

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

کاملترین جزوه مدیریت مالی

ویژه ارشد و دکتری

سید امیر صفوی / زهره صباغ

این جزوه شامل تمام مطالب درس **مدیریت مالی ۱ و ۲** می باشد و شامل ۲ پارت می شود .

در این جزوه به تمام نکات درس مدیریت مالی جزء به جزء اشاره شده و آخرین تغییرات منابع کنکوری در آن لحاظ شده است .

جزوه حاضر ، خلاصه بسیار دقیقی است از کتاب های :

۱. مدیریت مالی / ریموند پی نوو / جهانخانی و پارسائیان / جلد ۱ و ۲

۲. مدیریت مالی نوین / استفان راس / جهانخانی و شوری / جلد ۱ و ۲

۳. مدیریت مالی / رضا تهرانی

۴. و جزوه کلاسی اساتید کنکور

مولفین این کار استاد سید امیر صفوی (استاد دانشگاه و نویسنده چندین کتاب در

حوزه های مالی و سرمایه گذاری) و سرکار خانم زهره صباغ (رتبه ۳۰ رشته مدیریت

مالی در سال ۱۳۹۴ و دانشجوی ارشد دانشگاه شهید بهشتی) می باشند .

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

در حال حاضر این جزوه کامل ترین جزوه مدیریت مالی بشمار می رود و پاسخگوی کلیه سوالات کنکورهای سال های قبل بوده و تمام نیاز داوطلبین کنکور ارشد و دکتری را مرتفع می سازد .

به منظور حفظ کیفیت و کمک به یادگیری مخاطبین تمام جزوه به صورت تایپی - رنگی

می باشد .

اهم مطالب پارت دو :

بودجه بندی سرمایه ای در شرایط اطمینان

معیارهای بودجه بندی سرمایه ای

تصمیم گیری با استفاده از معیارها در بودجه بندی سرمایه ای

تصمیم گیری در مورد اجاره یا خرید دارایی

ریسک و بازده

خطا بازار اوراق بهادار SML

ارزش شرکت

ساختار زمانی نرخ بهره

هزینه سرمایه

تئوری های مربوط به ساختار سرمایه

تعیین ساختار سرمایه و ریسک و بازده

سود نقدی و سیاست تقسیم سود

تئوری های تقسیم سود:

فصل هفتم: بودجه بندی سرمایه‌ای در شرایط اطمینان

هدف بودجه بندی سرمایه‌ای شناسایی و تعیین فرصت‌ها و طرح‌هایی است که ارزش آنها بیش از هزینه آنها است. بودجه بندی سرمایه‌ای یکی از مهم‌ترین مفاهیم در مدیریت مالی است. در بودجه بندی سرمایه‌ای از روش‌های مربوط به محاسبه ارزش زمانی پول، استفاده خواهیم کرد.

تعریف بودجه بندی سرمایه‌ای:

بودجه بندی سرمایه‌ای عبارت است از مجموع طرح‌های سرمایه گذاری که یک وجه مشترک دارند، یعنی بازده هر یک از این‌ها در دوره‌های بلند مدت به دست می‌آید. از دیدگاه مدیریت مالی، هدف بودجه بندی سرمایه عبارتست از گزینش آن دسته از طرح‌های سرمایه گذاری بلندمدت که انتظار می‌رود با اجرای آن طرح‌ها، ثروت سهامداران به حداکثر برسد. بودجه بندی سرمایه‌ای را غالباً فرایندی پویا می‌دانند، زیرا می‌توان طرح‌های مختلف را به صورت مستمر شناسایی کرد. امکان دارد که تغییر شرایط محیط بیرونی شرکت، باعث تغییر مطلوبیت طرح‌های سرمایه گذاری کنونی یا طرح‌ها پیشنهاد می‌شود.

مفروضات بودجه بندی سرمایه‌ای (در شرایط اطمینان)

۱- انگیزه اصلی به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران است.

۲- قطعی بودن میزان درآمدها و هزینه‌ها

۳- جریان‌ات ورود و خروجی بصورت نقد

۴- الگوی متعارف جریان‌ات نقدی

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

الگوی متعارف یعنی یک سلسله جریانات نقدی که فقط یک بار تغییر جهت می‌دهد. الگوی + و + و - و - یک الگوی متعارف تغییر علامت است اما الگوی - و + و + و - الگوی غیرمتعارف است زیرا ۲ بار تغییر علامت می‌دهد. یک بار از منفی به مثبت و بار دیگر از مثبت به منفی.

