جز یک تعداد برگ سهام اضافه). با اضافه شدن سهام جدید، قیمت سهام آن قدر پایین می آید تا جبران اضافه شدن تعداد سهام را بنماید یا به عبارت دیگر سهام جایزه تأثیری بر ثروت سهامداران ندارد.

$$\text{درصد سهام جایزه} = \frac{\text{قیمت سهام قبل از مجمع}}{\text{قیمت تئوریک سهام بعد از مجمع} + ۱} \quad (۱۰-۱۰)$$

علت کاهش قیمت این است که سهم قبل از مجمع، با حق دریافت سهام جایزه فروخته می شود در حالی که سهم بعد از مجمع بدون دریافت سهم جایزه فروخته می شود.

مثال: اگر قیمت سهام شرکت فوق قبل از مجمع ۱۴۰۰۰ ریال باشد و یک نفر ۱۰۰ سهم داشته باشد ثروت او قبل و بعد از مجمع به صورت زیر خواهد بود.

$$\text{ثروت قبل از مجمع} = 100 \times 14000 = 1400000$$

$$\text{قیمت تئوریک سهام بعد از مجمع} = \frac{1400000}{1 + 20\%} = 1000000$$

$$\text{ثروت بعد از مجمع} = 140 \times 1000000 = 140000000$$

مزیت انتشار سهام جایزه این است که شرکت نقدینگی را حفظ می‌کند و در عین حال سود بین سهامداران تقسیم می‌کند. ضمناً این نوع تقسیم سود، برای سهامداران مزیت مالیاتی ایجاد می‌کند و سهامداران به علت عدم دریافت سود نقدی مالیات پایین‌تری می‌پردازند.

۳- تجزیه سهام^(۱) تجزیه‌ی سهام روشی برای کاهش ارزش اسمی سهام و افزایش تعداد سهام می‌باشد. تجزیه سهام فقط ارزش اسمی را کاهش و تعداد سهام را افزایش می‌دهد و حقوق صاحبان سهام و سایر اقلام داخل حقوق صاحبان سهام بدون تغییر باقی می‌مانند. به‌طور کلی هدف از تجزیه‌ی سهام چند چیز است:

۱- افزایش تعداد سهام

۲- گسترش مالکیت

۳- رساندن قیمت سهام به محدوده‌ی نرمال (مطلوب) بازار

۴- افزایش گردش سهام شرکت

مثال: فرض کنید شرکتی دارای سرمایه‌ای به مبلغ ۱۰۰/۰۰۰/۰۰۰ ریال است که به صورت ۱۰۰۰۰ سهم ۱۰۰۰۰۰۰ ریالی بوده و در حال حاضر ارزش بازاری سهم مزبور ۵۰۰۰۰۰۰ ریال می‌باشد. در این سطح افراد توان و رغبت زیادی برای خرید سهام این شرکت نخواهد داشت. جهت ایجاد توان در خریداران سهم، شرکت اقدام به تجزیه سهام می‌نماید و این کار را از طریق کاهش ارزش اسمی هر سهم از ۱۰۰۰۰۰۰ ریال به ۱۰۰۰ ریال انجام می‌دهد. در این صورت هر سهامدار به ازای هر سهم قدیمی ۱۰۰ سهم جدید دریافت خواهد کرد.

$$(10-11) \quad \text{ضریب تجزیه} = \frac{\text{ارزش اسمی قبل از تجزیه}}{\text{ارزش اسمی بعد از تجزیه}} = \frac{1000000}{1000} = 100$$

حقوق صاحبان سهام قبل از تجزیه و بعد از تجزیه به صورت زیر خواهد بود:

<u>قبل از تجزیه</u>	<u>بعد از تجزیه</u>
۱۰۰۰۰۰۰۰ سرمایه	۱۰۰۰۰۰۰۰ سرمایه
(۱۰۰۰ سهم ۱۰۰۰۰۰۰ ریالی)	(۱۰۰۰۰۰ سهم ۱۰۰۰ ریالی)
۲۰۰۰۰۰۰۰ سود انباشته	۲۰۰۰۰۰۰۰ سود انباشته
حقوق صاحبان سهام	حقوق صاحبان سهام
۲۰۰۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰۰۰

از دیدگاه اقتصادی، تجزیه‌ی سهام به خودی خود تأثیری بر ارزش شرکت نخواهد گذاشت.

