

مقدمه

در شرکت های تجاری، باید اشخاصی مسئولیت نهایی تعیین خط مشی شرکت را به عهده داشته و مالک درآمد پروژه و دارائی های آن نیز باشند و در یک شرکت سهامی دارند که آن سهام وی این نقش را به عهده دارند و آن چرا از در آمد خالص، پس از کسر طلب بستانکاران و سود سهام ممتاز باقی می ماند، به آنها تعلق می گیرد در موقعیتی نامطمئن کسب سود خالص برای دارندگاه سهام عادی بالطبع یا مطمئن است، گاهی سود حاصل برای سهامداران بیش از مبلغی است که از قبل پیش بینی شده است و گاهی نیز کمتر از آن.

بازده صاحبان حساب عادی از دو جزء تشکیل می شود: سود سهام و سود سرمایه سود یا زیان سرمایه به حاصل تغییر در قسمت سهام شرکت است. همچنانکه شرکت سرمایه گذاری مجدد می کند و رشد می یابد، ارزش آن به طور دائم افزایش یافته و این افزایش به صورت قیمت بیشتر سهام انعکاس پیدا می کند.

تعریف سهام عادی از نظر قانون تجارت ایران - ماده ۲۴

قانون تجارت سهام را چنین تعریف می کند: سهم قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می باشد ورقه سهم سند معامله ایی است که نماینده ی تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد .:

همان طور که از تعریف فوق بر می آید، میزان مالکیت اشخاص به نسبتاً سهامی است که در شرکت دارا می باشد. اوراق سهام مطابق با ماده ۲۵ قانون تجارت متحد و الشكل و چاپی و دارای شماره ترتیب بوده و به امضای لااقل دو نفر که به موجب مقررات اساسنامه تعیین می شوند می رسد. ممکن است دارنده سهام مشخص باشد یا نا مشخص، و نقل و انتقال سهام نیز میسر است .

انواع سهام

تبصرت ۱ ماده ۲۴ قانون تجارت ایران اعلام کرده است که ((سهم ممکن است با نام یا بی نام باشد))

سهم با نام - چنانچه سهام شرکت با نام باشد، دارنده سهام معلوم شناخته شده خواهد بود، در این صورت در شرکت دفتری در نظر گرفته خواهد شد که شماره ردیف سهام و نام دارنده آن ذکر شده و معلوم می شود که سهام

متعلق به چه کسی است. ((انتقال سهام با نام باید در دفتر ثبت سهام شرکت به ثبت برسد. انتقال دهنده یا وکیل یا نماینده قانونی او باید انتقال را در دفتر مزبور امضاء کند)) (ماده ۴۰ قانون تجارت)

سهام بی نام - سهم بی نام ورقه ای است که مشخصات دارنده آن در ورقه سهم و در دفاتر شرکت ثبت نمی شود و به صورت سند در وجه حامل تنظیم و ملک دارنده آن شناخته می شود، مگر خلاف آن ثابت شود. از نظر

سرعت در نقل و انتقال سهام و تسهیل در تجارت سهام بی نام بر سهام با نام برتری دارد. نقل و انتقال سهام بی نام با قبض و اقباض صورت می گیرد. (ماده ۳۹ قانون تجارت).

سهام سرمایه - سهام سرمایه یک شرکت سند مالکیت آن است. از این رو، دارنده مثلاً دو درصد از سهام عادی شرکت، مالک دو درصد از دارائی های

خالص آن (جمع دارائی ها منهای بدهی های شرکت) می باشد. چنانکه قبلاً گفته شد، میزان سرمایه افراد در یک شرکت با واحد های مساوی و کوچک

که سهم نامیده می شود، بیان می گردد. جدول شماره ۱-۱۸ بخش حقوقی صاحبان سهام شرکت مهر را در سال

۱۳۶۷ که در تراز نامه آن آمده است، نشان می دهد.

جدول شماره ۱-۱۸

شرکت مهر

حساب حقوق صاحبان سهام

در تاریخ ۱۳۶۷/۱۲/۲۹ (به هزار ریال)

سهام عادی (ارزش اسمی ۱ ریال) ۹,۲۴۴

صرف سهام (اضافه ارزش سهام) ۱۹,۸۸۶

جمع سرمایه پرداخت شده ۲۹,۱۳۰

سود های تقسیم نشده ۱۴۵,۰۲۵

جمع حقوق صاحبان سهام ۱۷۴,۱۵۵

سرمایه مجاز شرکت ۳۰ میلیون سهم می باشد .

در سال ۱۳۶۶، مجمع عمومی شرکت رای به افزایش تعداد سهام عادی که

می تواند تا ۳۰ میلیون سهم باشد، داد. مبلغ ۳۰ میلیون ریال را سهام

سرمایه مجاز می گویند و نشان دهنده حداکثر سهامی است که شرکت می

تواند صادر کند. بر اساس ترز نامه ۱۳۶۷، می توان تعداد ۲۰,۷۵۶,۰۰۰

سهم دیگر منتشر کرد. چنانچه شریط اقتضاء کند، شرکت قادر است پس از

تصویب مجمع عمومی بیش از سرمایه مجاز نیز سهم منتشر کند .

همانطور که از ترازنامه پایان سال ۱۳۶۷ برمی آید، شرکت مهر، در واقع فقط تعداد ۹,۲۴۴,۰۰۰ سهم منتشر کرده است. این سهم را سهام منتشره یا سهام منتشر شده و در دست سهام داران می نامند. هر سهم یک ارزش

اسمی به مبلغ

یک ریال دارد که حد قانونی تعهد یا دین سهامداران را در قبال بدهی های شرکت نشان می دهد. جکع تعهد هر سهامدار نسبت به بدهی های شرکت

عبارت است

از تعداد سهام وی ضربدر ارزش اسمی هر سهم صادره. به هر حال، در بسیاری از کشورها، هیچ تعهد و اجبار قانونی برای تعیین ارزش اسمی سهام نیست، و لذا مواردی وجود دارد که سهام ارزش اسمی ندارد. ولی مطابق ماده ۲۶ قانون تجارت ایران تعیین مبلغ اسمی هر سهم ضروری

است و در شرکت های سهامی عام مطابق ماده ۲۹ قانون تجارت نباید مبلغ اسمی هر سهم از ۱۰۰,۰۰۰ (ده هزار) ریال بیشتر باشد.

مواردی که شرکت سهام خود را به قیمتی کمتر از ارزش اسمی می فروشد، خریدار شخصاً مسئول میان خرید و فروش و ارزش اسمی سهام هنگام ورشکستگی است. البته، از آنجا که تقریباً همیشه سهم عادی به قیمتی

بیش از ارزش اسمی فروخته می شود، این مطلب از لحاظ اقتصادی چندان

اهمیتی ندارد

سهام خزانة

اکنون فرض کنید که شرکت مهر، بدلیلی تصمیم می گیرد که تعدادی از

سهام خود را از بازار آزاد خریداری کند. پیرو تصمیم مذکور تعداد ۵۰,۰۰۰

سهم به

قیمت متوسط بازار از قرار هر سهم ۲۲ ریال خریداری می کند. در این مورد

حقوق صاحبان سهام به مبلغ ۱,۱۰۰,۰۰۰ ریال (۱,۱۰۰,۰۰۰ = ۵۰,۰۰۰ ×

۲۲

کاهش می یابد. پس از بازخرید سهام، قیمت سهام خریداری شده یا سهام

خزانة، در قسمت پایین حساب حقوق صاحبان سهام، به صوت یک رقم

منفی وارد می شود. در نتیجه، حقوق صاحبان سهام ت حد ۱۷۳,۰۵۵,۰۰۰

(۱,۱۰۰,۰۰۰ - ۱۷۴,۱۵۵,۰۰۰) کاهش می یابد. جدول شماره (۲-۱۸)

حساب حقوق صاحبان سهام شرکت را، پس از خرید سهام نشان میدهد.

