

# د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

لیکونکی: پوهاند ډاکټر سټیپن پاول  
د المان-بوخم رور پوهنتون استاد

ژباړونکی: پوهیالی رحمان الله رسا  
د خوست د شیخ زابد پوهنتون استاد

Ketabton.com

۱۳۹۰ ل.

عیسوي ۲۰۱۱.

# بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

## کتاب پڙندنه:

د کتاب نوم	::	د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات
مولف	::	پوهاند ډاکټر سټیپین پاول
ژباړونکی	::	پوهیالی رحمان الله رسا
ډیزاین	::	صادق الله صادق
خپرنډوی	::	ګودر خپرنډویه ټولنه - جلال اباد
چاپ کال	::	۱۳۹۰ لمريز
د خپرونو لړ	::	(۹۴)
چاپ شمېر	::	۱۰۰۰ ټوکه
ګودر کتاب پلورنځی، لاندینی پور، اسحاقزی مارکېټ، بزازی څلورلارې -		
جلال اباد \ ۰۷۰۷۱۲۸۱۸۲		

## د خپرندويې ټولني يادښت

دا دی گودر خپرندويې ټولني د نشراتي فعاليت پينځم کال پای ته رسېږي او شپږم کال يې پيلېږي. په دغه موده کې له يوې خوا په تخنيکي او مسلکي برخه کې زموږ تجربه زياته شوه، له بلې خوا مو د کار په کيفيت کې ژور بدلون راوست. د دې ترڅنگ مو هڅه وکړه چې د ادبياتو، تاريخ او ذوقي آثارو ترڅنگ د علمي کتابونو چاپ ته ځانگړې پاملرنه وکړو. له نېکه مرغه د پوهنتون استادانو او د افغانستان د علومو د اکاډمۍ پوهانو خپل يو شمېر علمي آثار مونږ ته وسپارل او انشاءالله مونږ د دغو درنو استادانو د علمي زيار پايله ښه وځلوله او علمي آثار مو ورته د چاپ په گانه سينگار او لرې ولايتونو ته ورسول، په دې وروستيو کې د افغانستان د پوهنتونونو درنو استادانو د يو شمېر ډېرو نويو کتابونو په ژباړه لاس پورې کړ، د دغو درسي کتابونو ژباړه لومړی ځل گودر خپرندويې ټولني ته په لاس ورغله او د محصلانو د ستونزې د حل په خاطر مو بې له ځنډه د چاپ کار بشپړ کړ. ډېر خوښ ياستو چې د ژباړې د لړۍ دويم کتاب د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات نومېږي خپور شو، دغه کتاب محترم پوهيالي رحمان الله رسا ژباړلی دی. استاد پوهيالی رحمان الله رسا د خوست د شېخ زايد پوهنتون د ادارې او تجارت پوهنځي د علمي کدر غړی دی. چې د کتاب په ژباړه يې ډېر زيار گاللی.

په دغه کتاب کې د پيسو زماني ارزش، د سرمايي بودجه بندي، د مالي حسابونو تحليل، د سهامې شرکتونو اوږدمهال تمويل، د سهامې شرکتونو لنډمهال تمويل او د مشتقه داربي گانو اساسات راغلي دي.

گودر خپرندويه ټولنه هيله لري، چې د ژباړې دغه سلسله بشپړه خپره کړي. له درنو لوستونکو، مسلکي کدرونو، محصلينو او استادانو څخه هيله کوو، چې زموږ د کار د ښه کېدو په خاطر او د خپل ضرورت وړ کتابونو په هکله مونږ ته خپل نظرونه راولېږي او د گودر خپرندويې ټولني تېر کار باندې کره کتنه وکړي، مونږ به خوښ شو. په پای کې د هېواد د علمي بډاينې او د درنو او پتمنو هېوادوالو د هوساينې لپاره دعا کوو.

په درنښت

## سریزه:

په پښتو ژبه باندې تدریس او د اقتصاد د کتابونو د کتابونو زده کړه او په دې لړ کې د یو ولسو درسي کتابونو ژباړه د افغانستان له پوهنتونونو سره د آلمان د هېواد د تواءمیت د لاسلیک شوي قرارداد یوه مهمه برخه ده. دغه اقدام به د کارپوهانو په روزنه کې لویه مرسته وکړي. دا به په افغانستان کې د علمي مرکزونو او د عملي کار ځایونو ترمنځ د نږدېوالي او یو بل سره د کار کولو یوه وسیله وگرځي.

د آلمان د رور- بوخم پوهنتون له ۱۹۲۰م. کال راهیسې دغه تواءمیت او مرستې پیل کړي دي، چې هغه مهال یواځې له کابل پوهنتون سره وې او تر ۲۰۰۲م. پورې یې دوام موندلی و. ددغو اړیکو موخه دا ده چې په افغانستان کې د اقتصاد زده کړه په نړیوال معیار پرمخ بوتلل شي. په دې کې درې ټکي مهم دي:

- له هره پلوه د اقتصاد د لسانس د دورې د پروگرام ثبات او معیاري کول.
- د **Lerntext/Lehr** په واسطه د لسانس د دورې د پښتو، انګلیسي او دري ژبو ترپوشش لاندې راوستل.

- د دغو نویو درسي پروگرامونو د تدریس لپاره د افغانستان د اقتصاد د پوهنځیو د ځوان علمي کدر د علمي توانایي اوچتول، د هغو درسي دورو له لارې چې د بوخم- رور په پوهنتون کې ورته په پام کې نیول شوي دي.

اوس په افغانستان کې د ذکر شوي تواءمیت لمن نوره هم ټول افغانستان ته پراخه شوې ده، چې له ۲۰۰۴م. کال څخه وروسته له کابل پوهنتون څخه وروسته په ۲۰۰۸م. کال کې د بلخ، هرات، ننگرهار، کندهار، خوست او بامیان پوهنتونو پورې ورسېدلې او ۲۰۰۹م. کال کې دغو مرستو د فاریاب د لوړو زده کړو مؤسسه هم ترپوښښ لاندې راوستله.

وروسته تر ۲۰۰۸م. کال څخه تصمیم ونيول شو، چې له انګلیسي ژبې څخه درسي کتابونه پښتو ته وژباړل شي، نو ځکه یې د **Lerntext/Lehr** تر پروگرام لاندې له انګلیسي څخه پښتو ژباړه پیل شوه، ترڅو هم استادان او هم محصلان ورڅخه استفاده وکړي. اوس محصلان په خپله مورنۍ ژبه د اقتصاد نوي علوم زده کولای شي.

پوهاند ډاکټر ویلهلم لوین شتاین

د رور- بوخم د پوهنتون د پرمختیایي څېړنې او پالېسۍ د انستیتوت مشر

بوخم ښار

۲۰۱۱م. کال



# تقریظ

دا چې د رور پوهنتون - بوخوم د انكشاف تحقيق او د انكشاف سياست انستيتيوت د افغانستان پوهنتونونو د اقتصاد پوهنځيو د پراختيا او پرمختيا په موخه زياتې هڅې پيل كړي او ددغه هڅو د لړۍ څخه يې د علمي كادرونو د روزلو او د اقتصاد پوهنځيو له پاره د نوي او عصري درسي نصاب د برابرولو څخه يادونه كولاى شو. اړوند انستيتيوت په پام كې لري، چې تيار شوى نوى او عصري نصاب په دواړو ملي ژبو، پښتو او درى وژباړي، ترڅو په نږدې راتلونكي كې د اقتصاد په پوهنځيو كې تدريس شي.

د نوموړي انستيتيوت په سپارښتنه د شيخ زايد (خوست) پوهنتون د ادارې او تجارت پوهنځى استاد پوهيالي رحمن الله رسا ته دنده سپارل شوي وه، چې د سهامى شركتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات كتاب (Fundamentals of Corporate Finance and Investment) پښتو ژبې ته وژباړي. بناغلى رسا د زياتو هڅو او كوششونو په پايله كې په دې بريالى شو، چې د سهامى شركتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات كتاب پښتو ژبې ته وژباړي.

د نوموړي كتاب پښتو ژباړه ما ترپايه لوستي، د ژباړې متن يې ډير ساده او روان لوستل كيرې او په لوستلو كې كومه ستونزه نه لري.

د گران رسا ژباړه د كتاب په بڼه د چاپ كيدو وړ بولم او دده هڅې ستايم او همدارنگه رسا ته د نورو داسې علمي كتابونو د ژباړې سپارښتنه كوم. پر مټويې برکت.

په وياړ

د ننگرهار پوهنتون

د اقتصاد پوهنځى

استاد پوهنيار شاه محمود

۱۳۸۹.۱۰.۴

جلال اباد - ننگرهار

## تقریظ

«د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات» کتاب پښتو ژباړه چې د خوست د شیخ زاید پوهنتون د ادارې او تجارت پوهنځي د علمي کدر غړی، پوهیالی رحمان الله رسا بشپړ کړی، ما ولوست. شرکتونه او په تېره بیا د تمویل او پانګې اچونې اساسات د اقتصاد پوهنځي په نوي کریکولم کې یو مهم، په زړه پورې او د اقتصاد د عملي ډګر یو بنسټیز دسپلین دی. دغه ګټور کتاب (ریډر) پوهاند ډاکټر سټیپن پاول د (Fundamental of Corporate Finance & Investments) عنوان لاندې لیکلی چې د المان د بوخم د پوهنتون د اقتصاد او مدیریت د پوهنځي د مالي او بانکي چارو (Finance and Banking) د څانګې درسي کتاب دی. په کتاب کې د تمویل او پانګې اچونې، د پانګې اچونې د مفهوم، د پیسو زماني ارزش، راتلونکي او فعلي ارزش، د پانګې لپاره بودجه جوړول، د مالي صورت حسابونو تحلیل، د شرکتونو د تمویل او شتمني د اساساتو په هکله ډېر ښه مسایل راغلي دي. له بده مرغه زموږ د پوهنتونونو د اقتصاد د پوهنځيو په ژباړو کې لا اوس هم واحد او معیاري لیکدود نه دی معمول شوی، زما وړاندیز دا دی چې په دغه ډول ژباړو کې دغه ټکي په کلکه په پام کې ونیسو.

«د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات» کتاب د افغانستان د اقتصاد د پوهنځيو لپاره د درسي کتابونو د پښتو ژباړې د لړۍ درېیم کتاب دی. له دې څخه مخکې «د مدیریت علم» او «احصائیه او اکونومټري (اقتصادي سنجشونه)» کتابونه ژباړل شوي وو، ډېره هيله ده چې دغه لړۍ په بريالیتوب سره پرمخ ولاړه شي.

اوس هغه وختونه تېر دي چې د هېوادونو د خاورې پراختیا، لښکر او د نفوسو زیاتوالي باندې به حساب کېد. د دې پرځای په اوسني عصر کې د یوهېواد د نړیوال پرستیژ، دیپلوماتیک او سیاسي دریخ، د پرمختګ معیار او د ثبات درجه په سیده توګه اقتصادي حالت پورې تړلې ده، نو ځکه د اقتصاد په ډګر کې لایقو کدرونو ته ډېره کلکه اړتیا ده، دغه ډول ملي کدرونه د اقتصاد په پوهنځيو کې روزل کېږي، محصلانو ته په مورنۍ ژبه د درسي کتابونو موجودیت لومړنی شرط دی. ډېر د خوشحالی ځای دی چې د خوست د شیخ زاید پوهنتون د ادارې او تجارت د پوهنځي د علمي کدر غړی ښاغلی رسا صاحب په

ډېر زيار دغه كتاب وژباړه. زه په داسې حال كې چې د محترم پوهيالي رحمن الله رسا پوره زيار په ژباړه كې ستايم، د دغه كتاب د چاپ او خپرېدو سپارښت كوم. د خوست د شيخ زايد پوهنتون د ادارې او تجارت پوهنځي او د هېواد د نورو پوهنتونونو د اقتصاد د پوهنځيو محصلانو ته دا زېرى هم وركوم چې د ژباړې دغه لړۍ به دوام ومومي او يوولس درسي كتابونه به د محصلانو په واک كې ورکړل شي. د دغو ژباړو يوه ډېره غوره بڼېگڼه داده، چې محصلان له خپلو مسلکي اصطلاحاتو سره ډېر ښه اشنا کېږي او د هېواد د فزيکي بيارغاونې په بهير كې او د اقتصادي متوازنې ودې لپاره نظري معلومات ترلاسه كوي. زمونږ د لوړو زده كړو د مؤسساتو په ټول تاريخ كې د لومړي ځل لپاره د درسي كتابونو د چاپ او محصلانو ته په واک كې ورکولو دومره يو ښه چانس برابر شو.

د لوى خداى په دربار كې دعا كوم چې گران افغانستان د غښتلي ملي كدرونو او وياړلي ولس مو د پتمن ژوند خاوندان كړي. د هېواد د لوړو زده كړو د مؤسساتو د علمي غنا او بډاينې له ستر ارمان سره درانه لوستونكي د كتاب مطالعې ته رابولم.

په درنښت

پوهاند محمد بشير دوديال

کابل \ ايوب خان مېنه

۱۳۹۰.۱۲.۲۷

## د پیل خبرې

هر فعالیت او کاروبار د یو لړ مالي او پولې وسایل د شتون ایجاب کوي. تصدی او شرکتونه د خپلو اقتصادي فعالیتونو د تر سره کیدو په موخه باید اړین مالي او پولې وسایل په واک کې ولري، ترڅو د هغوی په درلودلو سره وتوانېږي، چې خپل د هدف وړ فعالیتونه او پانګې اچونې په خپل وخت تر سره کړي. زیات شمیر تصدی او سهامی شرکتونه د پانګو اچونو له پاره کافي مالي او پولې وسایل په واک کې نه لري - پس اړ دي، چې د هدف وړ پانګو اچونو د تر سره کیدو په موخه مالي او پولې وسایل د نورو مالي ادارو څخه په لاس راوړي، ترڅو د مالي او پولې وسایلو د قلت خطر جبران کړي.

دا چې دغه پولې او مالي وسایل څه ډول په لاس راوړي او تر لاسه شوي مالي او پولې وسایل څه ډول تنظیم کړي، نو اړینه ده، چې د تمویل د علم څخه باخبره واوسو. تمویل هغه علم دی، چې د پیسو او مالي وسایلو د تر لاسه کولو، تنظیم، تهیی او مصرف څخه بحث کوي. د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات هغه میتودونه او شیوې راته په ګوته کوي، چې څنګه کولای شو یوه پانګه اچونه په سالمه توګه تمویل کړو او همدارنګه لاس ته راغلي مالي او پولې وسایل څه ډول په موثر او مولدتر ډول سرمایګزاري کړو. دا چې د یوې تصدی او شرکت پانګه د مالک د پانګې، عام اسهامو، خاص اسهامو او قرضونو څخه تشکیل شوي وي، نو تمویل د دوی تر منځ د مفادو د توزیع سیاست، د اسهامو د انشقاق، نشر او قیمت گذارې، د نقدو پیسو جریان، د پیسو تهیه او تنظیم او داسې نور مسایل تر مطالعې لاندې نیسي.

څرنګه چې تمویل د اقتصاد د علم یو کلیدي او مهم بخش دی او د افغانستان پوهنتونونو د اقتصاد په پوهنځیو کې ددې علم په تړاو جامع او مانع درسي کتاب نه موجود، نو ما اړینه وګڼله ترڅو د اقتصاد په دې کلیدي برخه کې یو کتاب و ژباړم، ترڅو له یوې خوا د هغې شتون ممکن شوي او د بلې خوا د اقتصاد د مسلک په ځانګړي ډول د تمویل د مسلک اړوند کسان: د اقتصاد پوهنځیو استادان، زده کړیالان او عام وګړي ترې استفاده وکړي.

ددغه کتاب ژباړه د جرمني دوست هیواد د رور پوهنتون - بوخوم او د افغانستان د پوهنتونونو د اقتصاد پوهنځیو تر منځ د درسي کتابونو د ژباړې د تړون له لړۍ څخه یوه برخه ده، چې د ښاغلي دوکتور عبدالسمیع نور له خوا تنظیم او کنټرولېږي.

پاتې دې نه وي، چې ددې کتاب د ژباړې په اصلاح او د ژباړې له پاره د اړینو وسایلو په برابرولو کې راسره ښاغلي دوکتور نور پوره مرسته کړي.

د ښاغلي دوکتور نور د زیاتو همکاريو او تر سره کړیو مرستو منندوی یم.

په لمانځنه

د شیخ زاید پوهنتون د ادارې او تجارت پوهنځی

استاد پوهیالی رحمن الله رسا

## لړلیک

مخ	موضوع
الف	سریزه
ب	تقریظ
ج	تقریظ
هـ	د پیل خبرې
2	تمویل څه دی؟
<b>لومړی څپرکی</b>	
8	د پیسو زماني ارزش
<b>دوهم څپرکی</b>	
48	د سرمایې بودجه بندي
<b>درېیم څپرکی</b>	
75	د مالي صورت حسابونو تحلیل
<b>څلورم څپرکی</b>	
137	د سهامی شرکتونو اوږدمهاله تمویل: مالکانو سرمایه:
<b>پینځم څپرکی</b>	
178	د سهامی شرکتونو اوږد مهاله تمویل II: قرض
<b>شپږم څپرکی</b>	
230	د سهامی شرکتونو لنډ مهاله تمویل
<b>اووم څپرکی</b>	
259	د مشتقه دارايې ګانو اساسات
329	د پوښتنو او ستونزو بیا کتنه

## تمویل څه دی؟

### What is Finance?

په عمومي توګه تمویل د دولتي ادارو، د تصدی او د انفرادي اشخاصو د پیسو او مالي منابعو د تر لاسه کولو، مصرف او تنظیم تر څیړنې لاندې نیسي. د مالي منابعو او پیسو د تر لاسه کولو، تنظیم او مصرف له پاره موثر میتودونه وړاندیز کوي او دا روښانه وي چې نوموړي ادارې څه ډول مالي منابع د پانگې اچونې د تر سره کولو له پاره په لاس راوړي او د هغوي د په کار اچولو موثرې شیوې پشنهادوي. همدارنګه تمویل کیدای شي چې د ملي اقتصاد، تصدي اقتصاد او د انفرادي اشخاصو په سطحه بیلا بیل تعریف شي. د ملي اقتصاد له نظره تمویل د یوه هیواد او نړیوال مالي سیستم په داخل کې د مالي مارکیټونو، د مالي میانجی ادارو او پالیسی جوړونکو کړنې او د هغوی تاثیرات تر مطالعې او څیړنې لاندې نیسي. د تصدي اقتصاد له نظره تمویل مالي پلان جوړونه، د دارایی تنظیم، د اقتصادي کړنو څخه تر لاسه شوي منابع او مالي ادارې تر مطالعې او څیړنې لاندې نیسي. او د انفرادي اشخاصو له نظره تمویل د انفرادي اشخاصو په مالي اضطراري حالاتو کې د تیاري ډول، د غیر مترقبه پیښو او مرکې ژوبلې او د شتو له منځه تلو په مقابل کې د دوی ساتنه او دوخت په تیریدو د دوی د شتو تجمع تر مطالعې او څیړنې لاندې نیسي.

تمویل له اقتصاد او محاسبې څخه سرچینه اخیستي ده او په دوی پوري اړه لري. ددې له پاره چې اقتصادپوهان د ازاد بازار په اقتصادي سیستم کې قیمتونه، د توکو او مالي خدماتو مقدار تعیین کړي او هغه تر څیړنې لاندې ونیسي، نو د عرضه او تقاضا د میکانیزم څخه په استفاده قیمتونه، د توکو او خدماتو مقدارونه تعیینوي. محاسبین د ثبت شوي مالوماتي میکانیزم په وړاندې کولو سره د هغې مالي تجهیزاتو ملکیت په ګوته کوي، چې د مالي فنډونو د استعمال په جریان کې د پس انداز کونکي او قرض کونکي تر منځ یې صورت نیولی وي. او همدارنګه محاسبین عواید، مصارف او د ادارو مفیدیت چې اجناسو او خدماتو د مبادلې په وخت کې تر لاسه شوي وي، درج کوي. د تولید او د کارګرد تخصص موثر میتودونه هغه وخت کیدای شي چې شتون لري، کله چې د خامو موادو او نهایی تولیداتو له پاره د تادیبې کاري وسایل شتون ولري. تصدی هغه وخت کولای شي، چې د سرمایوي وسایلو لکه ماشینونو او تجهیزاتو د اخیستو له پاره اړینې پیسې تر لاسه کړي، کله چې د پانگې اچونې له پاره د پس انداز میکانیزم له پخوا شتون ولري. عیناً دولت او نور دولتي واحدونه لکه مرکزي دولت، محلي حکومتونه او ګمرکات هغه

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

وخت لوی او پراخ فعالیتونه تر سره کولای شي، کله چې د پیسو د زیاتوالي، تادیبې او قرض له پاره کاري وسایل وجود ولري.

مالي مارکیتونه، مالي میانجی ادارې او مالي دولتي ادارې د یوه پرمخ تللي مالي سیستم عمده او کلیدي عناصر بلل کیږي.

مالي مارکیتونه د پس انداز کوونکي څخه قرض کوونکي ته د مالي منابعو او فنډونو د ویش او توزیع میکانیزم تهیه کوي او اسانتیاوې په وجود راوړي.

د مالي میانجی ادارې: بانکونه، د بیمې کمپنی او پانگې اچونې کمپنی، هغه ادارې دي، چې مالي فعالیتونه ترسره کوي او د مالي فعالیتونو په ترسره کولو کې عملاً په کاربوختې دي. او پس انداز کوونکو مالي منابع د پانگه اچونکو او قرض ترلاسه کونکو په واک کې ورکوي، ترڅو په ترلاسه شویو منابعو سره پانگه اچونه ترسره کړي.

مالي ادارې په اقتصادي کړنو لکه د اجناسو او خدماتو په تولید او د مالي سرچینو په موثر استعمال کې په کار بوختې دي. په هغه مالي ادارو کې چې موخه یې د گټې ترلاسه کول وي، د مالي منیجر یا مدیر موخه داوي ترڅو د مالک شته لوړ کړي یا یې اعظمی حد ته ورسوي. دې موخې ته رسیدل هغه وخت شوني دي، چې کاري او موثره مالي پلان جوړونه، تحلیل، د دارايې تنظیم او اداره او د مالي سرمایې ترلاسه کونه شتون ولري. خو په هغه ادارو کې چې موخه یې د گټې ترلاسه کول نه بلکې د عامه غوښتنو او خدماتو ترسره کول وي، د مالي مدیر موخه او هدف دا وي ترڅو د خدماتو غوښتل شوي سطحه د قبول وړ مصارفو سره ترسره کړي.

### Why study Finance?

### ولې تمويل مطالعه کېږي؟!

ددې له پاره چې ذکر شوي پوښتنې ته ځواب ووايو، نو ډیر علتونه موجود دي چې موږ د تمويل مطالعې ته اړ باسي.

1- ممکن تر ټولو بهترين علت يې دا وي چې: د يو فرد په صفت هر فرد دا غواړي چې د اقتصادي تصميمونو په هکله مالومات ولري او د اقتصادي پالیسيو او سياستونو څخه خبر وي. څرنگه چې موږ او تاسو گورو مالي سیستم او اقتصادي کړنې د پالیسيو او سياستونو د جوړونکو تر نفوذ لاندې قرار لري، نو افراد دي چې همدغه د د سياستونو طرحه کونکي انتخابوي، لکه ولسمشر، پارلمان او داسې نور دغه رسمي انتخاب شوي اشخاص دا قدرت لري، چې د هيواد مالي سیستم د نوي قوانينو په منځ ته راوړولو سره تغير کړي او د دوی تصميمونه مستقيماً د هيواد د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اقتصادي کړنو په سطحه باندې تاثیر اچوي او کولای شي چې په خپلو تصمیمونو سره د هیواد اقتصادي فعالیتونو ته تغیر ورکړي. دا ډیره داهمیت وړ خبره ده چې کله افراد سیاسي او اقتصادي انتخاب کوي، نو باید وپاندې په اړونده موضوع پوره خبر واوسي.

اړینه ده چې د موضوع د لاروښانتیا له پاره یو لړ پوښتنې مطرح شي.

ایا تاسو غواړی چې متوازنه بودجه ولری؟

ایا غواړی چې کم مقدار مالیات تادیه کړی؟

ایا غواړی چې ازاد بین المللي تجارت څخه برخمن شی؟

ایا غواړی چې د انفلاسیون نرخ مو ټیټ واوسي؟

ایا غواړی چې کامل استخدام شتون ولري؟

هر ډول او هر کله چې موږ مالي او اقتصادي انتخاب ترسره کوو، نو اړیو ترڅو د څو انتخابونو ترمنځ فرق وکړو، نو اړیو چې په کافي اندازه مالومات ولرو او ټول افراد باید د کلي تمویل په اړوند ابتدایي پوهه او مالومات ولري او له هغې څخه خبر وي.

دوهم داچې د تمویل په هکله د بعضې مالوماتو او پوهې لرل په ځانگړي ډول د مالي مارکیتونو او یا د پانگې اچونې د اجزاوو په هکله اړین دي. د انفرادي تمویل په مختلفو اړخونو او مختلفو برخو باندې پوهیدل زموږ سره دا مرسته کوي، چې په بهتره توگه شته مالي منابع تنظیم کړو او دوخت په تیرو د اړایې د تجمع په هکله اساسي او غوره تصمیمونه تهیه کړو.

ددې لپاره چې د فردي تمویل په ساحه کې بریالي واوسو، نو علاوه ددې څخه چې د کلي تمویل په اساساتو پوهه شو لکه څرنګه چې د یوه هیواد په اقتصاد او مالي سیستم پوري اړه لري، همدارنګه باید په هغه عواملو هم پوهه شو چې د بهرې نرخ او د قرض سند قیمت تر تاثیر لاندې راولي.

