

2

دانشگاه علوم پزشکی و خدمات بهداشتی و درمانی تبریز  
دانشکده مدیریت و اطلاع رسانی پزشکی



## مدیریت مالی

Dr Ali Imani, Assistant Professor,  
Ph.D. in Pharmacoeconomics and Pharmaceutical Management ,School  
of Health Management and Information Sciences  
Department of Health Services Management



## اهداف رفتاری این جلسه آشنایی دانشجویان با:

- ۱- انواع اصلی اوراق بهادار در شرکت های سهامی را نام ببرند.
- ۲- مزایا و معایب اوراق قرضه را نام برده و انواع تقسیم بندی اوراق قرضه را توضیح دهند.
- ۳- تعریف سهام ممتاز، انواع سهام ممتاز، خصوصیات این نوع سهام، مزایا و معایب سهام ممتاز را یاد بگیرند.
- ۴- تعریف سهام عادی، انواع سهام عادی، خصوصیات این نوع سهام، مزایا و معایب سهام عادی را یاد بگیرند.

## مقدمه

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 **۲ شیوه تامین مالی** استفاده می نمایند:

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

**۲-** استقراض از اعتباردهندگان و ایجاد بدهی.

## مقدمه

دارایی می تواند فیزیکی یا مالی باشد. اوراق بهادار **دارایی مالی** می باشد. به سرمایه گذاری بر روی اوراق بهادار، **سرمایه گذاری مالی** گفته می شود. اوراق قرضه و سهام ممتاز از جمله ابزار مهمی هستند که یک شرکت می تواند بدان وسیله **منابع مالی بلندمدت** تهیه کند. بین این دو دسته از اوراق بهادار تفاوت های زیادی وجود دارد، ولی دارای یک وجه مشترک هم هستند و آن **ثابت بودن درآمد ناشی از سرمایه گذاری** در این اوراق است.

در این جلسه، در مورد ویژگی های خاص اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی و آنچه را مدیران مالی در زمان انتشار این اوراق بهادار (و اجرای این نوع استراتژی تامین مالی) مورد توجه قرار می دهند مورد بحث قرار می گیرد.

## سه نوع اصلی اوراق بهادار در شرکت های سهامی :

▶ اوراق قرضه

▶ سهام ممتاز

▶ 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 اصطلاحاً 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.

معمولاً این جریانات نقدی، بازپرداخت اصل و بهره ی اوراق را در برمی گیرد.

## اوراق بهادار ثابت با توجه به تاریخ سررسید دودسته اند:

۱- اوراق بهادار کوتاه مدت که سررسید آن ها کمتر از ۱ سال است.

۲- اوراق بهادار بلند مدت با سررسید بیش از ۱ سال.

➤ اوراق بهادار کوتاه مدت، معمولاً 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 بازاریذیری بالا به اوراق قابل دادوستد معروف هستند از جمله آن ها:

اسناد خزانه، گواهی سپرده بانکی، اوراق بهادار رهنی و ... .

## اوراق قرضه

بخشی از نیازهای مالی: دولت، شرکتهای دولتی، شهرداریها، مؤسسات عمومی غیردولتی، شرکتهای سهامی عام و خاص و شرکتهای تعاونی تولیدی، می تواند از طریق **استقراض از مردم** تامین گردد (انتشار اوراق قرضه) که انتشار اینگونه اوراق متضمن پرداخت و دریافت بهره می باشد.

اوراق قرضه، اوراق بهاداری است که بیا نگر **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.