۵- ثابت بودن و مشخص بودن نرخ بازده مورد توقع

۶- عدم وجود جیره بندی سرمایه‌ای

یعنی شرکت وجوه لازم را برای اجرای تمام پروژه‌ها ندارد و باید بعبارتی سرمایه‌اش را جیره‌بندی کند.

مراحل اجرایی بودجه بندی سرمایه‌ای

بودجه بندی سرمایه‌ای، فرایندی است که می‌توان بدان وسیله طرح‌های توجیه پذیر را شناسایی کرد و به مورد اجرا گذاشت.

مراحل اجرایی آن عبارتند از:

- ۱- تشخیص و شناسایی طرح های سرمایه‌گذاری
- ۲- ارزیابی و تعیین مطلوبیت هر یک از طرح‌ها
- ۳- گزینش یا انتخاب طرح مطلوب
- ۴- طبقه بندی طرح‌ها و انتخاب بهترین آنها در صورتی که وجوه موجود برای تامین مالی مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری‌ها کافی نباشد.
- ۵- تجزیه و تحلیل نتایج تصمیمات گذشته که در مورد طرح‌های سرمایه‌گذاری گرفته شده است. یکی از موارد تاثیرگذار و با اهمیت در مبحث بودجه‌بندی سرمایه‌ای، شناسایی جریانات نقدی تاثیرگذار بر پروژه می‌باشد. و بدین منظور باید انواع هزینه‌ها و تاثیرات آنها در جریانات نقدی پروژه منظور شود. تاثیر پذیرش یک پروژه این است که موجب تغییر جریانات نقدی کل شرکت،

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

در حال حاضر و در آینده است. در این راستا اولین و مهمترین گام تفکیک جریانات نقدی مرتبط از جریانات نقدی مرتبط است. جریانات نقدی مرتبط به هر گونه تغییر در جریانات نقدی آتی شرکت که پیامد مستقیم اجرای آن پروژه باشد، گفته می‌شود. جریانات نقدی مرتبط، جریانات نقدی تفاضلی هم نامیده می‌شود. جریانات نقدی تفاضلی یک پروژه عبارتست از هر گونه تغییر در جریانات نقدی آتی شرکت که پیامد مستقیم پذیرش آن پروژه باشد.

اصل ارزیابی مجزا

وقتی تاثیر پذیرش یک طرح سرمایه گذاری پیشنهادی بر جریانات نقدی شرکت مشخص شده باشد، صرفاً باید به جریانات نقدی تفاضلی توجه داشته باشیم. این اصل، اصل ارزیابی مجزا نامیده می‌شود.

انواع هزینه‌ها و تاثیر آنها بر جریانات نقدی پروژه

۱. هزینه‌های برگشت ناپذیر: هزینه‌ای است که قبلاً آن را پرداخته‌ایم یا متعهد به پرداخت آن شده‌ایم. این هزینه تحت تاثیر تصمیم امروز ما در مورد پذیرش یا رد یک پروژه قرار نمی‌گیرد و تغییر نمی‌کند. به عبارت دیگر، شرکت چه پروژه را بپذیرد و چه رد کند، باید آن را بپذیرد.

۲- هزینه‌های فرصت: وقتی در مورد هزینه‌ها صحبت می‌کنیم معمولاً منظور ما هزینه‌های پرداختی واقعی است. این هزینه‌ها شرکت را ملزم به صرف وجه نقد می‌کنند. ولی هزینه فرصت اندکی متفاوت است. هزینه فرصت موجب می‌شود که از یک سود صرف نظر کنیم. (مانند هزینه زمین مورد استفاده در پروژه که باید هزینه فرصت آن منظور شود. این هزینه معادل مابه‌التفاوت مبلغ خالص فروش و هزینه‌های فروش است)

۳- اثرات جانبی: اثراتی است که این پروژه بر سایر جریانات نقدی شرکت می‌گذارد.

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

۴- سرمایه در گردش خالص: طبیعتاً هر پروژه‌ای موجب می‌شود که شرکت علاوه بر دارایی‌های ثابت، در سرمایه در گردش خالص نیز سرمایه‌گذاری کند.

۵- هزینه‌های تامین مالی: در ارزیابی پروژه‌ها نباید بهره پرداختنی یا هر گونه هزینه تامین مالی دیگری مانند سود تقسیمی یا بازپرداخت اصل وام را در نظر بگیریم. چون آنچه که مهم است جریانات نقدی عملیاتی ناشی از بکارگیری دارایی‌هاست.