څرنګه چې نن سبا ټول اقتصادونه یو تر بله نږدې اړیکې لري، نو ډیر داهمیت وړ ده چې افراد باید د نړۍ د اقتصادي تصمیمونو او انتخابونو په هکله مالومات ولري.

درېیم داچې د اقتصادي فعالیتونو په نړۍ کې بریالي واوسول ددې چې د مالي مارکیتونو په اړوند مالومات او پوهه ولرو دا مهمه ده چې د خصوصي تمویل په هکله اساسي او ابتدایي پوهه او مالومات تر لاسه کړو. حتی که زموږ د فعالیت او کار علاقه په غیر تمویلي سکتور کې وي. د تمویل د پوهې په ذریعه کولای شو چې د تصدی داخلي او خارجي ساحې تر اغیزې لاندې راولو. ددې له پاره چې په دواړو داخلي او خارجي ساحو باندې متقابل اغیز وکړو، نو د تمویل



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اساسي مفکورې، وسایلو او د هغې تطبیق ته ضرورت لرو او باید ترسره یې کړو. بریالي اقتصادي کسبونه درې واړو ساحو باندې پوهیدلو ته اړتیا لري.

### یوه پانگه اچونه څه ده؟

### What is an investment?

د ژوند په اوږدو کې افراد پیسې گټي او مصرفوي. په نادره توگه که څه هم د دوی فعلي عواید د دوی د مصارفو سره برابرېږي، خو ځیني وختونه کیدای شي د هغه څه څخه زیاتې پیسې ولري، چې غواړي مصرف یې کړي یا کیدای شي چې په نورو وختونو کې افراد د هغه څه څخه زیات خرید وکړي، چې دوی یې د خرید توان لري. دغه غیر توازن به ددې رهنمایي وکړي، چې قرض وکړي او یا پس انداز ترڅو چې له عوایدو څخه اوږدمهاله گټه ترلاسه شي. کله چې فعلي عواید له فعلي مصارفیاتي غوښتنو څخه زیات شي، نو اشخاص دې ته میل لري چې دغه زیات شوی مقدار پس انداز کړي او دوی کولای شي، چې په دغه پس انداز شوي مقدار سره مختلف کارونه ترسره کړي. یو امکان دادی چې دغه پس انداز شوي پیسې د نیلۍ لاندې پټې وساتي او یایې د کور په انگرې کې بنځې کړي، ترڅو په راتلونکي هغه وخت کې یې وکاروي، چې مصارف یې له عوایدو څخه زیات شي. کله چې بنځې شوي یا ساتل شوي پیسې بیرته راویستل شوي، نو بیا هم هماغه مقدار پیسې دي. دوهم امکان دادې چې اوسنی پس انداز له لاسه ورکړو خو په راتلونکي وخت کې د همدغه پس انداز زیات مقدار د راتلونکو مصارفو له پاره تر لاسه کړو. دفعلي مصارفو او راتلونکو لویو مصارفو تر منځ مواضعه ددې سبب ګرځي، ترڅو پس انداز ترسره کړو. د وخت په تیریدو سره د پس انداز زیاتوالی د پانگې اچونې څخه عبارت دی. هغه څوک چې فعلي پس انداز له لاسه ورکوي هیله لري ترڅو په راتلونکي وخت کې د له لاسه ورکړل شوي مقدار څخه زیات مقدار تر لاسه کړي، برعکس هغه څوک چې د فعلي عوایدو څخه زیات مصارف ترسره کوي باید په راتلونکي وخت کې د قرض شوي مقدار څخه زیات مقدار تادیه کړي. د فعلي مصارفو او راتلونکو مصارفو تر منځ د مبادلې نرخ د بهرې د خالص نرخ څخه عبارت دی. په دواړو حالتونو کې خلک دې ته میل لري، چې د قرض شویو پیسو او پس انداز شویو پیسو باندې اضافي مقدار ترلاسه کړي. د بهرې نرخ لوړوالی د پیسو د خالص زماني ارزش څخه عبارت دی. چې د بهرې دغه نرخ د سرمایې په مارکیټ کې د اضافي عوایدو یانې پس انداز د عرضه چې د پانگې اچونې له پاره تهیه کیږي او اضافي مصارفو د تقاضا له مخې په ټاکلي وخت کې تعیینېږي. که چیرې نن ورځ موږ یو د عوایدو ټاکلی مقدار 100 ډالر د یو کال وروسته د یو ټاکلي

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

عوايدو مقدار چې 104 ډالر کيږي تبادلې کړو، نو د تبادلې خالص نسبت له 4 فيصده (1-104\100) څخه عبارت دی، خو په دې صورت کې پانگه اچونه له خطر څخه مصون نه دی. په بل عبارت د پيسو زماني ارزش) پانگه اچونکي چې نن ورځ 100 ډالر له لاسه ورکوي هيله لري، چې په راتلونکي وخت کې د 104 معادل خدمات او مصارف تر لاسه کړي. دغه انگيرنه دا په گوته کوي، چې په اقتصاد کې د قيمتونو عمومي سطحه په خپل حالت پاتې کيږي، د قيمتونو دغه ثبات د تيرو څو لسيزو په دوران کې ډير کم په خپل حال پاتې شوی دی. په 1986 زيږديز کال کې د انفلاسيون انډول يان نسبت 1.1% خو په 1989 زيږيز کال کې 13.3 فيصده ته لوړ شو چې په اوسط ډول له 1970 نه تر 2001 زيږديزو کالونو کې د انفلاسيون نرخ 5.4 فيصده ته ورسيد. که چيرې پانگه اچونکي هيله ولري، چې قيمتونه تغير کړي نو هغه به د حاصلاتو لوړ نرخ ته ضرورت ولري تر څو دغه د قيمتونو لوړالی پرې جبران کړي. د بيلگې په توگه که چيرې يو پانگه اچونکي د پانگې اچونې په جريان کې وغواړي چې د 2 فيصده په اندازه قيمتونه لوړ کړي يا په بل عبارت انفلاسيون منځ ته راوړي، هغه بايد د بهرې نرخ د 2 فيصده په اندازه لوړ کړي. زموږ په مثال کې پانگه اچونکي په راتلونکي کې 106 ډالرو ته ضرورت لري تر څو د انفلاسيون په دوران کې 100 ډالرو معادل مصارف وځنډوي. د بهرې د 4 فيصده په عوض 6 فيصده ته ضرورت ليدل کيږي. علاوه لدې څخه که چيرې د پانگې اچونې څخه راتلونکي تاديه د اعتماد وړ نه وي، نو پانگه اچونکي ضرورت لري تر څو د ربحې نرخ د پيسو د خالص زماني ارزش څخه زيات کړي او د انفلاسيون اندازه ورسره جمع کړي. د پانگې اچونې څخه د تادياتو عدم اطمنان د پانگې اچونې خطر دی. هغه اضافي مقدار حاصل چې د ربحې نرخ د اسمي مقدار سره يوځای شوي دی د خطر اندازه ده. زموږ په پخواني مثال کې پانگه اچونکي د يوه کال په جريان کې کيدای چې د 106 ډالرو څخه زيات پيسو ته ضرورت ولري تر څو وکولای شي، چې دغه عدم اطمنان جبران کړي. د مثال په ډول که چرته هغه 110 ډالرو ته ضرورت احساس کړي، نو 4 فيصده يا 4 ډالره د خطر مقدار دی.

موږ له پورته بحث څخه دا په گوته کولای شو، چې پانگې اچونې ته په لاندې ډول يو ځانگړی تعريف ورکړو.

پانگه اچونه د يوې دورې له پاره د پيسو فعلي تعهد دی، تر څو په نتيجه کې بعدي تاديات په لاس راشي، چې پانگه اچونکي د پيسو د مودې، د انفلاسيون نرخ او د بعدي تادياتو د عدم اطمنان په باره کې مطمئن کړي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

پانگه اچونکي کيدای شي يو فرد، دولت، شرکت او يا د تقاعد فنډ وي. په همدې ډول په پورته تعريف کې د پانگې اچونې هر ډول شامليدای شي، لکه په تجهيزاتو او ماشين الاتو کې پانگه اچونه، د افرادو په واسطه په اسهامو کې پانگه اچونه، په رهنمايي معاملاتو، د قرضونو په اسنادو او په تجارتي توکو کې پانگه اچونه. زموږ په راتلونکو صفحاتو کې ټول بحث د انفرادي اشخاصو د پانگې اچونې په اړه دی. په ټولو حالتونو کې پانگه اچونکی په يو معين مقدار پيسو باندې نن ورځ ددې له پاره کاروبار او تجارت ترسره کوي، ترڅو په اينده کې د مصرف شويو پيسو څخه اضافي پيسې ترلاسه کړي.

په دې برخه کې موږ د پورته تشریح په ذریعہ ټولو هغو پوښتنو ته ځواب ویلی دی، چې ولې اشخاص پانگه اچونه ترسره کوي، دوي د پانگې اچونې څخه موخه څه ده. دوی پانگه اچونه ددې له پاره ترسره کوي ترڅو د مصارفو په ځنډولو سره د پس انداز شويو پيسو په ذریعہ گټه ترلاسه کړي او دوی دا هیله لري چې د حاصلاتو نرخ يې د قیمتونو د لوړوالي، د عوایدو د عدم اطمینان په مقابل کې ځواب ووايي. د تمویل عمده پوښتنه داده چې پانگه اچونکی څه ډول پانگې اچونې انتخاب کړي ترڅو د حاصلاتو د ضرورت وړ نرخ د دوی په واک کې ورکړي. کله چې فعلی عواید د فعلی مصارفو څخه کم شي، نو په دې صورت کې اشخاص په قرض پيسې اخلي ترڅو مصارف جبران کړي. موږ به د پيسو قرض په مختلفو موقعو کې تر بحث لاندې ونيسو، خو ددې متن تاکید پر دې دی، چې څه ډول پس انداز سرمايه‌گذاري کيږي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

I برخه: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### لومړی څپرکی

### د پیسو زمانې ارزش

Time value of money

راتلونکي ارزشونه

Future values

فعلي (اوسني) ارزشونه

Present values

قسطونه

Annuities

Origin:

اصلي منبع:

Mayo, Herbert B.: Financial Institutions, Investments, and Management-An Introduction, 8<sup>th</sup> Ed., Forth Worth 2003 115-119,122-129,131-137.

## The Time value of Money

## د پیسو زماني ارزش

د زده کړې موخې :

- 1: ولې د نن تر لاسه شویو پیسو ارزش د سبا تر لاسه کیدونکو پیسو د ارزش سره نه دی مساوي
- 2: د مرکبې ربحې او تنزیل ترمنځ توپیر
- 3: د پیسو فعلي ارزش او قسط ترمنځ توپیر
- 4: د پیسو بعدي ارزش او فعلي ارزش مالومول
- 5: د پیسو په زماني ارزش پوري اړوند د مشکلاتو حل

بینجامین فرانکلین په مناسبه توګه څه بڼه ویلي دي (( پیسې پیسې جوړوي او هغه پیسې چې پیسې منځ ته راوړي، نورې اضافي پیسې په وجود راوړي)) چې همدغه د پیسو د زماني ارزش اهمیت په ګوته کوي. هغه پیسې چې په اینده کې تر لاسه کېږي او هغه پیسې چې په حاضر وخت کې تر لاسه کېږي د ارزش له پلوه یو تریله سره نه دي مساوي او د ارزش له پلوه یو تریله سره فرق لري.

د پیسو د زماني ارزش مفهوم د لاندې سوالونو له پاره مناسب ځوابونه وایي. که چیرې نن ورځ 100 ډالر د یوه تجارتي بانک د پس انداز په حساب کې په امانت ډول کېښودل شي، نو 10 کاله وروسته به په نوموړي حساب کې څومره پیسې شتون ولري، که چیرې د ربحې نرخ 4 فیصده وي؟ که چیرې د یوه شرکت د سرمایې مصرف 9 فیصده او د وسایلو د پکار اچولو مصارف 12 میلیونه او کلنې درامد یې 1.5 میلیونه وي. ایا نوموړي مصارف به په 12 کالونو کې دوباره پوره کړي؟ که چیرې یو پانګه اچونکی یو سهم په 50 ډالرو واخلي او دوه کاله وروسته یې په 60 ډالرو خرڅ کړي، نو د پانګې اچونې ګټه څومره کېږي؟

د پیسو زماني ارزش په تمویل کې د یو عمده مفهوم په توګه رول بازي کوي. د پانګې اچونې تصمیم په یوه مالوم او معین وخت کې نیول کېږي، خو په همدغې پانګې اچونې تر لاسه کیدونکي حاصلات په راتلونکي وخت کې تر لاسه کېږي. باید داسې وسیلې شتون ولري ترڅو د پانګې اچونې راتلونکي نتایج او

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

فعلي مصرف د هغې په ذریعه سره جلا او یو تربله سره توپیر شي. دغه مقایسه کونه د پیسو په زماني ارزش باندې پوهیدلو ته اړتیا او ضرورت لري. په دغه فصل کې به لاندې موضوع ګانې تر بحث لاندې ونيول شي.

1: د پیسو بعدي ارزش

2: د پیسو فعلي ارزش

3: د قسط بعدي ارزش

4: د قسط فعلي ارزش

### The Future value of a Dollar **د پیسو راتلونکی ارزش**

که چیرې 100 ډالر د پس انداز په حساب کې چې د ربحې نرخ یې 5 فیصده وي د یو کال له پاره کینودل شي، د کال په اخر کې به په نوموړي حساب کې څومره پیسې موجودي وي؟ ددې سوال ځواب خورا ډیر ساده او اسان دی. 100 ډالر جمع یې 5 ډالر ربحه، چې همدغه 5 ډالر د کال په جریان کې ګټل شوي دي او د اصلي سرمایې سره یې جمع کوو تر څو د کال په اخر کې راته ټولې پیسې مالومي شي. یا په بل عبارت:

اصلي سرمایه + (د ربحې نرخ × اصلي سرمایه) = کال په اخر کې سرمایه  
که چیرته اصلي سرمایه 100 ډالر او د ربحې نرخ 5 فیصده وي نو د کال په اخر کې سرمایه مساوي کېږي.

$$100 + 0.05(100) = 105$$

دوه کاله وروسته به په حساب کې څومره مقدار موجود وي؟ ددې پوښتنې ځواب د پورته پوښتنې په شان کت مت په لاس راوړل کېږي، د دوهم کال په جریان کې تر لاسه شوي ربحه د اصلي سرمایې سره یوځای کېږي، چې په پای کې غوښتل شوي مقدار په لاس راځي. یانې د دوهم کال په شروع کې یا په بل عبارت 105 ډالر جمع یې 0.05 ضرب یې 105 ډالر مساوي کېږي 110.25. دوه کاله وروسته به اصلي سرمایه 100 ډالر 110.25 شوي وي او د پس انداز حساب به 10.25 ډالر په سود کې ګټلي وي. مجموعي ربحه له دوو برخو څخه تشکیل

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

شویده چې 10 ډالر د اصلي سرمایې ربحه او 0.25 ډالر د ربحې، ربحې څخه پماننده گي کوي يانې څرنګه چې په اصلي سرمایه باندې 5 ډالر ربحه ترلاسه شوي وه د دوهم کال په جريان کې په همدغه 5 ډالرو چې د ربحې په ترڅ کې ترلاسه شوي وې هم د اصلي سرمایې سره يوځای شوې او 0.25 ډالره په همدغه 5 ډالرو ترلاسه شوي دي. دغه په ربحه باندې د ربحې ګټل د مرکبې ربحې څخه عبارت دي. هغه پیسې چې د پس انداز په حسابونو کې ایښودل کېږي اکثراً په مرکبه ربحه ایښودل کېږي، چې سود په پخوانی ګټل شوي ربحه او اصلي سرمایه دواړو ترلاسه کېږي. په لنډ ډول ویلی شو چې مرکبه ربحه له هغې جريان څخه عبارت دی، چې په هغه کې په پخوانی ګټل شوي ربحه باندې ربحه ترلاسه کېږي.

د ربحې او مرکبې ربحې الفاظ په تکراري ډول يوځای استعمالیږي د مثال په ډول بانکونه کېدای شي اعلان کړي، چې ربحه د پس انداز حسابونو له پاره په ورځیني ډول مرکبه ده یا د قرض سند حاصل 8 فیصده دی، مګر ربحه نیم کلنی مرکبه ده. په تیر مثال کې ربحه په کال کې د يوځل له پاره ګټل کیده یا په بل عبارت ربحه کلنی مرکبه وه. په ډیرو حالتونو کې ربحه کلنی مرکبه نه وي مګر ربعواره، نیمه کلنی یا ورځنی وي. د مرکبې ربحه مقدار د اصلي سرمایې سره يوځای په کار اچول کېږي او پر دواړو يوځایي سرمایه يوځای ربح ترلاسه کېږي. د پخواني مثال په تعقیب درې کاله وروسته به په نوموړي حساب کې څومره پیسې موجودي وي؟ ددې سوال ځواب کېدای شي، چې عین شان عمومي فارمول پواسطه چې په تیر مثال کې ذکر شو ترلاسه کړو. د دوهم کال په اخر کې مقدار 110.25 ډالر د ربحې سره يوځای کېږي، چې د درېیم کال په جريان کې ترلاسه شوی دی يانې  $110.25 \times 0.05$  یا په بل عبارت:

$$5.5125 + 110.25 = 115.76$$

ددې میتود په تعقیب سره کولای شو هغه مقدار چې د شلم یا ددې څخه زیاتو کالونو په اخر کې په حساب کې موجود وي مالوم کړو مګر په پورته طریقه په حساب کې د مقدار مالومول ډیر زیات وخت نیسي او سپری له کار باسي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

خوښبختانه د هر غوښتل شوي کال په اخر کې د صورت حساب مالومولو له پاره تر دې ډیرې ساده او اسانې طریقې شتون لري، چې هغه په لاندې ډول دي. د پیسو بعدی ارزش له هغه مقدار څخه عبارت دی، چې د یو ځلي تادیې او درېجې مالوم نرخ پواسطه رشد کوي. بعدی ارزش کولای شو چې د لاندې طریقو په مرسته په لاس راوړو:

1: د ربحې جدول

2: د بریننایي حساب ماشین

3: د کمپیوټر د اکسل پروګرام

په لاندې بحث کې به لومړی د پیسو په زماني ارزش پوري مربوط مسایل د ربحې په جدول ورپسې د مالي حساب په ماشین او په وروستی برخه کې اړوند مسایل د اکسل پروګرام په ذریعه حال کړو.

د ربحې جدول ددې فصل په اخر کې ضمیمه شوی دی چې د پیسو بعدی ارزش له پاره ضریب په ګوته کوي. د ربحې نرخ د کوم په ذریعه چې پیسې مرکبېږي، په افقي ډول د جدول په سر کې لوستل کېږي. د دوران ارقام لکه کالونه د جدول په چپ طرف په عمودي ډول لوستل کېږي. ددې له پاره چې 100 ډالر به په دريو کالونو کې چې د ربحې نرخ 5 فیصده وي څومره شي، نو د جدول په مرسته یې داسې تعینوالی شو. لومړی په جدول کې د ربحې ضریب پیدا کوو چې له 1.158 څخه عبارت دی او بیا دغه ضریب په اصلي سرمایه چې له 100 څخه عبارت دی ضربوو چې په نتیجه 115.80 حاصل په لاس راځي لکه څه ډول مو چې په تیرو صفحو کې د معادلو په ذریعه په لاس راوړ.

ددې له پاره چې تثبیت کړو 100 ډالر به که چیرې د ربحې نرخ 5 فیصده وي په 25 کالونو کې څومره مقدار ګټه تر لاسه کړي، نو 100 ډالر د ربحې په ضریب کې چې 3.386 دی ضربوو ترڅو ځواب په لاس راشي (338.60) یا په بل عبارت که چیرې د پس انداز په حساب کې 100 ډالر کینسودل شي او د ربحې نرخ 5 فیصده وي نو 25 کاله وروسته به په نوموړي حساب کې 338.60 ډالر وي. د لاندې فارمول پواسطه کولای شو چې د پیسو بعدی ارزش په لاس راوړو.



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

$$P_0 (1+i)^n = P_n$$

=P فعلی ارزش یا اصلي سرمایه

=i د ربحې نرخ

=n د کالونو تعداد

لاندې لیکل شوي  $P_0$  فعلی او  $P_n$  د کالونو تعداد په ګوته کوي. په دې حالت کې د پیسو د بعدی ارزش معادله په ساده ډول په لاندې ډول بنودل کېږي.

$$A * B = C$$

A له فعلی ارزش، B د ربحې ضریب او C له بعدی ارزش څخه عبارت دي یا په بل عبارت د بعدی ارزش معادله په لاندې ډول توضیح کېږي:

بعدي ارزش = د ربحې ضریب × فعلی ارزش

چې پورته حالت لاندې معادله خود بخود توضیح کوي:

$$P_0 (1+i)^n = P_n$$

د یادونې وړ ده چې د پیسو د بعدی ارزش د ربحې ضریب (FVIF) دی

$$FVIF = (1+i)^n$$

د یوه ډالر بعدی ارزش د ربحې ضریب د دې اجزای لري: فیصدي یا د ربحې نرخ  $i$  او د کالونو تعداد  $n$ . کولای شو چې دغه نښې په لاندې عمومي فارموله کې سره یوځای کړو، چې عمومي شکل یې له  $IF(I, N)$  څخه عبارت دی. د مثال په توګه د 100 ډالرو بعدی ارزش چې د ربحې نرخ 8% وي د 20 کالونو له پاره په لاندې ډول لیکل کېږي:

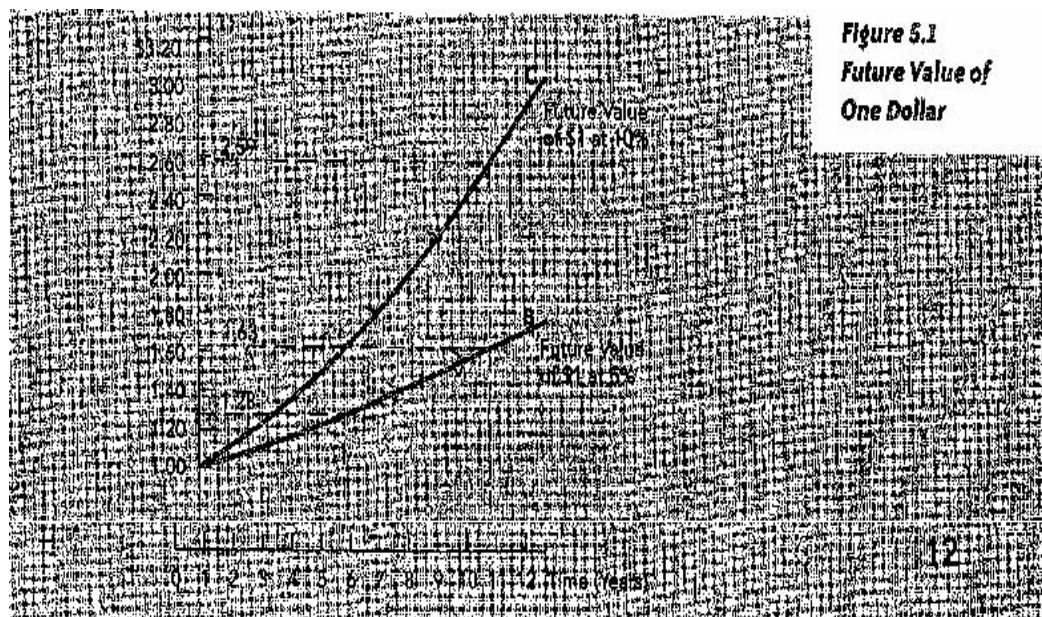
$$P_0 * FVIF(8I, 20N) = P_{20}$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

FVIF د یوه ډالر د بعدی ارزش د ربحې ضریب بنایي، 8I اته فیصده څرګندوي او 20N شل کاله بنکاره کوي. کله چې پورته ارزشتونه معادلې ته وردننه شي نو بعدی ارزش په لاندې ډول په لاس راځي:

$$100(4.66) = 466.10$$

بعدي ارزش د وخت او ربحې د نرخ په زیاتوالي سره زیاتوالي مومي څومره چې وخت او د ربحې نرخ زیات وي په همغه اندازه بعدی ارزش زیاتوالی مومي. دغه اړیکې په لاندې 5.1 شکل کې ښودل شوي دي. که چیرې یو ډالر په مرکبه ربحه، چې د ربحې نرخ 5 فیصده وي، کیښودل شي (AB on the graph)، نو پنځه کاله وروسته به نوموړی یو ډالر 1.28 ډالرو ته رشد وکړي او لس کاله وروسته به 1.63 ډالرو ته رشد وکړي. که چیرې یو ډالر په مرکبه ربحه چې د ربحې نرخ 10 فیصده وي کیښودل شي (AC on the graph)، نو په لسو کالونو کې به 2.59 ډالرو ته رشد وکړي. دغه حالتونه چې پورته ذکر شول د مرکبې ربحې اساسي او طبیعي حالت توضیح کوي.



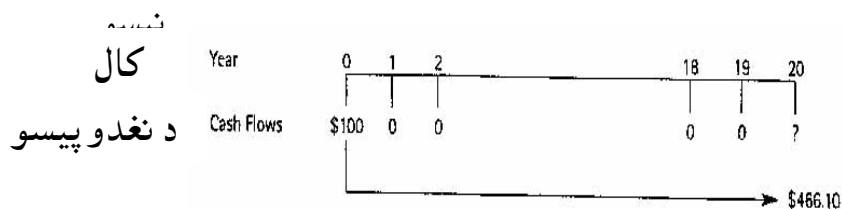
څومره چې د پیسو د اېښودلو موده او د ربحې نرخ لوړ وي، په همغه انداز به نهای ارزش لوړ وي یانې په همغه اندازه به د پیسو بعدی ارزش لوړ وي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې د ربحې نرخ دوه برابره شي، نو د ربحې مقدار د دوه برابره څخه زیاتېږي. کله چې د ربحې نرخ له 5 څخه 10 فیصده ته لوړ شي نو د ربحې تجمع په لسو کالونو کې له 0.63 چې د ربحې نرخ 5 فیصده دی 1.59 ته لوړېږي چې د ربحې نرخ لس فیصده دی عین نتیجه د کالونو د دوه برابره کولو څخه په لاس راځي.