جدول شماره ۲-۱۸

شرکت مهر

حساب حقوق صاحبان سهام پس از بازخرید (به هزار ریال)

سهام عادی (ارزش اسمی هر سهم ۱ ریال) ۹,۲۴۴

صرف سهام ۱۹,۸۸۶

سود های تقسیم نشده ۱۴۵,۰۲۵

۱۷۴-۱۵۵

کسر می شود: سهام خزانه به قیمت هر سهم ۲۲ ریال ۱,۱۰۰

جمع حقوق صاحبان سهام (ارزش ویژه) ۱۷۳,۰۵۵

صرف سهام

در شرکت مهر, سهام عادی به قیمتی بالاتر از ارزش اسمی فروش رفته

است, و در نتیجه, مازاد ارزش اسمی یا صرف سهام آن مبلغ ۱۹,۸۸۶,۰۰۰

ریال می باشد. این مبلغ در جدول شماره ۱-۱۸ نشان داده شده است

.لبنابر این در پایان سال ۱۳۶۷, جمع سرمایه صاحبان سهام مبلغ ۰۰۰

, ۱۳۰, ۲۹ ریال, میشکل از دو رقم یکی مبلغ ۹,۲۴۴,۰۰۰ ریال ارزش اسمی

پرداخت شده دیگری مبلغ ۱۹,۸۸۶,۰۰۰ ریال صرف سهام بوده است.

برای درک بهتر مطلب، فرض کنید کهع شرکت مهر تصمیم می گیرد که تعداد ۱۰۰,۰۰۰ ورقه سهم اضافی به قیمت هر سهم ۲۵ ریال بفروشد. حد مجاز سهام سرمایه شرکت این اجازه را می دهد. اگر در این توفیق حاصل می شود، اقلام زیر در حساب حقوق صاحبان سهام ظاهر می شود:

۱- سهام عادی به میزان ۱۰۰,۰۰۰ ریال ($100,000 = 100,000 \times 1$) به ارزش اسمی افزایش می یابد.

۲- حساب صرف سهام به مبلغ ۲,۴۰۰,۰۰۰ ریال ($2,400,000 = 2,400,000$)، ۱۰۰,۰۰۰ - ۲,۵۰۰,۰۰۰) افزایش می یابد.

چون شرکت مهر معمولاً بخشی از سودهای خود را به عنوان سود سهام می پردازد، حساب حقوق صاحبان سهام در جدول (۱-۱۸) منعکس کننده سود های

تقسیم نشده و انباشته شده نیز می باشد که در این مورد مبلغ ۰۲۵,۰۰۰ ریال است. سود های تقسیمی نشده به حساب حقوق احبان سهام بستانکار می شود، زیرا سهامداران عادی مالکان واقعی شرکت هستند و لذا حق قانونی به سود های خالص آن را دارند. در پایان سال ۱۳۶۷، جمع حقوق صاحبان سهام مبلغ ۱۷۴,۱۵۵,۰۰۰ ریال بوده است. این مبلغ

مساوی است با دارائی های خالص شرکت (جمع دارائی ها منهای جمع بدهی ها).

از آنجا که شرکت مهر تعداد ۹,۲۴۴,۰۰۰ ورقه سهم منتشر در تاریخ تنظیم ترازنامه داشته است لذا ارزش دفتری هر سهم در آن تاریخ مبلغ ۱۸/۸۴ ریال بوده است. محاسبه ارزش دفتری هر سهم به طریق زیر محاسبه می شود:

$$\text{ارزش حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{ارزش دفتری هر سهم}}{\text{سهم منتشر شده}}$$

۹,۲۴۴,۰۰۰

سهام طبقه بندی شده

از اواخر دهه ۱۹۲۰ سهام طبقه بندی شده به طور گسترده ای مورد استفاده قرار گرفته و گاهی از اوقات موجبات گمراهی سرمایه گذاران را نیز فراهم کرده است. در آن دوره معمولاً سهام عادی طبقه A بدون حق رای و سهام عادی طبقه B دارای حق رای بود. بدین ترتیب، تاسیس کنندگان شرکت تعداد زیادی سهام عادی طبقه A به مردم می فروختند و تعداد کمی سهام طبقه B را در اختیار خود می گرفتند و بدین وسیله شرکت را به طور کامل بدست می آوردند

در سال های اخیر تجدید حیاتی در سهام عادی طبقه A برای هدف های وسیع تر ایجاد شد. یعنی سهام طبقه A به وسیله شرکت های کوچک جدید که در جستجوی کسب وجوه از منابع خارج از شرکت می باشند به کار می رود. سهام عادی A معمولاً به عموم مردم فروخته می شود و سود سهام به آن تعلق می گیرد و از طرف دیگر، کلیه حقوق ناشی از رای را هم داراست. به هر حال سهام عادی از طبقه B در اختیار سازمان دهندگان شرکت باقی می ماند ولی تا زمانی که شرکت قدرت کسب درآمد را به

خوبی بدست نیاورده باشد، سودی به آنها پرداخت نمی شود. مردم می

توانند با استفاده از سهام طبقه بندی شده، در

شرکتی که دارای رشد است و محافظه کرانه تامین مالی می کند، بدون این

ک در آمدی را از دست بدهند، موقعیتی بدست آوردند.

سهام موسس. سهام موسس با حدودی شبیه به سهام عادی طبقه B است

، واجد حق رأی انحصاری است و معمولاً تا چند سال حق دریافت سود

سهام ندارد.

حق شفعه یا حق تقدم خرید سهام

حق تقدم خرید سهام به دارندگان سهام عادی حق تقدم در خرید سهام عادی

اضافی صادره را می دهد. این حق در قانون مدنی ایران به عنوان حق

شفعه شناخته شده است و معمولاً د اساسنامه شرکت ها قید می شود.

منظور از اعطای این حق به سهامداران شرکت عبارت خواهد بود از:

۱- حفظ قدرت کنترل - حق تقدم قدرت کنترل و اداره شرکت را برای

سهامداران فعلی حفظ می کند. اگر این پیش گیری به عمل نیاید، مدیریت

شرکت هائی که زیر علامت سوال قرار گرفته و توسط سهامداران فعلی

آنها مورد انتقاد قرار می گیرند، احتمال دهند که نسبت به تغییر آنان

اقداماتی صورت می گیرد، می توانند سهام عادی اضافی صادر و آنها را به دیگران یا به خود انتقال دهند و با متمرکز کردن تعداد زیادی سهام و در اختیار گرفتن آنها

۲- خود را از تغییر برهاند و برای همیشه بر مدیریت این قبیل شرکت ها باقی بمانند و کنترل و اداره آنها را در دست داشته باشند.

۳- حمایت سهامداران در برابر کاهش ارزش سهام. حق شفعه می تواند

حمایتی مهمتر از حق کنترل نسبت به حفاظت منافع سهامداران، به عمل آورد و آن این است که آنان را در برابر رقیق شدن ارزش سهام یا کاهش ارزش آنها حفظ کند. مثلاً اگر شرکتی ۱۰۰۰ سهم عادی داشته باشد و قیمت بازار هر

کدام از آنها ۱۰۰ ریال باشد جمع ارزش بازار شرکت ۱۰۰,۰۰۰ ریال خواهد

بود. حال گر مدیران شرکت تصمیم بگیرند که تعداد ۱۰۰۰ سهم دیگر

بفروشند و بهای فروش هر سهم را ۵۰ ریال در نظر بگیرند و مبلغ ۵۰,۰۰۰

ریال عایدی از این طریق بدست آورند، جمع ارزش بازار شرکت را به مبلغ

۱۵۰,۰۰۰ ریال ارتقا خواهند داد. چنانچه جمع ارزش بازار شرکت را به

جمع سهام شرکت تقسیم نمائیم. بهای هر سهم در بازار مبلغ ۷۵ ریال

خواهد شد. در نتیجه ما به التفاوت ۱۰۰ ریال و ۷۵ ریال زیان سهامداران فعلی خواهد بود. به عبارت دیگر، فروش سهام عادی به قیمتی کمتر از قیمت بازار، قیمت سهام را رقیق خواهد ساخت و به ضرر سهامداران فعلی و به نفع سهامداران جدید خواهد شد. لذا حق تقدم خرید سهام از چنین اتفاقاتی جلوگیری می کند.

