|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **به‌نام خدا** |  |
| درس مباحث منتخب مالی  نیمسال دوم تحصیلی 93-92 |  | امتحان پایان ترم  زمان: 1:30 دقیقه |

1. شرکت ABC در بازار طلا فعال است. مدیر عامل شرکت در نظر دارد با شرکت پارس آلتون پیمان آتی (forward contract) منعقد کند. طی این پیمان ABC 15 کیلوگرم طلا با عیار 999.9 برای تحویل در 12 ماه آینده خریداری خواهد کرد. برای پوشش ریسک این معامله، ABC معادل 15 کیلوگرم قرارداد آتی (future contract) 6 ماهه‌ی طلای 999.9 در بورس کالای شیکاگو خواهد فروخت، و پس از پایان 6 ماهه‌ی اول، قرار داد آتی یادشده را برای 6 ماهه‌ی دوم خواهد فروخت. مدیر عامل ABC قصد دارد طی جلسه‌ی هیأت مدیره، ریسک‌های این معامله را تشریح کند. به نظر شما اولاً چه ریسک‌هایی برای این معامله وجود دارد، و ثانیاً مدیرعامل ABC چگونه می‌تواند هیأت مدیره برای انجام این معامله متقاعد نماید.
2. توضیح دهید به چه دلایلی سود حسابداری مستقیماً منعکس‌کننده‌ی ارزش خلق ‌شده نیست. هم‌چنین توضیح دهید چگونه متخصصان مالی کاستی‌های سود حسابداری را جهت ارزشیابی شرکت‌ها مرتفع می‌کنند.
3. واسطه‌گری مالی شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی را با وسطه‌گری مالی بانک‌های تجاری مقایسه کنید. طی این مقایسه توضیح دهید چگونه واسطه‌های مالی یادشده تأمین مالی می‌کنند و چگونه منابع تأمین شده را جهت تولید دارایی‌ها و ابزار مالی صرف می‌کنند.
4. در حال حاضر شرکت‌های لیزینگ در ایران مسائل عمده‌‌ای در تأمین مالی دارند. روش‌های سنتی تأمین مالی (تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اوراق مشارکت) چندان برای این شرکت‌ها راهگشا نیست. اغلب این شرکت‌ها از طریق وام بانکی تأمین مالی می‌کنند. در حال حاضر بانک‌ها نیز برای اعطای وام به شرکت‌های لیزینگ در مضیغه‌اند. ترازنامه‌ی این شرکت‌ها عموماً شامل اتومبیل و تجهیزات است. این شرکت‌ها، اتومبیل و تجهیزات موردنیاز مشتریان خود را خریداری می‌کنند و ضمن قرارداد لیزینگ به مشتریان خود واگذار می‌کنند. به‌عنوان متخصص مالی با استفاده از مفهوم تأمین مالی ساختاریافته چه روش یا روش‌هایی را برای تأمین مالی این شرکت‌ها پیشنهاد می‌کنید.
5. انواع ابزار مالی مبتنی بر املاک و مستغلات را از نظر این‌که در بازار اختصاصی یا عمومی معامله می‌شوند، و نیز از این نظر که آیا مبتنی بر حق مالی (equity) یا بدهی (debt) می‌باشند، نام برده و توضیح دهید.
6. مهم‌ترین ریسک این معامله ریسک نقدینگی است. اگر قیمت طلا بالا رود، موقعیت‌ نقدی طلای شرکت ارزشمند می‌شود و این در حالی است که موقعیت‌های آتی با زیان مواجه می‌شود. زیان موقعیت‌های آتی ممکن است به اندازه‌ای شود که آن موقعیت‌ها مشمول اخطار تأمین وجه‌الضمان شوند. در این‌صورت شرکت باید مبلغ لازم را به حساب بورس کارگزار آتی خود واریز کند، در غیر این‌صورت، کارگزار موقعیت‌های شرکت را می‌بندد. ممکن است این وضعیت زمانی اتفاق بیفتد که سبد آربیتراژ شرکت در زیان باشد. بدین ترتیب در صورتی که شرکت نتواند وجه لازم را تأمین کند، با زیان مواجه خواهد شد. مدیر عامل شرکت می‌تواند به هیأت مدیره اطمینان دهد که ذخیره‌ی نقدینگی لازم برای واریز به حساب کارگزار آتی کنار گذاشته شده است. مدیریت برای این‌که هیأت مدیره را برای انجام این معامله راغب کند می‌تواند توجه آن‌ها را به شکاف بین قیمت نقدی و آتی جلب کند. هم‌چنین مدیریت می‌تواند با ارائه‌ی پیش‌بینی‌های خود از روند آتی طلا، احتمال مواجهه با ریسک نقدینگی را برای هیأت‌مدیره تشریح نماید.