کله چې یو ډالر په مرکبه ربحه، چې د ربحې کلنی نرخ 5 فیصده وي په بانک کې کینودل شي نو د پنځو کالونو په اخر کې 0.28 گټه ترلاسه کوي، مگر د لسو کالونو په جریان کې 0.63 ډالر گټه ترلاسه کوي. پورته ذکر شوي بحث چې د مرکبې ربحې د تشریح په بحث کې ترسره شو د هندسي سلسلې حقیقت په بر کې نیسي.  $(1+i)^n$  افاده د  $n$  په طاقت پورته کېږي.

د زماني ارزش اړوند پرابلمونه کېدای شي چې د وخت د کرنې په واسطه هم تشریح شي چې د وخت موده او تادیې په افقي لیکه کې ځای پر ځای شوي دي. تېر شوی مثال په نظر کې



ابتدایي د سلو ډالرو برآمد چې د ربحې په اټه فیصده نرخ سره سرمایه‌ګزاري کېږي، شل کاله وروسته 466.10 ډالره په لاس راځي. په پورته شکل کې غشی د وخت طرف بنکاره کوي. کله چې پورته عملیه معکوسه اجرا شي، نو په دې صورت کې راتلونکی، حاضر وخت ته راوړل کېږي چې د غشي جهت به ګین لوري ته واوړي. په راتلونکي برخه کې به په تفصیل سره وڅیړل شي.

دا دتشیویش او اهمیت وړ خبره نه ده چې د ساده او مرکبې ربحې په باره کې فکر مند شو، ساده ربحه د وخت، د ربحې د نرخ او د اصلي سرمایې د ضرب په پایله کې منځ ته راځي، لکه څه ډول چې په تیر مثال کې مو په لاس راوړل. که چیرې ساده ربحه په کارول شوي وي، نو په دې صورت کې پایله په لاندې ډول په لاس راځي:

$$100 \times 20 \times 0.08 = 160$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د شلو کالونو په جریان کې به په صورت حساب کې مجموعي مقدار په لاندې ډول وي.

$$100+160=260$$

هغه بعدي ارزش چې د ساده ربحې په پایله کې منځ ته راځي، د هغې مقدار څخه په احساسی توګه کم دی چې د مرکبې ربحې (466.10) په پایله کې منځ ته راځي. کله چې ربحه مرکبه وي نو ترلاسه شوی مقدار له 466.10 څخه عبارت دی نه له 160 ډالرو څخه. که چیرې د هرې دورې په پای کې ربحه له حساب څخه ایستل کېږي، نو پدې وخت کې یوازې ساده ربحه مناسبه ده او پدې وخت کې مرکبه ربحه شتون نلري او یا که چیرې یوه دوره په پام کې نیول شوي وي، نو بیا هم ساده ربحه کارول کېږي. په ښکاره توګه کېدای شي، داسې شرایط شتون ولري چې ربحه د یو ځل تادیه شوي پیسو د هرې دورې په پای کې وایستل شي. که څه هم په پورته توګه ذکر شویو مثالونو کې پیسې له حساباتو څخه نه ایستل کېږي او تادیات په څو دورو کې ترسره کېږي، نو له دې وجهې مرکبه ربحه په عمومي توګه مناسبه ده ترڅو وکارول شي او په راتلونکو عنوانونو کې ترې کار اخیستل شوی دی.

د ایکسل په مرسته په زماني ارزش پوري د اړوندو پرابلمونو حل

### Solving Time Value Problems Using Excel

زیاتره امرین د نویو استخدام شویو کارکوونکو څخه توقع لري، چې د مالي حسابي ماشینونو یا ایکسل Excel په استعمالولو باندې وپوهیږي، نو پدې سبب د حسابي ماشینونو یا ایکسل څخه د استفادې کولو نه وړتیا inability کولای شي، چې تاسو (تصدی) په رقابتي تاوان کې پرېږدي.

که څه هم چې د موډلوو ترمنځ یې توپیر موجود وي، خو مالي حسابي ماشینونه په عمومي

توګه لاندې پنځه بټنونه (keys) لري:  $Fv$ ،  $PMT$ ،  $Pv$ ،  $I$  or  $\%$ ،  $N$

په دغو بټنونو کې  $N$  د زماني دورې (Time period)،  $I$  (د هرې دورې له پاره  $\%$ ) د سود نرخ،  $Pv$  (فعلي ارزش) په موجوده وخت کې مبلغ،  $PMT$  (د قسط تادیه) د دوره یي تادیات او  $Fv$  په راتلونکي کې مبلغ (بعدي یا راتلونکی ارزش) څخه نماینده ګي کوي.

ددې له پاره چې د مالي حسابي ماشینونو استعمال واضح کړو، نو د یوه ډالر د بعدي ارزش هغه پخوانی مثال په نظر کې نیسو، چې په هغه مثال کې د 20 کالونو څخه وروسته

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

100 ډالر چې د کالني سود نرخ يې 8% و، 466.10 ته زیاتوالی وکړ. د مالي حسابي ماشین په استعمالولو سره، فعلي مبلغ (Pv= 100)، د ربحې نرخ (I=8) او وخت (N=20) داخل کړی. څرنگه چې کالني تادیات موجود نه دي، نو له دې وجې PMT صفر په نظر کې نیول کېږي (PMT= 0). بیا حسابي ماشین ته لار ښوونه وکړی، چې بعدي ارزش مالوم کړي. (Fv=?). حسابي ماشین باید د بعدي ارزش نتیجه 466.10 راکړي، چې دا پایله د هغه مبلغ سره تقریباً عین شی دی، کوم چې د 1 ډالر د بعدي ارزش له پاره د ربحې د جدول (interest table) څخه په لاس راغلي وو. (په ځوابونو کې تفاوت د ربحې د جدولونو د ارقامو د راوړنډاف (Round off) کولو پایله ده). تاسو به تعجب وکړی، چې فعلي ارزش ولې منفي عدد داخل شو. مالي حسابي ماشینونه تادیات د نقدي داخلي جریان او یا نقدي خارجي جریان په ډول په نظر کې نیسي. نقدي داخلي جریان (Cash in flows) مثبت او نقدي خارجي جریان (Cash out flows) منفي په نظر کې نیول کېږي. نو د نقدي جریان څخه یو باید داخلي جریان (مثبت عدد) وي او بل یې باید خارجي جریان (منفي عدد) وي. په پورتنی مثال کې لومړنی عدد یو خارجي جریان دی، ځکه دغه انفرادي شخص 100 ډالر سرمایه گذاري کوي. د راتلونکي مبلغ یو داخلي جریان دی، ځکه دغه پانګه اچوونکی اخري مبلغ تر لاسه کوي. په دې مانا چې پانګه اچوونکی 100 ډالر پانګه اچونه کوي (خارجي جریان) او 20 کاله وروسته 466.10 ډالر لاس ته راوړي (داخلي جریان). دغه نقدي جریانونه برعکس کیدلای هم شي. داسې فرض کړی، چې یوه تصدي 100 ډالر په 8% سود سره د 20 کالونو له پاره په قرض اخلي. دغه تصدي باید څومره مبلغ بیا تادیه کړي؟ په دغه صورت کې لومړني 100 ډالر د نقدو پیسو داخلي جریان دی (پیسې لاس ته راوړل شوي دي) او بعدي مبلغ به خارجي جریان وي، چې کله قرض بیا تادیه کېږي. ددې له پاره چې دغه مبلغ مالوم کړو، نو فعلي مبلغ (pv=100)، د سود نرخ (I=8%)، د کالونو تعداد (n=20) او تادیات (pmt=0) حسابي ماشین ته داخلوو او بیا هغه ته هدایت ورکوو، چې بعدي ارزش مالوم کړي (fv=?). دغه حسابي ماشین د بعدي ارزش پایله 466.10- په لاس راکوي. دغه تصدي به مجبوره وي، چې 466.10 ډالر بیا تادیه کړي. او دا چې دغه یو خارجي جریاننده نو حسابي ماشین هغه د یوه منفي عدد په ډول څرګندوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په زماني ارزش پوري اړوند مسایل پدې درس يا متن (text) باندې تاثير اچوي او د سود يا ربحې د جدولونو او حسابي ماشينونو دواړو د استعمال سره روښانه شوي دي. هغه مثالونه چې د ربحې د جدولونو څخه استفاده کوي، په عمومي ډول د  $(FVIF(I,N))$  په شکل وي، چې د ربحې فکتور څخه نماينده ګي کوي. چې  $FV$  د يوه ډالر بعدي ارزش څرګندوي او  $I$  په  $n$  زماني دورو کې د ربحې نرخ څرګندوي. او د مالي حسابي ماشينونو مثالونه په عمومي ډول د لاندې شکل څخه استفاده کوي.

PV=?

I=?

N=?

PMT=?

FV=?

او د هغه څخه وروسته لاندې ځواب ورسره وي: کله چې تیر مثال په نظر کې ونیول شي، نو لاندې شکل غوره کوي:

PV= - 100

I=8

N=20

PMT=0

FV=? = Fv= 466.10

هغه جوړښت (Format) چې په ایکسل کې د زماني ارزش د سوالونو د حل له پاره ور څخه استفاده کېږي، د مالي حسابي ماشينونو د جوړښت سره ورته ده. مبالغ د نقدي داخلي جريان او نقدي خارجي جريان په ډول داخليږي، چې خارجي جريان يې منفي عدد وي. البته ایکسيل د يوه ځانګړي ترتيب له مخې دغه عملیه په مخ بيایي:

German Version:

Interest per period Value	ZINS	FV= Future
N Number of periods	ZZR	ZW
PMT (Payment)	RMZ	
PV (Present Value)	BW	
Type	F	

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د یوه قسط د بعدی ارزش د مالومولو له پاره (Type) استعمالیږي، چې وروسته په دغه څپرکي کې بحث وړ باندې کېږي. او د یوه ډالر د بعدی ارزش د مالومولو له پاره (Type) صدق نه کوي.

کله چې Type نه استعمالیږي، نو په عوض یې صفر داخلېږي. د مخکې مثال څخه په استفادې سره دغه ارقام په لاندې ډول وي :

I	8%
N	20
PMT	0
PV	-100
Type	0

څنگه چې بعدی ارزش FV نامالوم ده، نو ایکسیل ته هدایت ورکړئ، چې بعدی ارزش محاسبه کړي.

مخکې لدې چې د زمانې ارزش اړوند بل حالت ته چې د پیسو د فعلی ارزش څخه عبارت دي، مراجعه وکړو نو دا غوره ده چې توضیح کړو د مالي حساب ماشین به دغه پرابلمونه څه ډول حل کړي.

	A	B
	Future value	
1-	I	8%
2-	N	20
3-	Pmt	0
4-	Pv	- 100
5-	Type	0
6-	Fv	=Fv (b2, b3, b4, b5, b6)

د اطمینان او اسانتیا له پاره سمبولونه په لومړي کلم او مالومات او ارقام په دوهم کلم کې د بعدی ارزش تر عنوان لاندې ځای په ځای شويدي، چې په لومړي لیکه کې لیکل شويدي. څرنگه چې بعدی ارزش نامالوم دی نو باید د پایلې یا د بعدی ارزش د پیدا کولو له پاره د اکسل پروگرام ته امر ورکړو ترڅو بعدی ارزش پیدا کړي چې د لاندې فارمولې په

تعقیب یې تر لاسه کولای شو. Cell b7: Fv (b2, b3, b4, b5, b6)

اکسل په لاس را کوي چې بعدی ارزش له 466.10 افغانیو څخه عبارت دی.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د ارقامو د بدلون په صورت کې اکسل هم متفاوتې پایلې په وجود راوړي. که د ربحې نرخ 6% وي نو د 8% په عوض 6% د b2 په کورګي کې لیکو چې یو نوی بعدي ارزش (320.71) په لاس راځي. که چیرې د کالونو تعداد تغیر یانې د 20 پر ځای 10 کاله شي نو د b3 په کورګي کې لیکو چې په پایله کې یو نوی بعدي ارزش (215.89) په لاس راځي. همدارنګه که لومړنی سرمایګزاري شوی مقدار 234.45 افغانی وي نو دغه مقدار د b5 په کورګي کې د منفي علامې سره یوځای لیکو په پایله کې 1092.76 افغانی بعدي ارزش په لاس راځي.

پایله: د کالونو په تعداد اود ربحې په نرخ کې تغیر راوړنه خودباخود په بعدي ارزش تاثیر اچوي.

### د پیسو فعلی ارزش The present Value of a Dollar

په تیره برخه کې مو دا زده کړل چې څه ډول د امانت ایښودل شویو پیسو مرکبه ربحه پیدا کېږي، په دې برخه کې د هغې برعکس شرایط په پام کې نیول کېږي.

په پوښتنه: هغه پیسې چې په راتلونکي وخت کې به تر لاسه شي، نن ورځ څومره ارزش لري؟

که چیرې د 1000 ډالرو تادیه چې 5% کلنی ګټه تر لاسه کړي، نن ورځ به څومره ارزش ولري؟

ددې په عوض چې ووايو: یوه ډالر به په راتلونکي وخت کې څومره ارزش ولري، داسې سوال طرح کېږي: بعدي پیسې نن ورځ څومره ارزش لري؟ دا د فعلی ارزش اړوند پوښتنه ده چې مطرح کېږي.

هغه عملیه چې دهغې په واسطه دغه سوال طرح کېږي، د تنزیل څخه عبارت دی. تنزیل د فعلی ارزش په شکل کې د هغو پیسو ارزش مالوموي، چې په راتلونکي وخت کې تر لاسه کیدونکی وي یا په بل عبارت تنزیل د فعلی ارزش د تعیینولو له پروسې څخه عبارت دی.

نو په لنډ ډول ویلی شو چې د پیسو فعلی ارزش د پیسو له جاري ارزش څخه عبارت دی چې په راتلونکي وخت کې تر لاسه کېږي.



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په تیره برخه کې مو د بعدې ارزش د پیدا کولو له پاره له لاندې معادلې څخه استفاده کړي وه:

$$P_0 (1+i)^n = P_n$$

د تنزیل د پیدا کولو په صورت کې پورته ذکر شوي معادله برعکس صورت نیسي. فاعلي ارزش ( $P_0$ ) هغه وخت په لاس راځي، چې بعدې ارزش ( $P_n$ ) د ربحې په ضریب  $(1+i)^n$  باندې وویشو او پورته توضیح د لاندې معادلې په ذریعه بنودل کېږي:

$$\frac{P_0 = P_n}{(1+i)^n}$$

بعدې مقدار د ربحې د یوه مناسب ضریب پواسطه تنزیل مومي، ترڅو فاعلي ارزش په لاس راشي. د مثال په توګه که چیرې د ربحې نرخ 6% وي نو د 100 ډالرو فاعلي ارزش چې له ننه 5 کاله وروسته به تر لاسه شي عبارت دی له:

$$P_0 = \frac{100}{(1+0.06)^5} = 74.73$$

کال	0	1	2	3	4	5
Year						
Cash	7	0	0	0	0	100
Flow	\$74.73					

5.3 معادله د بعدې ارزش د معادلې په څیر درې اجزاوې لري. بعدې مقدار، فاعلي مقدار او د ربحې ضریب چې د فاعلي او بعدې ارزش ترمنځ اړیکه جوړوي، پدې ډول چې: فاعلي ارزش مساوي کېږي، بعدې مقدار ضرب یې د ربحې ضریب.

$$A + B = C$$

$$P_n * PVIF(I, N) = P_0$$

PVIF (I, N) فاعلي ارزش له پاره د ربحې له ضریب څخه نماینده ګي کوي.

$$PVIF = \frac{1}{(1+i)^n}$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د مثال په توګه که چیرې د ربحې نرخ 6% وي، نو د 100 ډالرو فعلي ارزش چې د 5 کالونو په جریان کې به تر لاسه شي په لاندې ډول پیدا کېږي:

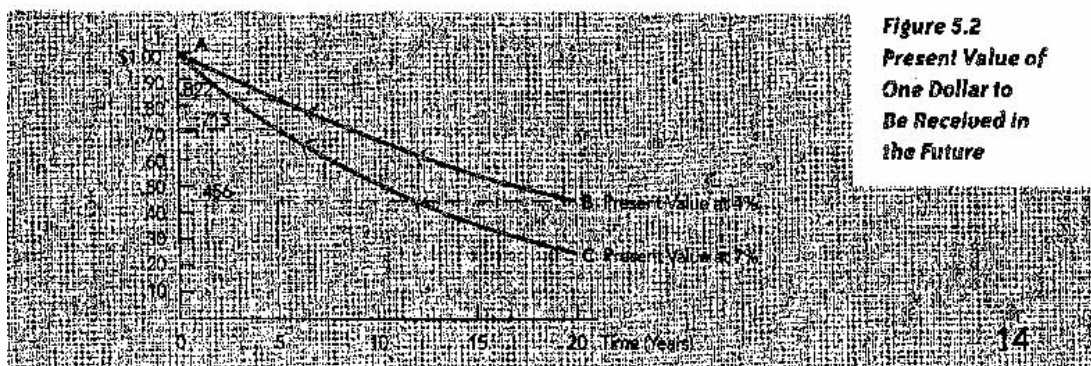
$$P_0 = 100 * PVIF(6I, 5N)$$

همدارنګه کولای شو چې فعلي ارزش د ربح د جدول له مخې لکه څه ډول مو چې بعدي ارزش پیدا کړی وو، پیدا کړو چې د د فصل په آخر کې ضمیمه شوی دی. لومړی په جدول کې د ربحې ضریب پیدا کوو په دوهم قدم کې پیدا شوی ضریب د اصلي مقدار سره ضربوو چې په پایله کې فعلي ارزش په لاس راځي.

$$100 \times 0.747 = 74.73$$

یانې 100 ډالر چې 5 کاله وروسته به تر لاسه شي نن ورځ 74.73 ډالر ارزش لري. د پیسو فعلي ارزش مخکې له دې چې تر لاسه شي، د ربحې په نرخ او د وخت په موده پورې مستقیماً اړه لري. څومره چې د وخت موده او د ربحې نرخ لوړ وي په همغه انداز فعلي ارزش کمیږي، چې د لاندې شکل په واسطه ښودل کېږي.

I	6%
N	5
PMT	0
FV	100
Type	0



چې د پیسو د فعلي ارزش او وخت د مودې ترمنځ د ربحې په مختلفو نرخونو کې اړیکې څیږي. د AB او AC خطونه فعلي ارزش په ګوته کوي په هغه صورت کې چې د ربحې نرخ 4% او 7% وي. څرنګه چې په ګراف کې لیدل کېږي، هغه پیسې چې 20 کاله وروسته

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ترلاسه کیدونکي دي د ارزش له پلوه له هغه پیسو څخه کمې دي، چې 5 کاله وروسته تر لاسه کیدونکي دي. البته په هغه صورت کې چې په دواړو صورتونو کې د ربحې نرخ عین مقدار وي. که د ربحې نرخ 4% وي، نو د AB لیکه چې دیوې ډالر جاري ارزش 20 کاله وروسته په ګوته کوي، چې له 0.456 ډالرو څخه عبارت دی. خو 5 کاله وروسته د ربحې په همدا نرخ د یوه ډالر فعلي ارزش له 0.822 څخه عبارت دی. څومره چې د ربحې نرخ لوړ وي په هماغه اندازه فعلي ارزش کموالی مومي.

د مثال په توګه د یوه ډالر فعلي ارزش، چې 6 کاله وروسته به تر لاسه شي چې د ربحې نرخ 4% وي له 0.822 څخه عبارت دی. خو د ربحې په 7% نرخ له 0.713 څخه عبارت دی. ددې له پاره چې د ایکسل په مرسته فعلي ارزش پیدا کړو نو عیناً د بعدې ارزش د پیدا کولو په څیر عملیه ترسره کوو.

	A	B
	Present value	
1-	I	6%
2-	N	5
3-	Pmt	0
4-	Fv	100
5-	Type	0
6-	Pv	=PV (b2, b3, b4, b5, b6)

Type د فعلي ارزش د پیدا کولو په جریان کې په پام کې نه نیول کېږي او د هغې عددې ارزش 0 دی. څرنگه چې Pv نامالوم دی نو ایکسل پروګرام ته اوس هدایت ورکوو ترڅو، و چې فعلي ارزش پیدا کړي او عملیه په پورته ډول ترسره کېږي. په پایله کې 74.73- په لاس راځي چې د فعلي ارزش څخه عبارت دي. څرنگه چې 74.73 منفي علامه لري یا [ ] قوسونو کې نیول شوي دي دا زموږ برامد په ګوته کوي، ترڅو 73.73 ډالرنن ورځ له لاسه ورکړو او 5 کاله وروسته ددې په مقابل کې 100 ډالر ترلاسه کړو. یا په بل عبارت که چیرې موږ نن ورځ 74.73 ډالر د 6% ربحې په نرخ سرمایه‌ګزاري کړو، نو 5 کاله وروسته به 100

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ډالر ترلاسه کړو، چې په دې صورت کې 74.73 cash outflow او 100 د cash inflow څخه عبارت دي.

### د قسط بعدي ارزش The Future Value of an Annuity

قسط د مسلسلې کلنې تادیه یا د مسلسلو مساوي تادیاتو د لړۍ څخه عبارت دی. د قسط بعدي ارزش له هغه مقدار څخه عبارت دی، چې د مساوي تادیاتو لړۍ، درېجې مالوم نرخ پواسطه رشد کوي. که چیرې د پس انداز حساب کلنې گټه 5% وي او تر دريو کالونو پوري هر کال په نوموړي حساب کې 100 ډالر کینډول شي، ددې دريو کالونو په اخر کې به په نوموړي حساب کې څومره افغانی موجودي وي؟

د قسط بعدي ارزش، د بعدي ارزش په څیر دی خو یوازې تفاوت یې په دې کې دی، چې په بعدي ارزش کې تادیه یو ځل صورت نیسي ولې په قسطونو کې تادیه دفعه په دفعه صورت نیسي. که چیرې د هرې دفعې د تادیې مقدار یو تر بله مساوي وي، نو د قسط څخه عبارت دی، لکه کرایه او یا د قرضونو بیرته تادیه او داسې نور. ددې له پاره چې غوښتل شوی مقدار پیدا کړو نه یوازې دا چې گټل شوی سود پیدا کړو بلکې باید دا هم مالومه کړو، چې پیسې د کال په شروع او یا د کال په اخر کې ایښودل کېږي. که چیرې پیسې د مودې په شروع کې کینډول شي، نو د مخکنی قسط په نوم سره یادېږي او که چیرته پیسې د مودې په اخر کې کینډول شي، نو د وروستنی قسط په نوم سره یادېږي. که چیرې یو موټر په پور واخیستل شي، په دې ډول چې په لومړۍ سر کې یو څه مقدار پیسې خرڅونکي ته ورکړل شي او پاتې پیسې د هرې میاشتې په اخر کې خرڅونکي ته ورکول کېږي، نو دا وروستنی قسط یو مثال دی او که چیرې یو څوک یو تعمیر په دې ډول په اجاره کړي، چې د هرې میاشتې په سر کې به یو معین مقدار پیسې تادیې کوي، نو دا د مخکنی قسط یو مثال دی.

د تادیو ترمنځ توپیر د لاندې کرښو په ذریعه چې د 100 ډالرو تادیه د دريو کالونو له پاره په پام کې نیول شویده ښودل کېږي.



د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

5.1 شکل

Ordinary Annuity		بعدي قسط	
1/1/x1	12/31/x1	1/1/x2	12/31/x2
	\$100.00		\$100.00
			5.00
\$0	\$100.00	\$100.00	\$205.00
1/1/x3	12/31/x3	Total	
	\$100.00	\$300.00	
	10.25	15.25	
\$205.00	\$315.25	\$315.25	
Annuity Due		مخکني قسط	
1/1/x1	12/31/x1	1/1/x2	12/31/x2
\$100.00		100.00	
	5.00		10.25
\$100.00	\$105.00	\$205.00	\$215.25
1/1/x3	12/31/x3	Total	
\$100.00		\$300.00	
	15.76	33.01	
	\$331.01	\$331.01	

د بعدي قسط معادله په لاندې ډول دی.

$$FVOA = PMT (1+i)^0 + PMT(1+i)^1 + \dots + PMT(1+i)^{n-1}$$

که چیرې تیر مثال په پام کې ونیول شي نو لرو چې:

$$FVOA = 100(1+0.05)^0 + 100(1+0.05)^1 + 100(1+0.05)^{3-1}$$

$$= 100 + 105 + 110.25$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

$$= 315.25$$

د پیسو د بعدي او فعلي ارزش په څیر د پیسو د قسط ارزش د ساده معادلې په مرسته تعیینېږي.

$$A * B = C$$

په دې حالت کې لروچې:

$$PMT * FVAIF (I, N) = FVA$$

PMT د قسط مودیزه تادیه په ګوته کوي او FVAIF (I, N) د قسط بعدي ارزش د ربحې له فکتور څخه عبارت دی. د قسط د بعدي ارزش د ربحې فکتور مقدار کولای شو، چې د ربحې له جدول څخه په لاس راوړو، چې ددې فصل په اخر کې ضمیمه شوی دی. C جدول د بعدي قسط د ربحې فکتور بنکاره کوي د کالونو تعداد د جدول په چپ اړخ کې په عمودي ډول او د ربحې نرخ د جدول په پاس برخه کې په افقي ډول لیکل شوي دي. ددې له پاره چې باوري شو، نو تیر شوي مثال په پام کې نیسو، تر څو د بعدي قسط ارزش په لاس راوړو، لومړی د بعدي قسط د ربحې فکتور چې د ربحې نرخ 5% او د کالونو تعداد 3 دی په پام کې نیسو (3.152) نو د بعدي قسط ارزش په لاندې ډول په لاس راځي:

$$100 * 3.152 = 315.20$$

عینې پایله په لاس راغله لکه څه ډول مو، چې پخوا په لاس راوړي وه. ددې دواړو پایلو ترمنځ ډیر کم تفاوت موجود دی چې د اقامو د راوندپاڼې له امله منځ ته راغلی دی. د ایکسل له مخې کولای شو چې په لاندې ډول پایله په لاس راوړو.