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

- ▶ - **اوراق قرضه با سررسید مشخص** که این متداولترین نوع اوراق قرضه است و فقط یک تاریخ سررسید دارد.
- ▶ - **اوراق قرضه سریالی** که تاریخ های سررسید متفاوت برای آن در نظر گرفته می شود.
- ▶ برای مثال، تاریخ سررسید یک ورقه قرضه با سررسید مشخص ۲۰ ساله که در سال ۱۹۹۵ منتشر شده است، سال ۲۰۱۵ است. اما همان ورقه قرضه اگر به صورت سریالی باشد، ممکن است ۲۰ تاریخ سررسید سالانه از ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۵ داشته باشد. **در هر یک از این سرسیدها، نسبتی از مبلغ ورقه قرضه پرداخت می شود.**

## اوراق قرضه تضمین شده در مقابل اوراق قرضه بدون وثیقه

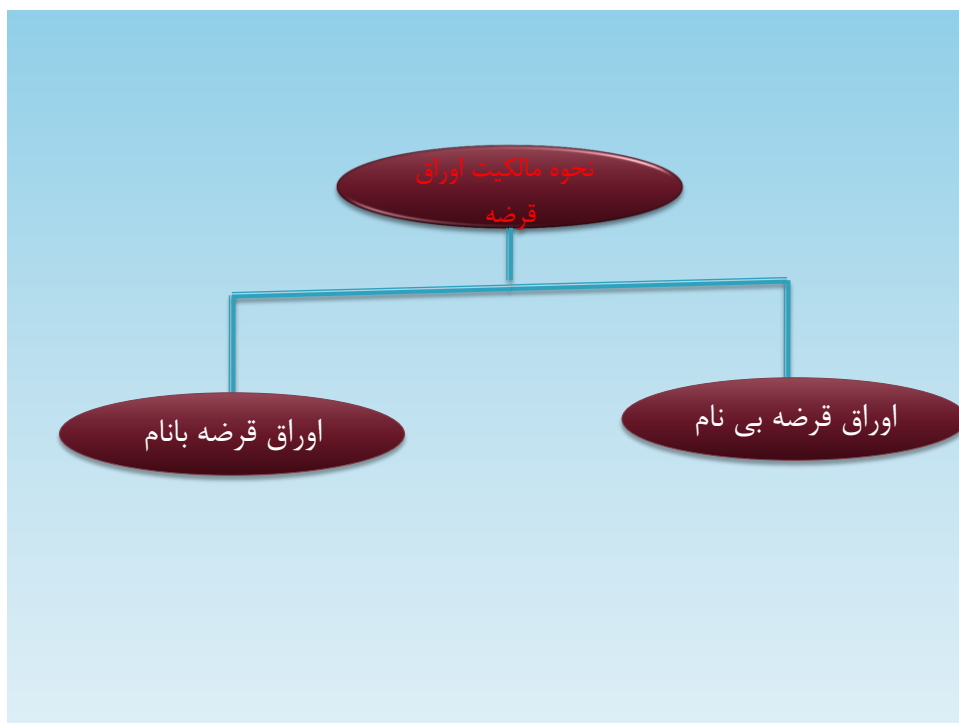
- ▶ اوراق قرضه بدون وثیقه، اوراقی هستند که تنها پشتوانه و تضمین آن ها **اعتبار شرکت** می باشد. در حقیقت کلیه داراییهای شرکت پشتوانه این اوراق محسوب می شود.
- ▶ اوراق قرضه تضمین شده وثیقه ای، با وثیقه قرار دادن **سهام یا اوراق قرضه دیگری** که متعلق به واحد تجاری است و توسط یک **امین** نگهداری می شود تضمین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

## 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 معمولاً سررسیدی بین ۱ تا ۷ سال دارند در حالی که **غالباً** سررسید اوراق قرضه منتشرشده توسط شرکت ها **بیش از ۵ سال** است.



## مالکیت

➤ **اوراق قرضه ی بی نام** (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 هایی هستند که هریک از آنها بیانگر پرداخت های بهره در تاریخهای مشخص است.

➤ معمولاً بانک کارگزار در ازای دریافت کوپن، بهره پرداخت می کند.