استفاده از حق تقدم خرید سهم در تامین مالی

گر چه شفعه یا حق تقدم خرید سهام در اساسنامه شرکتی گنجانیده شده باشد، آن شرکت باید سهم عادی جدید الانتشارش را به سهامداران موجود عرضه کند. اگر چنین حقی در اساسنامه شناخته نشده باشد، شرکت حق انتخاب میان فروش سهام جدید به سهامداران موجود یا سرمایه گذاران جدید را دارد. اگر فروش به سهامداران موجود انجام شود، انتشار را عرضه

از طریق حق تقدم

خرید سهام می نامند. در این صورت برای هر سهامداران گواهی نامه حق خرید سهم صادر می شود و بر طبق آن تعداد سهامی را که سهامداران می تواند بخرد و همچنین شرایط استفاده از حق تقدم خرید معلوم می

گردد. هر سهامدار برای هر یک از سهامی که کالک است حق خریدی دریافت می دارد.

تا بتواند یک سهم از سهام جدید در یافت نماید اگر قیمت پذیره نویسی برای هر سهم ۹/۵ حق خرید مورد نیاز می بود. همچنین اگر قیمت هر سهم ۱۰ ریال تعیین می گردید، برای خرید یک سهم فقط یک رأی لازم می شد.

۲- ارزش حق تقدم خرید

دارنده حق تقدم خرید سهام قادر است سهامی را که ۱۰۰ ریال می ارزد به قیمتی کمتر از آن بخرد. در نتیجه حق تقدم خرید سهام، امتیازی است که دارای ارزش می باشد. برزی این که ببینیم ارزش تئوریک یک حق خرید چگونه تعیین می

شود، مثال شرکت شمال را ادامه می دهیم و فرض میکنیم که ۱۰ میلیون ریال وجوه مورد نیاز خود را از طریق فروش ۱۲۵,۰۰۰ سهم جدید که قیمت هر سهم ۸۰ ریال تعیین شده است بدست می آورد.

ابتدا به این نکته توجه داشته باشید که ارزش سهم قدیم ۱۰۰ میلیون ریال بود. یعنی ۱۰۰ ریال هر سهم ضربدر یک میلیون سهم.

$$\text{ارزش بازار سهم قدیم} = ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ = ۱۰۰ \times ۱,۰۰۰,۰۰۰$$

وقتی که شرکت سهام جدید می فروشد، ۱۰ میلیون ریال به سرمایه آن اضافه می شود. فرض کنید که بازار سهام به خاطر ۱۰ میلیون ریال جدید افزایش پیدا می کند. در واقع، اگر سرمایه گذاران فکر کنند که شرکت قادر خواهد بود که از این وجوه جدید بازدهی بدست آورد که از هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام بیشتر است، ارزش بازار تمام سهام عادی بیش از ۱۰ میلیون ریال بالا خواهد رفت ولی اگر فکر کنند که شرکت نمی تواند این وجوه را در جایی سرمایه گذاری کند که بیش از هزینه حقوق صاحبان سهام بازدهی دریافت نماید ارزش بازار تمام سهام کمتر از ۱۰ میلیون افزایش خواهد یافت.

با این فرض که ارزش بازار دقیقاً وجوه جدید بدست آمده را منعکس می سازد جمع ارزش بازار سهام شرکت پس از انتشار سهام جدید مبلغ ۱۱۰

میلیون ریال

خواهد بود. با تقسیم این ارزش جدید بر جمع جدید سهام منتشره، یعنی ۱,۱۲۶,۰۰۰ سهم، ارزش جدید بازار هر سهم مبلغ ۹۷؟۷۸ ریال بدست خواهد آمد. بنابراین می بینیم پس از این که تأمیم مالی کامل شد، قیمت

سهام عادی از ۱۰۰ ریال هر سهم به ۹۷/۷۸ ریال هر سهم کاهش خواهد یافت .

از آنجا که حق تقدم خرید به سهامداران امتیاز خرید هر سهم مبلغ ۸۰ ریال را می دهد و ارزش جدید سهام مبلغ ۹۷/۷۸ ریال می باشد لذا سهامداران برای هر

سهم مبلغ ۱۷/۷۸ ریال سود بدست می آورند. آیا ارزش هر حق خرید مبلغ

۱۷/۷۸ ریال می باشد؟ پاسخی منفی است. زیرا برای خرید یک سهم جدید ۸ حق خرید لازم است. لذا باید مبلغ ۱۷/۷۸ ریال را بر ۸ تقسیم کنیم تا ارزش هر حق خرید بدست آید .

$$۱۷/۷۸ : ۸ = ۲/۲۲$$

فروش سهم با حق تقدم خرید سهام یا بدون آن

حق تقدم شرکت شمال دارای یک ارزش کاملاً معین است و این ارزش به

دارندگان سهام عادی تعلق می گیرد. لیکن اگر سهام در خلال دوره عرضه

حق تقدم معامله شود چه اتفاقاتی خواهد افتاد؟ چه کسی حق تقدم را

دریافت می کند، مالک قدیم یا جدید؟

دستور العمل استانداری که در این خصوص وجود دارد شرکت را ملزم می کند که ملک در تاریخ ثبت را تعیین کند، در نتیجه سهامی که در مدت چهار روز مانده به تاریخ ثبت مالکیت معامله شوند فاقد حق تقدم خرید خواهند بود. اگر سهام قبل از تاریخ تعیین شده معامله شوند، مالک جدید حق تقدم خرید را دریافت خواهد کرد: یعنی اگر سهام در آخرین روز تعیین شده برای پست معاملات یا بعد از آن معامله گردند مالک قبلی حق تقدم

خرید را دریافت خواهد

نمود. مثلاً ممکن است شرکت شمال، در تاریخ ۲۳ مهر ماه شرائط تامین مالی جدید خود را اعلام کند و طی آن بیان دارد که حق تقدم خرید در تاریخ ۱۰ دی ماه برای صاحبان سهامی که در آخرین مهلت داده شده مالک شناخته شده اند به وسیله پست ارسال خواهد شد و تاریخ پایان کار ۲۴ آذر خواهد بود. در نتیجه کسی که سهام قدیم را در تاریخ ۲۰ آذر ماه یا جلوتر خریده باشد حق تقدم را دریافت خواهد کرد. و کسی که سهام قدیم را در تاریخ ۲۱ آذر یا بعد از آن خریده باشد نسبت به حق تقدم خرید حقی ندارد و حق تقدم و قبل از آن را تاریخ واجد شدن حق تقدم خرید می نامند. در مورد شرکت شمال، قیمت سهامی که دارای حق تقدم خرید هستند ۱۰۰

ریال و قیمت سهامی که فاقد حق تقدم خرید می باشند ۹۷/۷۸ ریال می باشد

فرمول ارزش حق تقدم

سهام واجد حق تقدم خرید. معاملاتی وجود دارد که بدون نیاز به کارهائی

که در بالا برای بدست آوردن ارزش تقدم انجام گرفت. می توان به راحتی

با استفاده از آنها ارزش هر حق تقدم را بدست آورد. وقتی سهام در موعد

مقرر فروش رفته باشد و حق تقدم به مالک جدید انتقال یابد، ارزش هر حق

تقدم را می توان از فرمول زیر بدست آورد:

قیمت پذیره نویسی - ارزش بازار سهام واجد حق تقدم = ارزش یک حق

خرید

تعداد حق تقدم خرید لازم برای خرید یک سهم جدید با اضافه ۱

در اینجا:

قیمت بازار یک سهم واجد حق تقدم خرید M_0

قیمت پذیره نویسی $S =$

تعداد حق خرید های لازم برای خرید یک سهم جدید $N =$

با جایگزین کردن ارزش های مربوط به شرکت شمال در فرمول فوق خواهیم داشت :

نتیجه این فرمول همان است که طی یک جریان طولانی بدست آمده بود .