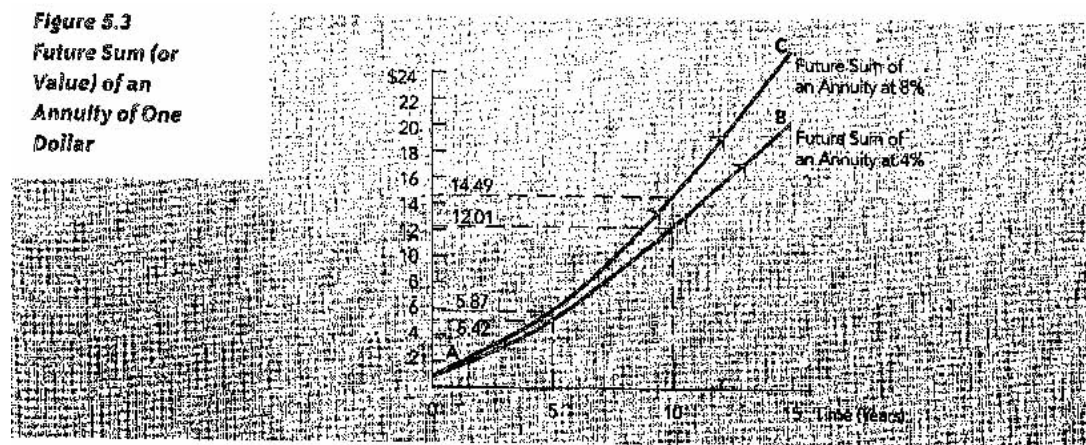
### Calculator Solution

Function key	Data input
PV =	0
PMT =	-100
I =	5
N =	3
FV =	?
Function key	Answer
FV =	315.25

د پیسو د قسط بعدي ارزش د مرکبې ربحې کلنی لاسته راوړونه، د تادیاتو په شمېر (د کالونو تعداد) او د سود په نرخ پورې اړه لري. څومره چې د وخت موده او د سود نرخ لوړ

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

وي، په همغه اندازه به بعدي مجموعه زياته وي. چې د لاندې 5.3 شکل په ذریعه ښودل کېږي. د AB او AC خطونه د 4% او 8% د سود په نرخ د 5 کالونو له پاره د یوه ډالر قسط بعدي ارزش په ګوته کوي. چې د 8% سود په پایله کې 5.87 او د 4% سود په پایله کې یوازې 5.42 په لاس راځي. که چیرې دغه قسطونه د 5 نورو کالونو له پاره جریان پیدا کړي او مجموعي دوره 10 کاله شي، نو په دې صورت کې بعدي ارزش په ترتیب سره عبارت دی له 14.49 او 12.01 څخه. نو ویلی شو چې د سود نرخ او د وخت موده د قسط ارزش مثره کوي.



### د مخکنی قسط بعدي ارزش Future Value of an Annuity Due

تیر شوي پرګرافونو وښودله چې څه ډول کولای شو د سود جدول د وروستنی قسط بعدي ارزش په لاس راوړلو له پاره وکارو. د قسط د سود جدولونه معمولاً یوازې د وروستنی قسط د تر لاسه کولو له پاره کارول کېږي، مګر دغه د ربحي فکتورونه کېدای شي، چې ډیر په اسانۍ د مخکنی قسطونو د ربحي فکتورونو ته تبدیل شي، چې پورته ذکر شوي اړونه په لاندې ډول په لاس راوړل کېږي. د وروستنی قسط د ربحي فکتور په  $(1+i)$  کې ضربوو چې د مخکنی قسط د ربحي فکتور په لاس راځي. د بلګې په توګه د ربحي فکتور د وروستنی قسط له پاره چې د سود نرخ 5% او د کالونو تعداد 3 دی له 3.152 څخه عبارت دی، نو د مخکنی قسط د تر لاسه کولو له پاره په لاندې ډول عملیه ترسره کوو:

$$3.152(1+0.05) = 3.3096$$



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

مثال که چېرې 100 ډالر د دريو کالونو له پاره د 5% سود کيښودل شي، نو نهايي مقدار په لاندې ډول په لاس راځي:  $100(3.3096) = 330.96$   
 عيني ځواب په لاس راغی، خو ډیر کم تفاوت د ارقامو د راوندېدو له مخې په وجود راغلی.

د دواړو قسطونو د تادياتو د نهايي ارزش ترمنځ توپير هغه وخت کې د پام وړ گرځي، چې د کالونو تعداد زیاتوالی او د سود نرخ لوړوالی مومي. که د تقاعد حساب (IRA) په پام کې ونیسو، چې ساتونکي پکې د 20 کالونو له پاره د 7% سود په نرخ 2000 ډالر کلنی تادیه ترسره کوي. که چیرې تادیه د کال په اخر کې صورت ونیسي، نو په دې صورت کې د وروستنی قسط له بعدي ارزش څخه صحبت کېږي، چې په لاندې ډول بعدي ارزش په لاس راځي:

$$2000(40.995) = 81990$$

که چیرې تاديات د کال په شروع کې ترسره شوي وي، نو په دې صورت کې بعدي ارزش په لاندې ډول په لاس راځي:

$$2000(40.995) * (1+0.07) = 87729.30$$

د دواړو حالتونو د نهاني مقدار ترمنځ توپير له 5739.30 څخه عبارت دی. که چیرې قسط د دورې په پيل کې کيښودل شي، نو تقريباً 6000 اضافي ډالر په لاس راځي. په هغه صورت کې چې د سود نرخ لوړېږي، نو د مخکنی قسط او وروستنی قسط بعدي ارزش ترمنځ توپير په ډرامتيکه توگه په وجود راځي. داسې فرض کړئ، چې د تقاعد حساب 12% کلنی سود د 7% په عوض ورکوي او که چیرې تاديات د دورې په اخر کې صورت نیسي، نو نهايي ارزش په لاندې ډول په لاس راځي:

$$2000(72.052) = 144104$$

او که چېرې تاديات البته د قسطونو تاديات د دورې په شروع کې صورت ونیسي، نو نهايي ارزش په لاندې ډول دی:

$$2000(72.052) * (1+0.12) = 161396.48$$

چې په دې صورت کې توپير له 17292.48 څخه عبارت دی. د ایکسل په مرسته د قسط بعدي ارزش اړوند پرابلمونو حل

### Solving Future Value of an Annuity Problems Using Excel

هغه خوږښت چې په ایکسل کې د قسط د بعدي ارزش د پیدا کولو له پاره استعمالېږي، عیناً د هغه جوړښت په څیر دی، چې د پیسو د بعدي ارزش د پیدا کولو له پاره استعمال شوی و. ارقام د

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

پیسو د درامد او برامد په څیر په کورګیو کې داخلېږي او د برامد چې cash outflow په څیر بڼکاري باید د منفي علامې سره یوځل ولیکل شي.

د پیسو د فعلي او بعدي ارزش برعکس Type ددې له پاره استعمالېږي، ترڅو چې د مخکنی قسط له وروستنی قسط څخه جلا کړي. په هغه صورت کې چې موضوع په وروستنی قسط پوري اړونده وي، نو په دې صورت کې Type مخ ته صفریانې 0 لیکو او که چیرې موضوع په مخکنی قسط پوري اړونده وي، نو په دې صورت کې د Type مخ ته یو یانې 1 لیکو. د مثال په توګه که چیرې وغواړو چې د 100 ډالرو وروستنی قسط چې د سود نرخ 5% او د کالونو تعداد 3 وي، نو لاندې ډول عملیه ترسره کوو:

I	5%
N	3
PMT	-100
PV	0
Type	0

څرنګه چې FV نامالوم دی، نو کولای شو چې ایکسل ته د لاندې مالوماتو په ورکولو سره امر وکړو ترڅو FV په لاس راشي.

1	Future Value	
2	I	5%
3	N	3
4	PMT	-100
5	PV	0
6	Type	0
7	FV	= FV (b2, b3, b4, b5, b6)

$$FV = 315.25$$

که چیرې موضوع په مخکنی قسط پوري مربوطه وي، نو د ارقامو ثبت به په لاندې ډول وي:

I	5%
N	3
PMT	-100
PV	0
Type	1

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

د ایکسل په کورگیو کې ارقام په لاندې ډول لیکل کېږي.

1	Future Value	
2	I	5%
3	N	3
4	PMT	-100
5	PV	0
6	Type	1
7	FV	= FV (b2, b3, b4, b5, b6)

$$FV = 331.01$$

### د قسط فعلي ارزش The Present Value of an Annuity

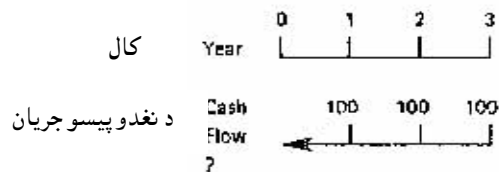
د قسط فعلي ارزش د مساوي تادياتو د لړۍ له جاري ارزش څخه عبارت دی، چې په راتلونکي وخت کې ترلاسه کېږي.

په مالي تحليلونو او مباحثو کې انفرادي اشخاص د قسط فعلي ارزش اړوند فکر او مراجعه کوي. پانگه اچونکي يا مالي منجر، چې دوريزې تاديې ترلاسه کوي، هيله لري چې ددغو تادياتو د جاري ارزش په هکله پوهه شي او د هغې په باره کې مالومات ولري.

مثلاً پانگه اچونې هيله لري، چې 100 ډالر د هر کال په اخر کې تر دريو کالونو پوري ترلاسه کړي او غواړي چې درک کړي ددغه کلني تادياتو جاري ارزش څومره دی. په هغه صورت کې چې په سرمايگزاري شويو پيسو باندې 6% گټه ترلاسه کيدونکي وي. د يادولو وړ ده، چې تاديات د کال په اخر کې صورت نيسي، چې د بعدي قسط شکل بنکاره کوي. که چيرې تاديات د دورې په شروع کې ترسره شوي وای، نو د مخکنی قسط شکل به يې غوره کړای وای.

ددې له پاره چې غوښتل شوی مقدار په لاس راوړو، نو يو ميتود دا دی چې د هرې تاديې فعلي ارزش پيدا کړو. لومړی د فعلي ارزش د ربحې په جدول کې د ربحې فکتور پيدا کوو. بيا يې په 100 کې ضربوو او وروسته انفرادي فعلي ارزشونه سره جمع کوو، چې په پايله کې 267.30 حاصل په لاس راځي. څه ډول چې په 5.2. شکل کې به وښودل شي.

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات



پورته تشریح شوي پروسه د 7.2 عمومي معادلې په اساس په لاس راوړی شو. د مساوي تادياتو فعلي ارزش PV ، کلني تاديات PMT چې د ربحې په يوه مناسب نرخ I سره تنزیل مومي او د لومړۍ تاديې څخه تر اخري n تاديې پوري جمع  $\sum$  کېږي.

$$PV = \frac{PMT}{(1+i)} + \dots + \frac{PMT}{(1+i)^n}$$

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{PMT}{(1+i)^t}$$

7.2 کېدای شي چې په لاندې ډول هم وليکل شي.

$$PV = (PMT) \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t}$$

د پورته معادلې عمومي شکل په لاندې ډول دی:

$$A * B = C$$

ددې له پاره چې فعلي ارزش په لاس راوړو، نو د قسط کلنی تادیه د ربحې په فکتور کې ضربوو. د وروستنی قسط فعلي ارزش د لاندې معادلې په مرسته پیدا کولای شو:

$$PMT * PVAIF (I, N) = PV$$

د ربحې د جدول په مرسته، چې ددې فصل په اخر کې ضمیمه شوی دی، په دې ډول د قسط فعلي ارزش پیدا کوو. ددې له پاره چې د 100 ډالر قسط فعلي ارزش پیدا کړو، چې د دريو کالونو له پاره به هر کال تر لاسه شي، په هغه صورت کې چې د سود نرخ 6% وي، لومړۍ د ربحې فکتور د دريو کالونو له پاره، چې له

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

2.673 څخه عبارت دی پيدا کوو. دغه مقدار د هغه د انفرادي فعلي ارزشونو د مجموعې سره مساوي دی، چې پخوا مو په انفرادي ډول په لاس راوړل.

5.2 ګڼه شکل

تادیه 100، د سود نرخ 6% او موده 3 کاله

تادیه	کال	د ربحې فکتور	فعلي ارزش
100	1	0.943	94.30
100	2	0.890	89.00
100	3	0.840	84.00
			267.30

Calculator Solution

Function key	Data Input
FV =	0
PMT =	100
I =	6
N =	3
PV =	?

Function key	Answer
PV =	-267.30

ددې له پاره چې هر کال تر دریو کالونو له پاره 100 ډالر ترلاسه کړو، چې په ترسره شوي سرمایګزاري د حاصلاتو نرخ 6% وي، نو باید په حاضر وخت کې 267.30 ډالر له لاسه ورکړو.

د پیسو د فعلي ارزش په څیر د قسط فعلي ارزش هم د سود په نرخ او د وخت په موده پوري اړه لري. څومره چې د ربحې نرخ کم او د وخت موده زیاته وي، نو په همغه اندازه د قسط جاري ارزش زیات وي. 5.4 ګڼه شکل د ربحې مختلف نرخونو، د قسط مودې او د قسط فعلي ارزش تر منځ اړیکې تشریح کوي.

څرنگه چې د AB او AC خطونو له مقایسې څخه ښکاري، کله چې د ربحې نرخ کم وي، نو فعلي ارزش لوړیږي. مثلاً که تادیات د 5 کالونو له پاره صورت ونیسي، نو د یوه ډالر فعلي ارزش چې د ربحې نرخ 4% وي، له 4.45 څخه عبارت دی. او که چېرې د ربحې نرخ 8% وي، نو فعلي ارزش له 3.399 ډالرو څخه عبارت دی. که د قسط موده زیاته وي، نو

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

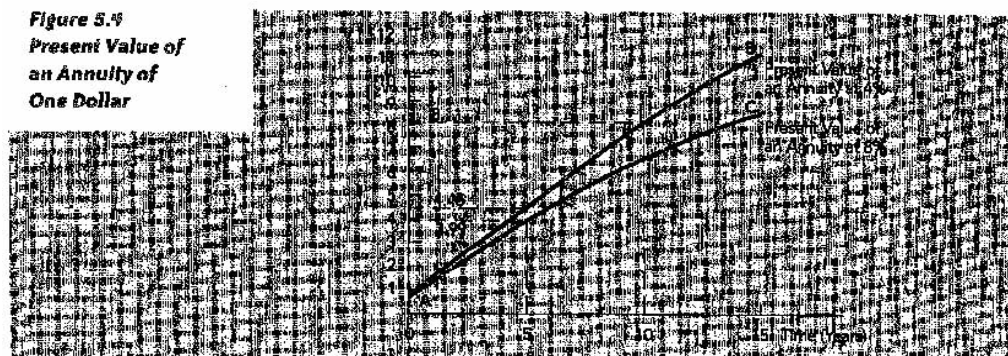
فعلي ارزش زیاتیرې. مثلاً د یوه ډالر د قسط فعلي ارزش د 5 کالونو له پاره چې د ربحې نرخ 4% وي، له 4.45 څخه عبارت دی. خو که د کالونو تعداد 10 شي نو فعلي ارزش له 8.11 ډالرو څخه عبارت دی.

### د مخکنی قسط فعلي ارزش Present Value of an Annuity Due

د قسط د فعلي ارزش د ربحې جدولونه یوازې د وروستنی قسط د فعلي ارزش د پیدا کولو په موخه ترتیب شوي دي. که سرماگزار یا مالي منجر اړ شي، چې د مخکنی قسط فعلي ارزش د ربحې د جدول په مرسته پیدا کړي، نو په دې صورت کې ځانگړي شرایط په پام کې نیول کېږي. مثلاً اجاره چې داچاری په صورت کې تادیات د دورې په پیل کې ترسره کېږي، چې د مخکنی قسط مثال دی. که منجر وغواړي چې د نوموړي اجارې فعلي مصرف پیدا کړي، که د فعلي ارزش د ربحې جدولونو په مرسته، چې د وروستنی قسط له پاره تیار شوي دي ځواب په لاس راوړي، نو یو غلط ځواب به په لاس راغلی وي.

لکه څرنگه چې د وروستنی قسط بعدي ارزش له پاره مو د ربحې فکتورونه پیدا کړل، نو کېدای شي چې همدغه جدولونه د مخکنی قسط د فعلي ارزش د پیدا کولو له پاره ترتیب شي. نو کېدای شي چې وروستنی قسط د فعلي ارزش د ربحې جدول د مخکنی قسط د فعلي ارزش جدول ته تبدیل کړو. دغه اړونده پروسه په دې ډول دی: د وروستنی قسط د ربحې فکتور په  $(1+i)$  کې ضربوو. تیر شوی مثال په پام کې نیسو. د وروستنی قسط د ربحې فکتور چې د قسط مقدار یو ډالر د ربحې نرخ 6% او د کالونو تعداد درې دی 2.673 دی، نو د مخکنی قسط د ربحې فکتور عبارت دی له:

$$2.673(1+0.06) = 2.833$$



نوپه دې ډول د 100 ډالرو د مخکنی قسط فعلي ارزش، چې د دريو کالونو او 6% په نرخ فعلي ارزش له  $(100 * 2.833) = 283.30$  څخه عبارت دی. د یادولو وړ ده چې د مخکنی قسط فعلي ارزش د وروستنی قسط له فعلي ارزش څخه زیات دی،  $(283.30 \text{ Versus } 267.30)$  علت دادی، چې د مخکنی قسط لومړی تادیه د دورې په شروع او د وروستنی قسط د دورې په اخر کې ترسره کېږي، چې دغه د وخت ترمنځ تفاوت د مخکنی قسط ارزش لوړوي.

### د ایکسل په مرسته د قسط د فعلي ارزش اړوند پرابلمونو حل

#### Solving Present Value of an Annuity problems Using Excel

د قسط فعلي ارزش عیناً لکه څه ډول مو، چې د قسط بعدي ارزش د ایکسل په مرسته پیدا کړي، پیدا کړي. د یادونې وړ ده که ستونزه په وروستنی قسط پوري اړه ولري، نو د Type په کورګي کې 0 لیکو او که ستونزه په مخکنی قسط پوري اړه ولري، نو د Type په کورګي کې 1 لیکو او لاندې مثال په پام کې نیسو.

I	6%	
N	3	
PMT	100	وروستنی قسط
FV	0	
Type	0	

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

څرنګه چې PV نامالومه دی، نو ایکسل ته په لاندې ډول هدایت ورکوو ترڅو PV په لاس راشي:

1	Present Value	
2	I	6%
3	N	3
4	PMT	100
5	FV	0
6	Type	0
7	PV	= PV (b2, b3, b4, b5, b6)
		PV= -267.30

او که چیرې ستونزه په مخکنی قسط پوري تړاو ولري، نو په لاندی ډول ایکسل ته ارقام ورکوو:

I	6%	
N	3	
PMT	100	مخکنی قسط
FV	0	
Type	1	

څرنګه چې PV نامالومه دی نو ایکسل ته په لاندې ډول هدایت ورکوو ترڅو PV په لاس راشي:

1	Present Value	
2	I	6%
3	N	3
4	PMT	100
5	FV	0
6	Type	1
7	PV	= PV (b2, b3, b4, b5, b6)
		PV= -283.34

په پورته دواړو صورتونو کې PMT موږ ته cash inflow په ګوته کوي ځکه مخ ته ورته د منفي علامه نه لیکو او څرنګه چې موږ د وروستنی قسطونو له پاره 267.30 او د مخکنیو قسطونو له پاره 283.34 افغانی باید تادیه کړو نو دغه تادیه cash outflow په ګوته کوي ځکه یې مخ ته منفي علامه کاروو.



## د مرکبې ربحې او تنزیل توضیح

### Illustrations of Compounding & Discounting

په تیرو برخو کې موږ د زماني ارزش اړوند بیلابیلې محاسبې ترسره کړې، په دې برخه کې د پرابلمونو په نظر کې نیولو سره چې پانګه اچونکي او مالي منجران شاید ورسره مخامخ شي توضیح کوو. د هغو ستونزو توضیح چې په دې برخه کې به توضیح شي ګټه مټ د تیرو مثالونو په څیر دي، که په تیرو مثالونو پوهه شوي وای نو راتلونکي مثالونه به ستاسو له پاره ډیر ساده او اسان وي ځکه چې تاکید د محاسبې پر ځای د ستونزې په تحلیل کېږي.

1: یو کار فرما غواړي چې د کارګر له پاره په هغه صورت کې، چې 45 کلن وي د تقاعد پلان وړاندې کړي. پلان په دې ډول دی چې د هر کال په اخر کې باید کارګر 1000 ډالر د پس انداز په حساب کې کیږدي چې 6% کلني ګټه په لاس راوړي. کارګر غواړي چې پوهه شي، که چیرې په 65 کلني کې تقاعد شي، نو څومره پیسې به ترلاسه کړي؟

څرنګه چې دغه مثال د وروستني قسط په بعدې ارزش پوري اړه لري، نو د هغې د فارمولې په مرسته کولای شو، چې پایله په لاس راوړو. دا چې کلني تادیه 1000 ډالر او د 20 کالونو له پاره په 6% به رشد وکړي نو پدې ډول به د ترلاسه کیدونکو پیسو مقدار عبارت وي له:

$$FVA = PMT (1+i)^0 + \dots + PMT(1+i)^{n-1}$$

$$= 1000(1+0.06)^0 + \dots + 1000(1+0.06)^{19}$$

$$= 1000\{FVAIF (6I, N20)\}$$

$$= 1000(36.786) = 36786$$

36.786 د یوه ډالر قسط د بعدې ارزش د ربحې له فکتور څخه عبارت دی.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### Calculator Solution

Function key	Data Input
PV =	0
PMT =	-1000
I =	6
N =	20
FV =	?

Function key	Answer
FV =	36785.59

2: عین کار فرما تصمیم لري په هغه حساب کې یوځایي پیسې ځای پر ځای کړي، چې 6% کلنی ګټه کوي او تصمیم لري، چې هر کال له حساب څخه 1000 ډالر اوباسي. 20 کاله وروسته په نوموړي حساب کې ټولې پیسې ختمیږي، نو نوموړي کارفرما باید څومره ډالر په لومړي ځل په حساب کې ځای پر ځای کړي؟ دغه مثال د وروستني قسط د فعلي ارزش په څیر دی، نو کولای شو چې د هغې د فارمولې په مرسته یې ځواب پیدا کړو.

1000 ډالر کلنی قسط د 6% په نرخ تر 20 کالونو پوري، نن ورځ څومره ارزش لري؟  
فعلی ارزش یانې هغه مقدار چې د لومړي ځل له پاره باید په حساب کې ځای پر ځای شي عبارت دی له:

$$PVA = \sum_{t=1}^n \frac{PMT}{(1+i)^t} + \dots + \frac{PMT}{(1+i)^n}$$

$$\equiv \frac{1000}{1+0.06} + \dots + \frac{1000}{(1+0.06)^2}$$

$$= 1000 \{ PVAIF (6I, 20N) \}$$

$$= 1000(11.470) = 11470$$

11.470 د ربحي له فکتور څخه عبارت دی، چې د مربوطه جدول څخه په لاس راغلی دی.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د ایکسل په مرسته په لاندې ډول په لاس راځي.

### Calculator Solution

Function key	Data Input
FV =	0
PMT =	1000
I =	6
N =	20
PV =	?

Function key	Answer
PV =	-11469.92

د پورته پایلو د ترلاسه کولو په نتیجه ویلی شو، چې کارفرما باید په حساب کې د لومړي ځل له پاره 11470 ډالر چې 6% کلني گټه لري ځای پر ځای کړي، ترڅو وکولی شي، چې تر 20 کالونو پوري د تقاعد 1000 ډالر کلني تادیه ترسره کړي.

باید د اخري دوو مثالونو د پایلو تر منځ تفاوت ته پام وکړو. په لومړي مثال کې د تادياتو مجموعه ربحه گټي، نو په دې ډول بعدي ارزش د 1000 ډالر د 20 کلني تاديي له مجموعې څخه زیات دی. په دوهم مثال کې د بعدي تادياتو مجموعې ته په حاضر وختونو کې ارزش ورکول کېږي. څرنگه چې د بعدي تاديات نن ورځ کم ارزش لري یانې جاري ارزش د 1000 ډالر د 20 کلني مجموعې څخه کم ارزش لري.

