

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

The image features the Basmala (Bismillah) in a highly stylized, cursive Arabic calligraphic font. The text is written in black ink on a white background. The letters are thick and fluid, with long, sweeping tails that extend downwards and to the right. Four red squares are placed as decorative elements: one at the top left, one at the top right, one at the bottom left, and one at the bottom right, framing the central text.



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه مدیریت



مالی شرکتی پیشرفته

دکتر سعید فتحی

دانشیار گروه مدیریت

دانشگاه اصفهان



مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت



طرح درس ۱

سرفصل

✓ بنیان‌های

✓ دلیل

✓ نظریه

✓ نواقص

✓ مبانی

✓ نظریه‌های

✓ مرور

✓ پیشرفت‌های

✓ پیشرفت‌های

✓ نظریه‌های

✓ مرور

✓ نظریه

✓ توسعه

✓ مهندسی

✓ مرور

✓ کارآیی

✓ کارآیی

✓ کارآیی



طرح درس ۲

منابع درس

✓ Ogden, J. Jen, F. C. O`Connror, P. F. (2003). **Advanced Corporate Finance**, Pearson.

تکالیف

✓ شرکت

✓ انجام

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



فصل هفتم

محیط شرکت

حاکمیت

راهبرد

ساختار عملیاتی

ساختار مالی

عوامل تعیین کننده ریسک، عملکرد و شرایط اقتضایی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



ساختار فصل

✓ حاکمیت داخلی و راهبرد کسب و کار

✓ ساختار حاکمیت داخلی

✓ راهبرد کسب و کار

✓ ریسک، عملکرد و وقایع احتمالی

✓ ریسک

✓ عملکرد

✓ وقایع احتمالی

✓ محیط کسب و کار و حاکمیت خارجی

✓ وضعیت اقتصادی

✓ منابع

✓ بازارهای مالی

✓ حاکمیت گروه‌های خارجی

✓ ساختار

✓ ساختار مالی

✓ ساختار عملیاتی



محیط کسب و کار و حاکمیت خارجی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



محیط اقتصادی ۱

✓ وضعیت اقتصادی

✓ متغیرهای کلان اقتصادی و عملکرد بنگاه ✓ عملکرد

✓ اثر گذاری روی چارچوب، ساختارها و عملکرد

✓ تولید ناخالص ملی

✓ ROE

✓ از ۷۴ تا ۸۲ تورم بالا، نرخ بهره پرنوسان دو رکود بی رحم

✓ نرخ تورم

✓ رشد سود

✓ بحرانهایی که عملکرد مالی را نابود می کند

✓ نرخ بهره

✓ بازده سهام

✓ سال ۸۳ تا ۲۰۰۰ وضعیت بهتر شد.

✓ بازده اوراق خزانه

✓ MtB

✓ تورم، نرخ بهره و فشارهای قانونی کمتر شد.

✓ نرخ مالیات

✓ حاکمیت شرکتی تقویت شد.

✓ بهره‌وری نیروی کار



محیط اقتصادی ۲

1960-1973, 1974-1982, and 1983-2000

Period	Macroeconomic Variables					Aggregate Corporate Performance Measures			
	Average Real Growth of GDP	Average Annual Inflation Rate (CPI)	Average 1-Year T-Bill Rate	Average Corporate Tax Rate	Average Annual Growth of Labor Productivity	Average Annual ROE	Average Annual Growth of Corporate Earnings	Average Annual Stock Market Return	Period-End Market/ Book Equity Ratio
1960-1973	4.2%	3.3%	4.9%	44.3%	2.8%	10.4%	8.7%	6.4%	1.7
1974-1982	2.0%	8.7%	9.6%	36.5%	1.2%	13.1%	5.1%	10.3%	1.1
1983-2000	3.6%	3.2%	6.6%	37.1%	2.1%	10.4%	8.5%	14.7%	3.3



محیط اقتصادی ۳

✓ اهمیت عوامل اقتصادی

✓ تاثیر شرایط اقتصادی بر سودآوری و پروژه‌های سرمایه‌گذاری

✓ تاثیر نوسانات اقتصادی بر ریسک پروژه

✓ تاثیر گذاری بر میانگین موزون هزینه سرمایه

✓ هزینه بدهی

✓ هزینه سهام

✓ عوامل رشد بازده سهام

✓ کاهش تورم و نرخ بهره

✓ رشد سود بنگاه‌ها

✓ BtM یعنی پیش‌بینی سهامدار از سودآوری و رشد آینده



منابع در اختیار شرکت

- ✓ جذب صحیح منابع توانایی رقابت شرکت در بنگاه
- ✓ شامل املاک و مستقالات، ماشین آلات، منابع انسانی، استعداد، تکنولوژی، مواد و قطعات
- ✓ تکنولوژی = بهره‌وری کار و سرمایه = رشد درآمد در طول زمان
- ✓ در بلندمدت، ایجاد شرکت‌های جدید و محو شرکت‌هایی که نتوانستند به روز بشوند.
- ✓ صرفه‌جویی ناشی از مقیاس عامل تعیین کننده در جذب منابع
- ✓ مذاکرات و قراردادهای مدیریتی با ذی‌نفعان مختلف



بازارهای مالی ۱

✓ اهمیت بازار نقدشوندگی سهام

✓ افزایش ارزش سهام

✓ دسترسی به منابع تامین مالی مالکیتی و بدهی

✓ مساله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی => راه حل: ساختار، قرارداد و عملیات

✓ سهامدار معیار عملکرد مدیریت را قیمت سهام قرار می دهد

✓ مالکان بالفعل

✓ سرمایه گذاران بالقوه: مقایسه ارزش شرکت با ارزش ذاتی

✓ سرمایه گذران با موقعیت فروش که شرکت را بالای ارزش ذاتی میدانند.

✓ سرمایه گذران بزرگ و نهادی که تغییرات مدیریت و کنترل را در دست می گیرند.

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



بازارهای مالی ۲

✓ اهمیت بازار بدهی

✓ ایجاد صرفه جویی ناشی از مقیاس

✓ استراتژی خلق ارزش برای سهامدار

✓ تعیین کننده ریسک و ورشکستگی

✓ کنترل مدیریت و به نظم آوری وی

✓ بازار مشتقه

✓ پوشش ریسک کسب و کار

✓ پوشش ریسک نرخ بهره

✓ پوشش ریسک نقدینگی



گروه‌های حاکمیتی بیرونی

✓ خدمات دولت به بنگاه‌ها

✓ تحمیل قراردادهای قانونی از طریق سیستم قضایی

✓ کنترل، مقررات، مالیات و محدودیتهای کارکردی

✓ اعتباردهندگان

✓ محدودیتهای کارکردی برای شرکت

✓ تضادهای منافع سهامداران و اعتباردهندگان

✓ رسانه‌های تجاری

✓ روزنامه، صداسیما، سایتها

✓ تحلیلگران

✓ ارزش سرمایه‌گذاری

✓ افشا و شفافیت

✓ فراتر از کودال

✓ تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی

✓ مشکلات محرمانگی مزیت رقابتی

✓ مدیریت هزینه نمایندگی تصمیمات مدیریتی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



حاکمیت داخلی و راهبرد کسب و کار

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



حاکمیت داخلی ۱

✓ سهامدار، هیات مدیره و سلسله مراتب مدیریتی

✓ حق رای و فعالیت سهامداری

✓ چهار نوع سهامدار: داخلی، صندوق‌های مشترک، صندوق‌های بازنشستگی، انفرادی خارجی

✓ ارای سهامدار: انتخاب هیات مدیره، ادغام، اکتساب، فروش دارایی مهم، صورتهای مالی

✓ رقابت بر سر نمایندگی

✓ کمپنی بین گروه‌های رقیب برای کسب حق رای در انتخاب هیات مدیره

✓ تشکیل ائتلاف‌ها

✓ مبادله امتیازها



حاکمیت داخلی ۲

✓ پیشنهادیه‌های سهامداران

✓ تغییر ابعادی از حاکمیت داخلی مانند ترکیب و ساختار هیات مدیره، کنترل خارجی، حاکمیت داخلی، پاداش مدیریت

✓ در شرکتهای با عملکرد ضعیف اتفاق می افتد و آثار عملکردی مثبت دارد.

✓ تحلیل اثربخشی پیشنهادیه های سهامداران یک موضوع تحقیقاتی قوی است.

✓ اگر یک پیشنهادیه رای آورد مدیریت درک می کند که سهامدار از وی راضی نیست.

✓ بین تعداد آرای مثبت به پیشنهادیه و تعداد سهام متعلق به مالکان عمده خارجی

✓ رابطه منفی بین تعداد آرای موافق و تعداد سهامدار بدون صندلی



حاکمیت داخلی ۳

✓ کارکردهای اصلی هیات مدیره

✓ استخدام، جبران خدمت و برکناری مدیریت ارشد

✓ رای دهی به پیشنهادهای مهم مدیریت نظیر مخارج سرمایه‌ای، خرید و واگذاری شرکتها

✓ تصمیم‌گیری راجع به انتشار سهام و اوراق قرضه، بازخرید سهام، تقسیم سود، سایر فعالیتهای اصلی مالی

✓ اطلاع‌رسانی و مشورت راهبردی به مدیریت

✓ نظارت قوی‌تر از طرف اعضای غیر موظف



حاکمیت داخلی ۴

✓ برکناری مدیرعامل

✓ ضعف عملکردی

✓ تعادل قدرت بین مدیرعامل و اعضای هیات مدیره

✓ حمایت یا فشار سایر مدیران ارشد

✓ وجود سهامدار فعال

✓ نفوذ مدیرعامل در هیات مدیره



حاکمیت داخلی ۵

✓ حمایت از تعهدات هیات مدیره

✓ بسیاری ضعفهای عملکردی به هیات مدیره مربوط نیست.

✓ سهامداران شکایتهای زیادی در بحرانهای مالی از هیات مدیره می کنند.

✓ دولتها قوانینی برای حمایت از هیات مدیره در مقابل شکایت سهامداران تصویب کردند.