سهام فاقد حق تقدم خرید

فرض کنید شما سهامدار شرکت شمال هستید . زمانی که از یک مسافرت

طولانی برگشتید ، مطالبی در روزنامه در مورد عرضه حق تقدم خرید

خواندید . ولی زمان دریافت حق تقدم سپری شده و قیمت سهام بدون

دریافت حق تقدم خرید هر سهم ۹۷/۷۸ ریال می باشد . چگونه می توانید از

لحاظ تئوریکی ارزش یک حق تقدم خرید را محاسبه کنید؟ می توانید با

استفاده از فرمول مذکور ، که از

منطق بخش پیشین تبعیت می کند ، ارزش یک حق تقدم خرید را محاسبه

کنید که دقیقاً همان ۲/۲۲ ریال خواهد بود :

قیمت پذیره نویسی - ارزش بازار سهامی که فاقد حق تقدم خرید است

= ارزش یک تقدم خر

حق تعداد حق تقدم خرید مورد نیاز برای خرید یک سهم جدید

در این فرمول M_e مساوی قیمت سهمی است که فاقد حق تقدم خرید می باشد. ارزش آن برابر است با ارزش سهام واجد حق تقدم خرید منهای ارزش یک تقدم خرید

۳- آثار عرضه حق تقدم خرید بر موقعیت سهامداران

هر سهامدار می تواند حق خرید خود را اعمال کند یا آن را بفروشد. اگر سهامداری پول به اندازه کافی داشته باشد و نخواهد تعداد بیشتری از سهام شرکت را بخرد، حق خرید خود را اعمال می نماید. و اگر پولی نداشته باشد یا نخواهد سهام بیشتری داشته باشد، حق خرید خود را خواهد فروخت. در هر یک از دو مورد فوق، سهامدار مذکور از عرضه حق تقدم خرید نه سود و نه زیان خواهد کرد. این مطلب را میتوان با بررسی وضعیت یکی از سهامداران شرکت شمال روشن کرد.

سهامدار مورد نظر، پیش از عرضه حق تقدم خرید، هشت سهم داشته است. هر یک از این هشت سهم ارزش بازطاری به مبلغ ۱۰۰ ریال داشته است و لذا جمع ارزش بازار سهام سهامدار مذکور مبلغ ۸۰۰ ریال بوده است. اگر

وی حق تقدم خود را اعمال کند، قاغدر خواهد بود یک سهم اضافی به ارزش ۸۰ ریال بخرد و سرمایه گذاری جدید وی ۸۰ ریال خواهد بود. اکنون جمع سرزمایه گذاری او مبلغ ۸۸۰ ریال می باشد. در حال حاضر سهامدار مذکور تعداد ۹ سهم از شرکت خود را دارا است، که ارزش هر سهم پس از اعمال حق تقدم خرید خود را، که هر

حق مبلغ ۲۲ / ۲ ریال ارزش دارد، بفروشد، مبلغ ۱۷ / ۷۸ ریال دریافت می دارد. اکنون هشت سهم اولیه خود را با اضافه مبلغ ۱۷ / ۷۸ ریال مالک است. ولی قیمت بازار هر سهم از ۸ سهم اولیه وی، در این حالت، ۹۷ / ۷۸ ریال می باشد. ارزش بازار هر سهمش برابر است با $۷۸۲ / ۲۲ = ۸ \times ۹۷ / ۷۸$ ریال، که با افزودن مبلغ ۱۷ / ۷۸ ریال دریافتی بابت فروش حق تقدم خرید مبلغ ۸۰۰ =

$۷۸۲ / ۲۲ + ۱۷ / ۷۸$ ریال خواهد شد. این مبلغ همان مبلغی است که وی پیش از عرضه حق تقدم داشته است. از لحاظ ریاضی سهامدار مذکور هیچ فایده ای از فروش سهام اضافی از طریق حق خرید بدست نیاورده است. البته اگر حق تقدم از طریق حق خرید بدست نیاورده است. البته اگر حق تقدم خرید را اعمال نکند یا نفروشد، یا اگر هزینه های دلالی فروش حق تقدم

خرید ها را هم اضافه کنیم, ممکن است سهامدار متحمل زیان شود. ولی به طور کلی, شرکت صادر کننده نهایت کوشش خود را برای به حداقل رساندن هزینه های دلایلی به کار خواهد گرفت و فرصت کافی به سهامدار خواهد داد تا بتواند به اقداماتی دست زنند که زیان آنان را به حداقل ممکن برساند.

رابطه میان بازار و قیمت پذیره نویسی

اکنون می توانیم در مورد عوامل موثر بر استفاده از حق تقدم خرید, و در صورت استفاده از آن بر قیمتی که برای پذیره نویسی تعیین می شود, به تحقیق بپردازیم.

اندازه گیری ریسک مجموعه

در فصل گذشته روش اندازه گیری ریسک یک سرمایه گذاری نشان داده شد. برای ریسک مجموع چندین سهم, روش اندازه گیری تغییر می کند. ریسک یک مجموعه نه تنها به درجه ریسک سهام تشکیل دهنده مجموعه است بلکه به روابط میان سهام نیز بستگی خواهد داشت.

با انتخاب سهامی که دارای حداقل روابط با سایر سهام است، یک سرمایه گذار می تواند ریسک نسبی خود را کاهش دهد. تنوع سرمایه گذاری و تلفیق سهام به شیوه های که باعث کاهش ریسک نسبی شود در شکل ۱-۳ نشان داده شده است.

در اینجا بازده سهم (الف) در طول زمان موافق با دورانهای اقتصادی حرکت می کند و بازده سهم (ب) به طور نسبی در جهت عکس دورانهای اقتصادی حرکت می کند. میالغ معینی اگر در هر دو سهم سرمایه گذاری شود، می تواند پراکندگی بازده کل سرمایه گذاری را کاهش دهد. در مثالی دیگر، دو سهم با بازده یک ساله تحت سه وضعیت متحمل اقتصادی بررسی می شوند.

یازده منتظره و انحراف معیار توزیع احتمالات بازده های محتمل سهام
فوق برابر است یا :

چنانچه مبالغی مساوی در هر دو سهم سرمایه گذاری شود، بازده منتظره
این مجموعه برابر است با: $75\% + 12\%$ و میانگیم موزون انحراف
معیارهای منفرد برابر است با: $61\% = 15\% + 46\%$

اما این انحراف معیار مجموعه نیست. بازده های یک مجموعه کار از
سرمایه گذاری برابر در هر یک از سهام (الف) و (ب) بدست می آیند برابر
است با :

بازده مجموعه از طریق محاسبه میانگین موزون بازده های تک تک سهام

بدست می آید. بازده منتظره مجموعه برابر است با $۱۲٫۷۵\% = (۰٫۲۵ \text{ ر } ۰٫۴)$

$+ (۰٫۲۵ \text{ ر } ۰٫۱۹)\%$ که مشابه است با بازده منتظره محاسبه شده در بالا

، بنابراین انحراف معیار از رابطه زیر به دست می آید :

۴٫۵ درصد از ۱۶ درصد که قبلاً محاسبه شد کمتر است. دلیل این که

میانگین موزون انحرافهای معیار مبنای صحیحی برای اندازه گیری ریسک

مجموعه نیست، آن است که روابط، ویاکوواریانس بین بازده های دو سهم

را نادیده می گیرد .