7. اولاً اصول پذیرفته‌شده‌ی حسابداری غالباً مبتنی بر بهای تمام‌شده نه ارزش روز. بدیهی است که بهای تمام‌شده منعکس کننده‌ی ارزش خلق شده نمی‌باشد. ثانیاً حسابداری اساساً زمان ایجاد جریان‌های نقدی را در محاسبات سود لحاظ نمی‌کند، و این در حالی است که برای محاسبه‌ی ارزش واقعی خلق‌شده نیازمندیم زمان ایجاد جریان‌های نقدی را در محاسبات لحاظ کنیم. ثالثاً سود حسابداری، هزینه‌ی فرصت شرکت‌ها را لحاظ نمی‌کند، و بدین‌ترتیب ممکن است شرکت سود حسابداری مثبت گزارش نماید و این در حالی است که با لحاظ هزینه‌ی فرصت، متحمل زیان اقتصادی شده باشد. رابعاً برای محاسبه‌ی سود می‌توان روش‌های مختلفی را در محاسبه‌ی استهلاک، موجودی کالا، ذخیره‌ی بازخرید سنوات کارکنان، ذخیره‌ی مطالبات مشکوک‌الاوصول و ... استفاده کرد. بنابراین سود قابلیت دستکاری دارد. می‌توان بر اساس اصول پذیرفته‌شده‌ی حسابداری سود را نسبتاً بالا یا پایین گزارش کرد. متخصصان مالی برای رفع نقیصه‌های سود حسابداری عموماً جریان‌های نقدی آزاد را محاسبه می‌کنند. بدین‌ترتیب که جریان‌های نقدی آزاد شرکت در طول زمان برآورد می‌‌کنند، و با نرخ تنزیلی که برابر است با هزینه‌ی فرصت بنگاه است آن جریان‌های نقدی را تنزیل می‌کنند.
8. بانک‌های تجاری، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی هر سه از واسطه‌های مالی‌اند. بانک‌های تجاری از طریق جذب سپرده تأمین مالی می‌کنند و سپس وجوه تأمین مالی‌شده را در قالب وام به متقاضیان اعطا می‌کنند. شرکت‌های بیمه از طریق فروش حق‌بیمه‌ها تأمین مالی می‌کنند، و هم‌زمان در مقابل خریداران حق بیمه، تعهداتی را بر عهده می‌گیرند. این تعهدات در بیمه‌ی حوادث شامل جبران خسارت بیمه‌گزار و در بیمه‌ی عمر شامل پرداخت به خانواده‌ی بیمه‌گذار در صورت فوت وی می‌باشد. صندوق‌های بازنشستگی از محل پرداخت‌های شاغلات تأمین مالی می‌شوند، و در مقابل شاغلان تعهداتی را برای پرداخت وجوه در زمان بازنشستگی برعهده می‌گیرند. شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی در واقع از محل فروش تعهدات خود به مشتریان تأمین مالی می‌کنند. شرکت‌ها بیمه و صندوق‌های بازنشستگی نیز همانند بانک‌ها وجوه حاصل از حق بیمه‌ها و پرداخت‌های بازنشستگی را عمدتاً صرف خرید دارایی‌های مالی از قبیل سهام، اوراق قرضه، اوراق مشارکت و .... می‌کنند. بنابراین می‌توان هر سه این واسطه‌های مالی تعهدات خود را به مشتریان می‌فروشند (این تعهدات درواقع دارایی مالی مشتریان است) و وجوه حاصل را به نوعی دارایی مالی از جمله وام، اوراق بهادار و ... تبدیل می‌کنند. همان طور که شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی تعهدات منحصر به فردی را از بابت وجوه مشتریان خود برعهده‌می‌گیرند، بانک‌ها نیز با قبول سپرده‌ها در اندازه ها، سررسیدها، نرخ‌ها و ... مختلف تعهدات منحصربه‌فردی را از بابت هر سپرده‌گذار ایجاد می‌کنند. وجه تمایز بانک‌ها با شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی در این است که بانک‌های تجاری عمدتاً وجوه حاصل از فروش تعهدات خود را نیز در مسیر ایجاد دارایی‌های مالی منحصر به فرد برای متقاضیان وام صرف می‌کنند. وام‌های اعطایی بانک‌های تجاری نیز همانند سپرده‌های آن‌ها از بابت اندازه، سررسید، نرخ و ... متفاوت اند. البته دارایی‌های بانک‌های تجاری نیز همانند سایر واسطه‌های مالی سبد اوراق بهادار را نیز شامل می‌شود. اما عمده‌ی دارایی‌های بانک‌های تجاری از جنس وام می‌باشد.