✓ Liability Limitation Provisions (LLPs) حمایت از هیات مدیره در مقابل شکایت سهامدار

✓ خرید بیمه مسئولیت به نام بیمه اعضای هیات مدیره و مدیرعامل



حاکمیت داخلی ۶

✓ سلسله مراتب مدیریتی و بازار سرمایه داخلی

✓ رییس (president): سفیر، سخنگو و طرف مذاکره با شرکای خارجی

✓ مدیرعامل (CEO): تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای (COO)، ساختار مالی (CFO) (برنامه‌ریزی، تقسیم سود،

انتشار و باز خرید سهام، انتشار و باز خرید اوراق بدهی) و پردازش داده (CIO)

✓ ساختارهای عمیق با تصمیمات متمرکز در دست مدیرعامل و ساختارهای سطح با تصمیمات مدیران میانی

✓ تحت تاثیر ساختار صنعت، استراتژی و تکنولوژی

✓ ادبیات اقتصاد ساختار سازمانی

✓ ادبیات بازار سرمایه داخلی



استراتژی کسب و کار

- ✓ عناصر: تمرکز بر بازار یا محصول خاص، هدفگذاری سود و سهم بازار، توسعه راهبرد رقابتی
- ✓ ارتباط با راهبردهای مالی در فصل ۷ که نگفتیم
- ✓ تعیین کننده ساختار مالی و عملیاتی بنگاه
- ✓ اهرم بالا به عنوان سیگنال رقابت تهاجمی
- ✓ اهرم پایین به عنوان ابزاری برای نابود کردن رقبا



ساختارهای مالی و عملیاتی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



ساختار عملیاتی ۱

✓ فرآیند بودجه‌بندی سرمایه‌ای

- ✓ اهمیت آن به خاطر فرآیند خلق ثروت برای سهامدار است.
- ✓ خالص ارزش فعلی برابر ارزش فعلی درآمدهای نقدی منهای ارزش فعلی مخارج نقدی
- ✓ شرکت‌ها باید پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را اجرا و منفی را تعطیل کنند.
- ✓ در بازار سرمایه کامل فرقی ندارد از بدهی استفاده کنید برای تامین مالی پروژه یا سهام
- ✓ پس تصمیمات تامین مالی و بودجه‌بندی سرمایه‌ای جدا شده اند.
- ✓ و تمرکز حاکمیت شرکتی بر تصمیمات بودجه‌بندی است و نگران تامین مالی نیست



ساختار عملیاتی ۲

✓ ناکارایی‌های بازار سرمایه و بودجه‌بندی سرمایه‌ای

✓ خودخواهی مدیریتی و عدم تقارن اطلاعاتی

✓ مدیران پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را برای خلق امپراطوری خود دنبال می‌کنند.

✓ شرکت‌های با بدهی پرریسک، سعی در افزایش ریسک پروژه دارند تا ثروت صاحبان بدهی را تصاحب کنند.

✓ شرکت با بدهی پرریسک یک پروژه با NPV مثبت را به خاطر اینکه فقط صاحبان بدهی سود می‌کنند رها می‌کند.

✓ مدیر بخشی در هولدینگ برای خلق امپراطوری NPV مثبت جلوه می‌دهد و مدیر ضعیف تخصیص را غیربینه می‌کند.



ساختار عملیاتی ۲

✓ مزایای بزرگ بودن

✓ معمولا شرکتهای بزرگ پرسود و کم ریسک هستند.

✓ ادبیات نمی داند موارد نقض را چگونه توجیح کند.

✓ مسیر مشابه موفقیت در شرکتهای بزرگ

✓ صاحبان منابع مالی، نوآور و استراتژی محور بودند.

✓ محصولات ملی، اولین تولید کننده، سود انحصاری، IPO سریع و دسترسی به منابع سهام و بدهی

✓ کسب صرفه جویی ناشی از مقیاس در راستای سود بیشتر و ممانعت از ورود رقبای جدید

✓ عمده تامین مالی آنها سود انباشته است.



ساختار عملیاتی ۳

✓ تابع تولید شرکت

✓ بده بستان بین کاربری و سرمایه بری شرکت بستگی به صنعت و اندازه بنگاه دارد.

✓ حمل و نقل، تولیدی‌های بزرگ و خدمات عمومی بیشتر سرمایه بر هستند.

✓ شرکتهای خدماتی بیشتر کاربر هستند.



ساختار عملیاتی ۴

✓ حسابرسی داخلی، کنترل کیفیت و هزینه

✓ طرح سرمایه گذاری با ارزیابی اقتصادی و تصویب هیات مدیره شروع می شود.

✓ سپس خرید تجهیزات است و سیاستهای بازاریابی و تولید

✓ تیم کنترل داخلی بررسی می کنند که همه چیز طبق پیش بینی پیش می رود یا خیر.

✓ خدمات تیم کنترل داخلی

✓ همه بازیگران طبق برنامه کار می کنند.

✓ برنامه های اولیه دنبال می شود و تغییرات لازم توسط مدیران ارشد تایید می شود.

✓ در تمام مراحل کار کنترل هزینه و کیفیت صورت می گیرد.

✓ گزارش عملیات صحیح و به موقع ارائه می شود.



ساختار مالی: ساختار مالکیت

- ✓ مالکیت پراکنده مزیت دارد اما معایب هزینه اختیاری مدیریتی هم دارد.
- ✓ ساختار مالکیت بهینه طبق ویژگی‌های موثر بر آن بین شرکت‌های مختلف متفاوت است.
- ✓ امکان کاهش تعارض بین سهامدار و مدیر از طریق نظارت و مکانیسم‌های انگیزشی و همسوسازی اهداف
 - ✓ صنعت
 - ✓ اندازه شرکت
- ✓ تا حدود سه درصد سهم مدیریت و ۵ درصد حداکثر ارزش ایجاد می‌شود فراتر از آن نقدشوندگی و سپس آسیب به سرمایه‌گذاری طبق مطالعات تجربی
- ✓ احتمال برکناری مدیرعامل با افزایش سهم مدیران در شرکت کاهش می‌یابد.



ساختار مالی: برنامه ریزی و اهرم مالی ۱

✓ برنامه ریزی مالی

✓ الف- زمانبندی و مقدار مخارج سرمایه‌ای روی پروژه‌ها و درآمدهای حاصل از آن

✓ ب- شرکت چگونه مخارج سرمایه‌ای، بازپرداخت بدهی، تقسیم سود و بازخرید سهام را تامین مالی می‌کند؟

✓ نیازهای آتی شرکت به تامین مالی از محل بدهی و سهام را تعیین می‌کند.

✓ مقدار و زمانبندی ورودی و خروجی پروژه‌های سرمایه‌ای و جریان نقدی لازم از انتشار بدهی و سهام برای تعادل

✓ اهرم شرکت به عنوان تابعی از مقدار و زمانبندی ورودی و خروجی طرح‌ها تغییر می‌کند.



ساختار مالی: برنامه ریزی و اهرم مالی ۲

✓ اهرم، سرمایه گذاری و رشد شرکت

✓ برخی معتقدند رابطه رشد و اهرم منفی است.

✓ هزینه زیرسرمایه گذاری تامین مالی از محل بدهی می تواند برای شرکتهای با فرصت رشد بالا در آینده پرهزینه باشد.

✓ دلیل فرصتهای رشد می تواند اطلاعات نامتقارن باشد که باعث کاهش تامین مالی خارجی نظیر بدهی می شود.

✓ آیا رابطه اهرم و رشد برای شرکتهای با کیو تو بین بالا و پایین متفاوت است؟



ساختار مالی: برنامه ریزی و اهرم مالی ۳

✓ شرکتهای غیر اهرمی

- ✓ شرکت آی بی ام با وجود سودآوری و فرصتهای رشد بالا تا مدت زیادی هیچ بدهی در تامین مالی نداشت.
- ✓ شرکتهای غیر اهرمی کوچکتر از اهرمی هستند.
- ✓ مدیران چون سهامدار هستند ریسک کمتری می کنند.
- ✓ تعداد سهامداران آنها کم است.
- ✓ به خاطر مدیر مالک بودن نیازی به نظارت بدهی ندارند
- ✓ سهام مدیران در این شرکتها زیاد است.
- ✓ به خاطر نقدشوندگی کمتر سهام ارزانتر است و مزیت زیادی از
- ✓ مشارکت خانوادگی در عملیات بسیار زیاد است.
- ✓ صرفه جویی مالیاتی نمی برند.
- ✓ درجه مشارکت خانوادگی با مالکیت مدیریتی رابطه مثبت دارد.
- ✓ دارایی های نقدشونده تری نگهداری می کنند.
- ✓ ریسک ناشی از سرمایه گذاری غیر متنوع را با بی اهرمی جبران می کنند.



ساختار مالی: تقسیم سود و باز خرید سهام ۱

✓ سیاست تقسیم سود

- ✓ در بازار سرمایه کامل تقسیم سود تاثیری در ارزش بازاری شرکت ندارد.
- ✓ زیرا شرکت در هر لحظه می تواند از طریق انتشار سهام و بدهی تامین مالی کند و تقسیم سود اثری بر منابع سرمایه گذاری ندارد.
- ✓ لذا این سیاست که مدیریت باید همه عایدات پروژه های سود آور را تقسیم کند بی ربط تلقی می شود.

✓ عوامل محیط واقعی موثر بر سیاست تقسیم سود

- ✓ به دلیل عدم شمول مالیات برای شرکت و شمول مالیات برای افراد، شرکت ترجیح می دهد سود تقسیم نکند.
- ✓ به دلیل تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی هزینه انتشار سهام و بدهی زیاد است شرکتها سود تقسیم نمی کنند که درگیر انتشار نشوند.
- ✓ تقسیم سود نقش سیگنال مثبت ارزش شرکت را دارد.
- ✓ شرکتهایی که پول مازاد دارند و بدهی بالا، به نفع صاحبان بدهی و به ضرر سهامدار عمل می کنند. با تقسیم سود این مساله حل میشود.



ساختار مالی: تقسیم سود و باز خرید سهام ۲

✓ برنامه‌های باز خرید سهام

✓ جایگزینی برای تقسیم سود

✓ برنامه: اعلام عمومی، تامین منابع مالی، باز خرید سهام، زمانبندی و مقدار

✓ دلایل باز خرید سهام

✓ وقتی سهام شرکت در بازار زیر قیمت است.

✓ صرف وجوه مازاد برای باز خرید هم سرمایه گذاری است هم ابزاری برای افزایش قیمت سهام

✓ باز خرید سهام ابزار قابل انعطاف تری برای مدیریت ساختار سرمایه است.

✓ باز خرید منابع مازاد نقدینگی را خارج و هزینه نمایندگی را نیز کاهش می دهد.



ساختار مالی: جبران خدمت مدیریت ۱

✓ ابزارهای جبران خدمت مدیریت: پرداخت ثابت، سهم از سود، مالکیت سهام، اختیار خرید مدیریتی

✓ جبران خدمت مدیریت ثروت وی را در طول زمان تشکیل می دهد

✓ اما باعث کاهش تنوع سبد درآمدی وی می شود.

✓ مدیریت به شدت درگیر ریسک غیر سیستماتیک می شود در مقابل سهامدار که درگیر ریسک سیستماتیک است.

✓ مدیریت کاهش ریسک تجاری با کاهش هزینه ثابت و پروژه‌های کم‌ریسک و ریسک مالی را با کاهش نسبت بدهی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



ساختار مالی: جبران خدمت مدیریت ۲

- ✓ پاداشهای مبتنی بر سود در مقابل پاداشهای مبتنی بر سهام
- ✓ پاداش مبتنی بر سود بهتر است چو مدیریت را در مقابل عملکرد محقق شده پاداش می دهد.
- ✓ در مقابل پاداش مبتنی بر سهام انگیزه افزایش ثروت سهامدار را برای مدیر ایجاد می کند.
- ✓ پاداش مبتنی بر سود مدیران را بر شاخصهای حسابداری کوتاه مدت متمرکز می کند به جای عملکرد بلندمدت
- ✓ پاداش مبتنی بر سود مدیران را درگیری مدیریت سود می کند.
- ✓ مشکل پاداش مبتنی بر سهام این است که قیمت سهام بسیاری اوقات خارج از کنترل مدیریت تغییر میکند.
- ✓ امکان افشای اطلاعات محرمانه یا دستکاری اطلاعات توسط مدیریت برای افزایش قیمت سهام وجود دارد.
- ✓ برنامه های جبران خدمت مبتنی بر عملکرد بلندمدت
- ✓ پاداش مبتنی بر شاخص پی به ای در بازه های سه یا پنج ساله به جای سالانه.