کوواریانس بازده ها

واضح است که نمی توان انحراف معیار بازده های یک مجموعه را از طریق

گرفتن میانگین موزون انحراف معیارهای هر یک از سهام آن بدست آورد

، به جای انحراف معیار توزیع احتمالات بازده های محتمل یک مجموعه را

می توان از طریق زیر محاسبه کرد:

m تعداد کل سهام موجود در مجموعه A_g نسبتی از کل وجوهی که در سهام g سرمایه گذاری شده A_k نسبتی از کل وجوه که در سهام سرمایه گذاری شده و کوواریانس بین بازده های محتمل سهام است. علامت نیز مبین آن است که کوواریانس برای ترکیب های دو به دوی، احتمالی سهام در مجموعه در نظر گرفته می شود. به طور مثال فرض کنید که m برابر ۴ باشد. ماتریس کوواریانس ترکیب های احتمالی دو به دوی سهام عبارت خواهد بود از:

ترکیب موجود در گوشه سمت چپ بالای ماتریس (۱،۱)، بدان معنی است که است و این همان واریانس سهم شماره ۱ است. یعنی در فرمول روی قطر ماتریس از سمت چپ رو به پایین، چهار موقعیت دیده می شود

که در تمام آنها است. در هر چهار مورد ما با واریانسها سر و کار خواهیم داشت. ترکیب بعدی در ردیف ۱ ماتریس است که مبین کوواریانس بین سهم ۱ و ۲ است. یعنی به عبارت دیگر از کوواریانس بین سهام ۱ و ۲ دوبار منظور شده است. متشابهاً سایر کوواریانسها بین تمام ترکیب های موجود غیر از ترکیب های روی قطر ماتریس نیز دوباره در نظر گرفته شده اند. دو علامت جمع در معامله (۱, ۳) بدان معنی است که باید تمام واریانسها و کوواریانسهای ترکیبات دو به دو ماتریس را با هم جمع می کنیم. در ماتریس فوق این ترکیبات ۱۶ ترکیب هستند که توسط ۴ واریانس و ۱۲ کوواریانس نشان داده شده اند.

کوواریانس بازده های متحمل دو سهم، معیاری از تغییرات جداگانه آن است و کوواریانس در فرمول (۱, ۳) عبارت است از:

که همبستگی مورد انتظار این بازده های متحمل سهام انحراف معیار سهم انحراف معیار سهم انحراف معیارهای توزیع

احتمالات بازده های محتمل برای سهام توسط روشی که در فصل گذشته که در فصل گذشته آمد محاسبه می شود. یعنی ما تنها با واریانس سهام در طول قطر ماتریس سرو کار خواهیم داشت.

ارزش ضریب همبستگی همیشه در دامنه $+1$ تا -1 خواهد بود. ضریب همبستگی $+1$ به آن معنی است که افزایش بازده یک سهم همیشه همراه با افزایش متناسب در بازده سهم دیگر خواهد بود.

همین رابطه جهت کاهش بازده نیز مصداق دارد. ضریب همبستگی -1 به آن معنی است که افزایش در بازده یک سهم با کاهش متناسب در بازده سهم دیگر همراه خواهد بود. ضریب همبستگی صفر مبین عدم وجود همبستگی بوده و بازده هر یک از سهام کاملاً جداگانه از یکدیگر تغییر می کنند.

تجزیه و تحلیل مجموعه و انتخاب سرمایه گذاری

بهترین ترکیب ارزش منتظره بازده و انحراف معیار به تابع مطلوبیت سرمایه گذار بستگی دارد. این تابع به شیوه ای که در فصل گذشته گفته شد بررسی می شود، چنانچه شما ریسک گریز بوده و ریسک را با واگرایی

از ارزش منتظره همبسته بدانید احتمالاً تابع مطلوب است شما مطابق شکل ۲، ۳ خواهد بود .

مزایای استفاده از حق خرید در تامین مالی جدید

قبلاً دیدیم که حق شفعه با حق تقدم، سهامداران فعلی را کمک می کند که نسبت سهم خود در کسب سود و اعمال کنترل بر شرکت را حفظ کنند. شرکت هم از این کار منتفع می شود. با عرضه اوراق بهادار جدید

الانتشار به سهامدار فعلی، احتمال پذیرش سهام با میل و رغبت را افزایش می دهد. این سهامداران با مالکیت خود بر سهام عادی شرکت، ارزیابی و تلقی مساعد خود از شرکت را قبلاً هم نشان دادند در نتیجه ممکن است همچنان بر آن باقی باشند و سهام اضافی شرکت را، بخصوص زمانی که دلایل اضافی زیر نیز مورد توجه قرار گیرد، خریداری نماید. دلایل مورد

اشاره عبارتند از :

۱- خرید سهام با اعمال حق تقدم خرید نیاز به استقراض کمتر دارد و یا مشمول پیش پرداخت قانونی کمتر می باشد. به عنوان مثال در بعضی موارد (مثلاً از ژانویه سال ۱۹۷۴ در ایالات متحده آمریکا) این حد را ۵۰ درصد تعیین کرده اند. در این صورت هر فردی که از سهام عادی مندرج

در لیست بورس خریداری می نماید باید لااقل ۵۰ ریال از ۱۰۰ ریال اوراق بهاداری را که می خرید از پول خود پرداخت نماید و بقیه را می تواند استقراض کند. لیکن اگر سهام جدید الانتشار که با اعمال حق تقدم خرید خریداری می شوند، فقط از ۲۵ ریال از هر ۱۰۰ ریال سهام عادی مورد خریداری به وسیله خود سرمایه گذار پرداخت می گردد، این سرمایه گذار مطابق قانون اجازه دارد که تا ۷۵ درصد از بهای خرید سهام را

استقراض کند. افزون بر آن، در صورت نبودن الگوی روشنی از رفتار و حرکت قیمت های مربوط به قیمت بازار تعدیل شده سهم و حق تقدم خرید قبل، ضمن و بعد از دوره معامله، ممکن است علاقه به امکانات سرمایه گذاری ابزار را افزایش دهد.

این عوامل ممکن است تمایل به فشار کاهش دهنده قیمت از سهام را که در زمان صدور سهام جدید اتفاق می افتد، خنثی نماید. (البته این فشار کاهش دهنده به علت افزایش در عرضه اوراق بهادار بدون افزایش معادل در تقاضای آنها بوجودی آید.

بطور کلی این پدیده یک امر موقتی است و سهام از چند ماه به قیمت تئوریک یا قیمت واقعی خود بازگشت می کند. یعنی اگر پول های بدست آمده با بازده بسیار خوب سرمایه گذاری شود، به نفع قیمت سهام عمل خواهد کرد، و اگر برعکس، وجوه مزبور بازدهی کافی بدست نیاورد و به زیان قیمت سهم تمام خواهد شد. با افزایش مزبور بازدهی کافی بدست نیاورد به زیان قیمت سهام تمام خواهد شد. با افزایش علاقه ای که به عرضه حق تقدم خرید پیدا شده و مزایائی که به استفاده کننده از آن اعطاء می شود، می توان از فشار واقعی و تعدیل شده ای که کاهنده قیمت است اجتناب کرد.

یکی دیگر از مزایای آن این است که هزینه های انتشار مربوط به عرضه حق تقدم خرید از هزینه های انتشار عمومی کمتر است. در اینجا منظور از هزینه های و هزینه های نقدی است.

مدیر مالی ممکن است از قیمت گذاری سهام کمتر از قیمت واقعی منافی بدست آورد. از آنجا که در عرصه حق تقدم خرید، تا حدودی یک تقسیم سهم تلقی می شود، لذا سبب می شود که قیمت بازار سهام پائین تر از

سطحی سقوط کند که در غیر آن صورت چنین نمی شد. ولی تقسیم سهم خام ممکن است تعداد سهامداران شرکت را با سوق دادن قیمت سهام به سطحی جذاب تر افزایش دهد. افزون بر آن، باین دلیل که عرضه حق تقدم خرید یک تقسیم و خرد کردن غیر مستقیم سهام است، لذا مکن است منتهی به سود سهام اضافی برای سهامداران گردد.

سرانجام ممکن است اثر کلی عرضه حق تقدم خرید باعث تحریک واکنش مشتاقانه ای از جانب سهامداران و به طور کلی بازار سرمایه گردد که این خود باعث می شود که نظر مساعد منابع مالی به سوی شرکت جلب شود. بدین ترتیب، ممکن است مدیر مالی توان آن را بدست آورد که از سهام عادی با هزینه کمتر و تحت شرایط مساعد تر برای تامین مالی بهره گیرد.

ارزیابی سهام عادی به عنوان یک منبع مالی تامین مالی

تاکنون سخن از مشخصه های سهام عادی بود. اکنون به ارزیابی این نوع از تامین مالی می پردازیم.