(۱۰-۱۲) $\frac{\text{قیمت هر سهم قبل از تجزیه}}{\text{ضریب تجزیه}} = \frac{500000}{1000} = 500$ = قیمت تئوریک هر سهم بعد از تجزیه
 بعضی از شرکت‌ها برای این‌که قیمت سهامشان به کم‌تر از سطح معینی تنزل نکند، اقدام به تجزیه‌ی معکوس^(۱) می‌نمایند یعنی تعداد سهام خود را کاهش و ارزش اسمی هر سهم را افزایش می‌دهند.

بعضی از موارد دیگر در سیاست‌های تقسیم سود سهام و تصمیمات مالی

الف) دلایل خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران

معمولاً سرمایه‌گذاران و خریداران سهام با دو هدف، اقدام به خرید سهام می‌کنند.

۱- افزایش ارزش سهام: بطور معمول سهامداران انتظار دارند که ارزش سهام آنها در بازار بورس افزایش یابد.

۲- سود سهام: سرمایه‌گذاران با توجه به حجم سرمایه‌گذاری خود انتظار دارند که بصورت مرتب و مستمر سود سهام خود را دریافت نمایند.

□ دلایل ارجح بودن دریافت سود سهام از طرف سهامداران

اکثر سهامداران دریافت سود سهام را بر عدم تقسیم سود جهت تأمین مالی برای رشد و توسعه شرکت ترجیح می‌دهند، بعضی از دلایل عبارتند از:

۱- کاهش عدم اطمینان (افزایش اطمینان): وعده پرداخت سود سهام و توزیع آن در آینده احساس یک نوع عدم اطمینان در سهامداران ایجاد می‌کند و آنها برای افزایش اطمینان خود به شرکت، مایل هستند که پرداخت سود سهام بصورت مستمر انجام گیرد.

۲- قدرت مالی شرکت: از دیدگاه سهامداران اعلام و پرداخت سود سهام نشانگر ثبات و استحکام نقدینگی شرکت و شرایط مطلوب آن است.

۳- نیاز به درآمد جاری: بسیاری از سرمایه‌گذاران برای پرداخت هزینه‌های خود و کمک به بالا بردن کیفیت زندگی، به دریافت مستمر سود سهام نیاز دارند.

محدودیت های پرداخت سود سهام :

۱- محدودیت های نقدینگی

۲- محدودیت های قراردادی

۳- محدودیت های قانونی

(۱) محدودیت های نقدینگی :

همانطور که می دانید شرکت ها همیشه و بطور معمول با محدودیت نقدینگی روبرو هستند و همچنین بعلت عدم بازده از وجود نقدینگی ، آنها را بصورت مطالبات ، مواد اولیه ، کالا ویا دارائی های ثابت تبدیل می کنند و فقط در حد رفع نیازهای روزمره خود نقدینگی حفظ می کنند. سپس برای پرداخت سود سهام همیشه با کمی نقدینگی روبرو هستند.

(۲) محدودیت های قراردادی :

در مورد وام های دریافتی و قراردادهای اعتباری ، ممکن است شرایط خاصی از طرف مؤسسات اعتباری و بانکها به شرکت ها تحمیل شود و از آنها خواسته شود که برای مدت معینی سود بین سهامداران تقسیم نگردد و یا درصد تقسیم سود به صورت محدود باشد.