ساختار مالی: جبران خدمت مدیریت ۳

✓ ارتباط جبران خدمت با حاکمیت، اهرم، فرصتهای سرمایه‌گذاری و عملکرد

- ✓ Core, Holtauthen, and Larcker (1999)
- ✓ Mehran (1995)
- ✓ Agrawal and Mandelker (1987)
- ✓ Mehran (1992)
- ✓ Smith and Watts (1992)
- ✓ Jensen and Murphy (1990)

✓ پایان نامه کارشناسی ارشد خانم ملیکا تورجی زاده



ریسک، عملکرد و وقایع محتمل

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



ریسک تجاری، مالی و سهام ۱

✓ ریسک تجاری

✓ ریسک عملیاتی ناشی از اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری و ساختار دارایی.

✓ صنعت تحت فعالیت شرکت

✓ اندازه: تنوع، انحصار و صرفه جویی ناشی از مقیاس

✓ سرمایه‌بری: اهرم عملیاتی تاثیر مثبت بر ریسک دارد. کاربر میتواند نیرو را در رکود تعدیل کند



ریسک تجاری، مالی و سهام ۲

✓ ریسک مالی

- ✓ نوسان سود ناشی از هزینه بهره
- ✓ ورشکستگی ناشی از اهرم بالا
- ✓ نوسان قیمت سهام
- ✓ ریسک مالی و عملیاتی ریسک سهام را تعیین می کند.
- ✓ هر نوع از ریسک، تصمیمات مدیریت را در مورد نوع دیگر تحت تاثیر قرار میدهد.
- ✓ پایان نامه کارشناسی ارشد سوران حسینی



عملکرد: هزینه سرمایه، سودآوری و ارزش سهام

✓ در تصمیمات سنتی بودجه بندی مدیریت IRR بالاتر از WACC را انتخاب می کند. یا NPV مثبت
✓ مسائل مبتلابه این پارادایم

- ✓ تخمین جریان نقدی آینده کار بسیار سختی است. هم مقداری و هم زمانبندی
- ✓ اخبار مثبت از جریان نقدی امکان جذب سرمایه را افزایش می دهد. و بالعکس
- ✓ تعیین میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت نیز کار پیچیده ای است.
- ✓ هزینه سرمایه تابع ریسک تجاری، ساختار سرمایه و وقایع اقتصادی است.
- ✓ بازده چقدر بالاتر از هزینه سرمایه باشد تا پروژه انتخاب شود جای سوال فراوان است.



وقایع محتمل

- ✓ تضاد منافع مدیریت و سهامدار در رابطه با وقایع محتمل نقش بازی می کند.
- ✓ ممکن است شرکت رشد کند اما پروژه های سود آور دنبال نکند.
- ✓ شرکت خریدار یا به خاطر صرفه به مقیاس یا فرصت سودآوری ناشی از بازار جدید مزیت می برد.
- ✓ برای شرکت هدف، مسائل بحران مالی و توان مدیریتی تقویت می شود.
- ✓ ممکن است یک شرکت سهامی عام شرکت دیگر را بخرد و آن را سهامی خاص کند.
- ✓ شرکت ورشکسته یا توسط صاحبان بدهی تصاحب می شود یا ساختار جدید با افزایش سرمایه



چند نکته

- ✓ فصل ۷ ساختار صنعت و سیاستهای مالی تدریس نمی شود چون مباحث مهمتری داریم.
- ✓ فصل ۹ ارزش گذاری و هزینه سرمایه و بازار کار آ را در درسهای دیگر دقیق تر می خوانید.



اوراق قرضه شرکتی

مفاد قرارداد

فرآیند انتشار

بازده مورد توقع

اوراق قابل تبدیل

ریسک نکول



نکات مقدماتی ۱

- ✓ بدهی بلندمدت شرکتهای بزرگ معمولاً اوراق قرضه است.
- ✓ بدهی بلندمدت شرکتهای کوچک معمولاً وام از بانکها و سایر موسسات مالی است.
- ✓ تعیین مقدار بدهی در مدیریت ساختار سرمایه اهمیت دارد.
- ✓ تعیین سبد بدهی شامل انواع اوراق قرضه و انواع وام بانکی نیز از مسائل اولویت دار است.
- ✓ این مسائل تابع، مالیات، راهبردهای کسب و کار، ریسک، تضادنمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی است.
- ✓ اوراق قرضه ماهیتاً نوعی ابزار با درآمد ثابت است. اما پیچیدگیهایی دارد.
- ✓ تابعی است از شرایط اقتصادی و وضعیت بازارهای مالی
- ✓ تابعی است از مشخصات ناشر
- ✓ تابعی است از شرایط قرارداد اوراق



شرایط قرارداد بدهی

✓ میزان و زمانبندی بهره‌ها و بازپرداخت اصل پول

✓ وثیقه و اولویت عایدات و تسویه

✓ متولی برای حفظ حقوق و منافع صاحبان بدهی

✓ بندهای محدود کننده (Restrictive Covenant) بابت ایجاد بدهی جدی، نقدینگی، تقسیم سود و غیره

✓ گزینه‌های بازخرید اوراق (Alternative Retirement Provisions)

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



پرداختهای تعهد شده

✓ تعهد به جریان نقدی آتی در مقابل دریافت وجه تامین مالی از اولین خریداران پذیرهنویسی

✓ در شکل سنتی اوراق قرضه

✓ با نرخ بهره مشخص و ثابت، پرداختهای دوره‌ای بهره

✓ اصل پول (ارزش اسمی) در زمان سررسید

✓ برخی نرخ بهره شناور ایجاد می‌کنند.

✓ مبتنی بر نرخ اوراق خزانه آمریکا

✓ نرخ عرضه بین بانکی لندن (London Inter-Bank Offer Rate (LIBOR)

✓ رتبه اعتباری شرکت

✓ اوراق بدون بهره با پذیره نویسی ارزش فعلی ارزش اسمی و بازپرداخت ارزش اسمی

✓ اوراق قرضه با تنفس در پرداخت بدهی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



تخصیص متولی (Trustee)

✓ پراکندگی مالکیت اوراق قرضه

✓ لزوم تخصیص متولی برای حمایت و پیگیری حقوق صاحبان نظیر یک بانک

✓ بررسی روند رعایت تعهدات اوراق قرضه

✓ در صورت اثبات ناتوانی در بازپرداخت، ورود صاحبان بدهی برای فشار به اعلام ورشکستگی



امنیت و اولویت اوراق

✓ اوراقی که وثیقه آن املاک و مستقالات است، اوراق رهنی (mortgage Bond) نامیده می شود که ارشد است.

✓ اوراقی که به پشتوانه و وثیقه ماشین آلات منتشر می شود اوراق تضمین شده با تجهیزات (Equipment Certificate) یا اوراق رهنی منقول (Chattel Mortgage) نامیده می شود. (Senior)

✓ اگر وثیقه نداشته باشد اوراق قرضه معمولی (Debenture Bond) نامیده می شود.

✓ اگر یک ورقه قرضه عادی نسبت به سایر اوراق بدون وثیقه در اولویت باشد اوراق قرضه ارشد (Senior) است.



مفاد محدود کننده Restricted Covenants ۱

✓ محدودیتهایی برای جلوگیری از تصاحب ثروت (wealth expropriation)

✓ اجبار به صرفا مخارج ذکر شده در قرارداد مثل بازپرداخت وام بانکی

✓ عملیات: نظیر ریسک عملیاتی، استراتژی بازاریابی یا فروش دارایی وثیقه

✓ هزینه محدودیتها: حداکثر نشدن ثروت سهامدار، سودآوری و هزینه نظارت

✓ مبنای تصمیم گیری بده-بستان بین هزینه و مزایای محدودیتهاست.

✓ محدودیتهای تامین مالی

✓ بدهی اولویت دار نسبت به بدهی قبلی یا افزایش معمول بدهی

✓ اجازه انتشار بدهی جدید با اولویت کمتر (Subordinated Debt) نسبت به بدهی موجود (حتی رشد ارزش بدهی قبلی)

✓ مشکل: محدودیت مدیریت در تامین مالی پروژههای سودآور، تعدیل ساختار سرمایه

✓ محدودیتهای تقسیم سود بخصوص زمانی که شرکت محدودیت سودآوری و جریان نقدی داشته باشد.

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



گزینه‌های باز خرید اوراق

✓ ماده اختیار خرید Call: باز خرید با قیمت از پیش تعیین شده یا ارزش اسمی، قبل از سر رسید در قرارداد تعریف شده است.

✓ Premium or Penalty باز خرید با قیمت اسمی و بهره و روند کاهشی تا قیمت اسمی در زمان پرداخت بهره

✓ در مقابل این حقی که برای شرکت قائل می‌شوند صرف بازده می‌گیرند yield premium

✓ ماده وجوه استهلاکی Sinking Fund: هر سال بخشی از بازار یا اسمی باز خرید می‌شود. سر رسید و ریسک کم می‌شود.

✓ ماده اختیار فروش Put: اختیار باز خرید برای صاحبان اوراق.

✓ ماده تبدیل Conversion: با نرخ تبدیل خاصی conversion ratio تبدیل به سهام می‌شود.



فرآیند انتشار اوراق قرضه

- ✓ انتخاب پذیرهنویس در امریکا بانک سرمایه گذاری در ایران تامین سرمایه یا بانک
- ✓ تصمیم گیری در مورد میزان تامین مالی
- ✓ تصمیم گیری راجع به مفاد قرارداد اوراق
- ✓ موافقت اصولی نهاد دولتی در امریکا کمیسیون اوراق بهادار در ایران سازمان بورس
- ✓ نرخ گذاری اوراق توسط یکی از موسسات رتبه بندی اعتباری
- ✓ پذیره نویس یک قیمت آزمایشی برای عرضه تعیین می کند.
- ✓ عرضه بازاری می شود و به سرمایه گذار واقعی فروخته می شود.



فرآیند انتشار اوراق قرضه

- ✓ انتخاب پذیرهنویس در امریکا بانک سرمایه گذاری در ایران تامین سرمایه یا بانک
 - ✓ تصمیم گیری در مورد میزان تامین مالی: نیازهای مالی، شرایط مالی بنگاه و شرایط بازار اعتبارات
 - ✓ تصمیم گیری راجع به مفاد قرارداد اوراق
 - ✓ موافقت اصولی نهاد دولتی در امریکا کمیسیون اوراق بهادار در ایران سازمان بورس: یکباره یا خط انتشار
 - ✓ نرخ گذاری اوراق توسط یکی از موسسات رتبه بندی اعتباری: احتمال نکول، مساله عدم تقارن اطلاعاتی،
 - ✓ Moody`s Investor Service, Standard and Poor`s, Duff and Phelps Credit Rating Co., Fitch, Inc
 - ✓ پذیرهنویس یک قیمت آزمایشی برای عرضه تعیین می کند. مقدار، مفاد، مصوبه، نرخ آزمایشی، تاریخ عرضه
 - ✓ عوامل موثر بر نرخ تنزیل: ویژگی شرکت، ویژگی ورقه، عوامل بازار، بازده بدون ریسک، Credit Spread
 - ✓ بازاریابی و فروش: بیمه‌ها، بانکهای تجاری، صندوقهای مشتری، صندوقهای بازنشستگی
- مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



ریسک اوراق قرضه

✓ مدل بلک شولز مبنایی برای ارزش گذاری سهام قبلا گفته شد.