3: یو پانگه اچونکی یو سهم په 10 ډالر اخلي او هیله لري، چې د سهم ارزش 9% کلني لوړوالی وکړي. 10 کاله وروسته همغه پانگه اچونکی پلان لري، چې نوموړی سهم بیرته خرڅ کړي. نو د نوموړي سهم د خرڅلاو احتمالي قیمت به څومره دی؟

درې خپلواک متحولین، چې له فعلی مقدار (10 ډالر)، د ودې نرخ، چې د ربحې نرخ ته ورته دی (9%) او د کالونو تعداد (10 کاله) مالوم دي. او نامالوم یا بل واک متحول چې د بعدي خرڅلاو له قیمت څخه عبارت دی، نامالوم دی. څرنگه چې موضوع د پیسو د بعدي ارزش اړونده ده، نو د هغې فارمولې په مرسته یې پایله په لاس راوړلی شو.

$$P_n = P_0 (1+i)^n$$

$$P_{10} = 10(1+0.09)^{10}$$

$$P_{10} = 10(FVIF 9I, 10N)$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

$$P_{10} = 10(2.367) = 23.67$$

### Calculator Solution

Function key	Data Input
FV =	-10
PMT =	0
I =	9
N =	10
FV =	?
Function key	Answer
FV =	23.67

2.367 د پیسو د بعدی ارزش د ربحې له فکتور څخه عبارت دی، چې د ربحې د جدول څخه په لاس راغلی دي. د پانگه اچونکي د سهم د خرڅلاو احتمالي قیمت له 23.67 څخه عبارت دی.

4: داسې فرض کړئ، چې پانگه اچونکي یو سهم په 23.67 ډالر خرڅوي، چې تر 10 کالونو پوري ساتل شوی او د هغې پر سر 9% حاصل ترلاسه شوی. نو مالومه کړئ، چې د پانگې اچونې اصلي مصرف څومره دی؟  
 څرنگه چې ذکر شوی مثال د پیسو د فعلی ارزش په څیر دی، چې تر 10 کالونو له پاره یې 9% دوباره تنزیل کړي، نو د اخیستو قیمت یې عبارت دی له:

$$\frac{P_n}{(1+i)^n}$$

$$P = \frac{23.67}{(1+0.09)^1}$$

$$P_0 = 23.67(PVIF 9\%, 10N)$$

$$P_0 = 23.67(0.422) = 9.98 \approx 10$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### Calculator Solution

Function key	Data Input
FV =	23.67
PMT =	0
I =	9
N =	10
PV =	?

Function key	Answer
PV =	-10

0.422 د پیسو د فعلی ارزش د ربحې له فکتور څخه عبارت دی، چې تر 10 کالونو پوري د 9% په نرخ تنزیل مومي. د پانگې اچونې مصرف به په هغه وخت کې، چې ترسره کیده 10 ډالروې.

5: پورته ذکر شوي مثالونه د عینې سرمایگزارې دوه اړخونه په پام کې نیسي. په لومړي مثال کې 10 سرمایگزارې شویو ډالرو 23.67 ډالرو ته رشد وکړ. په دوهم مثال کې د اخیستل شوي سهم ارزش دوباره د لومړني ترسره شوي پانگې اچونې ارزش ته راوړل شو. د همدغې معادلې یو بل بدلون په لاندې ډول امکان لري، چې صورت ونیسي.

یوه پانگه اچونکي په 10 ډالرو سهم واخیست او تر 10 کالونو پوري یې وساتو او وروسته یې په 23.67 ډالرو خرڅ کړ. نو په ترسره شوي پانگه اچونې باندې ترلاسه شویو عوایدو مقدار به څومره وي؟ په دې حالت کې د سهم د اخیستو او خرڅولو ارزشونه مالوم دي، مگر د ودې نرخ نامالوم دی.

کولای شو چې غوښتل مقدار د پیسو بعدی ارزش د جدول او یا د پیسو فعلی ارزش د جدول له مخې پیدا کړو.

که د بعدی ارزش جدول څخه استفاده وکړو، نو په دې صورت کې لرو چې :

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

که چیرې 10 ډالر په 10 کالونو کې تر 23.67 ډالرو پورې وده وکړي، نو د ودې نرخ به څومره وي؟

$$P_0 (1 + x)^n = P_n$$

$$10(1 + x)^n = 23.67$$

$$10(\text{FVIF} (? I, 10N)) = 23.67$$

$$\text{FVIF} (? I, 10N) = 2.367$$

### Calculator Solution

Function key	Data Input
FV =	23.67
PMT =	0
I =	?
N =	10
PV =	-10

Function key	Answer
I =	9

# د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

د يوه دالرد بعدي ارزش له پاره د سود فکتورونه

# ضمیمه A

## Interest Factors for the Future Value of One Dollar:

$$FVIF = (1 + i)^n$$

کال

Time Period (e.g., year)	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%
1	1.010	1.020	1.030	1.040	1.050	1.060	1.070	1.080	1.090	1.100	1.120	1.140	1.150	1.160	1.180	1.200
2	1.020	1.040	1.061	1.082	1.102	1.124	1.145	1.166	1.188	1.210	1.254	1.300	1.322	1.346	1.392	1.440
3	1.030	1.061	1.093	1.125	1.158	1.191	1.225	1.260	1.295	1.331	1.405	1.482	1.521	1.561	1.643	1.728
4	1.041	1.082	1.126	1.170	1.216	1.262	1.311	1.360	1.412	1.464	1.574	1.689	1.749	1.811	1.939	2.074
5	1.051	1.104	1.159	1.217	1.276	1.338	1.403	1.469	1.539	1.611	1.762	1.925	2.011	2.100	2.288	2.488
6	1.062	1.126	1.194	1.265	1.340	1.419	1.501	1.587	1.677	1.772	1.974	2.195	2.313	2.436	2.697	2.986
7	1.072	1.149	1.230	1.316	1.407	1.504	1.606	1.714	1.828	1.949	2.211	2.502	2.660	2.826	3.186	3.583
8	1.083	1.172	1.267	1.369	1.477	1.594	1.718	1.851	1.993	2.144	2.476	2.853	3.059	3.278	3.759	4.300
9	1.094	1.195	1.305	1.423	1.551	1.689	1.838	1.999	2.172	2.358	2.773	3.252	3.518	3.803	4.436	5.160
10	1.105	1.219	1.344	1.480	1.629	1.791	1.967	2.159	2.367	2.594	3.106	3.707	4.046	4.411	5.234	6.192
11	1.116	1.243	1.384	1.539	1.710	1.898	2.105	2.332	2.580	2.853	3.479	4.226	4.652	5.117	6.176	7.430
12	1.127	1.268	1.426	1.601	1.796	2.012	2.252	2.518	2.813	3.138	3.896	4.818	5.350	5.936	7.287	8.916
13	1.138	1.294	1.469	1.665	1.886	2.133	2.410	2.720	3.066	3.452	4.363	5.492	6.153	6.886	8.599	10.699
14	1.149	1.319	1.513	1.732	1.980	2.261	2.579	2.937	3.342	3.797	4.887	6.261	7.076	7.988	10.147	12.839
15	1.161	1.346	1.558	1.801	2.079	2.397	2.759	3.172	3.642	4.177	5.474	7.138	8.137	9.266	11.973	15.407
16	1.173	1.373	1.605	1.873	2.183	2.540	2.952	3.426	3.970	4.595	6.130	8.137	9.358	10.748	14.129	18.488
17	1.184	1.400	1.653	1.948	2.292	2.693	3.159	3.700	4.328	5.054	6.866	9.276	10.761	12.468	16.672	22.186
18	1.196	1.428	1.702	2.026	2.407	2.854	3.380	3.996	4.717	5.560	7.690	10.575	12.375	14.463	19.673	26.623
19	1.208	1.457	1.754	2.107	2.527	3.026	3.617	4.316	5.142	6.116	8.613	12.056	14.232	16.777	23.214	31.948
20	1.220	1.486	1.806	2.191	2.653	3.207	3.870	4.661	5.604	6.728	9.646	13.743	16.367	19.461	27.393	38.337
25	1.282	1.641	2.094	2.666	3.386	4.292	5.427	6.848	8.623	10.835	17.000	26.462	32.919	40.874	62.688	95.396
30	1.348	1.811	2.427	3.243	4.322	5.743	7.612	10.063	13.268	17.449	29.960	50.950	66.212	85.850	143.370	237.370



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### ضمیمه B

د یوه دالرد فعلی ارزش له پاره د سود فکتورونه

#### Interest Factors for the Present Value of One Dollar:

$$PVIF = 1/(1 + i)^n$$

کال

Time  
Period  
(e.g.,

	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	24%	28%
1	.990	.980	.971	.962	.952	.943	.935	.926	.917	.909	.893	.877	.870	.862	.847	.833	.806	.781
2	.980	.961	.943	.925	.907	.890	.873	.857	.842	.826	.797	.769	.756	.743	.718	.694	.650	.610
3	.971	.942	.915	.889	.864	.840	.816	.794	.772	.751	.712	.675	.658	.641	.609	.579	.524	.477
4	.961	.924	.889	.855	.823	.792	.763	.735	.708	.683	.636	.592	.572	.552	.516	.482	.423	.373
5	.951	.906	.863	.822	.784	.747	.713	.681	.650	.621	.567	.519	.497	.476	.437	.402	.341	.291
6	.942	.888	.838	.790	.746	.705	.666	.630	.596	.564	.507	.456	.432	.410	.370	.335	.275	.227
7	.933	.871	.813	.760	.711	.665	.623	.583	.547	.513	.452	.400	.376	.354	.314	.279	.222	.178
8	.923	.853	.789	.731	.677	.627	.582	.540	.502	.467	.404	.351	.327	.305	.266	.233	.179	.139
9	.914	.837	.766	.703	.645	.592	.544	.500	.460	.424	.361	.308	.284	.263	.226	.194	.144	.108
10	.905	.820	.744	.676	.614	.558	.508	.463	.422	.386	.322	.270	.247	.227	.191	.162	.116	.085
11	.896	.804	.722	.650	.585	.527	.475	.429	.388	.350	.287	.237	.215	.195	.162	.135	.094	.066
12	.887	.788	.701	.625	.557	.497	.444	.397	.356	.319	.257	.208	.187	.168	.137	.112	.076	.052
13	.879	.773	.681	.601	.530	.469	.415	.368	.326	.290	.229	.182	.163	.145	.116	.093	.061	.040
14	.870	.758	.661	.577	.505	.442	.388	.340	.299	.263	.205	.160	.141	.125	.099	.078	.049	.032
15	.861	.743	.642	.555	.481	.417	.362	.315	.275	.239	.183	.140	.123	.108	.084	.065	.040	.025
16	.853	.728	.623	.534	.458	.394	.339	.292	.252	.218	.163	.123	.107	.093	.071	.054	.032	.019
17	.844	.714	.605	.513	.436	.371	.317	.270	.231	.198	.146	.108	.093	.080	.060	.045	.026	.015
18	.836	.700	.587	.494	.416	.350	.296	.250	.212	.180	.130	.095	.081	.069	.051	.038	.021	.012
19	.828	.686	.570	.475	.396	.331	.276	.232	.194	.164	.116	.083	.070	.060	.043	.031	.017	.009
20	.820	.673	.554	.456	.377	.312	.258	.215	.178	.149	.104	.073	.061	.051	.037	.026	.014	.007
25	.780	.610	.478	.375	.295	.233	.184	.146	.116	.092	.059	.038	.030	.024	.016	.010	.005	.002
30	.742	.552	.412	.308	.231	.174	.131	.099	.075	.057	.033	.020	.015	.012	.007	.004	.002	.001



## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

د يوه دالر قسط د بعدي ارزش له پاره د سود فکتورونه

# ضمیمه C

### Interest Factors for the Future Value of an Annuity of One Dollar:

$$FVAIF = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

کال

Time  
Period  
(e.g.,

	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	16%	20%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.010	2.020	2.030	2.040	2.050	2.060	2.070	2.080	2.090	2.100	2.120	2.140	2.160	2.200
3	3.030	3.060	3.091	3.122	3.152	3.184	3.215	3.246	3.278	3.310	3.374	3.440	3.506	3.640
4	4.060	4.122	4.184	4.246	4.310	4.375	4.440	4.506	4.573	4.641	4.770	4.921	5.067	5.368
5	5.101	5.204	5.309	5.416	5.526	5.637	5.751	5.867	5.985	6.105	6.353	6.610	6.877	7.442
6	6.152	6.308	6.468	6.633	6.802	6.975	7.153	7.336	7.523	7.716	8.115	8.536	8.978	9.930
7	7.214	7.434	7.662	7.898	8.142	8.394	8.654	8.923	9.200	9.487	10.089	10.730	11.413	12.915
8	8.286	8.583	8.892	9.214	9.549	9.897	10.260	10.637	11.028	11.436	12.300	13.233	14.240	16.499
9	9.369	9.755	10.159	10.583	11.027	11.491	11.978	12.488	13.021	13.579	14.776	16.085	17.518	20.798
10	10.462	10.950	11.464	12.006	12.578	13.181	13.816	14.487	15.193	15.937	17.549	19.337	21.321	25.958
11	11.567	12.169	12.808	13.486	14.207	14.972	15.784	16.645	17.560	18.531	20.655	23.044	25.732	32.150
12	12.683	13.412	14.192	15.026	15.917	16.870	17.888	18.977	20.141	21.384	24.138	27.271	30.850	39.580
13	13.809	14.680	15.618	16.627	17.713	18.882	20.141	21.495	22.953	24.523	28.029	32.089	36.786	48.496
14	14.947	15.974	17.086	18.292	19.599	21.051	22.550	24.215	26.019	27.975	32.393	37.581	43.672	59.195
15	16.097	17.293	18.599	20.024	21.579	23.276	25.129	27.152	29.361	31.772	37.280	43.842	51.659	72.035
16	17.258	18.639	20.157	21.825	23.657	25.673	27.888	30.324	33.003	35.950	42.753	50.980	60.925	87.442
17	18.430	20.012	21.762	23.698	25.840	28.213	30.840	33.750	36.974	40.545	48.884	59.118	71.673	105.93
18	19.615	21.412	23.414	25.645	28.132	30.906	33.999	37.450	41.301	45.599	55.750	68.934	84.140	128.11
19	20.811	22.841	25.117	27.671	30.539	33.760	37.379	41.446	46.018	51.159	63.440	78.969	98.603	154.74
20	22.019	24.297	26.870	29.778	33.066	36.786	40.995	45.762	51.160	57.275	72.052	91.025	115.37	186.68
25	28.243	32.030	36.459	41.646	47.727	54.865	63.249	73.106	84.701	98.347	133.33	181.87	249.21	471.98
30	34.785	40.568	47.575	56.085	66.439	79.058	94.461	113.283	136.308	164.494	241.333	356.878	530.310	1181.8



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د یوه دالر قسط د فعلي ارزش له پاره د سود فکتورونه

# ضمیمه D

Interest Factors for the Present Value of an Annuity of One Dollar:

$$PVAIF = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

کال Time Period (e.g.,	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	24%	28%	32%	36%
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.893	0.877	0.862	0.847	0.833	0.806	0.781	0.758	0.735
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833	1.808	1.783	1.759	1.736	1.690	1.647	1.605	1.566	1.528	1.457	1.392	1.332	1.276
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673	2.624	2.577	2.531	2.487	2.402	2.322	2.246	2.174	2.106	1.981	1.868	1.766	1.674
4	3.902	3.808	3.717	3.630	3.546	3.465	3.387	3.312	3.240	3.170	3.037	2.914	2.798	2.690	2.589	2.404	2.241	2.096	1.966
5	4.853	4.713	4.580	4.452	4.329	4.212	4.100	3.993	3.890	3.791	3.605	3.433	3.274	3.127	2.991	2.745	2.532	2.345	2.181
6	5.795	5.601	5.417	5.242	5.076	4.917	4.766	4.623	4.486	4.355	4.111	3.889	3.685	3.498	3.326	3.020	2.759	2.534	2.399
7	6.728	6.472	6.230	6.002	5.786	5.582	5.389	5.206	5.033	4.868	4.574	4.288	4.039	3.812	3.605	3.242	2.937	2.678	2.455
8	7.652	7.325	7.020	6.733	6.463	6.210	5.971	5.747	5.535	5.335	4.968	4.639	4.344	4.078	3.837	3.421	3.076	2.786	2.540
9	8.566	8.162	7.786	7.435	7.108	6.802	6.515	6.247	5.985	5.759	5.328	4.946	4.607	4.303	4.031	3.566	3.184	2.868	2.603
10	9.471	8.983	8.530	8.111	7.722	7.360	7.024	6.710	6.418	6.145	5.650	5.216	4.833	4.494	4.193	3.682	3.269	2.930	2.650
11	10.368	9.787	9.253	8.760	8.306	7.887	7.499	7.139	6.805	6.495	5.988	5.453	5.029	4.656	4.327	3.776	3.335	2.978	2.683
12	11.255	10.575	9.954	9.385	8.863	8.384	7.943	7.536	7.161	6.814	6.194	5.660	5.197	4.793	4.439	3.851	3.387	3.013	2.708
13	12.134	11.348	10.635	9.986	9.394	8.534	8.358	7.904	7.487	7.103	6.424	5.842	5.342	4.910	4.533	3.912	3.427	3.040	2.727
14	13.004	12.106	11.296	10.563	9.899	9.295	8.745	8.244	7.786	7.367	6.628	6.002	5.468	5.008	4.611	3.962	3.459	3.061	2.740
15	13.865	12.849	11.938	11.118	10.380	9.712	9.108	8.559	8.060	7.606	6.811	6.142	5.575	5.092	4.675	4.001	3.483	3.076	2.750
16	14.718	13.578	12.561	11.652	10.838	10.106	9.447	8.851	8.312	7.824	6.974	6.265	5.669	5.162	4.730	4.003	3.503	3.088	2.758
17	15.562	14.292	13.166	12.166	11.274	10.477	9.763	9.122	8.544	8.002	7.120	6.373	5.749	5.222	4.775	4.059	3.518	3.097	2.763
18	16.398	14.992	13.754	12.659	11.690	10.828	10.059	9.372	8.756	8.201	7.250	6.467	5.818	5.273	4.812	4.080	3.529	3.104	2.767
19	17.226	15.678	14.324	13.134	12.085	11.158	10.336	9.604	8.950	8.365	7.366	6.550	5.877	5.316	4.844	4.097	3.539	3.109	2.770
20	18.046	16.351	14.877	13.590	12.462	11.470	10.594	9.818	9.128	8.514	7.469	6.623	5.929	5.353	4.870	4.110	3.546	3.113	2.772
25	22.023	19.523	17.413	15.622	14.094	12.783	11.654	10.675	9.823	9.077	7.843	6.873	6.097	5.467	4.948	4.147	3.564	3.122	2.776
30	25.808	22.937	19.600	17.292	15.373	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427	8.055	7.003	6.177	5.517	4.979	4.160	3.569	3.124	2.778

**Interest Factors – Overview:**

د سود د فکتورونو خلاصه

**PVAIF**  
Annuity → Present Value

فعلي ارزش

$$\frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n} \times i$$

change numerator and denominator

**APVIF**  
Present Value → Annuity

قسط

$$\frac{(1+i)^n \times i}{(1+i)^n - 1}$$

قسط

**FVAIF**  
Annuity → Future Value

بعدي ارزش

$$\frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

change numerator and denominator

قسط

**AFVIF**  
Future Value → Annuity

قسط

$$\frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

×(1+i)<sup>n</sup>      / (1+i)<sup>n</sup>

**Perpetuity:**

A perpetuity is an ordinary annuity whose payments or receipts continue forever. The present value of this special type of annuity is determined as follows:

$$PVA_{\infty} = PMT \times PVAIF(i, \infty)$$

$$PVA_{\infty} = PMT \times \frac{1}{i} = \frac{PMT}{i}$$

دوامدار قسط: دوامدار قسط يو عادي قسط د؟ چه د هغه تادييات او رسيدونه د تلل له پاره جريان لري. د قسط دوا خاص قسم فعلي ارزش په لاندې څرگندول کېږي.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

I برخه: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

**دوهم څپرکی**

**د سرمایې بودجه بندي**

Capital Budgeting

د دوباره ورکړې موده

Payback Period

خالص فعلي ارزش

Net present value

د سرمایې د سود ذاتي پایه

Interest rate of return

د IRR او NPV مقایسه

**origin:**

اصلي منبع:

Mayo, Herbert B.: Financial Institutions, Investments, and Management-An Introduction, 8<sup>th</sup> Ed., Fort Worth 2003, pages 409-423.

## Capital Budgeting **د سرمایې بودجه بندي**

په دې فصل کې به لاندې موضوعگانې وڅیړل شي.

- ❖ د دوباره تاديې موده
- ❖ خالص فعلي ارزش
- ❖ د حاصلاتو داخلي نرخ
- ❖ د خالص فعلي ارزش او د حاصلاتو د داخلي نرخ ترمنځ مقایسه
- د زده کړې موخې :
- د پانگې اچونې د گټې او د هغې د پیسو د جریاناتو ترمنځ توپیر
- د پانگې اچونې د دوباره تاديې مودې، د خالص فعلي ارزش او د حاصلاتو د داخلي نرخ پیداکونه
- د خالص فعلي ارزش او د حاصلاتو د داخلي نرخ ترمنځ مقایسه
- د خالص فعلي ارزش او د حاصلاتو د داخلي نرخ پواسطه د دوباره پانگې اچونې د فرضيې تشریح

هینري داوید توریو د پانگې اچونې اړوند داسې وایي چې: بڼه والی یوازینی پانگه اچونه ده چې هیڅکله نه ناکامیږي. بدبختانه زیات شمیر مالي منجران د خپلو تجربو څخه عملاً په دې پوهیږي، چې بعضي پانگې اچونې ختماً ناکامیږي. د محترم ویلیم گیلبرت او محترم ارتور سولیوین له نظره سره له دې، چې خطر ونه گالي، نو څه شی نه شي گټلی. دا په خپله البته یو مشکل انتخاب دی، چې مالي مدیران ورسره مخامخ کېږي. او دوی باید داسې اوږدمهاله گټور خطرونه وگالي ترڅو، چې د شرکت او تصدی پایښت یقیني کړي. مگر په عین وخت کې د ناکامې ویره هم منځ ته راوړي.

ایا مشخصه اوږدمهاله پانگه اچونه باید په ماشین الاتو او یا په تجهیزاتو کې ترسره شي؟ په حقیقت کې باید د هرې تصدی مدیریت که واره وي یا لویه باید دغې پوښتنې ته ځواب ووايي. د 2001 زیږدیز کال په جریان کې Exxon Mobil 8.8 بلیونه ډالر د اضافي ماشین الاتو، تجهیزاتو او څیړنې له پاره بیلې کړې، ترڅو په دې برخه کې بیلې شوي پیسې مصرف او سرمایگزاري کړي. حتی NTELOS د خپلو 215 میلیونو عوایدو سره چې د Exxon Mobil's د خرڅلاو 1.0 فیصده کېږي، د ماشین الاتو او تجهیزاتو په برخه کې یې 153 میلیونو په اندازه پانگه اچونه زیاته کړه. دواړه شرکتونه

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- اړو ترڅو تصمیم ونیسي، چې کومه اوږدمهاله پانګه اچونه ترسره کړي. د انتخاب دغه پروسه د سرمایې د بودجه بندۍ څخه عبارت دی.
- د سرمایې بودجه بندي لاندې پوښتنو ته ځواب وایي.
- 1: آیا زور ماشین باید په نوي ماشین باندې عوض شي؟
  - 2: آیا د نوي ماشین الاتو او تجهیزاتو په اخیستو سره به د تصدی د عملیاتو سطحه پراخوالی ومومي؟
  - 3: شرکت باید د دوو سیالو ماشینونو څخه کوم یو واخلي؟
- دغه قضاوتونه د شرکت په پایښت او د هغې په مفیدیت کې قاطع او فیصله کوونکي رول لري. څرنګه چې د سرمایې د بودجه بندۍ تخنیکونه د دغه تصمیم نیونې په پروسه کې مرسته کوي او د شرکت او د هغې د سهامو لرونکو شته زیاتوي. نو د هغوی په هکله پوهه او مالوم اړین دي.

### د اوږدمهاله پانګې اچونې تصمیمونه او ارزیايي

#### Valuation and Long-term Investment Decisions

په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې د پانګې اچونې جریان اساساً د قرض په سندونو کې د پانګې اچونې په څیر دی. په تیرو برخو کې مو د قرضونو د پانېو جاري ارزش د بعدي سود تادیاتو او د اصلي تادیې، چې د قرض په مقایسوي وسایلو سره تنزیل کړل او همدارنګه د وېش وړیسو بعدي تادیات او د شرکت د وېش وړیسو رشد او وده ددې له پاره حاضر وخت ته د غوښتل شوي حاصل پواسطه تنزیل شول ترڅو، چې د سهم ارزش تعیین شي. چې دواړه موډلونه د cash flows تنزیل شکلونه تشریح کوي. یانې بعدي cash inflows حاضر وخت ته واپس تنزیل کوي او د پانګې اچونې د ضرورت وړ مصرف یانې cash outflows سره مقایسه کېږي. په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې پانګه اچونه په مفهومي ډول په سهامو او یا د قرضونو په پانېو کې د پانګې اچونې سره څه توپیر نه لري. بعضې کمپنۍ د نورو کمپنیو په سهامو کې ددې په عوض چې په ماشین الاتو یا تجهیزاتو کې پانګه اچونه ترسره کړي، پانګه اچونه غوره ګڼي او د نورو کمپنیو په سهامو کې پانګه اچونه کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې پانګه اچونه مدیریت دې ته اړه لري چې ترڅو، چې بېلابېلې cash inflows برابرو او تخمین کړي او دوی د سرمایې د مصرف په نرخ سره حاضر وخت ته تنزیل او دغه فعلی ارزش د پانګې اچونې د مصرف سره مقایسه کړي.

په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې د پانګې اچونې د ارزش تعیین او د مختلفو اوږدمهاله پانګواچونو ترمنځ د پانګې اچونې انتخاب جریان د سرمایې په بودجه بندی پورې اړه لري. نو د پورته تشریحاتو په نظر کې نیولو سره کولای شو، چې د سرمایې بودجه بندی په لاندې ډول تعریف کړو.

په بنیادي توګه په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې د اوږدمهاله پانګه اچونو د انتخاب پروسه د سرمایې د بودجه بندی څخه عبارت دی.