(۳) محدودیت های قانونی :

یکی دیگر از عواملی که بر سیاست های تقسیم سود مؤثر است و محدودیت های قانونی است این محدودیت ها ممکن است در حداقل سود تقسیمی منعکس شده باشد و محدودیت قانونی دیگر در مورد سود سهام ممتاز است که سهامداران ممتاز در گرفتن سود اولویت دارند و تا زمانیکه سودهای معوق سهامداران ممتاز پرداخت نشود ، شرکت نمی تواند سود سهام عادی را تقسیم نماید.

تئوری‌های تقسیم سود

تئوری‌های تقسیم سود دلالت بر اثر سیاست‌های تقسیم سود بر قیمت سهام (ثروت سهامداران) دارند. در ارتباط با تأثیر سیاست‌های تقسیم سود بر ارزش شرکت دو دیدگاه وجود دارد:

الف) نظریه ارتباط سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت

۱- مدل گوردون و والتر^(۲): از صاحب نظران این نظریه می‌توان مایرن گوردون و جیمز والتر را نام برد. نظریه والتر و گوردون مشابه همدیگر است. این دو مؤسسات را به سه دسته تقسیم می‌کنند.

I. مؤسسات در حال رشد: مؤسساتی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور دارند و برای آن‌ها نرخ بازدهی داخلی سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر از هزینه‌ی سرمایه است ($r > k$). این مؤسسات با انباشته کردن و عدم تقسیم سود باعث افزایش ارزش شرکت می‌شوند. این مؤسسات باید صد در صد سود خود را انباشته کنند.

II. مؤسسات در حال بلوغ: مؤسساتی هستند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور برای آن‌ها تمام شده است. برای این مؤسسات نرخ بازدهی داخلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری برابر با هزینه‌ی سرمایه می‌باشد. ($r = k$) در این مؤسسات سیاست تقسیم سود تأثیر بر ارزش سهام ندارد.

III. مؤسسات در حال افول: مؤسساتی که هیچ گونه فرصت سرمایه‌گذاری سودآور ندارند و برای آن‌ها بازدهی داخلی سرمایه‌گذاری کوچک‌تر از هزینه‌ی سرمایه است ($r < k$). این مؤسسات با عدم تقسیم سود باعث کاهش ارزش سهام می‌شوند. بنابراین، باید صد در صد سود خود را تقسیم کنند.

۲- تئوری عدم اطمینان (پرنده در دست): کریشمن^(۳) در این نظریه بیان می‌کند که سود نقدی برای سهامدار مطمئن‌تر از افزایش قیمت سهام در نتیجه انباشته کردن سود می‌باشد. به علت این‌که سود نقدی آنی بوده، مطمئن‌تر از عایدات ناشی نامطمئن در نتیجه‌ی افزایش قیمت در آینده می‌باشد. بنابراین، نرخ تنزیل (بازدهی مورد انتظار) استفاده شده برای تنزیل سود نقدی کوچک‌تر و برای عایدات حاصل از تغییرات قیمت سهام در آینده بزرگ‌تر می‌باشد. این باعث می‌شود شرکتی که سود تقسیم می‌کند، دارای ارزش سهام بالاتری نسبت به شرکتی که سود تقسیم نمی‌کند، باشد.

ب) نظریه‌ی بی‌ارتباطی سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت

مودیلیانی و میللر در مقاله‌ای در سال ۱۹۶۱ ادعا کردند که سود تقسیمی تأثیری روی قیمت سهام ندارد. این دو با فرض بازار سرمایه کامل، شرایط اطمینان و جدا بودن سیاست سرمایه‌گذاری از تأمین مالی

1- Reverse Split

2- Gordon and walter

3- Krishnan

مدیریت نسبت به آینده باشد، سود تقسیم می‌کند.

۷- هزینه انتشار: اگر هزینه انتشار برای تأمین مالی بالا باشد، شرکت‌ها سعی می‌کنند از سود انباشته استفاده کنند که هزینه انتشار ندارد.