9. ترکیب دارایی‌ها در ترازنامه‌ی شرکت‌های لیزینگ به‌گونه‌ای است که به شیوه‌ای مؤثر امکان تأمین مالی از طریق اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی را فراهم می‌آورد. سمت راست ترازنامه‌ی شرکت‌های لیزینگ عمدتاً شامل دارایی‌هایی نظیر، تجهیزات، اتومبیل، املاک و مستغلات و ... است. بخش عمده‌ی این دارایی‌ها شامل قراردادهای واسپاری است. بدین ترتیب در حالی که دارایی‌های یادشده تحت مالکیت شرکت‌های لیزینگ است، به مشتریان اجازه داده می‌شوند. این قراردادهای اجاره جریان‌های نقدی نسبتاً ثابتی را برای شرکت‌های لیزینگ ایجاد می‌کند. تأمین مالی ساختاریافته از طریق تبدیل به اوراق بهادارکردن این قراردادهای اجاره، شیوه‌ی مؤثری را برای تأمین مالی در اختیار لیزینگ‌ها قرار می‌دهد. شرکت‌های لیزینگ می‌توانند با فروش جریان‌های نقدی حاصل از قراردادهای واسپاری، سرمایه لازم را برای خرید دارایی‌ها و واسپاری آن‌ها به مشتریان فراهم آورند. بدین ترتیب شرکت‌های لیزینگ می‌توانند با انتشار «اوراق بهادار با پشتوانه‌ی قراردادهای واسپاری» تأمین مالی کنند. این اوراق پس از انتشار و فروش در بازار اولیه، در بازار ثانویه میان خریداران دست به دست می‌شوند. وجود بازار ثانویه‌ی فعال برای این اوراق بر جذابیت آن‌ها می‌افزاید. شرکت‌های لیزینگ می‌توانند به پشتوانه‌ی انواع قراردادهای واسپاری که در ترازنامه‌ی خود دارند، انواع اوراق بهادار با پشتوانه‌ی قراردادهای واسپاری منتشر کنند. اگر دارایی مورداجاره اتومبیل باشد، به اوراق بهادار حاصل «اوراق بهادار با پشتوانه‌ی قراردادهای واسپاری اتومبیل[[1]](#footnote-1)» گویند؛ به همین ترتیب اگر موضوع قراردادهای واسپاری، تجهیزات، مستغلات تجاری، مسکونی و ... باشد، اوراق بهادار با پشتوانه‌ی قراردادهای واسپاری مربوطه حاصل می‌شود. اوراق بهادار با پشتوانه‌ی قراردادهای واسپاری گزینه‌ای جذاب برای تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ محسوب می‌شود. در حال حاضر بسیاری از شرکت‌های لیزینگ در سراسر دنیا از این روش جهت فروش قراردادهای واسپاری خود در بازار سرمایه استفاده می‌کنند، و ضمن تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدیدی را برای فعالان بازار سرمایه فراهم می‌کنند.
10. ابزار عمومی حق مالی شامل سهام شرکت‌های ساختمانی بورسی، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات و صندوق‌های زمین و ساختمان، و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در زمینه‌ی سهام شرکت‌های ساختمانی بورسی است. ابزار عمومی بدهی نیز شامل اوراق قرضه‌ی شرکت‌های ساختمانی و اوراق بهادار با پشتوانه‌ی رهن است.

ابزار خصوصی حق مالی شامل املاک و مستغلات، سهام شرکت‌های سهامی خاص فعال در زمینه‌ی املاک و مستغلات و نیز واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های حفظ ارزش است. ابزار خصوصی بدهی نیز شامل وام‌های ساخت و ساز، وام‌های رهنی و ... می‌باشد.

ابزار

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **بازارهای عمومی** | **بازارهای خصوصی** |
| **دارایی‌های مبتنی بر حق مالی** | سهام  صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات  صندوق‌های زمین و ساختمان  صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک | املاک  صندوق سهامی‌خاص‌ها  صندوق‌های حفظ ارزش |
| **دارایی‌های مبتنی بر بدهی** | اوراق قرضه  اوراق بهادار با پشتوانۀ رهن | وام‌های بانکی  وام‌های رهنی  وام‌های مخاطره‌آمیز و وام‌های قبضۀ مالکیت |

1. auto lease asset-backed securities [↑](#footnote-ref-1)