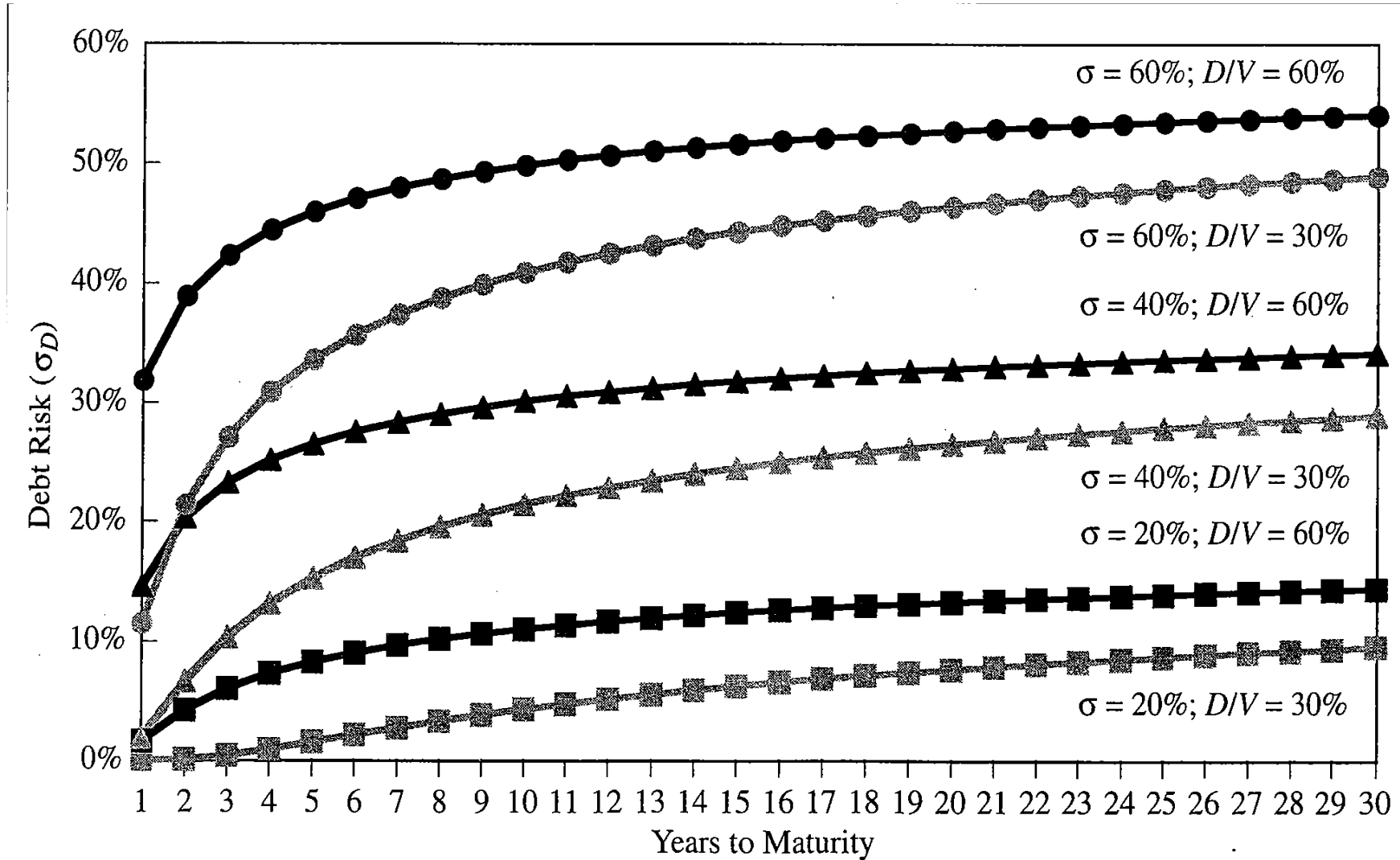
✓ در این شرایط فرمول ریسک بدهی به شرح زیر است:

$$\sigma_D = [1 - N(D)] \left(\frac{V}{D} \right) \sigma$$

که در آن σ انحراف معیار نرخ بازده روی دارایی، V ارزش بازاری دارایی، D ارزش بازاری بدهی است



تأثير ريسك دارايي، سررسيد و نسبت بدهي





احتمال نکول و نرخ گذاری اوراق شرکتی

✓ استاندارد اند پور: رتبه سرمایه گذاری و رتبه سفته بازی می دهد.

Rating	Definition
<i>Investment-Grade Ratings</i>	
AAA	An obligation rated AAA has the highest rating assigned by Standard & Poor's. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is extremely strong.
AA	An obligation rated AA differs from the highest rated obligations only in small degree. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is very strong.
A	An obligation rated A is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligations in higher rated categories. However, the obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is still strong.
BBB	An obligation rated BBB exhibits adequate protection parameters. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitment on the obligation.



احتمال نکول و نرخ گذاری اوراق شرکتی

✓ استاندارد اند پور: رتبه سرمایه گذاری و رتبه سفته بازی می دهد.

Speculative-Grade Ratings

BB	An obligation rated BB is less vulnerable to nonpayment than other speculative issues. However, it faces major ongoing uncertainties or exposure to adverse business, financial, or economic conditions which could lead to the obligor's inadequate capacity to meet its financial commitment on the obligation.
B	An obligation rated B is more vulnerable to nonpayment than obligations rated BB, but the obligor currently has the capacity to meet its financial commitment on the obligation. Adverse business, financial, or economic conditions will likely impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitment on the obligation.
CCC	An obligation rated CCC is currently vulnerable to nonpayment, and is dependent upon favorable business, financial, and economic conditions for the obligor to meet its financial commitment on the obligation. In the event of adverse business, financial, or economic conditions, the obligor is not likely to have the capacity to meet its financial commitment on the obligation.
CC	An obligation rated CC is currently highly vulnerable to nonpayment.
C	A subordinated debt or preferred stock obligation rated C is CURRENTLY HIGHLY VULNERABLE to nonpayment. The C rating may be used to cover a situation where a bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments on this obligation are being continued. A C also will be assigned to a preferred stock issue in arrears on dividends or sinking fund payments, but that is currently paying.
D	An obligation rated D is in payment default. The D rating category is used when payments on an obligation are not made on the date due even if the applicable grace period has not expired, unless Standard and Poor's believes that such payments will be made during such grace period. The D rating also will be used upon the filing of a bankruptcy petition or the taking of a similar action if payments on an obligation are jeopardized.
Plus (+) or minus (-)	The ratings from AA to CCC may be modified by the addition of a plus or minus sign to show relative standing within the major rating categories.
r	This symbol is attached to the ratings of instruments with significant noncredit risks. It highlights risks to principal or volatility of expected returns which are not addressed in the credit rating.
N.R.	This indicates that no rating has been requested, that there is insufficient information on which to base a rating, or that Standard and Poor's does not rate a particular obligation as a matter of policy.



معیارهای استاندارد اند پورز

- ✓ ریسکهای بالقوه و ریسکهای صنعت
- ✓ تحلیل کسب و کار
- ✓ سیاستهای مالی ناشر
- ✓ ساختار سرمایه شرکت
- ✓ امتیازات اوراق قرضه
- ✓ تحلیل جریان نقدی
- ✓ تحلیل انعطاف پذیری مالی
- ✓ ارزیابی از جریان نقدی خالص و نیازهای نقدینگی



مدلسازی بازده تا سررسید و بازده مورد انتظار اوراق

✓ تاثیر ریسک نکول بر بازده تا سررسید اوراق و بازده مورد انتظار

✓ ورقه ساده بدون کوپن

✓ بازده تا سررسید ورقه $V = \left(\frac{x}{(1+y)^t}\right)$ ارزش ذاتی برابر قیمت بازاری $P = \left(\frac{x}{(1+y)^t}\right)$

✓ نرخ تنزیل برابر $1 - \left(\frac{x}{P}\right)^{1/T}$

✓ اینجا فرض بر ریسک صفر است پس نرخ بازده تا سررسید برابر نرخ بازده مورد انتظار است.

✓ با ریسک نکول (با احتمال p برابر تعهد و با احتمال $1-p$ کمتر از تعهد) نرخ بازده: $y = \left(\frac{E(x)}{P}\right)^{1/T} - 1$

✓ با مدل بلک شولز $r(D) = r_f + \left[\{1 - N(D)\} \left(\frac{V}{D}\right)\right] (r_v - r_f)$ مالی شرکتهای پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



دو نکته

- ✓ تاثیر امتیاز call را بر بازده تا سررسید نیاوردیم.
- ✓ تمرکز بر اوراق قابل تبدیل را نیاوردیم.
- ✓ در پیوست دیرش را گفته و بعد هم ساختار زمانی نرخ بهره را آورده است که شامل می شود:
- ✓ فرضیه ساختار زمانی نرخ بهره
- ✓ فرضیه انتظارات خالص
- ✓ فرضیه ترجیحات نقدشوندگی
- ✓ نرخ بهره فوروارد
- ✓ فرضیه تقسیم بازار



نرخ بازده تا سررسید منصفانه

✓ نرخ اوراق خزانه را پیدا کنید.

✓ اوراق قرضه یک شکافی با آن دارد.

✓ شکاف را روی ویژگیهای شرکت و اوراق رگرس کنید.

✓ مقدار تخمینی شکاف را برای ورقه مورد نظر حساب و به نرخ بدون ریسک اضافه کنید.

✓ روش دیگر ماتریسک نرخ بازده تا سررسید ورقه قرضه است.



مدیریت بدهی و سهام

از استارت‌آپ تا IPO

مدیریت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



دلایل شکست شرکتهای خطرپذیر و تامین مالی

- ✓ ریسک کردن روی حوزه‌های جدید کسب و کار در یک صنعت
- ✓ مدیریت کم تجربه
- ✓ درآمدهای جاری منفی
- ✓ تاثیرپذیری شدید از نوسانات کوتاه مدت
- ✓ نرخ تنزیل بالا برای تامین مالی از طریق سهام
- ✓ بازار تامین مالی خطر پذیر
- ✓ ثروتمندان خیر
- ✓ دولتها
- ✓ دانشگاه‌ها
- ✓ شرکتهای سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر (Venture Capital Firms)



ارزشگذاری شرکتهای خطرپذیر

✓ مراحل ارزشگذاری

✓ تعیین زمانی در آینده که به ثبات می‌رسد.