۸- فرصت‌های سرمایه‌گذاری: شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور زیادی دارند، سود را انباشته کرده و شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور ندارند سود را تقسیم می‌کنند.

۹- عدم اطمینان نسبت به آینده: اگر نسبت به پروژه‌های در دست اجرای شرکت و بازدهی آتی آن عدم اطمینان بالایی وجود داشته باشد، سهامداران درخواست تقسیم سود را خواهند کرد.

۱۰- محدودیت‌های قرارداد وام و اوراق قرضه: معمولاً محدودیت‌هایی توسط وام‌دهندگان در مورد توزیع سود شرکت اعمال می‌شود، تا توانایی شرکت را در پرداخت اقساط وام‌های خود بالا ببرند.

۱۱- مالیات: در بسیاری از کشورها سود سرمایه (تغییرات قیمت سهام) معاف از مالیات می‌باشد (مانند ایران). بنابراین، شرکت‌ها سود را انباشته می‌کنند تا سهامداران از تغییرات قیمت سهام منتفع شده و حداقل بار مالیاتی را تحمل کنند.

۱۲- ثبات سودآوری شرکت: شرکتی که از سودآوری آتی مطمئن است سود بالایی را تقسیم می‌کند اما شرکتی که مطمئن نیست بیش‌تر سود خود را انباشته می‌کند.

۱۳- کنترل اداره‌ی امور شرکت: برخی از شرکت‌ها برای این‌که کنترل اداره‌ی امور شرکت از دست افراد خاصی خارج نشود تنها به منابع مالی داخل شرکت اتکا می‌کنند و از انتشار سهام جدید که ممکن است باعث توزیع کنترل شرکت بین دیگران می‌شود، پرهیز می‌کنند.

۱۴- محدودیت‌های قانونی: مقررات به شرکت‌ها اجازه نمی‌دهد که در مورد پرداخت سود به هر شکلی خواستند عمل کنند.

اختیار خرید سهام عادی

اختیار خرید سهام عادی شرکت مجوزی است که به موجب آن می‌توان تعداد معینی از سهام یک شرکت را به قیمت معینی خریداری کرد. اختیار خرید سهام خود یک اوراق بهادار مستقل برای تأمین مالی شرکت نیست بلکه الصاق اوراق قرضه‌ی شرکت است تا شرکت اوراق قرضه‌ی خود را راحت‌تر بفروشد. دارنده مجبور نیست از این اختیار خرید استفاده کند. بلکه می‌تواند آن را در بازار بفروشد. فرد هر وقت بخواهد از آن استفاده کند با پرداخت مبلغ مشخص شده در اختیار خرید، می‌تواند آن را تبدیل به سهام کند. ارزش اختیار خرید به صورت زیر قابل محاسبه می‌باشد.

$$V: (M - E) N$$

(۱۰-۱۳)

ارزش تنوریک اختیار خرید: V

M: ارزش بازار سهام

E: قیمت تعیین شده برای خرید

N: تعداد سهام عادی که می‌توان با اختیار خرید خریداری کرد



مثال: اگر اختیار خرید سهام شرکتی به دارنده‌ی آن امکان بدهد سه سهم عادی شرکت به مبلغ ارزش بازاری معادل ۶۴۰ تومان را با قیمت ۲۲۰ تومان خریداری کند، ارزش اختیار خرید به صورت زیر محاسبه خواهد شد،

$$V = (640 - 220) \times 3 = 1260$$

اگر ارزش بازاری سهام برابر یا کمتر از قیمت تعیین شده در اختیار خرید سهام باشد، ارزش اختیار خرید برابر صفر خواهد بود و با افزایش قیمت سهام در بازار بالاتر از ارزش تعیین شده در اختیار خرید، ارزش اختیار خرید افزایش پیدا خواهد کرد.

[Faint, illegible text visible through the paper]