که څه هم په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې پانګه اچونه کېدای شي، په مفهومي توګه په اوږدمهاله مالي دارايې کې پانګې اچونې ته ورته وي، خو مګر د دوی ترمنځ ډیر مهم تفاوتونه شتون لري. د قرض د موجودو سندونو ارزش ټاکنه او خرڅول یا اخیستل یوازې موجود شته لیرېږدوي. اخیستونکی د سند په مقابل کې پیسې ورکوي او خرڅونکی د سند په مقابل کې پیسې ترلاسه کوي. چې په دې صورت کې د دوو اشخاصو ترمنځ د دارايې لیرېږد صورت نیسي. که څه هم زیاتره په ماشین الاتو او تجهیزاتو کې پانګې اچونې نوي شته او دارايې په وجود راوړي. که دا نوی ماشین او تجهیزات د دې له پاره وکارول شي، ترڅو نوي تولیدات او خدمات خلق کړي. که چیرې نوي تولیدات ګټور وي، نو دوی باید د تصدی او شرکت ارزش لوړ کړي یا په بل عبارت د تصدی پواسطه د نوی شتو او دولت جوړونه یا لاسته راوړه د نوموړي تصدی د اسهامو د قیمتونو د لوړوالي مانا ورکوي.

بعضې ددغو پانګواچونو څخه په ښکاره توګه څرګندې دي. لکه د تحقیقاتو حمایه چې په پایله کې نوي تولیدات په لاس راشي یا د نوي ماشین یا تجهیزات په لاس راوړنه ترڅو حاصلات رشد وکړي او نوي مارکیټونو ته یې وړاندې کړي. د سرمایې د بودجه بندی تخنیکونه که څه هم د هغه تصمیمونو د عملي کولو له پاره هم په کار اچول کېږي، لکه مخکې له دې څخه چې ماشین او تجهیزات د استفادې عمر له لاسه ورکړي د هغوي تعویض یا د ټاکلي تاریخ څخه مخکې د پخوا صادر شویو بیه لرونکو پانېو بیرته ورکونه او داسې نور. په بعضو حالتونو کې لکه د تصدی د ځانګو او نماینده ګیو جوړونه، د اوږدمهاله پانګې اچونې په اړوند تصمیمونه باید ونیول شي، حتی کېدای

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

شي چې د نوموړي پانګې اچونې څخه مشخصه cash inflow په لاس رانشي. په ځينو وختونو کې د اوږدمهاله پانګې اچونې اړوند تصمیمونه د مالي مدیر له کنترول څخه وتلي وي. د ناولتیا د کنترول وسایلو نسب چې د چاپیریال ساتنې د قوانینو له مخې یې ځای پرځای کونه جبري ده او د پانګې اچونې اړوند نوي د ډاډ وړ اجباري معیارونو عملي کونه او داسې نور، چې باید د تصدی او شرکتونو له خوا ترسره شي. انتخاب دا نه دی چې چرته پانګه اچونه ترسره شي بلکې دادی چې کوم رقابتي وسایل په کار واچول شي، البته تصدی کېدای شي چې عملیات ودروي او په پایله کې کېدای شي، چې د غوښتل شوي پانګې اچونې د ترسره کېدو څخه مخنیوی وکړي. مګر په زیاتره حالتونو کې دا یو رښتینی انتخاب نه دی. موټر تولیدونکي نه غواړي، چې د موټرو جوړول ودروي ترڅو د هغه پانګې اچونې د ترسره کېدو مخنیوی وکړي، چې د پرمختګ په محفوظ ډول د ساتنې د وسایلو په نسب کې غوښتل شوي وي. بعضې پانګې اچونې ډیر په تیزی سره حاصلات په وجود راوړي، مګر د نورو پانګو اچونو د پرمخ بیولو له پاره زیاتو کالونو ته ضرورت وي او کېدای شي، چې هیڅ کله ګټه هم په وجود رانه وړي. مثلاً کېدای شي چې د دوا د تولید کمپني په تحقیق باندې زیات مقدار پیسې مصرف کړي او هیڅ کله نوي دوا په لاس رانه وړي.

### د نقدو پیسو د جریان اهمیت Importance of Cash flow

ټولې پانګې اچونې مصارف ایجابوي، په بعضې حالتونو کې دغه د پیسو برآمد Cash outflows کېدای شي په اسانۍ سره د پیژندلو وړ نه وي. لکه Hertz نوي موټرونه په لاس راوړي، نو د دوی مصرف مالوم دی. نو هغه د پیسو برآمد، چې په پانګه اچونه پوري اړه لري کېدای شي، چې ډیر په اسانۍ سره درک نشي. ایا Hertz به مجبور شي چې په اضافي ګودامونو او د څارنې په اسانتیاوو کې پانګه اچونه ترسره کړي؟ ایا هغه به مجبور شي، چې د اضافي د خرڅلاو بازارونه خلاص کړي؟ ایا هغه باید زیات کارکوونکي وګماري او د دوی په روزنه کې پانګه اچونه ترسره کړي؟ علاوه ددې څخه چې د Cash Outflows څرنګوالی او څومره والی تشخیص کړي، مالي مدیر باید د پانګې اچونې Cash Flows برآورد او تخمین کړي.



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

هغه پانگې اچونې، چې موجوده تولیدات، تولیدوي دا ډول تخمین شاید په نسبي توګه اسان وي. نوي تولیدات سره له دې، چې نوي مارکیتونو ته باید ورسول شي، د هغوی خرڅلاو او مصارف باید تخمین شي، چې ډیر په اسانۍ سره نه ترلاسه کېږي. د دغو برابروونو په لاس راوړنه یو اړخیز قضاوت په وجود راوړي. که چیرې یوه اداره وغواړي، چې په یوه نوي ساحه کې فعالیت ترسره کړي، شاید په کامله توګه د بعدی Cash flows اړوند خوشبینانه تخمینونه ترسره کړي. څرنگه چې د فعالیت او کاروبار شالید د تصدیق او شرکتونو د ضربې خوړل او په تپه ودریدل په هغه صورتونو کې تشریح کوي، چې په یوه نوي ساحه کې خپل فعالیت ترسره کوي او یا نوي مارکیتونو ته داخلېږي. RCA د IBM شرکت سره په مستقیمه سیالۍ کې د کمپیوترو تولید او Midway هوايي شرکت د USAir هوايي شرکت سره په مارکیتونو کې مستقیم رقابت شروع کړ. دواړه شرکتونه د Cash Flows اړوند ډیرو ممکنو تصمیمونو او تحلیلونو سره بیا هم ناکام شول.

د کش فلو د جوړښت څخه پوهیږو، چې د فرسایش غیر نقدی مصارف دوباره د حاصلاتو سره یوځای کېږي ترڅو، چې د عملیاتو او فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي کش فلو تعین کړو (فرسایش: په هغه صورت کې منځ ته راځي، چې طبیعي وسایل استعمالېږي او د غیر فزیکي او ماناوي شتمنیو د مصارفو د وېش جریان هم په غیر نقدی مصارفو کې شاملېږي، چې د یوې تصدی د کش فلو د ترتیبولو سره مرسته کوي). د یادونې وړ دې چې دلته تاکید د محاسبې څخه په ترلاسه شویو حاصلاتو باندې نه دی، بلکې په فرسایشاتو او د فعلی دورې په ځنډولو شویو مالیاتو باندې دی، چې د بلې دورې له پاره ځنډول کېږي او یا په سیارو داراییو کې په بدلون باندې دی. لکه په طلباتو یا په ذخیرو کې زیاتوالی، چې کش فلو باندې تاثیر اچوي. چې دا د پانگې اچونې تاثیر په دغو کش فلو باندې اچوي او دا د هغو تصمیمونو د نیونې له پاره ډیر مهم دي، چې د اوږدمهاله داراییو کې پانگو اچونو له پاره ترسره کېږي.

ددې له پاره چې د پورته بحث په هکله پوه شو، نو لاندې شرایط په پام کې نیسو چې منجر باید تصمیم ونیسي، ترڅو نوي تجهیزات چې 50000 ډالر مصارف لري، ترلاسه کړي او ضرورت لري چې د هغوي د ځای پرځای کولو 5000 پولي مصارف ترسره کړي. ددې له پاره چې منجر اړوند تصمیم ونیسي نو مجبور دی ترڅو هغه کش فلو چې د پانگې اچونې پواسطه په لاس راځي تعین کړي. 50000 ډالر د نسب مصارف د فعلی

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کش فلو څخه عبارت دي، چې د پنځو کالونو په جریان کې د تجهیزاتو د فرسایش له مخې دوباره جبرانیږي. مخکې له دې څخه، چې کلنۍ فرسایش وضع شي، نو د تجهیزاتو پواسطه تر لاسه شوي د عملیاتو حاصلات مبلغ 17200 ډالر دي. علاوه ددې د تصدی ذخایر 2000 ډالر او طلباتو د 3000 ډالرو په اندازه زیاتوالی پیدا کوي. په ذخیرو او طلباتو کې زیاتوالی نور اضافي تمویل ته ضرورت پیدا کوي، ترڅو ترسره شي. په پنځم کال کې ذخایر او طلبات دوباره پخوانی حالت ته راګرځي یا په بل عبارت مخکې له دې چې په تجهیزاتو کې پانګه اچونه صورت ونیسي. په دې وخت کې تجهیزات د 4500 مصارفو مقدار په اندازه بې ځایه کېږي. که چیرې پر عایداتو باندې د مالیاتو نرخ 20% وي نو:

1. د محاسبې د ترسره کولو په جریان کې حاصلاتو مقدار څومره دی؟

2. د پانګې اچونې په ذریعه د تر لاسه شوي کش پلو مقدار څومره دی؟

ددې له پاره چې پورته پوښتونو ته ځواب ووايو ترڅو د 1، 2، 4 او 5 کالونو له د حاصلاتو او دکش فلو مقدرا په لاس راوړو نو لاندې جدول په نظر کې نیسو:

1 کاله                      2-4 کالونه                      5 کال

Year 1	Years 2-4	Year 5
\$17,200	\$17,200	\$17,200
10,000	10,000	10,000
1,000	1,000	1,000
0	0	4,500
6,200	6,200	7,700
1,240	1,240	340
\$4,960	\$4,960	\$1,360
\$4,960	\$4,960	\$1,360
10,000	10,000	10,000
1,000	1,000	1,000
(5,000)	0	5,000
\$10,960	\$15,960	\$17,360

د حاصلاتو سنجش

د فرسایشاتو او ملیاتو د وضعی څخه مخکې

حاصلات

د نسب د مصارفو فرسایش

د بیځایه کیدنی مصارف

د ملیاتو ور عواید

مالیات (20%)

خالص عایدات

د کش پلو سنجش

خالص عواید

فرسایشات

د نسب د مصارفو فرسایش

د طلباتو او ذخیرو کې تغیر

کش فلو

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د اټکل شوي حاصلاتو مقدار په هر کال کې د 1 کال نه تر 4 کال پوري 4960 ډالر دی او په 5 کال کې 1360 ډالر دی، مگر د کش فلو مقدار په 1 کال کې 10960، د 2-4 په هر کال کې د کش فلو مقدار 15960 او په 5 کال کې د کش فلو مقدار 17360 ډالر دی. پوښتنه دلته داده چې څنګه کیدای شي، چې حاصلات او کش فلو دومره زیات توپیر ولری؟

په هر کال کې عملیاتي مفاد د تجهیزاتو او د نسب د مصارفو د فرسایشاتو مقدار په اندازه کمیږی، چې دوباره سرمایه‌ګزاري شوي دي. په حقیقت کې د نسب مصارف باید د تجهیزاتو د مصارفو سره یوځای شوي وای، ترڅو د فرسایش کیدو وړ اساس مالوم وای او هغه مقدار به د وخت په تیریدو سره جبران شوی وای. دغه واضحت که څه هم دا تشریحوي. چې فرسایش د تجهیزاتو د په کار اچولو په مصارفو کې شامل دي. لکه کمیشن او د نسب مصارف.

پورته ذکر شوي مصارف غیر نقدي مصارف دي، چې عواید د مالیاتو د وضع کیدو په موخه کوي. د یادونې وړ ده، چې په 5 کال کې د بیخایه کیدنې شتون لري. څرنګه چې هغه د پانگې اچونې د دورې په پای کې واقع کېږی، نو دا مصارف نه فرسایش کېږی؛ او د خودباخود مصارف په بر کې نیسي، چې په 5 کال کې د مالیاتو د وضع وړ عواید د کموالي سبب ګرځي. ممکن ددې برعکس هم صورت ونیسي: مثلاً تجهیزات په نقدو پیسو خرڅو. (که چیرې زموږ خرڅلاو د دارایی د اصلي قیمت څخه زیات وي، نو په دې صورت کې خرڅلاو د مالیاتو د وضع کیدو وړ مقدار او د مالیاتو مقدار لوړوي.)

د 1-5 کال پوري خالص عاید نقدي نه څرګندوي او د نقدو پیسو څخه نمایندګي نه کوي. د نقدو پیسو جریان یانې کش فلو هغه وخت په لاس راځي، چې غیر نقدي مصارف او نور هغه تعدیلات چې نقدي پیسې متاثره کوي، دوباره ورجمع کړو. په هر کال کې، 11000 ډالر غیر نقدي مصارف د خالصو عوایدو سره دوباره جمع کوو. (د یادونې وړ ده چې Cash outflow هغه وخت صورت نیولی، چې تجهیزات واخیستل شول او د نسب مصارف تادیه شول.)

لکه چې کش فلو ته غیر نقدي مصارف دوباره ورجمع کړو، نو د پانگې اچونې په ذریعه په لاس راغلي کش فلو کې زیاتوالی راوړی. خو برعکس په 1 کال کې پانگه اچونه دې ته

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ضرورت لري، چې په طلباتو او ذخایرو کې زیاتوالی راشي، چې پخپله دغه زیاتوالی Cash outflows په ګوته کوي او د پانگې اچونې په ذریعه په لومړي کال کې د ترلاسه شوي کس فلو د کمښت سبب ګرځي. سره له دې کله چې ذخایر او طلبات په 5 کال کې خپلې پخوانۍ سطحې ته کموالی مومي، نو په دې وخت کې د نقدو پیسو مقدار څرګندېږي. په ذخایرو او طلباتو کې کمښت هغه مالي منابع دي، چې په 5 کال کې د پانگې اچونې د کس فلو سره مرسته کوي.

د خالصو عوایدو او کس فلو ترمنځ توپیر ډیر په اسانۍ سره د لاندې دوو لیکو د مقایسې څخه په لاس راځي. 55000 ډالرو په اندازه یوه پانگه اچونه (50000 د تجهیزاتو اخیستنې جمع یې 5000 د نسب مصارف) د 1 څخه تر 4 کال پوري، هر کال 4960 او یوازې په 5 کال کې 1360 مفاد په وجود راوړي. دا به یوه په زړه پوري پانگه اچونه - 55000 نه وي، چې د هر کال له پاره د 5000 څخه کم مفاد په لاس راوړي.

سره له دې، چې همدغه پانگه اچونه په لومړي کال کې 10960، په دوهم، درېیم او څلورم کال کې 15960 او په پنځم کال کې 17360 نقدې پیسې تولیدوي، چې تصدی د لومړنیو تر سره شویو پولې مصارفو (55000) هم زیاته ګټه په لاس راوړي. که چیرې ددی لید له مخې همدغه پانگه اچونې ته فکر وکړو، نو ډیره بریالی او په زړه پوري پانگه اچونه ده.

دا چې اوس پانگه اچونه بریالی بنسکاري، نو دا په دې دلالت نه کوي، چې باید نوموړي پانگه اچونه ختماً ترسره شي، نو مالي مدیر ددې پرځای باید د سرمایې د بودجه بندۍ د لاندې میتودونو څخه یو میتود وکاروي، ترڅو مالومه کړي، چې د پانگې اچونې تشکیل په ډیر ښه ډول ترسره شوی دی، چې د تصدی د کمو وسایلو څخه زیاته کارونه په ډیره غوره طریقه منسجمه شوي ده.

## د دوباره تادیه موده Payback Period

د دوباره تادیه موده د هغه وخت څخه عبارت ده، چې په هغه کې د پانګې اچونې مصارف جبران شي.

د دوباره تادیه موده میتود دا په ډاګه کوي، چې د پانګې اچونې Cash Flow په څومره وخت کې د پانګې اچونې مصارف (Cash outflow) بیرته لاس ته راوړي او د دوباره تادیه موده ترخپرنې لاندې نیسي، ترڅو د مصارفو د جبران موده په ډاګه کړي.

د بېلګې په توګه څرنګه، چې په تیر مثال کې تشریح شول، په تجهیزاتو کې د پانګې اچونې لومړني پولې مصارف 55000 ډالر بنودل شوي وو. د پانګې اچونې څخه تر لاسه کیدونکې نقدې پیسې یاې Cash inflow په لومړي کال کې 10960 او په دویم، درېیم او څلورم کال کې د cash inflow مقدار په ترتیب سره 15960 ډالر وو، چې د پانګې اچونې لومړی cash outflow د څلورو کالونو څخه په کمه موده کې جبرانوي. که چیرې د څلورو کالونو په موده کې د لومړني ترسره شوي مصارفو دوباره لاس ته راوړنه د منلو وړ وي، نو پانګه اچونه صورت نیسي (موضوع اصلاً د دوباره تادیه مودې په تعیین پورې اړه لري).

د دوباره تادیه میتود کیدای شي، چې د همنوعه پانګو اچونو د درجه بندۍ له پاره استعمال شي. څومره زر چې د یوې پانګې اچونې لومړنی ترسره شوي مصارف لاس ته راځي، همدومره زیاتې مطلوبې دي. د مثال په توګه که چیرې څلور پانګې اچونې چې لومړني مصارف یې 1000 ډالر دی، لاندې cash inflows ولري، نو موږ باید د دوی څخه کومه یوه پانګه اچونه انتخاب کړو؟

کال

Year	A	B	C	D
1	\$750	\$334	\$400	\$100
2	250	333	300	200
3	250	333	200	300
4	250	—	100	400
5	250	—	—	—

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

په پورته پانگه اچونو کې د B پانگه اچونه غوره ده، ځکه چې هغه 1000 لومړني تر سره شوي مصارف په دريو کالونو کې بیرته لاس ته راوړي او نورې پانگې اچونې خپل مصارف په څلورو کالونو کې دوباره لاس ته راوړي. B پانگه اچونه باید انتخاب شي، ځکه چې د دوباره تاديې موده یې نسبتاً کمه ده.

په بنکاره توگه د دوباره تاديې میتود د متبادلو پانگواچونو ترمنځ د انتخاب یو ساده وسیله ده، چې په مرسته یې د پانگې اچونې پروژې انتخابیږي. د دوباره تاديې میتود زیاتي نیمگړتیا وې لري، خو ددې څخه غوره ده، چې بغیر د تصمیم نیونې څخه پرته اوږدمهاله پانگې اچونې تر سره کړو او د سرمایې د بودجه بندی هیڅ میتود ونه کاروو. ددې له پاره چې د راتلونکي په باره کې په دقیقه توگه وړاندوینه وکړو او ددې وړاندوینې عدم تواني ددې باعث گرځي، چې نږدې راتلونکي شاید مطلوبه وي او یا حد اقل د ممکنه پانگواچونو ترمنځ د انتخاب وسیله وي.

د دوباره تاديې پر میتود انتقاد دادې، چې ولې د سرمایې بودجه بندی نور زیات تخنیکونه د دې میتود په نسبت غوره دي.

د دوباره تاديې میتود نیمگړتیاوې عبارت دي له :

- 1- د سرمایې مصارف (د ربحې فکتور) له پامه غورځول کېږي
  - 2- د نقدو پیسو د زمان بندی جریان له نظره غورځول کېږي
  - 3- د دوباره تاديې څخه وروسته د داخلي نقدو پیسو جریان په پام کې نه نیول کېږي
- هره یوه نیمگړتیا به په لنډ ډول تشریح شي. دا چې دا نیمگړتیاوې توازن څخه ډول له منځه وړي، په وروسته برخو (خالص فعلي ارزش او د سرمایې د سود ذاتی پایې) کې به تر مطالعې لاندې ونیول شي.

د سرمایې د مصارفو څخه سترگې پټه ونه د امانا ورکوي، چې د ممکنه پیسو د استفادې څخه سترگې پټې شوي دي. یو شرکت ددې له پاره چې پانگه اچونه تر سره کړي، باید نقدي پیسې تهیه کړي، ترڅو پانگه اچونه تر سره کړي او د نقدو پیسو تهیه خپله مصارف په وجود راوړي. چې د سرمایې د مصرف څخه عبارت دی.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

یوه پانگه اچونه باید په دې قادره وي، چې په کافي اندازه عواید په وجود راوړي، ترڅو پانگه اچونکي د خپلو سرمايو څخه د استفادې په قابل کې د دوی خساره جبران کړي. څرنګه چې د دوباره تادیه میتود یوازې د سرمایې مصرف جبران په پام کې نیسي او پانگې اچونې څخه د ترلاسه کیدونکي عواید په پام کې نه نیسي.

کله چې نورې نیمګړتیاوې په نظر کې ونیول شي، نو دغه نیمګړتیا په زیاته اندازه ښکاره کېږي. که چیرې د C او D پانگې اچونې په پورته جدول کې په پام کې ونیول شي.

د نقدو پیسو د جریان زمان بندی اړوند د دوباره تادیه میتود عدم توانایی دا ده، که چیرې په دقیق ډول ددې میتود څخه کار واخیستل شي او دغه میتود په کار واچول شي، نو دا میتود نه شي کولای د C پانگې اچونې د نقدو پیسو جریان او د D پانگې اچونې د نقدو پیسو د جریان تر منځ توپیر وکړي او دوی نه شي سره توپیرولی. د دواړو پانګواچونو د دوباره تادیه موده څلور کاله ده. طبعاً د C پانگې اچونې رجحان نسبت د D پانگې اچونې ته غوره ده، څرنګه چې په لومړیو کالونو کې د C پانگې اچونې د تصدی داخل ته د نقدو پیسو جریان زیات دی او په نورو ځایونو کې د دوباره پانگې اچونې له پاره پول په اختیار کې ور کوي ترڅو په دغو پیسو سره په نورو ځایونو کې پانگه اچونه ترسره کړي.

د دوباره تادیه میتود درېیم محدودیت دادې، چې دوباره پرداخت داخل ته، د نقدو پیسو د جریان د دوباره تادیه مودې څخه وروسته په پام کې نه نیسي.

د دوباره تادیه د دورې څخه وروسته د نقدو پیسو جریان ته پام نه کونه دا نتیجه په لاس راوړي، چې د B، C، D او A پانګواچونو په انتخاب کې د B، C او D پانګواچونو انتخاب د A پانگې اچونې څخه مخکې صورت نیسي.

عمومي مفهوم دا په ډاګه کوي، چې د A پانگه اچونه پر نورو B، C او D پانګواچونو باندې غوره والی لري او B، C او D پانگې اچونې یوازې د 1000 ډالره مصارف پوره کوي او هیڅ ډول عاید په وجود نه راوړي.

یوه پانگه اچونه باید د دوباره تادیه مودې څخه وروسته نقده وجوه په وجود راوړي، چې د منفعت څخه ډکه وي او سره ددې، په دې حالت کې هم پانگه اچونه باید انتخاب نه شي، تر هغه وخت پورې چې د سرمایې مصرف په تحلیل کې په پام کې نه وي نیول شوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

سره ددې چې د دوباره تادیه میتود د انتقاد لاندې دې بیا هم د استعمال وړ دی او د هغه څخه په زیاتو موردو کې استفاده صورت نیسي ځکه چې:

1. په اسانۍ سره د درک وړ دی
  2. په اسانۍ سره د تطبیق وړ دی
  3. د لیرې راتلونکو د پیش بینی مانع گرځي.
- په هره اندازه چې راتلونکی نامطمین وي، په همغه اندازه د دوباره تادیه میتود څخه استفاده قوي تره وي او د دوباره تادیه میتود حالت د استعمال امکانات زیات وي. بناء پر دې څرنګه چې د دوباره تادیه میتود استعمال د تیورۍ له نظره کمه حمایه لري، بلکې د عملې له نظره زیات طرفداران لري. دا طریقه په اسانۍ سره د تطبیق وړ ده او پانگه اچونه د مصارفو په فوري برگشت باندې تاکید کوي.
- کوچنی تصدیګانۍ شاید د وخت، پوهې یا د ظرفیت له نظره د نیمګړتیاو سره مخامخ شي، ترڅو د سرمایې د بودجه بندۍ مغلقو طریقو او شکلونو څخه استفاده وکړي.

### د سرمایې د بودجه بندۍ، د نقدو پیسو د جریاناتو تنزیل شوي میتودونو معرفي

Introduction to discounted cash flows methods of capital Budgeting  
د دوباره تادیه میتود دوه متبادل میتودونه شتون لري، چې د خالص فعلی ارزش (Net Present Value) او د حاصلاتو د داخلي نرخ (Internal Rate of Return) څخه عبارت دي. دغه دواړه میتودونه د Cash Flows تخنیکونه تنزیلوي. بعدی Cash Flows فعلی وخت ته دوباره راوړل کېږي یانې فعلی وخت ته دوباره تنزیل مومي. دغه دوه میتودونه هغه نیمګړتیاوې او نواقص چې د دوباره تادیه میتود سره مله دي، له منځه وړي. په بنکاره توګه د دواړو تخنیکونو د استعمال له پاره د پیسو د زمانی ارزش او د ټولو هغو Cash Flows چې د پانګو اچونو څخه په لاس راځي، استفاده کېږي. دواړه تخنیکونه دا تصدیقوي چې:

- 1- د پانگې اچونې اړوند تصمیمونه په حاضر وخت کې صورت نیسي
- 2- Cash inflows (د تصدی داخل ته د نقدو پیسو جریان، په راتلونکي وخت کې صورت

نیسي



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

3- او د نقدو پیسو جریان د تصدی داخل ته باید د هغه نقدو پیسو د جریان سره مقایسه شي، چې د پانګې اچونې د ترسره کولو له پاره ضروري دي.