✓ محاسبه ارزش ذاتی برای زمان فوق با نرخ تنزیل معمول

حدود ۳۵ درصد

✓ تنزیل ارزش ذاتی مرحله بالا با نرخ بالا ۵۰ و ۷۰ درصد

✓ روش معمول ارزشگذاری

✓ بررسی درآمدهای گذشته

✓ تخمین درآمدهای آتی

✓ تخمین نرخ تنزیل

✓ تنزیل درآمدهای آتی

✓ مشکلات ارزشگذاری شرکتهای خطرپذیر

✓ نداشتن تاریخچه

✓ نبود شرکتهای مشابه

✓ ابهام در تعیین درآمد و نرخ تنزیل

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



مراحل توسعه شرکتهای خطرپذیر

✓ تامین مالی بذر Seed Financing

✓ شروع به کار Startup

✓ توسعه اولیه Initial Development

✓ گسترش Expansion

✓ سودآوری با جریان نقدی ضعیف Profitable But Poor Cash Flow

✓ رشد سریع به سمت نقطه نقدینگی Rapid Growth through Liquidity Point

✓ مرحله پل اتصال Bridge Stage

✓ مرحله درو Harvest



مرحله اول: تامین مالی بذر

✓ ویژگی‌های این مرحله: تهیه طرح توجیهی، صرف وقت زیاد، مخارج کم، تهیه یک نسخه اولیه، ۶ ماه تا یکسال

✓ روش‌های تامین مالی

✓ خودتامینی (Bootstrapping) یا خودراه انداز (Self Starting)

✓ تامین مالی خانوادگی و دوستان Family Finance

✓ فرشته‌های تامین مالی Angle Financiers افراد ثروتمندی که از سوخت پول خود نگران نیستند.



مرحله دوم: شروع به کار

✓ ویژگی‌های این مرحله: به شرط قبول مرحله قبل، تشکیل تیم مدیریتی، تهیه طرح کسب و کار مبسوط، آزمون پتانسیل بازار، شروع تولید محصول، یک تا دو سال

✓ روش‌های تامین مالی

✓ خودتامینی (Bootstrapping) یا خودراه انداز (Self Starting)

✓ تامین مالی خانوادگی و دوستان Family Finance

✓ فرشته‌های تامین مالی Angle Financiers افراد ثروتمندی که از سوخت پول خود نگران نیستند.

✓ شرکتهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر Venture Capitals

✓ مراکز رشد دانشگاه‌ها

✓ شرکتهای حامی

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



مرحله سوم: توسعه اولیه

✓ ویژگی‌های این مرحله: تایید پتانسیل بازار، تایید آزمون محصول، تجاری سازی محصول و تولید انبوه، هنوز شرکت سودآور نیست، تامین تجهیزات و ماشین آلات

✓ روش‌های تامین مالی

✓ فرشته‌ها با درخواست بازپرداخت

✓ جایگزینی فرشته‌ها با شرکتهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر Venture Capitals

✓ تامین مالی بانکی به خاطر ایجاد دارایی ثابت با شرط تضمین دولتی

✓ منابع دولتی



مرحله چهارم: گسترش

✓ ویژگی‌های این مرحله: تجمیع تجربه بازار، اطمینان به موفقیت هنوز کامل نیست، CSF های اصلی معلوم شده است، جریان نقدی منفی تا حدود دو سال، تامین مالی برای سرمایه در گردش

✓ روش‌های تامین مالی

✓ شرکتهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر Venture Capitals

✓ تامین مالی بانکی به خاطر ایجاد دارایی ثابت

✓ منابع دولتی



مرحله پنجم: سود آور با جریان نقدی ضعیف

✓ ویژگی‌های این مرحله: رشد قابل توجه، سود خالص و عملیاتی مثبت، فقدان ریسک سقوط، عدم کفایت درآمد عملیاتی برای تامین مالی توسعه

✓ روش‌های تامین مالی

✓ شرکتهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر Venture Capitals

✓ تامین مالی بانکی به خاطر ایجاد دارایی ثابت و وثیقه دولتی

✓ سود انباشته



مرحله نهم: رشد سریع به سمت نقدینگی

✓ ویژگی‌های این مرحله: ثبات زیاد، افت شدید ریسک، نیاز به سرمایه برای روند گسترش، گرایش به تامین مالی بدهی محور

✓ روش‌های تامین مالی

✓ بدهی محور

✓ غیر از بدهی فقط سهام است که باقی می‌ماند.

✓ بانک

✓ سود انباشته



مرحله هفتم: پل انتقال

✓ ویژگی‌های این مرحله: آخرین مرحله آماده‌سازی، آماده ورود به درو، کسب آمادگی برای IPO، شروع به خروج سرمایه‌گذاران اولیه، نیازمند سرمایه برای رشد بیشتر، نیازمند سرمایه برای تجدید ساختار، کاهش گرایش به سهام

✓ روش‌های تامین مالی

✓ اوراق قرضه قابل تبدیل

✓ سهام ممتاز قابل تبدیل

✓ بانک

✓ شرکتهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر



مرحله هشتم: مرحله درو

✓ ویژگی‌های این مرحله: خروج همه سرمایه‌گذاران اولیه کوتاه‌مدت،

✓ روش‌های تامین مالی

✓ خصوصی ماندن و تبدیل سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت به بلندمدت

✓ خریداری شدن

✓ تبدیل به سهامی عام



اتفاقات مرحله آخر

✓ تبدیل به سهامی خاص

✓ انتشار اوراق قرضه بلندمدت

✓ بازپرداخت سرمایه گذاران کوتاه مدت از محل اوراق بلندمدت

✓ خرید توسط مدیریت (Management Buy Out) یا MBO

✓ تبدیل به سهامی عام

✓ ثبت اوراق شرکت در بورس

✓ فروش سهام به عموم در یک IPO

✓ خرید شدن توسط یک شرکت بزرگ و خروج همه سهامداران Aquisition



	Seed	Start-up	Early Development	Expansion	Profitable/ Cash Poor	Rapid Growth	Bridge/ Mezzanine	Harvest
Development of Venture	Concept development; basic business plan; prototypes; explore market potential	Detail business plan; assemble management team; test prototype; finalize product/service lines	Secure initial PP&E; initial products sold	Secure additional PP&E; develop marketing strategy; expand production capital; working capital needs emerge	Expand production capacity; working capital needs grow	Marketing strategy refined	Marketing and R&D	Recap; buyout; sell to acquirer; go public
Years	0-1	1-3	3-5	3-5	3-5	3-5	5-7	
Cumulative Capital	\$0-1 million	\$1-5 million	\$5-10 million	\$5-10 million	\$5-10 million	\$5-10 million	\$10+ million	
Sources of Financing	Bootstrap; angels	Angels; VC; corporation; university	Angels; VC; government	VC; government; bank	VC; bank; retained earnings	VC; bank; retained earnings	VC; bank; retained earnings	
Securities Typically Issued	Personal loans; common stock	Notes with warrants; convertible preferred stock; partnership interest; common stock	Guaranteed bonds; notes with warrants; convertible preferred stock; partnership interest; common stock	Guaranteed bonds; secured debt; convertible bonds; convertible preferred stock; common stock	Secured debt; convertible bonds; convertible preferred stock; common stock	Subordinated debt; convertible bonds; convertible preferred stock	Subordinated debt; convertible bonds; convertible preferred stock	



شرکتهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر Joint Venture

✓ نهاد تامین مالی حرفه‌ای که سرمایه مورد نیاز شرکتهای مخاطره‌پذیر و نیازهای تخصصی و استراتژیک آنها را تامین می‌کند.

✓ ماهیت حقوقی: شرکتهای با مسئولیت محدود (Limited Liability Corporations (LLC

✓ سهامداران به طور عمومی: بانکها، دانشگاه‌ها، شرکتهای تامین سرمایه، صندوق‌های نوآوری، سرمایه‌داران

✓ ویژگی‌های خاص

✓ عمدتاً سهامی خاص، کمتر بدهی منتشر میکنند.

✓ تخصص در تامین مالی شرکتهای جوان و پرریسک و غیر سودآور سایرین ثبات و سودآوری را تامین مالی می‌کنند.

✓ اوراق بدهی شرکتهای پرریسک را نمی‌خرند فقط سهام می‌خرند.

✓ دخالت در مدیریت شرکتهای زیر مجموعه بیشتر از بقیه انواع شرکتهاست.

✓ قانونمندی کمتری نسبت به انواع دیگر شرکتهای دارند.

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



کارکردهای VC

- ✓ پذیرش ریسک بالا (ناشی از عدم نقدشوندگی و احتمال سقوط) و نرخ تنزیل بالا
- ✓ پذیرش شرکتهای با بازده بالا برای پوشش ریسک بازده S&P در ۱۹۶۰ تا ۱۹۷۵ ۶ درصد و VCها ۱۹/۸ درصد بوده
- ✓ بازده شرکتهای زیرمجموعه VC از ۱۰۰ درصد منفی تا ۳۱۸ درصد مثبت توزیع شده است.
- ✓ تجربه بالا در مدیریت شرکتهای پرریسک دارند => کاهش تضاد نمایندگی
- ✓ تقویت سرمایه انسانی
- ✓ مشاوره تخصصی در موارد زیر ارائه می دهند:

مشاوره مدیریت

برنامه ریزی راهبردی و تاکتیکی

پرداخت به کارکنان کلیدی

تامین مالی

جذب مدیران و تشکیل تیم

عقد قراردادها

تصمیم گیری در مورد سهامی خاص ماندن یا سهامی عام شدن

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



مذاکرات شرکت Venture و VC

✓ از رویکرد VC

✓ می داند اکثر Venture ها شکست می خورند پس اقلی که باقی می ماند باید سود خوبی بدهند. پس:

✓ حذف آنها که چشم انداز ضعیفی دارند.

✓ ارزیابی مدیران و کارکردن با آنها برای کاهش ریسک سقوط

✓ تضمین تعداد کافی Venture های موفق

✓ تمرکز صنعتی

✓ قضاوت در مورد Venture: کفایت دانش، طرح کسب و کار، مشارکت کارآفرین، صحت قرارداد مدیریت،

مشورت پذیری، انصاف مذاکراتی

✓ سعی در افزایش نرخ تنزیل



مذاکرات شرکت Venture و VC

✓ از رویکرد Venture

✓ ارزشیابی ایده و طرح کسب و کار

✓ بده-بستان جذب سرمایه و واگذاری اختیار

✓ تلاش VC برای اولویت عایدات و تسویه

✓ ناراحتی بابت: نظم VC، گزارش خواهی VC، تاثیر VC بر توسعه، دخالت VC در عملیات

✓ تلاش برای کاهش نرخ تنزیل

✓ استفاده حداکثری از منابع مشترک



تضاد نمایندگی

- ✓ تلاش Venture برای ترجیح منابع کارآفرین بر منافع VC
 - ✓ نظارت VC برای جلوگیری از منفعت طلبی مدیران Venture اهمیت زیادی دارد.
 - ✓ مرحله بندی تخصیص منابع منوط به ارزیابی عدم منفعت طلبی
 - ✓ تخصص VC راه مناسبی برای کنترل تضاد نمایندگی
 - ✓ مثال هایی از منفعت طلبی VC
 - ✓ کارآفرین ممکن است وارد یک سرمایه گذاری پرریسک غیرسودآور برود زیرا:
 - ✓ رشد ذاتی دارد
 - ✓ نیازهای غیر مادی نظیر شناخته شدن و تجربه را تامین می کند.
 - ✓ VC تنوع سبد دارد کارآفرین ندارد پس Venture = < ترجیح ریسک و بازده کم به ریسک و بازده زیاد
 - ✓ پس از اثبات شکست پروژه، Venture علاقه مند به ادامه است و VC علاقه مند به توقف
- مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



راه حل های تضاد نمایندگی

✓ سرمایه گذار نظارتی = < هزینه پس: باید trade-off کرد.