ریسک

نتایج بسیاری از تصمیمات به درستی قابل پیش بینی نیست و نتایج واقعی می تواند با نتایج مورد نظر متفاوت باشد. ریسک یا عدم اطمینان در معنای عام اشاره به تحقق نتیجه ای متفاوت با نتیجه مورد نظر دارد. از نظر مالی ریسک انحراف بازده واقعی از بازده مورد انتظار است. برای مثال سرمایه گذاری در بانک با ۱۸٪ سود تضمین شده فاقد ریسک است، اما خرید سهام عادی شرکتی که سود آوری آن به شرایط مختلف بستگی دارد، به دلیل تفاوت بازدهی واقعی از بازده مورد توقع سرمایه گذار دارای ریسک است. با توجه به تعریف ریسک، می توان آنرا با انحراف معیار مقایسه کرد:

که در آن با توجه به مفاهیم مالی، انحراف بازدهی واقعی یا ریسک، بازده های واقعی متانگین بازده ها و تعداد دوره ها می باشد. هر چه انحراف معیار نسبت به میانگین کوچکتر باشد، ریسک کمتر خواهد بود.

ریسک را می توان در دو بعد زمانی محاسبه کرد:

ریسک فعلی : ریسک فعلی بر اساس اطلاعات تحقق یافته یک دارایی در طی سالهای گذشته تا کنون محاسبه می شود . این نوع ریسک می تواند با تعمیم به آینده ، به عنوان معیاری در ارزیابی یک دارایی یا ورقه بهادار مورد استفاده قرار گیرد .

مثال ۱-۸ اطلاعات بازده شرکتی در طی ۵ سال گذشته به شرح زیر است :

برای محاسبه ریسک (انحراف معیار) ، میتوان از جدول زیر که محاسبات را ساده می سازد استفاده کرد :

رقم میانگین ، بازده متوسط حاصل از سرمایه گذاری و رقم انحراف معیار ، ریسک یا میزان انحراف نتیجه واقعی از میانگین یا بازده متوسط را نشان می دهد و به معنای آن است که هر چند که انتظار می رود بازدهی به اندازه میانگین به دست آید ، ولی با توجه به رقم انحراف معیار ، امکان دارد بازده واقعی ، به اندازه ۷/۳۷٪ بیشتر یا کمتر از متوسط بازده مورد انتظار شود .

بدیهی است هر چه دامنه تغییر مزبور بیشتر باشد ، ریسک سرمایه گذاری بیشتر خواهد بود .

ریسک فعلی تا حدودی می تواند به عنوان معیاری در پیش بینی ریسک آتی یک دارایی بکار رود .

ریسک آتی : این نوع ریسک بر اساس اطلاعات حاصل از پیش بینی های آتی محاسبه می شود . چون اساس محاسبات ، ارقام پیش بینی است ، در

این روش

محاسبه باید توزیع احتمالات و روش محاسبه میانگین (امید ریاضی) را شناخت .

محاسبه ریسک آتی

در حالت محاسبه ریسک آتی ، فرمول محاسبه ریسک به صورت زیر تغییر می کند :

که در آن .. انحراف بازده یا ریسک ، بازده حاصل از رویداد ،

بازده مورد انتظار و احتمال وقوع رویداد ام می باشد .

برای محاسبه در این حالت ، مراحل زیر باید طی شود :

۱- محاسبه نرخ بازده مورد انتظار

۲- کسر کردن هر یک از بازده های ممکن از نرخ بازده مورد انتظار ،

برای به دست آوردن مجموعه ای از انحرافات

۳- مجذور کردن هر انحراف ، سپس ضرب هر مجذور انحراف در احتمال

وقوع بازده مربوطه ، و جمع کردن حاصل ضربهای مزبور برای به

دست آوردن واریانس

۴- جذر گرفتن از واریانس برای محاسبه انحراف معیار

معمولاً "تهیه جدولی برای انجام مراحل مذکور ، فرایند محاسبه را ساده تر

می کند .

مثال ۳-۸ با استفاده از اطلاعات مثال قبل ، انحراف معیار هر سهم به شرح

زیر محاسبه می شود :

برای سهام الف :

با داشتن نتیجه مرحله ۳ یعنی انحراف معیار محاسبه می شود (

مرحله ۴)

برای سهام ب :

با داشتن انحراف معیار محاسبه می شود (مرحله ۴) :

از نظر آماری ، اگر توزیع احتمال نرمال باشد ، ۶۸٪ بازده ها بین مثبت و منفی ۱ انحراف معیار از ارزش مورد انتظار (میانگین) ، ۹۵٪ از مشاهدات بین مثبت و منفی ۲ انحراف معیار و ۹۹٪ مشاهدات بین مثبت و منفی ۳ انحراف معیار از آن واقع خواهند شد .

مثال ۴-۸ با استفاده از نتایج به دست آمده در مثال ۳-۸ :

بازده مورد انتظار

انحراف معیار

چون توزیع احتمال نرمال است ، برای سهم الف ، ۶۸٪ احتمال وجود دارد که بازده واقعی بین ۱۴/۲۸٪ +۱۹٪ یا ۴/۷۲٪ تا ۳۳/۲۸٪ واقع شود .
از آن جایی که این دامنه خیلی بزرگ است ، سهم الف ریسک زیادی دارد ، به بیانی این سهم ممکن است بازدهی بسیار کمتر یا بیشتر از بازده مورد انتظارش داشته باشد .

برای سهم ب، ۶۸٪ احتمال دارد که بازده واقعی در حدی بین $3/16\%$ تا $15+$ ٪ یا $11/84\%$ تا $18/16\%$ قرار گیرد. با چنین انحراف معیار کوچکی، احتمال کمی وجود دارد که بازده واقعی سهم ب، از بازده مورد انتظار آن انحراف زیادی داشته باشد و بنا براین، سهم ب ریسک زیادی ندارد.

معیار ریسک نسبی: ضریب تغییر

زمانی که برای مقایسه ریسک دو یا چند دارایی از انحراف معیار استفاده شود، باید احتیاط لازم بعمل آید زیرا انحراف معیار (معیار ریسک مطلق) تنها شاخصی از پراکندگی (ریسک است) و پراکندگی نتایج را در ارتباط با ارزش مورد انتظار (بازده) مورد توجه قرار نمی دهد. بنا براین، وقتی که بازده مورد انتظار اوراق بهادار متفاوت باشد، باید از ضریب تغییر استفاده کرد.

ضریب تغییر به صورتی ساده از تقسیم انحراف معیار یک ورقه بهادار بر ارزش مورد انتظار آن به دست می آید. هر چه ضریب تغییر بیشتر باشد، ورقه بهادار ریسک بیشتری دارد.

مثال ۵-۸ مجدداً با استفاده از نتایج حاصل از مثال ۳-۸:

با وجود اینکه انتظار می رود سهام الف ، بازده بیشتری از سهام ب ارائه دهد ، اما با توجه به ضریب تغییر محاسبه شده ، این سهام بسیار ریسکی تر است .

انواع ریسک

در تصمیم گیری های مالی و سرمایه گذاری باید به انواع ریسک توجه داشت که برخی از آنها عبارتند از :

۱- ریسک تجاری ، ریسک ناشی از نوسانات سود قبل از بهره و مالیات (

سود عملیاتی) است . ریسک تجاری به عواملی از قبیل نوسانات تقاضا

، قیمت فروش ، قیمت مواد اولیه و درجه اهرم عملیاتی بستگی دارد .

۲- ریسک مالی ، ریسک ناشی از نوسانات سود قبل از مالیات (بعد از بهره

) است .

ریسک مالی به هزینه های ثابت مالی شامل بهره و سود سهام ممتاز

بستگی دارد .

۳- ریسک نقدینگی ، مبین احتمال به فروش نرفتن یک دارایی به قیمت

جاری بازار می باشد . اگر یک دارایی تنها با ارائه تخفیف زیاد قابل

فروش باشد ، ریسک نقدینگی آن زیاد می باشد .

۴- ریسک ناتوانی پرداخت ، ریسک ناتوانی وام گیرنده در پرداخت بهره

وام یا باز پرداخت اصل وام می باشد .