د خالص فعلي ارزش (NPV) او د حاصلاتو د داخلي نرخ (IRR) میتودونه دواړه د یو شان ابتدايي مالوماتو څخه استفاده کوي. مګر د دوی پروسې یو تر بله سره متفاوتې دي.

خالص فعلي ارزش د تصدی داخل ته د بعدي نقدو پیسو جریان (Cash flows) د سرمایې د مصرف په واسطه سره تنزیلوي، ترڅو د پانګې اچونې فعلي ارزش مالوم شي. خالص فعلي ارزش مساوي کېږي: د یوې پانګې اچونې د Cash flows فعلي ارزش منفي د همدغې پانګې اچونې مصارف. کله چې فعلي ارزش په لاس راشي، نو وروسته د پانګې اچونې د ترسره کیدو د فعلي مصارفو سره مقایسه کېږي.

د حاصلاتو داخلي نرخ IRR د یوې تصدی حاصلات مالوموي، چې د پانګې اچونې Cash inflows فعلي ارزش او Cash outflows سره برابروي یانې دوی سره مساوي کوي. یا په بل عبارت: د حاصلاتو د داخلي نرخ د یوې پانګې اچونې د Cash flows فعلي ارزش د همدغه پانګې اچونې د ترسره کیدونکي مصارفو سره مساوي کوي او د هغوی سره یې برابروي. وروسته بیا دغه حاصلات د سرمایې د مصرف سره مقایسه کېږي، چې د یوې پانګې اچونې د ترسره کیدو له پاره ضروري وي.

که څه هم دواړه تخنیکونه او طریقې سره یو شان دي، خو یو اساسي توپیر دلته شتون لري، چې د تنزیل د فکتور د کړو وړو څخه عبارت دی، چې هر یو میتود یې په کار اچوي. دغه توپیر کیدای شي هغه وخت د ډیر زیات اهمیت وړ وي، کله چې دواړه میتودونه د یوې پانګې اچونې د انتخاب په وخت کې مخالف سیګنلونه ورکړي.

که څه هم دغه مخالفت کیدای شي واقع نه شي او د واقع کیدو امکان یې شتون نلري او د مختلفو پانګو اچونو ترمنځ د یوې پانګې اچونې د انتخاب په برخه کې به تر څیرنې لاندې ونیول شي.

دلته ابتدايي بحث د خالص فعلي ارزش او د حاصلاتو داخلي نرخ د څیرلو او څرګندولو له پاره ځانګړی شوی دی، چې په هغوی کې به لاندې مختلفې علامې استعمال شي:

C: د پانګې اچونې مصرف (د تصدی څخه خارجي محیط ته د نقدو پیسو لومړنی جریان)

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

CF1، CF2، ...، CFn: د تصدی داخل ته د نقدو پیسو جریان، چې د پانګې اچونې په واسطه په لومړۍ، دوهم، درېیم او اینم کال کې په لاس راځي.

n: د کالونو تعداد، چې په هغه کې د پانګې اچونې په واسطه د تصدی داخل ته د نقدو پیسو جریان صورت نیسي.

PV: د پانګې اچونې د cash inflows فعلی ارزش

NPV: خالص فعلی ارزش (PV-C)

k: د تصدی د سرمایې مصرف

r: د پانګې اچونې د حاصلاتو داخلي نرخ

Cash inflows او د کالونو تعداد دواړه په تخمینی ډول نیول کېږي، نو ځکه دغه تادیات نشي کیدای چې په یقیني ډول وپیژندل شي.

اولادغه بحث به د خطر پوښتنه له منځه یوسي: د خطر څخه ډکو پانګو اچونو له پاره تعدیل نه ترسره کېږي.

د خطر شاملونه به وروسته پدې فصل کې تر بحث لاندې ونيول شي.

## خالص فعلي ارزش Net Present Value

د سرمايي د بودجه بندۍ، د خالص فعلي ارزش میتود د تصدی داخل ته د نقدو پیسو د راتلو cash inflows فعلي ارزش مالوموي. کله چې دغه فعلي ارزش مالوم شي، نو بیا دغه فعلي ارزش د پانگې اچونې د مصرف څخه منفي کېږي. د فعلي ارزش او د پانگې اچونې د مصرف تر منځ توپیر د خالص فعلي ارزش څخه عبارت دی. دغه پروسه د لاندې مثال په واسطه سره بنودل کېږي. یو شرکت یوه پانگه اچونه په پام کې نیسي، چې مصارف یې 1000 ډالره دي او د تصدی داخل ته یې د نقدو پیسو جریان cash inflows په لاندې ډول تخمین شوي دي:

کال A پانگې اچونې په ذریعه د تصدی داخل ته د نقدو پیسو راتلل

Year	Investment / Cash Inflow
0	-\$400
1	400
2	400
3	400
4	400

ایا د نوموړي تصدی مدیریت باید دغه پانگه اچونه ترسره کړي؟

ددې له پاره چې اړوند مدیریت دغې پوښتنې ته ځواب ووايي، نو اړتیا لري چې د cash flows خالص فعلي ارزش وپيژني. ددې له پاره چې اړوند مدیریت خالص فعلي ارزش مالوم کړي، باید شرکت د سرمايي مصرف مالوم کړي، چې په تیره برخه کې تر بحث لاندې ونيول شو.

که چیرې د سرمايي مصرف 8% وي، د پانگې اچونې فعلي ارزش د هرې cash flow د فعلي ارزش د مجموعې څخه عبارت دی یانې د ټولو cash flows فعلي ارزش سره جمع کېږي، چې د پانگې اچونې فعلي ارزش په وجود راوړي. لاندې مثال د یوې پانگې اچونې د فعلي ارزش مالومول په بر کې نیسي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

فعلي ارزش = cash inflows \* درېجې فکتور کال

Year	Cash Inflow	Interest Factor	Present Value
1	5400	0.926	\$5001.90
2	400	0.857	342.80
3	400	0.794	317.60
4	400	0.735	294.00
			2124.80

انفرادي فعلي ارزشونه سره جمع کېږي ترڅو د پانگې اچونې فعلي ارزش په لاس راشي. پدې حالت کې فعلي ارزش د 1324.80 ډالرو څخه عبارت دی.

د کمپیوټر د Excel پروگرام په مرسته په لاندې ډول په لاس راوړل کېږي:

$$FV = 0$$

$$PMT = 400$$

$$I = 8$$

$$N = 4$$

$$PV = ?$$

$$PV = -1324.80$$

څرنگه چې د پانگې اچونې د ترسره کیدو مصرف 1000 ډالره دی، نو پدې صورت کې خالص فعلي ارزش عبارت دی له:

$$NPV = PV - C = 1324.80 - 1000 = 324.80$$

دا چې خالص فعلي ارزش مثبت دی، نو نوموړې پانگه اچونه باید ترسره شي او د پانگې اچونې ټول مصارف پوره کوي او د سرمایې د مصرف څخه یې حاصل زیات دي، نو د همدغو لاملو په اساس باید نوموړې پانگه اچونه ترسره شي. د بلې خوا دا اضافي خالص فعلي ارزش د تصدې ارزش لوروي، نو باید صورت ونیسي. همدغه پروسه د تصدې د پانگې اچونې په ټولو فرصتونو باندې تطبیقېږي، ترڅو خالص فعلي ارزش مالوم کړي. فرض کړئ چې یوه تصدې لاندې پانگې اچونې په پام کې نیسي:

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د پانگواچونو د نقدویسو جریان تصدی ته

Year	0	1	2	3	4
		Cash Inflow			
		Investment			
1	\$295	\$250	\$357		
2	295	150	357		
3	295	330	357		
4	295	450	357		

$$FV = 0$$

$$PMT = 295$$

$$I = 8$$

$$N = 4$$

$$PV = ?$$

$$PV = -977.08$$

د یوې تصدی مدیریت د هرې یوې پانگې اچونې خالص فعلی ارزش مالوموي. د A پانگې اچونې له پاره استعمال شوي عمومي پروسیجر د هرې یوې پانگې اچونې له پاره یو شان تکرارېږي.

$$NPV = 295[3.312] - 1000 = 977 - 1000 = [23]$$

د 3.312 د یوه ډالر قسط چې د ربحې نرخ 8% او د کالونو تعداد 4 وي، د ربحې د فکتور څخه عبارت دی.

دا چې د B پانگې اچونې خالص فعلی ارزش منفي دی، نو تصدی باید دغه پانگه اچونه ترسره نه کړي. د C او D پانگواچونو خالص فعلی ارزشونه په ترتیب سره [47] او 182 څخه عبارت دی. د دغو نتایجو په مرسته کولای شو، چې پورته څلور پانگې اچونې په لاندې ډول درجه بندي کړو:

خالص فعلی ارزش	پانگه اچونه
325	A
182	B
(23)	C
(47)	D

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

تصدي بايد د A او D پانګې اچونې ترسره کړي، چې مجموعي مصارف يې 2000 ډالره دي. او بايد د B او C پانګې اچونې رد کړي، ځکه چې د دوی خالص فعلي ارزشونه منفي دي.

د يادولو وړ ده چې تصدی ټولې هغه پانګې اچونې ترسره کوي چې د دوی خالص فعلي ارزشونه مثبت وي او ټولې هغه پانګې اچونې ردوي چې د دوی خالص فعلي ارزشونه منفي وي.

د سرمايي د بودجه بندۍ د خالص فعلي ارزش میتود په لاندې لنډو ټکو کې خلاصه کېږي.

لومړۍ: فعلي ارزش پیدا کوو، چې cash inflow ته د سرمايي د مصرف په نرخ سره تنزیل ورکوو، نو پدې ډول د پانګې اچونې فعلي ارزش عبارت دی له:

$$PV = \frac{cf_1}{(1+k)^1} + \frac{cf_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{cfn}{(1+k)^n}$$

دوهم: د پانګې اچونې خالص فعلي ارزش پیدا کوو (NPV) چې د پانګې اچونې د فعلي ارزش څخه د پانګې اچونې د مصرف د منفي کولو څخه په لاس راځي.

$$NPV = PV - C$$

که چیرې فعلي ارزش مثبت وي، نو پانګه اچونه بايد ترسره شي. که چیرې فعلي ارزش منفي وي نو بايد تصدي نوموړي پانګه اچونه ترسره نه کړي.

د يوې پانګې اچونې قبولونه او ردونه د لاندې معیارونو څخه په استفادې سره په لاس راځي:

پانګه اچونه بايد ترسره شي که چیرې:

$$PV - C = NPV \geq 0$$

پانګه اچونه بايد ترسره نه شي که چیرې:

$$PV - C = NPV < 0$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې  $NPV=0$  وي، نو د تصدی خوبه ده چې پانگه اچونه ترسره کوي او کنه. ددې پانگې اچونې په ترسره کیدو سره نه د تصدی ارزش زیاتیري او نه کمیږي. د سرمایې مصرف پوره کوي او پانگه اچونه د اړتیا وړ حاصل په لاس راوړي، نو دغه پانگه اچونه باید ترسره شي.

### Internal Rate of Return د حاصلاتو داخلي نرخ

د سرمایې د بودجه بندۍ د میتودونو له جملې څخه د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود، د حاصلاتو هغه نرخ مالوموي، چې د پانگې اچونې د Cash inflows فعلی ارزش او د پانگې اچونې مصارفو فعلی ارزش سره مساوي کوي.

د حاصلاتو دغه ځانگړی نرخ د حاصلاتو د داخلي نرخ څخه عبارت دی. ځکه دا هغه نرخ دی، چې نوموړي پانگې اچونې ته بې ساری (داخلي) دی. د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود لاندې مساوات تشکیلوي:

د cash inflows فعلی ارزش = فعلی مصرف

د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود د خالص فعلی ارزش په مثالونو کې په لاندې ډول تشریح شوی:

د A پانگې اچونې اړوند مالومات په لاندې معادله کې وضع کېږي، ترڅو فعلی ارزش په لاس راشي، چې عبارت دی له:

$$1000 = \frac{400}{(1+r)^1} + \frac{400}{(1+r)^2} + \frac{400}{(1+r)^3}$$

پورته معادله د نامالوم r له پاره حل کوو، ترڅو r په لاس راشي. یانې د حاصلاتو داخلي نرخ په لاس راوړو. دا چې پانگه اچونه یو قسط دی، نو د هغې محاسبه ډیره ساده او اسانه ده.

کالونوله پاره د یوه ډالر د قسط د ربحی 4\* 400 = 1000 د ربحی د فکتور له پاره یې حل کوو:

$$(PVAIF, ?I, N)$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

$$400(PVAIF, ?I, 4N) = 1000$$

$$PVAIF, ?I, 4N / 400 = 2.50$$

وروسته 2.50 باید د یوه قسط د فعلی ارزش د ربحې په جدول کې پیدا شي، چې د کالونو تعداد یې 4 وي.

کله چې د یوه قسط له پاره د فعلی ارزش په جدول کې پورته ارقام پیدا کړو، نو په تقریبي ډول د حاصلاتو داخلي نرخ 20% په لاس را کوي. (د مالي حساب ماشین په استعمال سره 21.86% په لاس را کوي).

آیا تصدی باید دغه پانگه اچونه ترسره کړي؟

ځواب: بلې. ځکه چې د تصدی د حاصلاتو داخلي نرخ د همدغې تصدی د سرمایې د مصرف څخه زیات دی. د همدغې پانگې اچونې د حاصلاتو داخلي نرخ 20% دی، پداسې حال کې چې د نوموړي تصدی د سرمایې مصرف 8% دی، نو د حاصلاتو داخلي نرخ د سرمایې د مصرف څخه زیات دی، تصدی باید نوموړي پانگه اچونه ترسره کړي.

لکه څه ډول چې خالص فعلی ارزش پیدا کیدو، همدا ډول مالي مدیر د هرې پانگې اچونې له پاره د حاصلاتو داخلي نرخ محاسبه کوي. د B پانگې اچونې له پاره محاسبه په لاندې ډول صورت نیسي:

$$1000 = \frac{295}{(1+r)^1} + \frac{295}{(1+r)^2} + \frac{295}{(1+r)^3}$$

$$1000 = 295 / PVAIF, ?I, N$$

$$PVAIF, ?I, N = 1000 / 295 = 3.389$$

د 4 کالونو له پاره د یوه قسط د فعلی ارزش د ربحې فکتور د ربحې په جدول کې 3.389 ځای پر ځای کوو، چې په نتیجه کې د حاصلاتو داخلي نرخ 7% په لاس راځي. دا چې 7% د حاصلاتو داخلي نرخ د سرمایې د مصرف څخه کم دی، نو دغه پانگه اچونه باید ترسره نه شي.

د C او D پانگواچونو له پاره د حاصلاتو د داخلي نرخ پیدا کول د پورته B پانگې اچونې د حاصلاتو د داخلي نرخ په څیر پیدا کړي. څرنگه چې د D پانگه اچونه یو قسط دی، نو



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ددې پانگې اچونې د حاصلاتو د داخلي نرخ د A او D پانگواچونو د حاصلاتو د داخلي نرخونو په څیر محاسبه کېږي، چې د D پانگې اچونې د حاصلاتو داخلي نرخ د 16% څخه عبارت دی.

د C پانگه اچونه چې یو قسط نه دی، د هغې د حاصلاتو د داخلي نرخ د پیدا کولو له پاره د هغه مالي حساب ماشین څخه استفاده کوو، چې نابرابره یا نا مساوي Cash inflows قبولوي او یا د کمپیوټر د پروگرام څخه استفاده کوو ترڅو نوموړی نرخ په لاس راشي. د هغو پانگواچونو د حاصلاتو داخلي نرخ مالومول چې Cash inflows یې یو تر بله سره مساوي نه وي او یو تر بله سره مختلفې وي یانې د یوې پانگې اچونې ټولې Cash inflows سره مختلفې وي، پدې ډول یې IRR پیدا کوو چې د r (د حاصلاتو داخلي نرخ) په ځای کې مختلف قیمتونه وضع کوو، که چیرې یې فعلي ارزش د مصرف سره مساوي شو، نو نوموړی نرخ د IRR څخه عبارت دی. د C پانگه اچونه د پورته یادونو په نظر کې نیولو سره په نظر کې نیسو.

10% نرخ انتخابوو او د Cash inflows فعلي ارزش پیدا کوو که چیرې د 1000 ډالرو سره مساوي شو نو IRR د 10% څخه عبارت دی.

$$1000 = \frac{250}{(1 + 0.1)^1} + \frac{150}{(1 + 0.1)^2} + \frac{330}{(1 + 0.1)^3} + \frac{450}{(1 + 0.1)^4}$$

$$= 250(0.909) + 150(0.826) + 330(0.751) + 450(0.683)$$

$$= 227.25 + 123.90 + 247.83 + 307.35 = 906.33$$

څرنګه چې د Cash inflows فعلي ارزش د 1000 ډالرو څخه کم دی، نو 10% یو لوی مقدار دی. ددې څخه کوچنی فیصدي انتخابېږي او پورته عملیه بیا تکرارېږي، ترڅو د Cash inflows او Cash outflows فعلي ارزشونه سره مساوي شي. په تقریبي ډول 6% څخه عبارت دی.

$$1000 = 250(0.943) + 150(0.890) + 330(0.840) + 450(0.792)$$

$$= 235.75 + 133.50 + 277.20 + 356.40 = 1002.85$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د پورته پیدا شو IRRs په نظر کې نیولو سره د پورته پانگواچونو درجه بندی په لاندې جدول کې بنودل شويده.

پانگه اچونه	د حاصلاتو داخلي نرخ
A	20%
B	16
C	7
D	6

تصدي بايد د A او D پانگې اچونې ترسره کړي ځکه، چې ددوی د حاصلاتو داخلي نرخ د سرمایې د مصرف څخه زیات دی. مگر د B او C پانگې اچونې باید رد کړي ځکه، چې د دوی د حاصلاتو داخلي نرخ د سرمایې د مصرف څخه کم دی (د 8% څخه کم دی).

ددغو ټولو پانگواچونو مجموعي مصرف 2000 دی. یو ځل بیا باید په یادو لرو، چې یوه تصدي باید هغه پانگه اچونه ترسره کړي، چې د حاصلاتو داخلي نرخ IRR یې د نوموړي تصدی د نوموړي پانگې اچونې د سرمایې د مصرف څخه زیات وي.

د سرمایې د بودجه بندی د خالص فعلي ارزش د میتود په شان، د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود هم داسې انگیري، چې یوه تصدي مالي وسایل لري یا کیدای شي د یوې پانگې اچونې د ترسره کولو له پاره مالي وسایل په لاس راوړي ترڅو ټولې ممکنه پانگې اچونې ترسره کړي.

د سرمایې د بودجه بندی اړوند د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود په لاندې ډول د سمبولونو پواسطه سره خلاصه کېږي. د حاصلاتو داخلي نرخ چې د  $r$  څخه عبارت دی، د لاندې معادلې سره یې مساوي کوو:

$$1000 = \frac{cf_1}{(1+r)^1} + \frac{cf_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{cfn}{(1+r)^n}$$

د یوې پانگې اچونې د قبولیت او ترسره کیدو معیار عبارت دی له:

که چیرې  $r \geq k$  څخه لوی وي، نو پانگه اچونه باید ترسره شي.  
که چیرې  $r < k$  څخه کوچنی وي، نو پانگه اچونه باید ترسره نه شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې  $r=k$  سره شي، نو د تصدی خوبنه ده چې پانگه اچونه ترسره کوي او کنه ددې ډول پانگواچونو ترسره کول نه د تصدی سره مرسته کوي او نه تصدی ته تاوان، خو یوازې د متصدي د ضرورت وړ حاصلاتو په شمول د پانگې اچونې مصرف پوره کوي. پورته ذکر شوي معیارونه د یوې پانگې اچونې د قبولیت معیارونه وو، چې د هغوی په مرسته د یوې پانگې اچونې د ترسره کیدو یا نه ترسره کیدو په هکله تصمیم نیول کېږي. زیات شمیر شرکتونه ټولې هغه پانگې اچونې نه ترسره کوي او هغوی نه قبولي چې د دوی د حاصلاتو داخلي نرخ IRR د سرمایې د مصرف څخه زیات وي، ددې په عوض دوی د هغې څخه لوړ د حاصلاتو نرخ ټاکي (Hurdle Rate) چې د پانگو اچونو د ترسره کولو او د پانگواچونو د قبولونې له پاره یې د یوه معیار په توګه استعمالوي. د مثال په توګه، که چیرې د سرمایې مصرف 10% وي، تصدي ممکن ټولې هغه پانگې اچونې ترسره کړي، چې د دوی د حاصلاتو داخلي نرخونه IRRs د 15% څخه زیات وي. دا ډول د حاصلاتو داخلي نرخ لوړ ټاکل Hurdle Rate د یوې تصدی سره د خطر په مقابل کې پوره مرسته کوي ترڅو د خطر په وخت کې د هغه مخنیوی وکړي. ځکه هغه پانگې اچونې ردوي چې د هغوی IRRs ډیر ټیټ وي.

د خالص فعلي ارزش او د حاصلاتو داخلي نرخ مقایسه د (NPV او IRR مقایسه) د حاصلاتو داخلي نرخ او خالص فعلي ارزش، چې د سرمایې د بودجه بندۍ دوه میتودونه دي او یو تر بله سره ډیر ورته دي. دواړه میتودونه هغه cash flows استعمالوي، چې د یوې پانگې اچونې پواسطه په وجود راغلي وي او دواړه میتودونه ددغو cash flows وخت په پام کې نیسي.

دواړه میتودونه په ښکاره توګه د پیسو زمانې ارزش تر تحلیل او بحث لاندې نیسي. کله چې دغه دوه میتودونه یو تر بله سره مقایسه کېږي نو:

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

## خالص فعلي ارزش Net Present Value

$$NPV = \frac{cf_1}{(1+k)^1} + \frac{cf_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{cfn}{(1+k)^n} - C$$

## د حاصلاتو داخلي نرخ IRR

$$C = \frac{cf_1}{(1+r)^1} + \frac{cf_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{cfn}{(1+r)^n}$$

د دواړو میتودونو تر منځ توپیر یوازې د تنزیل د فکتور څخه عبارت دی. د خالص فعلي ارزش میتود د یوه شرکت د سرمایې مصرف استعمالوي، ترڅو د هغې پواسطه سره د نوموړي شرکت cash flows تنزیل ومومي. مگر د حاصلاتو داخلي نرخ میتود د حاصلاتو نرخ مالومي، ترڅو د هغې په مرسته د cash flows فعلي ارزش د فعلي مصرف سره مساوي کړي.

د تنزیل د فکتورونو مختلف استعمال په نتیجه کې د یوې پانگې اچونې د قبولیت مختلف معیارونه او ساحې په ګوته کوي. که خالص فعلي ارزش په نظر کې ونیول شي، نو یوه پانگه اچونه باید دومره خالص فعلي ارزش تولید کړي، چې د خطر څخه لوی یا د صفر سره مساوي وي. ددې له پاره چې د یوې پانگې اچونې د ترسره کیدو په هکله پوه شو، نو که چیرې یې د IRR د میتود پواسطه د قبولیت پیدا کو، و نو د یوې پانگې اچونې IRR باید لوی یا مساوي د نوموړي پانگې اچونې د سرمایې د مصرف سره وي.

که څه هم په ښکاره توګه ددې دوو میتودونو ترمنځ فرق د تنزیل فکتور دی او د هغوی د پایلو ترمنځ فرق د هغوی د قبولیت په معیار پوري اړه لري.

د تنزیل مختلف فکتورونه دقیقه او مهمه فرضیه په بر کې نیسي، چې پدې فرضیه کې د دوباره پانگې اچونې نرخ شامل دی. د خالص فعلي ارزش میتود داسې فرض کوي، هغه پیسې چې په لومړي، دوهم او نورو کالونو کې ګټل شوي دي، د تصدی د سرمایې دمصرف په نرخ سره دوباره سرمایګذاري کېږي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود بیا داسې فرضوي، هغه پیسې چې تصدی په لومړي، دوهم او نورو کالونو کې گټلي دي، د پانگې اچونې د حاصلاتو د داخلي نرخ پواسطه دوباره سرمایه‌گذاری کېږي.

لاندې پانگه اچونه په تیر فصل کې خپرل شویده، په پام کې نیسو چې د لاندې cash flows درلودونکې ده ترڅو دواړه میتودونه تشریح کړي.

کال	cash inflow تصدی ته د پیسو راتګ
1	400
2	400
3	400
4	400

کله چې د سرمایه مصرف 8% و، د پانگې اچونې فعلی ارزش 324.80 ډالره سنجش شوی و. د دوباره پانگې اچونې فرضیه ضرورت لري، چې په یوه کال کې 400 ډالره تر لاسه شوي پیسې به د راتلونکو دريو کالونو له پاره د 8% په نرخ سره سرمایه‌گذاری شي. په دوهم کال کې تر لاسه شوي 400 ډالر به د راتلونکو دوو کالونو له پاره د 8% په نرخ سره دوباره سرمایه‌گذاری شي او په درېیم کال کې تر لاسه شوي 400 ډالر به د راتلونکي یوه کال له پاره د 8% په نرخ سره دوباره سرمایه‌گذاری شي.

که چیرې دغه پیسې د 8% په نرخ سره دوباره سرمایه‌گذاری نه شي، نو خالص فعلی ارزش به 324.80 نه وي. که چیرې د دوباره پانگې اچونې نرخ ددې څخه لوړ وي، نو خالص فعلی ارزش به د 324.80 څخه زیات وي. که چیرې د دوباره پانگې اچونې نرخ ددې څخه ټیټ وي، نو خالص فعلی ارزش به د 324.80 څخه کم وي.