✓ نظارت مرحله بندی شده با شاخص های مرتبط با تضاد نمایندگی

✓ کنترل حرکت در مسیر طرح کسب و کار

✓ وابسته کردن تامین مالی مرحله بعد به تامین انتظارات از مرحله قبل



شرایط افزایش هزینه نمایندگی

✓ دارایی شرکت کمتر فیزیکی و بیشتر فکری باشد.

✓ مسیرهای رشد متنوع باشد

✓ دارایی ها خاص باشد و ارزش آن وابسته به موفقیت شرکت باشد.



مالکیت داخلی یا خارجی؟

- ✓ VC اگر داخلی باشد، اطلاعات محرمانه دارد، خوب مشاوره می دهد، خوب نظارت می کند.
- ✓ اگر VC فقط خارجی باشد، مشکل فراسرمایه گذاری ایجاد می شود.
- ✓ کارآفرین عدم دخالت سرمایه گذار در ادامه و توقف را بیشتر دوست دارد.
- ✓ با توقف حقوق کارآفرین قطع می شود.
- ✓ با ادامه کارآفرین اختیار ارزشمند به دست می آورد. ممکن است OTM باشد اما در صورت توقف قطعا C صفر است.
- ✓ کارآفرین Venture را فرزند خود می داند.
- ✓ اگر VC فقط داخلی باشد.
- ✓ VC همه منابع را تامین می کند اما بخشی از منافع را جذب می کند پس گرایش به فرسرمایه گذاری دارد.
- ✓ راه حل: در هر مرحله داخلی و خارجی بخشی منابع را تامین و بخشی منافع را می برند و در تعامل عمل می کنند.



عرضه اولیه Initial Public Offering

بازار سرمایه داخلی

فرآیند افزایش سرمایه



تصمیم نهایی یک شرکت در مرحله درو یا harvest

✓ به مدیران فروخته شود => خصوصی ماندن

✓ به عموم فروخته شود => عرضه عمومی یا IPO



مزایای عمومی شدن

- ✓ افزایش نقدشوندگی و شکل گیری بازار ثانویه و رشد ارزش
- ✓ متنوع سازی سبد سرمایه گذاری کارآفرین
- ✓ فرصت سرمایه گذاری برای سایر سرمایه گذاران
- ✓ کاهش هزینه سرمایه و سودآوری طرح های آتی
- ✓ کاهش بدهی از طریق IPO و مزایا برای سهامداران باقیمانده
- ✓ کاهش قدرت سهامداران قبل IPO به نفع مدیران و کارآفرین
- ✓ امکان استفاده از طرح های اختیار سهام برای جبران خدمت مدیران
- ✓ امکان استفاده از افزایش سرمایه به جای نقد شدن در خرید سایر شرکتها



معایب سهامی عام شدن

- ✓ فروقیمت قیمت گذاری شدن
- ✓ هزینه انتشار شامل کارمزدها و منابع مصروفه شرکت
- ✓ کاهش کنترل: سرمایه گذاری، تامین مالی، تقسیم سود، مدیریت
- ✓ هزینه های نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و مدیریت
- ✓ عدم تقارن اطلاعاتی: افشا مشکلات مزیت رقابتی برای شرکت ایجاد می کند.
- ✓ فشارهای عملکردی: از طرف سهامداران، نخریات، تحلیل گران، و شرکتهای رتبه بندی اعتباری
- ✓ صرف وقت مدیریت برای ارتباط با سهامداران



زمان مناسب برای سهامی عام شدن

✓ تعادل بین (Chemanul and Fulghieri 1990)

- ✓ VC اطلاعات را به صورت بهره‌ورانه تری در اختیار قرار می دهد تا سهامداران عام
- ✓ VC صرف ریسک بالاتری انتظار دارد چون تنوع کمتری نسبت به سهامداران عام دارد
- ✓ در مراحل اولیه عامل اول مهم است و در مراحل دوم که اطلاعات افزایش می یابد عامل دوم مهم است.

✓ ارزش مالکیت فکری (Myers 2000)

- ✓ در مرحله دو یا سه عمر Venture ارزش ایده کارآفرین کشف می شود
- ✓ اگر ارزش بالا باشد سرمایه گذاران خارجی انگیزه بی ارزش جلوه دادن آن را دارند
- ✓ کارآفرین دوست دارد شرکت سهامی عام شود تا نقش آنها کم شود.



انگیزه VC برای سهامی عام شدن

✓ تنها عامل تامین مالی نیست و نقش مهمی هم در توسعه داشته است.

✓ می تواند گواهی یا سیگنال کیفیت در IPO باشد.

✓ در مذاکرات IPO و ساختار مالکیت پس از آن دخالت دارد.

✓ برای نقد کردن سرمایه خود انگیزه IPO زودتر دارد.

✓ انگیزه و تجربه IPO در زمان بهینه (بیشترین ارزش شرکت) را دارد.

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



مسائل اجرایی عرضه اولیه

✓ شرکتهای مشمول IPO معمولا

✓ جوان تر هستند

✓ ریسکی تر از بقیه شرکتهای بورسی هستند

✓ تاریخچه ارزش گذاری در شرکت و صنعت ضعیف است.

✓ بنابراین هزینه نمایندگی و عدم تقارن جدی تر است.

✓ پذیره نویس باید این هزینه ها را کاهش دهد و به همین دلیل کارمزد دریافت می کند.

✓ معمولا جذب پول در یک روز انجام می شود یا حتی چند دقیقه اما آماده سازی زمان می برد.



وظایف پذیره نویس

- ✓ يك بانك سرمايه گذارى يا شركت تامين سرمايه است.
- ✓ براى پذيره نويسى سهام با كاركردهاى زير انتخاب مى شود
- ✓ طى كردن مراحل قانونى فرآيند پذيره نويسى
- ✓ مذاكره با خريداران به دليل شناخت نسبت به قواعد مذاكره با آنها
- ✓ کاهش هزينه نمايندگى از طريق ساختارهاى معامله، ساختار سرمايه پيشهادى، پاداش مديران و ساختار و اهرم پس از IPO
- ✓ کاهش عدم تقارن اطلاعاتى به دليل
- ✓ برخوردارى از اطلاعات درونى و بيرونى
- ✓ تخصص و تجربه در قيمت گذارى منصفانه



خدمات پذیره نویس

- ✓ مشاوره مالی نظیر تعداد سهام و حجم عرضه اولیه
- ✓ کمک به ثبت نام و طی کردن فرآیند اداری
- ✓ کمک به شرکت برای پاسخ به سوالات سازمان بورس
- ✓ کمک به تشخیص زمان عرضه طبق شرایط بازار
- ✓ تعیین قیمت منصفانه سهام
- ✓ خرید کل سهام یا واسطه گری فروش آن
- ✓ پشتیبانی از قیمت پس از عرضه در معاملات بازار ثانویه



آنچه باید افشا شود

- ✓ دارایی های شرکت از لحاظ حجم و ترکیب و مشخصات
- ✓ ساختار عملیات شرکت از لحاظ تکنولوژی هزینه ثابت و متغیر و حجم تولید و غیره
- ✓ مالکیت شرکت و اینکه چقدر از آن مدیریتی، حقوقی یا عمده است و چقدر شناور یا غیر شناور
- ✓ مدیریت شرکت و نوع قرارداد با آن از لحاظ مکانیسمهای جبران خدمت
- ✓ ساختار حاکمیتی شرکت به لحاظ ابزارهای در اختیار سهامدار
- ✓ ساختار سرمایه بعد از IPO یعنی وجوه صرف بازپرداخت بدهی می شود یا مخارج سرمایه ای



مکانیسم کشف قیمت

✓ پذیره نویس باید قیمت عرضه را مشخص کند.

✓ فرآیند تعیین قیمت توسط پذیره نویس کشف قیمت نام دارد

✓ مراحل کشف قیمت

✓ یک دامنه قیمت بالقوه تعیین می شود به کمک: ساختار شرکت، صورتهای مالی، پتانسیل سودآوری و وضعیت بازار

✓ تعداد سهامداران متقاضی خرید به ازای هر قیمت مشخص می شود.

✓ قیمت نهایی بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می شود.



معیارهای پذیرش در بورسهای مختلف

✓ در لحظه تعیین می شود.

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



عملکرد Post-IPO و ناهنجاری قیمت گذاری

✓ تعریف بازده IPO: تفاوت اولین معامله ثانویه با قیمت عرضه بخش بر قیمت عرضه

✓ بسیاری پژوهشگران بازده بالا برای IPO گزارش کرده اند.

✓ دلایل فروقیمت گذاری

✓ مسائل قضایی: پذیره نویس در کسر بهتر می تواند از خود دفاع کند.

✓ تلاش برای جذب سرمایه گذاران غیر آگاه

✓ مقایسه شدن با رقبای کم ارزش تر

✓ ریسک شرکتها و پوشش صرف ریسک



عوامل موثر بر بازده IPO

- ✓ به کارگیری وجوه IPO
- ✓ خرید شرکت دیگر ◦
- ✓ سرمایه گذاری بلندمدت ◦
- ✓ تسویه بدهی -
- ✓ توسعه محصول ◦
- ✓ بازخرید سهام ◦
- ✓ سرمایه در گردش +
- ✓ EPS سالهای اخیر -
- ✓ کارمزد پذیره نویسی +
- ✓ ارزش پولی عرضه +
- ✓ نسبت عرضه به کل سهام -
- ✓ نسبت سهم داخلی ها +
- ✓ نوع بازار -
- ✓ VC داشتن +



شرایط عمومی پذیرش در بورس تهران

بازار دوم	بازار اول		شرط	ردیف
	تابلو فرعی	تابلو اصلی		
✓	✓	✓	ثبت نزد سازمان (۱)	۱
✓	✓	✓	نبود محدودیت قانونی مؤثر برای نقل و انتقال یا اعمال حق رأی توسط صاحبان سهام (۲)	۲
✓	✓	✓	سهام با نام و دارای حق رأی باشد و تمام بهای اسمی آن پرداخت شده باشد (۳)	۳
ایرانی			تابعیت شرکت	۴
سهامی عام			شخصیت حقوقی شرکت (۴)	۵



شرایط خاص پذیرش در تابلوها ۱

ردیف	شرط	بازار اول		بازار دوم
		تابلو اصلی	تابلو فرعی	
۱	سهامی عام بوده و سرمایه ثبت شده آن از میلیارد ریال کمتر نباشد.	۱۰۰۰	۵۰۰	۲۰۰
۲	تمام سرمایه آن منقسم به سهام عادی بوده و امتیاز خاصی برای بعضی سهامداران در نظر گرفته نشده باشد.	✓	✓	✓
۳	حداقل درصد از سهام ثبت شده آن شناور بوده و تعداد سهامداران آن حداقل نفر باشد.	۲۰٪ سرمایه ثبت شده - ۱۰۰۰	۱۵٪ سرمایه ثبت شده - ۷۵۰	۱۰٪ سرمایه ثبت شده - ۲۵۰
۴	حداقل باید سال سابقه فعالیت در صنعت مربوط داشته و طی این مدت موضوع فعالیت آن تغییر نکرده باشد. همچنین از مدت مأموریت حداقل دو نفر از مدیران فعلی آن، حداقل شش ماه سپری شده باشد.	۳ در هر صورت متقاضی باید دارای حداقل یکسال سابقه فعالیت با ساختار فعلی باشد.	۳ در هر صورت متقاضی باید دارای حداقل دو سال سابقه فعالیت با ساختار فعلی باشد.	۲ در هر صورت متقاضی باید دارای حداقل یک سال سابقه فعالیت با ساختار فعلی باشد.