➤ **اوراق قرضه ی با نام**، 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، بنابراین دارای **ریسک بالاتری** می باشد

اوراق قرضه نسبت به سهام از **ریسک کمتری** برخوردار می باشد.

## ویژگی های خاص اوراق قرضه

الف- 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. معمولاً 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 سود تضمین 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 معمولاً بیش از ارزش اسمی است که به مبلغ مازاد پرداختی بر ارزش اسمی «صرف باز خرید» می گویند.

## مزایای اوراق قرضه

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

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

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

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

## معایب اوراق قرضه

- ۱- عدم وابستگی هزینه بهره اوراق قرضه به سود شرکت ممکن است چندان مناسب نباشد.
- ۲- سررسید مشخص اوراق قرضه **برنامه ریزی دقیق** و مناسبی را از سوی مدیریت برای بازپرداخت آن **می طلبد**.
- ۳- 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 فعالیت های شرکت** است.

## سهام ممتاز

سهام ممتاز، نوعی از سهامی است که دارنده آن نسبت به درآمدها 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 سهمی 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)

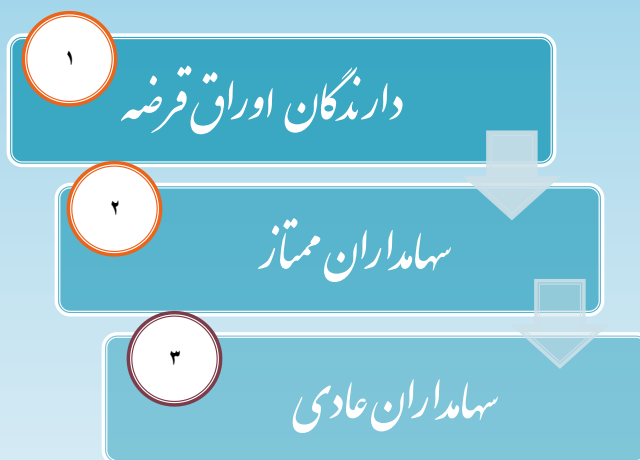
۴- سهام ممتاز **قابل باز خرید**: شرکت منتشر کننده این نوع سهام **در هر زمان که بخواهد** می تواند آنها را باز خرید کند و از دور خارج نماید. قیمت باز خرید معمولاً بیش از قیمت فروش یا ارزش اسمی است و با گذشت زمان کاهش می یابد.

۵- سهام ممتاز با **نرخ شناور**: نرخ سود این نوع سهام ثابت نیست و **با نرخ بهره بازار ارتباط** دارد.

## برخی از مهمترین خصوصیات سهام ممتاز

- ✓ اولویت در دریافت سود سهام.
- ✓ اولویت نسبت به دارایی ها.
- ✓ بازده ثابت.
- ✓ سود سهام مشارکتی.
- ✓ عمر نامشخص.
- ✓ معمولاً سهام ممتاز فاقد حق رای است
- ✓ سود سهام جمع شونده
- ✓ سایر ویژگیها

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



## ■ 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.

## ■ نقاط ضعف سهام ممتاز:

۱- 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- پرداختن 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.

## 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. در این 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.

## مزایای سهام عادی

■ بازار سهام عادی بسیار سیال تر از بازار سایر اوراق بهادار از جمله اوراق بدهی است،

■ عدم وجود تاریخ سررسید مشخص

■ 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 خطر بیفتند.

■ 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.

## ۳ نوع سود سهام وجود دارد:

➤ سود سهام نقدی: متداول ترین گونه سود بوده و به صورت "واحد پولی برای هر سهم" بیان می شود.

➤ سود سهمی (سهام جایزه): هیات مدیره بر مبنای درصد مشخصی به هر سهامدار سهام جدید اعطا کند.

➤ سود سهام غیر نقدی: می تواند به شکل توزیع اوراق قرضه، سهام ممتاز، سهام دیگر شرکتها، سایر اوراق بهادار یا موجودی کالا باشد.