۵- برای مثال ، اوراق قرضه شرکتی که دارای مشکلات مالی بسیاری است ،

ریسک ناتوانی پرداخت بالایی دارد .

۶- ریسک بازار ، ریسکی است که نوسانات قیمت سهام را نسبت به تغییر

جو بازار سهام نشان می دهد ، زیرا بین قیمت تمامی اوراق بهادار و

نوسانات بازار سهام ، تا اندازه ای همبستگی وجود دارد .

۷- ریسک نرخ بهره ، ریسک حاصل از نوسانات ارزش یک دارایی به

واسطه تغییر نرخ بهره است . برای مثال ، اگر نرخ بهره افزایش (

کاهش) یابد ، قیمت اوراق قرضه ، کاهش (افزایش) می یابد .

۸- ریسک قدرت خرید ، ریسک ناشی از نوسان حجم قابل حصول یک

دارایی در ازاء مبلغ مشخص به واسطه تغییر قیمتها (تورم) می باشد .

ارزیابی سهام ممتاز

سهام ممتاز ، سهامی است که نسبت به سهام عادی امتیازاتی نظیر اولویت

در دریافت سود سهام و مشخص بودن سود سهام دارد .

سهام ممتاز معمولاً "سر رسید ندارد و سود آن به صورت درصدی از ارزش اسمی یا یک مبلغ مشخص بازای هر سهم پرداخت میشود لذا همانند اوراق قرضه بدون سر رسید ، ارزش آن از تقسیم سود سالانه بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذار به دست می آید :

که در آن سود سهام ممتاز است .

مثال ۱۳-۸ ارزش سهام ممتازی که نسبت به ارزش اسمی ۱۰۰۰۰ ریالی ، سالانه ۲۵٪ سود می دهد ، با نرخ بازده مورد انتظار ۳۰٪ برابر است با :

در صورتی که در نظر باشد سهام ممتاز در تاریخی مشخص در آینده فروخته شود ، معادله ارزیابی ، همانند فرمول ارزیابی اوراق قرضه خواهد شد ؛ با این تفاوت که به جای ارزش اسمی سهام ممتاز و یا ارزش روز (در صورت امکان فروش آن به قیمت روز) قرار خواهد گرفت :

ارزیابی سهام عادی

سهام عادی ورقه بهاداری است که شامل نشانگر مالکیت نسبی دارنده آن در شرکت می باشد. سهامدار عادی، جریانی شامل سود (در صورت تقسیم) و مبلغ فروش سهام (در صورت فروش آن) بدست خواهد آورد. بنابراین مانند اوراق قرضه و سهام ممتاز، ارزش یک ورقه سهام عادی نیز ارزش فعلی تمامی جریانهای نقدی مورد انتظاری است که توسط سرمایه گذار در یافت می شود.

این جریانهای نقدی برای سهام عادی عبارتست از سودهای سهام و مبلغی که در زمان فروش سهام دریافت میشود.

برای سرمایه گذاری که تنها یک سال سهام را نگاه می دارد، ارزش سهام برابر است با ارزش فعلی سود سهام نقدی که انتظار میرود در پایان سال اول دریافت شود. بعلاوه ارزش فعلی قیمت مورد انتظار بازار سهام در

پایان سال. اگر بیانگر نرخ بازده مورد انتظار یک سرمایه گذار باشد، ارزش سهام عادی برابر خواهد شد با:

مثال ۸-۱۵ فرض کنید سرمایه گذاری قصد دارد در آغاز سال سهام الف را خریداری کند. انتظار میرود سود سهام الف در پایان سال ۱۵۰۰ ریال و

قیمت بازار آن در تاریخ مزبور به ۱۴۰۰۰ ریال باشد. نرخ بازده مورد مطالبه سرمایه گذار ۱۵٪ است.

ارزش سهام برای این سهامدار به شرح زیر محاسبه می شود:

سایر روشهای ارزیابی سهام عادی

بجز روشهای مذکور، سهام عادی به روشهای دیگری ارزیابی می شود که هر کدام کاربرد خاص خود را دارد.

برخی از مهمترین آنها به شرح زیر است:

ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارائیا

ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارائی ها، از تقسیم ارزش روز دارائیا پس از کسر بدهی ها و سهام ممتاز، بر تعداد منتشره بشرح زیر

بدست می آید

در این روش مانند محاسبه ارزش دفتری سهام عادی، صورت کسر حقوق

صاحبان سهام عادی است با این تفاوت که در آن بجای ارقام حسابداری از

روشهای جاری بازار برای تعیین ارزش بازار سهام عادی استفاده می شود

در شرایط تورمی که دارائیهای شرکت از جمله موجودی ها ، زمین ، ساختمان ، ماشین آلات و نظایر آن ، افزایش قیمت پیدا می کنند ، مبنای ارزیابی سهام عادی ، از سایر روشهای اساسی به این روش تغییر می کند .

معیار های ریسک

ریسک معیاری از پراکندگی نتایج حول توزیع احتمال است که به صورت تغییر پذیری جریان نقدی یک سرمایه گذاری نسبت به ارزش مورد انتظار آن تعریف میشود .

ریسک را میتوان هم به صورت مطلق و هم به صورت نسبی اندازه گیری کرد .

برای محاسبه ریسک مطلق ، ابتدا باید ارزش مورد انتظار ، را محاسبه کرد :

که در آن : ارزش نتیجه ممکن

ارزش وقوع نتیجه

تعداد نتایج ممکن

سپس ریسک مطلق به وسیله انحراف معیار اندازه گیری می شود:

و ریسک نسبی به وسیله ضریب تغییر ارزیابی می شود (سه معیار

آماري

مذکور در فصل قبل تشریح شده است .)

تجزیه و تحلیل ریسک در بودجه بندی سرمایه ای

معمولا" پروژه های مختلف سرمایه گذاری دارای ریسک های متفاوتی

هستند لذا توجه به عامل ریسک در تجزیه و تحلیل و انتخاب آنها اهمیت

بسزایی دارد . در بحث بودجه بندی سرمایه ای و روشهای ارزیابی ،

جریانهای نقدی آتی بدون توجه به عامل ریسک مورد بررسی قرار گرفت ؛

در شرایط واقعی ، جریانهای نقدی هر پروژه سرمایه گذاری یا دارایی ،

ریسک مربوط به خود را دارد بنابراین نمی توان همه آنها را بر یک مبنا

ارزیابی کرد .

برای مثال جریانهای نقدی اوراق قرضه (بهره های پرداختی قرضه بعلاوه

اصل در سر رسید) معمولا" به ارزش از پیش تعیین و اعلام شده ، بدون

افزایش یا کاهش تحقق می یابد ولی جریانهای نقدی سهام عادی (سودهای سهام) لزوماً به میزان پیش بینی شده نخواهند بود.

لذا ریسکهای جریانهای نقدی سهام عادی نسبت به اوراق قرضه خیلی بیشتر است و بنا بر این در زمانی ارزیابی و مقایسه، نباید از معیار یکسانی برای هر دو استفاده کرد. هر جریان آتی با خود نوعی ریسک عدم تحقق به دنبال دارد که در تجزیه و تحلیل و ارزیابی باید مورد توجه قرار گیرد.

برای احتساب عامل ریسک در این قبیل تجزیه و تحلیل ها، روشهای متعددی وجود دارد که اهم آنها عبارتند از

توزیع احتمالات

۲- نرخ تنزیل تعدیل شده از نظر ریسک

۴- برابری اطمینان

۴ شبیه سازی

درخت تصمیم (یا درخت احتمالات)

توزیع احتمال

در این روش ، قبل از کاربرد هر یک از روشهای بودجه بندی سرمایه ای ، ابتدا جریانهای نقدی ورودی مورد انتظار و یا در برخی موارد ، عمر مورد انتظار دارایی یا استفاده از توزیع احتمالات محاسبه می شود .

هزینه سهام ممتاز

هزینه سهام ممتاز هزینه ای است که شرکت بابت تامین مالی از طریق انتشار سهام ممتاز متحمل می شود . هزینه سهام ممتاز ، از تقسیم

سود سالانه سهام ممتاز بر خالص وجوه حاصل از فروش آن بدست می آید :

چون سود سهام ممتاز بعد از محاسبه و کسر مالیات شرکت پرداخت می شوند ،

پس مالیات گاه نیست و هزینه آن تعدیل مالیاتی ندارد .