شرایط خاص پذیرش در تابلوها ۲

در سه دوره مالی متوالی منتهی به پذیرش که حداقل دو دوره آن سال مالی کامل باشد، سودآور بوده و همچنین چشم انداز روشنی از تداوم سودآوری و فعالیت شرکت در صنعت مربوط وجود داشته باشد.	حداقل دو دوره	در دو دوره مالی منتهی به پذیرش	در یک دوره مالی منتهی به پذیرش	۵
زیان انباشته نداشته باشد.	✓	✓	✓	۶
براساس آخرین صورتهای مالی سالانه حسابرسی شده، نسبت حقوق صاحبان سهام به کل داراییها، حداقل باشد.	۳۰٪	۲۰٪	۱۵٪	۷
اساسنامه متقاضی باید منطبق با اساسنامه نمونه مصوب هیئت مدیره سازمان و الزامات و شرایط تعیین شده توسط سازمان و سایر مراجع ذیصلاح، تدوین شده باشد.	✓	✓	✓	۸
سود عملیاتی شرکت در دوره مالی منتهی به پذیرش از کیفیت بالایی برخوردار بوده و مجموع جریان خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی آن طی این دوره ها مثبت باشد .	۲	۲	۲	۹



شرایط خاص پذیرش در تابلوها ۳

بازار دوم	بازار اول		شرط	رتبه
	تابلو فرعی	تابلو اصلی		
✓	✓	✓	گزارش حسابرس در مورد صورتهای مالی دو دوره مالی منتهی به پذیرش، عدم اظهارنظر یا اظهارنظر مردود نباشد. در صورت اظهارنظر مشروط حسابرس، بندهای شرط ناشی از عدم انجام تعدیلات قابل توجه در درآمدها، هزینه ها، سود، زیان، بدهیها و تعهدات متقاضی نباشد.	۱ ۰
✓	✓	✓	دعای حقوقی له یا علیه شرکت، دارای اثر با اهمیت بر صورتهای مالی، وجود نداشته باشد.	۱ ۱
✓	✓	✓	به تأیید حسابرس، از سیستم اطلاعات حسابداری (از جمله حسابداری مالی و حسابداری بهای تمام شده) مطلوب و متناسب با فعالیت خود و شرایط پذیرش در بورس (از جمله توانایی تهیه و افشای اطلاعات مالی به موقع و قابل اتکاء) برخوردار باشد.	۱ ۲
✓	✓	✓	اعضاء هیئت مدیره و مدیرعامل متقاضی دارای سابقه محکومیت قطعی کیفری یا تخلفاتی مؤثر طبق قوانین و مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار یا سوء شهرت حرفه‌ای نباشند.	۱ ۳
✓	✓	✓	چنانچه تأسیس و فعالیت متقاضی مشمول رعایت ضوابط خاص یا اخذ مجوزهای قانونی باشد، متقاضی موظف است علاوه بر رعایت مفاد این دستورالعمل، موارد یادشده را نیز رعایت نماید.	۱ ۴
✓	✓	✓	هرگونه انتقال، به استثنای انتقالات قهری، نسبت به بیش از ۵۰ درصد سهام متعلق به سهامداران عمده، منوط به اظهارنظر کتبی بورس و موافقت هیئت پذیرش خواهد بود.	۱ ۵

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



شرایط خاص پذیرش در فرابورس ۱

https://academy-bourse.ir/فراب-در-جدید-های-شرایط-پذیرش-شرکت

خانه مقالات بورسی آموزش درباره ما کدگیری بورسی

بیشترین معاملات در بازار در جدول زیر بررسی می‌کنیم.

شرایط	بازار اول	بازار دوم	SME	بازار پایه
نیاز به ثبت نزد سازمان	دارد	دارد	ندارد	دارد
سهام با نام	داشته باشد	داشته باشد	-	-
سهام ۱۰۰ درصد عادی	داشته باشد	داشته باشد	-	-
محدودیت قانونی موثر برای نقل و انتقال	نداشته باشد	نداشته باشد	نداشته باشد	نداشته باشد
پرداخت بهای اسمی	باید تماماً پرداخت شده باشد	باید تماماً پرداخت شده باشد	باید تماماً پرداخت شده باشد	-
حداقل سابقه فعالیت	۲ سال	۱ سال	۱ سال	-
حداقل سرمایه ثبت شده	۲۰۰ میلیارد ریال	۲۰۰ میلیارد ریال	۱۰۰ میلیارد ریال	-
زیان انباشته	نداشته باشد	باید برنامه عملیاتی برای	باید برنامه عملیاتی برای	-

مقالات مرتبط

EPS DPS تفاوت EPS و DPS چیست؟

گره معاملاتی در بورس چیست؟ روش...

مشنقه انواع اوراق

Type here to search 8:43 PM 12/19/2022

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



شرایط خاص پذیرش در فرابورس ۲

خانه مقالات بورسی آموزش درباره ما کدگیری بورسی

آکادمی بورس

گزارش حسابرس	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	-
سودآوری	-	-	باید سودآور باشد	-
عدم وجود دعوی حقوقی موثر بر صورت مالی	باید افشا شود	نداشته باشد	نداشته باشد	-
حسابرس معتمد سازمان بورس	باید در اولین مجمع عمومی تعیین شود	داشته باشد	داشته باشد	-
محکومیت قطعی کیفری اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل	نداشته باشد	نداشته باشد	نداشته باشد	-

سخن آخر

Type here to search

8:44 PM
12/19/2022



مدیریت سهام داخلی و افزایش سرمایه

بازار سرمایه داخلی

فرآیند افزایش سرمایه



منابع تامین مالی بنگاه

- ✓ خالص جریان نقدی حاصل از عملیات
- ✓ فروش سرمایه‌گذاری‌ها و دارایی‌ها
- ✓ انتشار بدهی بلندمدت
- ✓ تامین مالی از طریق سایر بدهی‌ها
- ✓ افزایش بدهی جاری
- ✓ انتشار سهام
- ✓ فروش دارایی ثابت



مشکلات حقوقی تامین مالی از محل سهام

✓ پراکندگی سهامداران = < هزینه بر شدن نظارت = < گرایش مدیریت به منفعت طلبی private benefits

✓ ابزارهای سهامداران برای جلوگیری از منفعت طلبی

✓ درخواست تقسیم سود یا باز خرید سهام

✓ نظارت بر تخصیص خالص جریان نقدی

✓ مشوقهای قراردادی مدیریت



نقش تقسیم سود در منفعت طلبی

- ✓ جنسن (۱۹۸۶) تقسیم سود را برای مدیریت جریان نقد آزاد مطرح کرد = > وجه نقد در اختیار مدیریت کم می شود
- ✓ زیبل (۱۹۹۶) وارتر (۱۹۹۷) میرز (۲۰۰۰) مدیریت آنقدر سود تقسیم کند که لزوم نظارت حذف شود.
- ✓ عوامل تعیین کننده سود بهینه
 - ✓ ارزش افزوده مدیریت
 - ✓ هزینه کنترل خارجی ها بر شرکت
 - ✓ سهم داخلی ها از مالکیت
 - ✓ مالیات مانع تقسیم سود (راه حل باز خرید سهام است)



نقش نظارت در منفعت طلبی

- ✓ افشای صورتهای مالی حسابرسی شده => نظارت سهامداران پراکنده بر نحوه تخصیص جریان نقد آزاد
- ✓ کنترل بر پذیرش پروژه های با NPV مثبت و جلوگیری از مصرف جریان نقدی توسط نیروهای داخلی شرکت
- ✓ پراکندگی مالکیت => رفتار جمعی => همکاری داخلی ها و سهامداران برای نظارت رسمی
- ✓ نیروهای داخلی نظارت کافی ندارند و سهامدار پراکنده هم هزینه نظارت نمی دهد. => نظارت ناکارآمد
- ✓ سیستم های نظارتی باعث هزینه نمایندگی می شود. زیرا:
- ✓ نظارت بر سرمایه گذاری ناقص است چون نمی داند هدف مخارج خودخواهی است یا منافع سهامدار
- ✓ گاهی هزینه اجرای نظارت از خود خواهی مدیریت کمتر می شود.
- ✓ مشکلات مربوط به تبانی و رشوه با ناظران
- ✓ بخش منصفانه منافع مدیران کاهش می یابد.



جبران خدمت انگیزشی

✓ ابزارها فراتر از پرداخت ثابت

✓ پرداخت بابت عملکرد بلندمدت

✓ مالکیت و اختیار خرید سهام برای مدیریت

✓ مشارکت در سود

✓ نقد

✓ مزیت دارد چون سهم منطقی از جریان نقدی به مدیریت می دهد.

✓ اگر وابسته به NPV سرمایه گذاری ها نباشد اثربخش نیست.

✓ مشکل دیگر عدم قابلیت تشخیص NPV توسط خارجی ها و ناظران است



نظریه بازار سرمایه داخلی

رویکرد تقویت شده بودجه‌بندی سرمایه‌ای در نظریه مالی مدرن

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



رویکرد سنتی بودجه‌بندی سرمایه‌ای ۱

✓ دو عنصر اصلی

✓ بررسی سودآوری یا زیانباری یک پروژه انفرادی ($0 < NPV < 0$) ($r < IRR < r$)

✓ مدیر بین پروژه‌های سودآور دست به انتخاب می‌زند. ترکیب ممکن با بیشترین NPV

✓ فرض می‌شود بودجه محدود به وجوه داخلی است و فرصت تامین مالی نیست پس جیره‌بندی باید بشود.

✓ نقد رویکرد سنتی

✓ به لحاظ تجربی بسیار کاربرد دارد

✓ با روشهای تامین مالی بودجه قابل افزایش است.



رویکرد سنتی بودجه‌بندی سرمایه‌ای ۲

- ✓ سوالاتی که روش سنتی جواب نمی‌دهد.
- ✓ چرا برخی شرکتها فعالیت چندگانه دارند (هولدینگ)؟ علت جذابیت سرمایه‌گذاری درون‌نگاهی به برون‌نگاهی چیست؟
- ✓ چرا برخی نگاه‌ها تک‌فعالیتند؟ حد بهینه متنوع‌سازی و برونسپاری کجاست؟
- ✓ چرا بودجه محدود است؟ چرا شرکت برای اجرای NPV مثبت تامین مالی نمی‌کند؟ پاسخ روش سنتی: روشهای تامین مالی خارجی پرهزینه است. تضاد نمایندگی دلیل دوم است.
- ✓ اطلاعات پروژه پیشنهادی چگونه گردآوری می‌شود؟
- ✓ مدل‌های به کارگیری CF و DR عالیست اما CF و DR از کجا می‌آید؟
- ✓ نقش مدیران میانی چیست؟ اطلاعات NPV را دارند اما اطلاعات تامین مالی به خوبی به آنها داده نمی‌شود.