۶- سایر موارد: ارزیابی پروژه‌ها صرفاً براساس جریانات نقدی انجام می‌شود، بعلاوه این ارزیابی باید با توجه به زمان وقوع جریانات نقدی انجام شود. همچنین همواره باید مالیات از جریانات نقدی کسر شود، چون مالیات مشخصاً یک جریان نقدی خروجی است.

ارزیابی مطلوبیت طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری مستلزم بررسی چند مرحله است. مدیر مالی مسئول اجرای سه مرحله اصلی است:

۱- تعیین میزان خالص سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار

۲- در نظر گرفتن ارزش زمانی پول از راه محاسبه ارزش فعلی جریان‌های نقدی

۳- استفاده از معیارهای بودجه بندی سرمایه‌ای به این منظور که آیا طرح مزبور بازده مورد انتظار را عاید شرکت خواهد کرد یا خیر.

معادله جریان نقدی

= جریان نقد ناشی از بکارگیری دارایی‌ها

خالص جریان نقد پرداختی به وام دهندگان + خالص جریان نقد پرداختنی به سهامداران

خالص وام جدید - بهره پرداختنی = جریان نقدی پرداختنی به وام دهندگان

خالص سهام جدید منتشر شده - سود تقسیمی = جریان نقدی پرداختنی به سهامداران

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

آنچه که در بودجه بندی سرمایه‌ای برای ما بااهمیت است ، جریان نقدی ناشی از بکارگیری دارایی می‌باشد که شامل سه جز است:

۱- جریان نقد عملیاتی (OCF)

مالیات - استهلاک + EBIT = OCF

$$= EBIT + D - EBIT \times t = EBIT (1-t) + D$$

t = نرخ مالیات و = هزینه استهلاک

روابط دیگری که می‌توان برای OCF نوشت:

$$OCF = D + \text{سود خالص}$$

یا

$$OCF = (S - C - D) + D = \text{مالیات} - C - S$$

در رابطه بالا، S مقدار مبلغ فروش است و C هزینه‌های عملیاتی است.

۲- مخارج سرمایه‌ای (مبلغ خالص سرمایه‌گذاری):

هنگامی که طرحی پذیرفته می‌شود، خالص وجوه نقدی را که از این بابت خرج می‌شود، خالص سرمایه‌گذاری و زمانی را که سرمایه‌گذاری اولیه در آن صورت می‌گیرد، زمان صفر می‌نامند.

$$= \text{مبلغ خالص سرمایه‌گذاری}$$

مالیات مربوط به فروش دارایی‌ها \pm وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها - هزینه نصب دستگاه +
هزینه طرح

هزینه طرح پولی است که برای احداث یا خرید یک دارایی به مصرف می‌رسد.

فروش دارایی‌های مربوط به طرح، احیاناً باعث افزایش یا کاهش مالیات‌های شرکت می‌شود و آثار مالیاتی این اقلام در محاسبه میزان خالص سرمایه‌گذاری محاسبه می‌شود.

۳- افزایش سرمایه در گردش خالص:

اجرای طرح ممکن است بر سرمایه در گردش خالص اثرگذار باشد که این اثر باید در جریان نقدی لحاظ شود.

(FCF) جریان نقدی آزاد = جریان نقد ناشی از بکارگیری دارایی‌ها

افزایش در سرمایه در گردش خالص - خالص مخارج سرمایه‌های - FCF = OCF

جایگزین کردن ماشین‌آلات

جایگزین کردن ماشین‌آلات زمانی مطرح می‌شود که شرکت بخواهد ماشین‌آلات جدیدی بخرد و به جای دستگاه‌های قدیمی نصب کند. بدین وسیله سود خود را افزایش دهد. به منظور ارزیابی طرح‌های جایگزینی باید مبلغ خالص سرمایه‌گذاری و تفاضل جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری را محاسبه کرد. جریان‌های نقدی حاصل از جایگزینی برابر تفاوت بین جریان‌های نقدی حاصل از ماشین‌آلات جدید و ماشین‌آلات قدیمی است که در این مورد باید هر سه جریان OCF (جریان نقد عملیاتی)، خالص سرمایه‌گذاری و افزایش در سرمایه در گردش خالص لحاظ شود.