مثال ۲-۱۰ فرض کنید شرکت بهار سهام ممتازی منتشر کرده است و بابت هر سهم ۲۰۰۰ ریال سود می پردازد .

هم اکنون هر سهم به بهای ۱۰۰۰۰ ریال در بازار معامله می شود .

هزینه های انتشار ، ۳٪ یا ۳۰۰ ریال برای هر سهم است .

هزینه سهام ممتاز برابر خواهند شد با :

هزینه سهام عادی

هزینه سهام عادی نیز همانند سایر منابع تامین مالی ، هزینه وجوه تامین شده از محل فروش سهام است .

هزینه سهام عادی موجود (یا رشته انباشته) معمولاً " نرخ بازده ای

است که سرمایه گذاران از سهام عادی یک شرکت مطالبه می کنند سه روش

برای اندازه گیری هزینه صدور سهام عادی وجود دارد :

(۱) مدل رشد گوردون

(۲) مدل قیمت گذاری دارائیهای سرمایه ای و

(۳) مدل تعدیل نرخ اوراق قرضه

حق تقدم خرید سهام

حق تقدم در خرید سهام حقی است که بر اساس آن افزایش سرمایه ،

سهامدار فعلی می تواند تعدادی سهام را به قیمتی مشخص در دوره ای

معین خریداری کند . این حق تقدم نشانگر آن است که سهامداران شرکت در

خرید سهام جدید نسبت به دیگران تقدم دارند . اعمال این حق سهامداران را

قادر می سازد میزان کنترل خود را بر شرکت حفظ کنند و در برابر رقیق شدن مالکیت و سود ، خود را مصون سازند .

مثال ۱۶-۱۴ یک شرکت سهامی در نظر دارد از طریق حق تقدم ، ۲۰۰ میلیون ریال تامین کند . در حال حاضر ، شرکت ۱۰۰۰۰۰۰ سهم منتشره ۱۰۰۰ ریالی دارد .

قیمت پذیره نویسی هر سهم ۱۰۰۰ ریال است . تعداد سهامی که شرکت باید بفروشد برابر است با :

تعداد حق تقدم مورد نیاز برای تحصیل یک سهم برابر خواهد شد با :

بنا براین برای خرید هر سهام در قیمت ۱۰۰۰ ریال ، ۵ حق تقدم لازم خواهد بود . هر حق تقدم ، سهامدار را قادر می سازد $1/5$ یک سهم را خریداری کند . ارزش حق تقدم

از نظرتئوری ، ارزش حق تقدم ، چه با سهام منتشر شود و چه بدون سهام ، باید یکسان باشد .

وقتی که سهام با حق تقدم منتشر می شود ، ارزش حق تقدم آن برابر است

با :

ارزش محاسباتی سهام بعد از افزایش سرمایه

ارزش محاسباتی سهام بعد از افزایش سرمایه به شرح زیر محاسبه می

شود :

ارزش بازار هر سهم در بازار می تواند به دلیل دخالت سایر عوامل از

ارزش محاسباتی بیشتر یا کمتر باشد .

مثال ۱۷- ۱۴ سهام عادی شرکتی که دارای حق تقدم نیز می باشد به قیمت

۳۴۰۰ ریال فروخته می شود . به هر سهام اجازه داده شده در ازای هر پنج

سهم خود ، یک سهم جدید با قیمت ۱۰۰۰ ریال خریداری کند . ارزش هر حق

تقدم برابر است با :

و ارزش محاسباتی هر سهم بعد از افزایش سرمایه برابر است با :

ریال $۳۰۰۰ - ۴۰۰ - ۳۴۰۰ =$ ارزش محاسباتی هر سهم

حق خرید سهام از شرکت

حق خرید سهام از شرکت ، حق خرید از تعداد معینی سهام عادی به قیمتی

مشخص است که معمولاً " همراه اوراق قرضه و برای جذب شدن آن منتشر

می شود و می تواند جدا شدنی یا ضمیمه باشد .

حق خرید جدا شدنی می تواند جدای از اوراق قرضه ای که با آن منتشر

شده فروخته شود و دارنده آن می تواند آن را اعمال کند اما در صورت

تمایل ، قرضه را باز خرید نکند .

حق خرید ضمیمه یا جدا نشدنی نمی تواند مستقل از قرضه ای که با آن

منتشر شده فروخته شود ، لذا باید همزمان با باز خرید قرضه قابل تبدیل

از طرف شرکت ، اعمال شود .

برای تحصیل سهام عادی ، دارنده حق خرید سهام علاوه بر ارائه ورقه حق

خرید باید مبلغی که در زمان انتشار بابت اعمال حق تعیین شده را بپردازد

، این مبلغ ، قیمت اعمال حق نامیده می شود .

معمولاً "حق خرید در یک تاریخ مشخص منقضی می شود، اما برخی از انواعی آن دائمی است. دارنده حق خرید می تواند به سه شکل از خود استفاده کند؛

اول از طریق اعمال آن و خرید سهام عادی، دوم فروش آن در بازار به سرمایه گذاران دیگر و سوم ادامه نگهداری آن. در هر حال شرکت نمی تواند دارنده حق خرید را مجبور به اعمال حق کند.

روند افزایش قیمت سهام موجب می شود سرمایه گذار به جای اعمال یا فروش حق خرید، آنرا نگهداری کند زیرا با این کار ممکن است نرخ بازده بالاتری بدست آورد اما معایب نگهداری شامل ریسک بالای از دست دادن وجه پرداختی، نداشتن حق رای و عدم دریافت سود سهام است.

شرکتها می توانند قیمت اعمال خرید سهام را در طول زمان تغییر دهند) مثلاً "افزایش سالانه" در صورتی که قبل از اعمال حق متناسب با آن تعدیل می شود.

صادر کننده حق خرید سهام از انتشار این اوراق بهادار، وجوه اضافی به دست می آورد. زمانی که حق خرید به همراه اوراق قرضه منتشر می شود، قیمت آن معمولاً "بین ۱۰ تا ۲۰٪ بیشتر از قیمت بازار سهام تعیین

میشود . در صورتی که قیمت سهام شرکت از قیمت اعمال حق بیشتر
میشود ، حق خرید در قیمت تعیین شده قبلی آن اعمال و هر چه تاریخ
انقضای آن نزدیکتر شود ، احتمال اعمال آن بیشتر خواهد بود .

ارزیابی حق خرید سهام

ارزش تئوریک حق خرید را می توان با استفاده از فرمول محاسبه کرد .
ارزش فرمولی معمولاً " کمتر از قیمت بازار است زیرا جاذبه ریسکی آن به
سرمایه گذار اجازه می دهد از درجه مطلوب اهرم شخصی بهره مند شود .

تعداد سهام قابل خرید با یک حق خرید \times (قیمت اعمال حق - قیمت بازار

$$\text{سهام}) = \text{ارزش یک حق خرید} = ۱۰۰۰۰ - ۷۵۰۰ \times ۳ = ۷۵۰۰ \text{ ریال}$$

در صورتی که قیمت بازار سهام کمتر از قیمت اعمال حق باشد ، ارزش
منفی وجود خواهند داشت و چون این منفی بودن غیر منطقی است ،

بنابراین برای حق خرید ارزش صفر منظور می شود .

مقایسه حق خرید سهام و حق تقدم خرید سهام

حق تقدم بین سهامداران فعلی به صورت مجانی توزیع می شود و الزام

قانونی دارد ولی حق خرید سهام به صورت اختیاری و معمولاً " برای

جذاب شدن به همراه اوراق قرضه منتشر می شود .

مبانی مدیریت مالی
صفحه ۵۴

سهامداران مختارند که حق تقدم را اعمال و سهام را خریداری کنند یا آن را در بازار بفروشند. همچنین، حق تقدم، زمان انقضای کوتاه تری نسبت به حق خرید دارد.