پایه‌های نظریه بازار سرمایه داخلی

✓ تعریف: سیستم مورد استفاده مدیران برای تعیین تخصیص سرمایه داخلی بین پروژه‌های پیشنهادی مدیریت

✓ توجیحی برای

✓ وجود شرکتهای چند بخشی یا هولدینگ

✓ مکانیسم شرکتهای چندبخشی در بودجه‌بندی سرمایه‌ای

✓ ریشه دارد در

✓ هزینه نمایندگی

✓ عدم تقارن اطلاعاتی



دلایل تسلط ICM بر ECM

- ✓ برابری توان نظارتی صاحبان داخلی و خارجی منابع مالی => افزایش نظارت داخلی‌ها به دلیل کنترل بر منابع و کسب منافع بیشتر از نظارت
- ✓ عدم تقارن اطلاعاتی و عدم تمایل صاحبان خارجی به تامین مالی شرکت
- ✓ هزینه نمایندگی و عدم تمایل صاحبان خارجی به تامین مالی شرکت
- ✓ یک SBU ضعیف منابع خود را در اختیار SBU قوی می‌گذارد اما خارجی‌ها منابع را می‌فروشند و منافع برای همیشه از دست می‌رود.
- ✓ ناکارآیی بازار سرمایه و قواعد تخصیص در ICM شامل اطلاعات غیر متمرکز و مسائل انگیزشی
- ✓ اطلاعات غیر متمرکز: اطلاعات داخل هولدینگ در سطوح مدیریتی توزیع شده و در سطوح ارشد متمرکز نیست
- ✓ مسائل انگیزشی: مدیران عملیاتی تمایل زیادی به ایجاد امپراطوری و جذب منابع حتی با وجود NPV منفی دارند.



اطلاعات مدیران میانی

- ✓ برابری به دلیل درگیری عملیاتی اطلاعات بیشتری دارند.
- ✓ یا باید اطلاعات خود را به مدیر ارشد بدهند تا آنها تصمیم بگیرند.
- ✓ یا باید بر اساس اطلاعاتی که دارند در تصمیم‌گیری دخالت داده شوند.
- ✓ باید مدیران هولدینگ در trade-off این دو عامل تصمیم بگیرند.
- ✓ تصمیم مدیران هولدینگ تعیین کننده مکانیسم حاکمیتی در توزیع اطلاعات و تفویض اختیار است.
- ✓ تصمیم مدیران هولدینگ تعیین کننده مکانیسم حاکمیتی در ورود به تصمیم‌گیری یا انتقال اطلاعات توسط مدیران میانی است.
- ✓ اگر دو پروپوزال از دو SBU یکی سودآور و یکی Empire Building بیاید تصمیم غلط مدیران ارشد یعنی Over-Investment



ابزار مدیران ارشد برای حاکمیت بر هولدینگ

- ✓ بررسی سودآوری گذشته واحدهای زیرمجموعه
 - ✓ تجربه واحدهای زیرمجموعه برای ایجاد امپراطوری
 - ✓ نظارت حسابرسی که البته پرهزینه است.
 - ✓ پیشنهاد Harris و Raviv: مدیران عملیاتی را تهدید کنید که اگر با حسابرسی پروژه سودآور گزارش شده سودآور نباشد، تنبیه در تخصیص بودجه خواهند داشت.
 - ✓ معایت ICM
 - ✓ انگیزه‌های کارآفرینانه از بین می‌رود.
 - ✓ کنترل توسط مدیران ارشد هزینه بالا و کاهش انگیز مدیران میانی را در پی دارد.
 - ✓ کنترل توسط مدیران ارشد عدم تناسب پاداش با تلاش مدیران میانی و آسیب‌پذیری آنها
- مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



نقش مدیران هولدینگ

- ✓ مدیران چگونه تشخیص دهند که دو پروژه با تکنولوژی متفاوت را زیر یک سقف ببرند یا ECM کنند.
- ✓ ICM باعث انگیزه برای رقابت کارآ برسر بودجه محدود می شود.
- ✓ برعکس ECM به مدیریت حق کنترل برای انتخاب برنده و بازنده می دهد.
- ✓ رقابت در ICM زمینه گسترش امپراطوری را از بین می برد.
- ✓ برای جلوگیری از گسترش امپراطوری می توان حق نظارت را از مدیران SBU گرفت و به ناظران SBU داد.
- ✓ مدیران ارشد حتی اگر خودخواهی داشته باشند سعی می کنند یک شرکت ارزشمند را اداره کنند تا بی ارزش
- ✓ اندازه بهینه ICM چیست؟
- ✓ تعداد زیاد پروپوزال => عدم تمرکز تجاری و ناکارایی و تعداد کم => ضعف تخصیص مجدد و بطالت سرمایه
- ✓ در نهایت بستگی به ظرفیت مدیران ارشد دارد.



چند نکته

- ✓ تعادل قدرت در تخصیص منابع دخالت دارد. منفعت جویی مدیران میانی منافع ICM را تخریب می کند.
 - ✓ وقتی هزینه بررسی پروپوزال بالاست، تفویض بهتر است. رابطه مثبت بین هزینه بررسی و تفویض وجود دارد.
 - ✓ تامین مالی SBU های ضعیف توسط SBU های قوی یعنی توسعه سوسیالیسم ناکارآ در هولدینگ
 - ✓ در هولدینگ سرمایه گذاری بلندمدت یک SBU وابسته به جریان نقدی SBU های دیگر است.
 - ✓ سرمایه گذاری یک SBU در یک هولدینگ به CF خودش کمتر حساس است نسبت به ECM
- مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



چند نکته

- ✓ نظریه ICM در تصمیمات ادغام و اکتساب بسیار دخالت دارد.
- ✓ تصمیمات متنوع سازی (Diversification) و معکوس آن یعنی واگذاری (Divestiture) تابع نظریه ICM است.
- ✓ مقدار بهینه متنوع سازی بستگی به کارآیی ECM دارد
- ✓ $\text{ناکارآیی ECM} = \text{کارآیی بیشتر ICM} <$ متنوع سازی بیشتر
- ✓ حرکت به سمت کارآیی در بازار سرمایه $= <$ حرکت به سمت واگذاری
- ✓ در بحران مالی در هولدینگها، هولدینگهای متنوع زودتر واکنش نشان می دهند چون سریع Reallocate می کنند.



فرآیند افزایش سرمایه SEO

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



کلیات

- ✓ افزایش سرمایه (Seasoned Equity Offering) (SEO) یعنی عرضه و پذیره نویسی سهام جدید (New) یا اضافه (Additional)
- ✓ عرضه اولیه (Initial Public Offering) یعنی عرضه Unseasoned قبلاً مالکیت داشته و به فروش عام می‌رسد.
- ✓ منابع تامین مالی مخارج سرمایه‌ای
 - ✓ عرضه اولیه سهام: هزینه سرمایه بالا و هزینه مبادله بالا
 - ✓ منابع داخلی یا سود انباشته: هزینه سرمایه بالا و هزینه مبادله کم
 - ✓ بدهی: هزینه سرمایه کم (به دلیل اولویت تسویه و عایدات و صرفه‌جویی مالیاتی) و هزینه مبادله بالا
- ✓ دلایل SEO با وجود هزینه سرمایه بیش از بدهی و هزینه مبادله بیش از منابع داخلی
 - ✓ کمبود منابع داخلی
 - ✓ ریسک بالای مالی ناشی از بدهی بالا



انواع عرضه اولیه

✓ سرمایه‌گذاری موجود سودآور اما چشم انداز آینده ضعیف یا غیر سودآور
✓ بازار انتظار SEO ندارد چون نیاز به منابع خارجی ندارد و SEO واکنش منفی بازار به همراه دارد.

✓ سرمایه‌گذاری موجود سودآور و چشم انداز آینده مثبت یا سودآور
✓ بازار انتظار دارد هر از گاهی SEO اتفاق بیافتد و واکنش مثبت به SEO نشان میدهد.

✓ سرمایه‌گذاری موجود غیر سودآور و چشم انداز آینده مثبت یا سودآور
✓ SEO برای این شرکتها منطقی است و بازار واکنش مشکوک نشان می‌دهد.



مرحله اول کسب مصوبه هیات مدیره

✓ آثار SEO: ورود سهامدار جدید، رقت درآمد سهامدار قبلی، کاهش نسبت اهرمی

✓ روشهای مختلف SEO

✓ عرضه خصوصی (Private Placement)

✓ فروش سهام عادی یا ممتاز به گروه کوچکی از سهامداران. تامین مالی شرایط خاص

✓ بازده غیر عادی در عرضه خصوصی در آمریکا حدود ۴/۵ درصد. اما با کاهش قدرت رای همراه است.

✓ نیاز به افراد مذکور و ویژگی‌های خاص آنها (مشاوره نظارت) یا محدودیت مالی و غیر ممکن بودن سایر روشها

✓ علت واکنش بازار: سیگنالی برای عدم تقارن اطلاعاتی، پیش‌بینی آثار تغییر ساختار مالکیت

✓ عرضه حق تقدم

✓ سهامداران موجود حق خرید سهام جدید را دارند - تنزیل عمیقی از قیمت فعلی بازار سهام

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



مرحله اول کسب مصوبه هیات مدیره

✓ امتیاز یا اختیار سهام

✓ هدیه سهام یا اختیار به مدیران اجرایی

✓ جبران خدمت و نظام انگیزشی مدیران ارشد

✓ برنامه مالکیت سهام سهامداران (ESOP (Employees Stock Ownership Plans)

✓ ارزانتر از قیمت بازار با اهداف بازنشستگی، انگیزشی (بهره‌وری یا مزایای مالیاتی)

✓ برنامه های سرمایه گذاری مجدد سود تقسیمی (DRIPs (Dividend Reinvestment Plans)

✓ عرضه کلا عمومی (General Public Offering)

✓ فروش به عموم مردم اتفاق می افتد و عام تر است.



نکته

✓ انتخاب و روشهای پذیره نویس را نگفتم

مالی شرکتی پیشرفته - دکتر سعید فتحی - دانشیار گروه مدیریت - دانشگاه اصفهان



آثار ارزشی اطلاعاتی SEO

- ✓ واکنش بازار به اطلاعاتی SEO منفی است
- ✓ اگر مدیران معتقد باشند سهم فراقیمت است، یعنی می دانند سهم ضعیف است و افزایش سرمایه می دهند
- ✓ طبق نظریه سلسله مراتبی اول باید از داخل تامین کرد حتما دیدگاه مدیریت ضعیف است که افزایش سرمایه
- ✓ اگر شرکت می خواهد تامین مالی خارجی کند بدهی بهتر است اگر سراغ افزایش سرمایه میرود دانش منفی دارد
- ✓ اگر شرکت سود کمتر از انتظار گزارش کند
- ✓ بازار علت SEO را کم بودن سودآوری تفسیر می کند.
- ✓ اگر ارزش بازار به دفتری بالا باشد واکنش به SEO مثبت می شود.
- ✓ مساله نمایندگی: افزایش سرمایه به خاطر کاهش نسبت بدهی و افزایش نقدینگی نشانه خودخواهی مدیریت است.



برخی مسائل مرتبط با SEO

✓ بازده بلندمدت قبل از SEO بالاست

✓ بازده کوتاه مدت بعد از SEO پایین است.

✓ مدیران قبل از SEO سود را بالا جلوه می دهند و بعد از SEO کاهش خواهد یافت.

✓ فروش استقراری اطراف SEO افزایش می یابد.