مثال: شرکتی می‌خواهد ماشین‌آلات موجود خود را تعویض کند. جریان‌های نقدی حاصله از این تصمیم را محاسبه کنید. (نرخ مالیات ۴۰٪)

ماشین‌آلات کنونی	ماشین‌آلات جدید	
۴۰۰۰۰۰۰	۵۴۰۰۰۰۰	بهای تمام شده پس از نصب
۱۰ سال	۶ سال	عمر مفید
۴۰۰۰۰۰	۹۰۰۰۰۰	استهلاک سالانه
۱۴۰۰۰۰۰	-	ارزش بازار (کنونی)

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

سود قبل از مالیات و استهلاک بر حسب ریال

ماشین آلات جدید	ماشین آلات	
۱/۵۰۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰	سال اول
۱/۵۰۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰	سال دوم
۱/۵۰۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰	سال سوم
۱/۵۰۰/۰۰۰	۵۰۰/۰۰۰	سال چهارم
۱/۵۰۰/۰۰۰	۵۰۰/۰۰۰	سال پنجم
۱/۵۰۰/۰۰۰	۵۰۰/۰۰۰	سال ششم

الف) محاسبه مبلغ خالص سرمایه‌گذاری‌ها که برابر است با:

صرفه جویی مالیاتی \pm وجوه حاصل از فروش دارایی کنونی - بهای تمام شده ماشین آلات

جدید

صرفه جویی مالیاتی \pm ۱/۴۰۰/۰۰۰ - ۵/۴۰۰/۰۰۰

نکته: اگر ارزش بازار دارایی که می‌فروشیم بزرگتر از ارزش دفتری دارایی باشد، سود شناسایی

می‌شود و مالیات تعلق می‌گیرد. که میزان مالیات برابر حاصلضرب سود حاصله در نرخ مالیات

است. اما اگر ارزش بازار دارایی کمتر از ارزش دفتری دارایی باشد، زیان شناسایی می‌شود و به

میزان حاصلضرب مبلغ سود در نرخ مالیات، صرفه جویی در مالیات (مالیات با علامت منفی)

داریم.

ادامه حل:

استهلاک انباشته - بهای تمام شده دارایی = ارزش دفتری دارایی

$۲/۴۰۰/۰۰۰ = (۴ \times ۴۰۰/۰۰۰) - ۴/۰۰۰/۰۰۰ =$ ارزش دفتری دارایی

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

ارزش دفتری $2/400/000 < 1/400/000 =$ ارزش بازار دارایی

پس زیان شناسایی شده برابر $1/000/000 (2/400/000 - 1/400/000)$ است.

میزان صرفه جویی مالیاتی برابر $400/000 - (0/4 \times 1/000/000)$ می باشد

$3/600/000 = 400/000 - 1/400/000 - 5/400/000 =$ خالص سرمایه گذاری

محاسبه جریانات نقدی عملیاتی:

ماشین آلات جدید	ماشین آلات کنونی		
سال ۱-۶	سال ۱-۳		
۱/۵۰۰/۰۰۰	۵۰۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰	سود قبل از مالیات و
-۹۰۰/۰۰۰	-۴۰۰/۰۰۰	-۴۰۰/۰۰۰	استهلاک (استهلاک)
۶۰۰/۰۰۰	۱۰۰/۰۰۰	۴۰۰/۰۰۰	سود قبل از مالیات
-۲۴۰/۰۰۰	-۴۰/۰۰۰	-۱۶۰/۰۰۰	(مالیات بر سود)
۳۶۰/۰۰۰	۶۰/۰۰۰	۲۴۰/۰۰۰	سود پس از کسر مالیات
۹۰۰/۰۰۰	۴۰۰/۰۰۰	۴۰۰/۰۰۰	استهلاک
۱/۲۶۰/۰۰۰	۴۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	جریانات نقدی

حال برای سال ۱-۶ جریانات نقدی کنونی را از جدید کسر می کنیم

مدیریت مالی ارشد و دکتری (صفوی / صباغ)

سال	جریان نقدی ماشین آلات جدید	جریان نقدی ماشین آلات کنونی	تفاضل جریانات نقدی
۱	۱/۲۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	۶۲۰/۰۰۰
۲	۱/۲۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	۶۲۰/۰۰۰
۳	۱/۲۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	۶۲۰/۰۰۰
۴	۱/۲۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰
۵	۱/۲۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰
۶	۱/۲۶۰/۰۰۰	۶۴۰/۰۰۰	۸۰۰/۰۰۰

حال از این جریانات نقدی استفاده می‌کنیم و با یکی از معیارهای ارزیابی طرح، به تصمیم‌گیری در مورد این طرح می‌پردازیم.