کله چې د حاصلاتو داخلي نرخ میتود په پورته cash inflows باندې تطبیق شي، نو حاصلات په تخمینی ډول 22% محاسبه شول. د دوباره پانگې اچونې فرضیه ضرورت لري، چې ټولې cash inflows په همدغه نرخ سره دوباره سرمایه‌گذاری شي، پدې ډول چې په لومړي کال کې 400 تر لاسه شوي پیسې د راتلونکو دريو کالونو له پاره باید د 22% په نرخ دوباره سرمایه‌گذاری شي او دوباره پانگې اچونې همدغه نرخ د هرې ورپسې cash inflows دپاره اړین او ضروري دی.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې دغه دوباره سرمایه‌گذاری شوي فنډونه د 22% څخه کمې پیسې وگټي، نو د حاصلاتو درست او سم داخلي نرخ د 22% څخه کم وي او که چیرې دغه دوباره سرمایه‌گذاری شوي فنډونه د 22% څخه زیاتې پیسې وگټي نو د حاصلاتو داخلي نرخ د 22% څخه زیات دی.

په هغه صورت کې چې د پانگو اچونو په مورد تصمیم‌گیری کېږي په زیاتو پانگواچونو کې د دوباره پانگواچونو حقیقي نرخ د اهمیت وړ نه دی. په پورته څرگندونو او مثالونو کې د پانگې اچونې حقیقي نرخ هغه وخت د اهمیت وړ نه و، کله چې د مالي مدیر لخوا په نظر کې ونیول شو. کله چې یو مالي مدیر غواړي باید پانگې اچونې درجه بندي کړي او د دوی ترمنځ رقابتي پانگې اچونې انتخاب کړي، نو د عملي شویو دوباره پانگې اچونې نرخ د تصمیم‌گیری د پروسې له پاره یو قاطع عمل دی. که چیرې مالي مدیر ونه توانيږي، هغه نرخ مالوم کړي چې د هغه پواسطه سره به پیسې دوباره سرمایه‌گذاری کړي، نو پدې صورت کې دا غوره ده چې د خالص فعلي ارزش میتود د حاصلاتو د داخلي نرخ د میتود پرځای وکاروي او د هغې په مرسته یې پیدا کړي.

هغه فرضیه چې cash inflows به د سرمایې د مصرف په نرخ سره دوباره سرمایه‌گذاری شي، یوه محافظه کارانه فرضیه ده. که پورته څرگندونې او مثالونه په نظر کې ونیول شي نو لرو چې د خالص فعلي ارزش میتود داسې فرق کوله چې په لومړي کال کې ترلاسه شوي 400 به د 8% په نرخ دوباره سرمایه‌گذاری شي، پداسې حال کې چې د حاصلاتو د داخلي نرخ میتود د دوباره سرمایه‌گذاری 22% نرخ ته اړتیا درلوده.

په یقیني توګه به دا ډیره ساده وي، چې دغه پیسې ددې څخه په کم نرخ سره دوباره سرمایه‌گذاری کړو.

علاوه پردې که چیرې دا ډول سرمایه‌گذاری پیدا نه شي، نو موجوده پیسې ممکن د همیشه له پاره په دې عرض استعمال شي، ترڅو د شرکت سرمایه کمه کړي.

د مثال په توګه 400 ډالر په لومړي کال کې ترلاسه شوي پیسې، ممکن د قرضونو د کموالي او د سرمایې د زیاتوالي له پاره چې د هغې پواسطه سرمایه‌گذاری ترسره شي، استعمال شي. څرنگه چې ددغو پیسو مصرف 8% دی او د دوی د پورونو په مقابل کې ورکړه د مالي مدیر سره مرسته کوي او هغه په دې توانوي چې ترڅو دغه مصرف وساتي. حتی که چیرې هغه ونه توانيږي، چې دغه پیسې یو بل چرته ددې څخه زیاتې پیسې وگټي.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

I برخه: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## درېم څپرکی

### د مالي صورت حسابونو تحلیل

Financial Statements Analysis

عمده مالي صورت حسابونه

Major Financial Statements

د نقدو پیسو د جریان تحلیل

Cash Flow Analysis

د مالي نسبتونو تحلیل

Analysis of Financial Ratios

Origin:

منبع:

Reilly, Frank K./Brown, Keith C.: Investment Analysis and Portfolio Management. 7<sup>th</sup> Ed., Fort Worth 2002, pages 312-326, 334-335, 341-344.

## د مالي صورت حسابونو تحلیل

### Analysis of Financial Statements

- ددې فصل د مطالعې څخه وروسته باید وتوانېږئ، چې لاندې پوښتنو ته ځواب ووايئ:
- 1: د یوې تصدی عمده مالي صورت حسابونه کوم دي او هر یو کوم مشخص مالومات لري؟
  - 2: ولې د یوې تصدی د کړنو او فعالیتونو د تعینولو او امتحانولو له پاره مالي نسبتونه استعمالوو او ولې اړینه ده، چې د یوې تصدی د اقتصاد او صنعت اړوند کړنې امتحان کړو؟
  - 3: د مالي نسبتونو عمده کتګوري کومې دي او ددې کتګوریاو اړوند کومې مطرح شوي پوښتنې ځوابېږي؟
  - 4: د کومو نسبتونو په مرسته کولای شو، چې د یوې تصدی داخلي سیالیت، عملیاتي کړنې، ګټه او ضرر او همدارنګه بالقوه وده مالومه کړو؟
  - 5: ډوپونټ څنګه کولای شي، چې د یوې تصدی په سرمایه باندې د حاصلاتو بعدی او ماضي ارزیابی کې مرسته وکړي؟
  - 6: کیفی بیلابیلې او کیفی ګټې او ضرر صورت حساب له څه شي څخه عبارت دي؟
  - 7: که چیرې مارکیټونه موثر او خوشبین وي، نو ولې د مالي صورت حسابونو تحلیل صورت نیسي؟
  - 8: تحلیل ګران په لاندې ساحو کې کوم عمده مالي نسبتونه استعمالوي: د سهم د ارزش ټاکنه، د سیستماتیک ریسک تخمین او ارزیابی، د قرض په پانډو د کریدیت د نرخ اټکل او د اختلاس اټکل؟
- شاید تاسو ددې فصل صفحات اړولې وي او دا موډرک کړي وي، چې دا یو ډیر اوږد فصل او د مختلفو مالي صورت حسابونو او مالي نسبتونو لرونکی فصل دی. خو ددې سره سره منطقي سوال داسې مطرح کېږي، چې ددومره اوږده بحث هدف څه دی، چې مالي صورت حسابونه تحلیل کړو؟ ددې سوال ځواب ډیر معقول او ساده دی، موږ باید د



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

پانگې اچونې پروسې ته بیرته ستانه شو، ترڅو په دې مورد معقول ځواب ترلاسه کړو. مخکې دا ټکی مد نظر نیول شوی وو، او زموږ نهایی موخه ده وه چې د پانگو اچونو حاصلات او تیت پراک دارايې راټولې کړو، چې د حاصلاتو نرخ تیاروي. د پانگو اچونو د حاصلاتو او تیت پراک دارايیو راټولول د خطر سره مله دي.

په بل عبارت ددې له پاره، چې په مختلفو دارايیو باندې متوقعه حاصلاتو نرخ تعیین کړو، نو ضروري ده چې بعدي ارزش تخمین کړو. څرنګه چې د وخت په تیریدو سره د دارايې په ارزش کې تغیر او بدلون د حاصلاتو نرخ یو عمده جز دی، نو د پانگې اچونې ارزش ټاکنه یوه ګرانه مسله ده. نو په راتلونکي فصل کې به مختلف او متبادل موډلونه د ارزش ټاکنې په هکله په نظر کې ونیسو. څرنګه چې تاسو د تیرو درسونو څخه اګاهي لری، چې د هرې ترلاسه کیدونکي دارايې ارزش د هغه متوقعه نقدو پیسو د جریان د فعلی ارزش څخه عبارت دی، چې د دارايې پواسطه په لاس راغلي وي. ددې له پاره چې د یوې دارايې ارزش تخمین کړو نو باید:

1: د دارايې له پاره د تنزیل نرخ تخمین (د حاصلاتو غوښتل شوي نرخ)

2: او د دارايې نقدي جریان مالوم کړو.

ددې له پاره چې پورته غوښتل شوي تخمینونه په لاس راوړو، نو کولای شو د مالي صورت حسابونو په مرسته دغه تخمینونه په وجود راوړو. ددې له پاره چې د غوښتل شوي حاصلاتو نرخ تخمین کړو، نو باید د شرکت او تصدی په کاروباري او مالي خطرونو پوه شو، چې په دې فصل کې په ځانګړي ډول په نظر کې نیول شوي دي. د بعدي کش فلو د تخمین په غرض باید د کش فلو په جوړښت او په هغه څه باندې پوه شو، چې ددې لړۍ د اوږدمهاله او لنډمهاله ودې سره مرسته کوي. د کش فلو د جوړښت او ودې تحلیل ددې فصل عمده موضوع په ګوته کوي. او د هغې اړوند مالومات وړاندې کوي، ترڅو په دې مورد د تحلیل لارمي ارقام او مالومات په لاس راګړي یا په بل عبارت ددې فصل موخه داده چې څنګه کولای شو د ارزش ټاکنې په موډلونو کې متبادل متحولین تخمین او برارو کړو.

همدارنګه مالي صورت حسابونه د مالوماتو عمده او اصلي مرجع ده، په هغه صورت کې چې موږ وغواړو ترڅو تصمیم ونیسو، چې د شرکت او تصدی له پاره پیسې قرض کړو (د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

شرکت د قرضو په پانې کې پانگه اچونه، یاد شرکت او تصدی په اسهامو باندې تضمینونه واخلو یا اختیارات تر لاسه کړو. ددې ټولو معاملاتو د ترسره کولو له پاره اړیو، چې تصمیم ونیسو. نو د مالي صورت حسابونو د مالوماتو په مرسته کولای شو ترڅو په دې مورد تصمیم ونیسو. په دې فصل کې موږ لومړی د یوه شرکت عمده مالي صورت حسابونه معرفي کوو او وروسته تر بحث لاندې نیسو، چې ولې او څنگه مالي نسبتونه گټور تمامیرې او په بعدی برخه کې د نسبتونو د سنجش اړوند مثالونه وړاندې کوو، چې داخلي سیالیت، عملیاتي کړنې، د خطر تحلیل او د ودې تحلیل په بر کې نیسي. او په اخري برخه کې په پانگه اچونو کې څلور عمده او مهمې ساحې په گوته کوو، چې په هغوي کې نسبتونه په موثر ډول تطبیق شوي دي. په دې فصل کې زموږ کمپني د Walgreen Co. دی چې د امریکا په متحده ایالتو کې تر ټولو سره د دوا پرچون خرڅونکي ده چې 3165 پرچون فروشی په 43 ایالتونو او Puerto Rico کې لري. عمومي خرڅلاو یې %26 او د دوا جوړونه یې %55 د مجموعي خرڅلاو تشکیلوي. د شرکت موخه او هدف دادی، چې تر ټولو اطمیناني او په پرمختللي تکنالوژی سمبال امریکایي شرکت واوسي، ترڅو دې پرمختللي تکنالوژی په استعمال سره په صحي برخه کې د پام وړ پرچون خرڅونکي شرکت واوسي.

د خرڅلاو په ثابت حالت پاتې کیدلو او د حاصلاتو د ودې تر لاسه کولو سره ویاړي. د مثال په توگه د اسهامو صدور. ویشل شوي مفاد یې په تیرو 25 کالونو کې زیات شوي دي. د 1980 زېږدیز کال راهیسي یې اسهام د 2/1 په اندازه سره اووه ځلې ویشل شوي دي.

## عمده مالي صورت حسابونه Major Financial Statements

مالي صورت حسابونو څخه داسې هيله کېږي، چې د مدیریت له پاره په ممکنو وسایلو باندې مالومات تیار کړي، ترڅو پوه شو دغه وسایل څه ډول تمویل شوي دي. او ددې وسایلو په ذریعه شرکت څه شی بشپړ کړي دي.

د شرکت سهم لرونکي خاوندان کلنی او ربعوار د دريو ضروري مالي صورت حسابونو راپورونه ترتیبوي: بیلانس شیت، د ګټې او ضرر بیلانس او کش فلو یا نقدو پیسو جریان راپور. علاوه له دې څخه چې باید د قرض سندونو او د تبادلې د کمیشن سره واضح شي، د مثال په توګه 10-Q او 10-K راپورونه چې د شرکت په باره کې د قرض موافقنامې، او د تولید اړوند ارقام او د فرعي کړو په باره کې مفصل مالومات وړاندې کوي.

د اساسي مالي صورت حسابونو څخه تر لاسه شوي مالوم کېدای شي، چې ددې له پاره استعمال شي ترڅو مالي نسبتونه محاسبه او د شرکت عملیات تحلیل شي، ترڅو دا مالومه شي چې کوم عوامل د شرکت حاصلات، د نقدو پیسو جریان او د خطر خصوصیات تر اغیزې لاندې راولي.

### د محاسبې عمومي قبول شوي پرنسیپونه (GAAP)

هغه وسایل چې د هغې په مرسته مالي صورت حسابونه ترکیبېږي، د محاسبې د عمومي قبول شوي پرنسیپونو څخه عبارت دي، چې په مرسته یې مالي حسابونه ترتیبېږي. دا پرنسیپونه د مالي محاسبې د معیاري کامیټې لخوا په وجود راوړل شوي دي. همدغې کامیټې دا مالومه کړیده او دا یې درک کړیده، چې دا نامناسبه ده چې ټولې کمپنۍ عین او محدود د محاسبې پرنسیپونه استعمال کړي. بعضې اختیارات او بدلونونو ته اړتیا لیدل کېږي، ترڅو تر سره شي. ځکه چې ټولې تصدۍ او شرکتونه په صنعتي فعالیتونو کې له یو او بل څخه توپیر لري او د هغوی د عملیاتو محیطونه سره فرق لري. نو په دې اساس د مالي محاسبې معیاري کامیټه کمپنیو ته د بعضو اوبنتونونو او بدلونونو اجازه ورکوي، ترڅو د محاسبې د عمومي قبول شوي پرنسیپونو تر منځ مناسب پرنسیپونه انتخاب کړي. دغه بدلون د تصدیو او شرکتونو مدیرانو ته اجازه ورکوي، ترڅو هغه معیارونه انتخاب کړي، چې د دوی کړنې داسې منعکسې کړي چې د دوی په خوښه وي او دغه بدلون شرکتونو ته اجازه ورکوي، چې خپل فعالیتي حالت دهغه څخه چې دی

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

غوره وښيي . د داسې امکاناتو په لاس لرلو په صورت کې مالي تحلیل ګران باید ډیر په ټینګار سره ممکن مالي مالومات تحلیل کړي ، ترڅو هغه شرکتونه چې جالب ښکاري له هغه شرکتونو څخه چې واقعاً ښه وضعیت لري ، یو له بل څخه جلا کړي او د هغوی حقیقي مالي ارقام وړاندې کړي .

خو شېبختانه د مالي محاسبې معیاري کامیته په دې اصرار کوي ، چې مالي صورت حسابونه باید لمن لیک (Foot note) ولري ، ترڅو مالي تحلیل ګران په دې پوه شي ، چې شرکت کوم پرنسیپونه استعمال کړيدي . ځکه چې د شرکتونو په ذریعه استعمالیدونکي پرنسیپونه یو له بل څخه توپیر لري . د لمن لیک مالومات د مالي تحلیل ګرانو سره د مالي صورت حسابونو په تصفیه او تحلیل کې مرسته کوي او مالي تحلیل ګران په اسانۍ سره کولای شي ، چې مختلف شرکتونه سره مقایسه کړي او د هغوی په مورد اړوند تصمیمونه ونیسي ، ترڅو د شرکت د راتلونکي واضعې په ښه کیدو کې ورڅخه کار واخلي .

### بیالانس شیت Balance Sheet

بیالانس شیت دا ښایي چې کوم وسایل ( دارایی ) د شرکت پواسطه کنترولېږي او څنګه دغه دارایی تمویل شوي دي . په ځانګړي توګه بیالانس شیت سیاري او ثابتې ممکنې دارایی په یو معین وخت کې (د مالي کال پای یا د ربعي په اخر کې) په ګوته کوي ، چې د شرکت په واک کې قرار لري . په اکثر و حالاتونو کې شرکت دغه دارایی لري . مګر بعضې شرکتونه دارایی د اوږدمهاله قاعدې په اساس په اجاره نیسي . شرکت د دغو داراییو لاسته راوړنه څه ډول تمویل کړیده چې دا د جاري قرضو (لنډمهاله قرض) ، اوږدمهاله قرض (ګډ عایدتي قرض) او مالیکینو سرمایه (خاص اسهام ، عام اسهام او نه ویشل شوي مفاد) په ګډه ډول سره ښودل کېږي .

د Walgreen بیالانس شیت په 10.1 شکل کې د داراییو سهم او د هغې تمویل د مالي کال په اخر کې د August 31, 1999, 2000 and 2001 کالونو له پاره څرګندوي .

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د Walgreen Co. او یوځای شوي فرعي بیلانس شپېت د کال August 31, 1999, 2000, 2001 په (\$ Millions) ډالر سره

	2001	2000	1999
<b>دارايي</b>			
سياري دارايي			
پيسې او شاهه پيسې	17	13	142
بغير تخفيف تجارتي طلبات	798	615	482
ذخاير	3482	2831	2463
نوري سياري دارايي	96	92	135
<b>د سيارو داراييو مجموعه</b>	<b>4304</b>	<b>3550</b>	<b>3222</b>
ځمکه، ماشين او تجهيزات	5503	4420	3473
منفي د فرسايش مجموعه	1158	992	879
<b>خالص ملکيت</b>	<b>4345</b>	<b>3428</b>	<b>2594</b>
نوري ثابتې دارايي	95	125	91
<b>مجموعي دارايي</b>	<b>8834</b>	<b>7104</b>	<b>5907</b>
<b>د شريکانو سرمايه او ديونونه</b>			
جاري قرضې			
لنډمهاله قرضې	441	0	0
د اوږدمهاله قرضونو جاري قسط	0	0	0
لنډمهاله تجارتي قرضه	1547	1364	1130
تحقيق موندلي مصارف او نور قرضونه	938	848	730
په عايداتو باندې ماليات	87	92	63
نور تحقيق موندلي قرضونه	0	0	0
<b>د جاري قرضونو مجموعه</b>	<b>3012</b>	<b>2304</b>	<b>1924</b>
اوږدمهاله قرضونه	0	0	0
نور نه جاري قرضونه	478	464	424
د عايداتو ځنډول شوي ماليات	137	102	75
خاص اسهام چې اسمي قيمت يې 0.626 او 32000000 سهمونه تر اوسه صادر شوي نه دي			
د عمومي اسهامو د شريکانو شتمني			
عمومي اسهام چې اسمي قيمت يې 0.078125 او 3.2 بيليونه سهمونه			
په 1999 کې 1,004,022,258 او په 2000 کې 1,010,818,890 کې سهمونه صادر شوي	80	79	78
اضافي سرمايه	597	367	259
نه ویشل شوي مفاد	4531	3788	3147
<b>د عمومي اسهامو شريکانو د پانګې مجموعه</b>	<b>5207</b>	<b>4234</b>	<b>3484</b>
<b>د ديونونو او د عمومي اسهامو شريکانو د پانګې مجموعه</b>	<b>8834</b>	<b>7104</b>	<b>5907</b>

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د Walgreen Co. او یو ځای شوي فرعي د ګټې او ضرر بیلابنس د کال  
 August 31.1999,2000,2001 په (\$ Millions) ډالر سره  
 10.2 شکل

## د ګټې او ضرر بیلابنس Income Statement

	2001	2000	1999
خالص خرڅلاو	24623	21207	17839
د خرڅ شوي توکو مصارف	18049	15466	12979
ناخالص مفاد	6574	5741	4860
عمومي، اداري او د خرڅلاو مصارف	5176	4517	3845
عملياتي مفاد	1398	1224	1015
د بهرې عايد	(5)	(6)	(12)
د بهرې مصارف	3	0	0
نور عايد	(22)	(34)	0
د اوږد مهاله پاملرنې د دوا د خرڅلاو حاصل	0	0	0
د عايداتې ماليې د وضع کيدو څخه مخکې عملياتي مفاد	1422	1263	1027
د عايداتې ماليې له پاره زيرمه	537	486	403
د ماليې د وضع کيدو څخه وروسته عملياتي مفاد	886	777	624
د محاسبې د بدلون د زيادت تاثير	0	0	0
خالص عايد	886	777	624
د هر سهم له پاره د خالص ممکن عايد ارقام	886	777	620
د ماليې د وضع کيدو وروسته عملياتي عايد	0.86	0.76	0.62
راپور شوي خالص عايد	0.86	0.76	0.62
اعلان شوي د ویش وړ مفاد	0.14	0.14	0.13
د صادر شويو عمومي اسهامو اوسط شمير	1029	1020	1014

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د گټې او ضرر بیلانس Income Statement

د گټې او ضرر بیلانس د یو کال په جریان کې د شرکت د مفیدیت اړوند مالومات او ارقام وړاندې کوي. د بیلانس سره په تفاوت، چې د یوه شرکت مالي وضعیت په یوه ټاکلي وخت کې څرگندوي، د گټې او ضرر بیلانس د څرخلاو، مصارفو او حاصل جریان په یوه دوره کې څرگندوي او هغې اړوند مالومات وړاندې کوي. څرنګه چې د والګرین شرکت د گټې او ضرر بیلانس په 10.2 شکل کې د 2001، 2000 او 1999 کالونو له پاره بنسټل شوی دی. زموږ تمرکز د عملیاتو څخه په ترلاسه شویو عایداتو باندې دی. خو په هغه صورت کې چې مالیات ترې وضع شوي وي او د عایداتو ریښتني ارقام په ډاګه کوي.

### د نقدو پیسو د جریان صورت حساب Statement of Cash flows

څرنګه چې په تیرو بحثونو کې مو د ارزش ټاکنې اړوند بحث وکړ، د هغې څخه په افهام سره ویلی شو، چې د نقدو پیسو جریان یوه عمده او کلیدي عامل دی. په دې برخه کې د علاقمندي د زیاتیدو سره سم محاسبین ضرورت لري، ترڅو چې شرکت د نقدو پیسو د جریان په هکله مالومات تیار کړي. د نقدو پیسو د جریان صورت حساب د یوه ټاکلي وخت له پاره د بیلانس شیت او د گټې او ضرر د صورت حساب په هکله مالومات راغونډوي او په بیلانس شیت کې د اقلامو د تغیر او د عایداتو د جریان تاثیرات ښکاره کوي او د هغوی اړوند مالومات د شرکت په واک کې ورکوي. په پایله کې داسې ارقام او اعداد د تصدی په واک کې ورکوي، ترڅو د هغې په مرسته د شرکت ارزش او قیمت، د خطر او د قرض په پانې او اسهامو باندې ترلاسه کیدونکي حاصلات تخمین کړو او د هغې په هکله مالومات ترلاسه کړو.

د نقدو پیسو د جریان صورت حساب درې برخې لري:

- 1: د عملیاتي کړنو او فعالیت څخه ترلاسه کیدونکي د نقدو پیسو جریان
  - 2: د پانگې اچونې اړوند فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي د نقدو پیسو جریان
  - 3: د تمویلي فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي د نقدو پیسو جریان
- د دريو برخو مجموعه د نقدو پیسو په وضعیت کې خالص بدلون په ګوته کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د اخیښي لیکی عدد باید د پیسو د اخیښي او شروع بیلاس شیتو ترمنځ د تفاوت د مقدار سره مساوي شي.

د والگرین شرکت د نقدو پیسو د جریان صورت حساب د 1999, 2000, 2001 کالونو له پاره په 10.3 شکل کې بنودل شوی دی.

### د عملیاتي فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي د نقدو پیسو جریان

په دې برخه کې هغه منابع او د پیسو جریان په بر کې نیول کېږي، چې د شرکت د نورمالو کړنو او عملیاتو څخه په لاس راځي. په عموم کې د کړنو او فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي خالص د نقدو پیسو جریان د خالصو عوایدو په څیر محاسبه کېږي. لکه څه ډول چې د گټې او ضرر په صورت حساب کې بنودل شوی وو، د کاري سرمایې په اقلامو (طلبات، ذخایر او داسې نور) کې تغیر او جمع یې د غیر نقدي حاصلاتو او مصارفو تعدیلات او تصفیه لکه فرسایش.

عملیاتي کش پلو = خالص عاید + غیر نقدي حاصل او مصرف + د کاري سرمایې په اقلامو کې بدلون

د تیر بحث په تعقیب د نقدو پیسو صورت حساب د عملیاتي کش فلو په سنجش کې په پام کې نه نیول کېږي. په تیره بیا والگرین شرکت په دې توانیدلی دی، چې په موافقنه ډول د عملیاتو څخه یوه لوی کش فلو په وجود راوړي.

### د پانگې اچونې د فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي کش فلو

څرنګه چې یو شرکت په خپلو او یا د نورو شرکتونو په ثابتو او جاري داراییو کې پانگې اچونې ترسره کوي او دغه دارایی په بیلاس شیت کې د پانگې اچونې د حساب لاندې درج کېږي، په دغو ثابتو حسابونو کې زیاتوالی او کموالی د پانگې اچونې فعالیتونه په ګوته کوي، چې د پانگې اچونې د فعالیتونو څخه ترلاسه کیدونکي کش فلو په ناخالصو



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ماشین الاتو او تجهیزاتو کې د بدلون او د پانگې اچونې په حساب کې د بدلون څخه عبارت دی.

بدلون په هغه صورت کې مثبت وي، چې که چیرې ماشین الات او یا تجهیزات خرڅ شي او یا که چیرې ماشین الات او یا تجهیزات واخیستل شي، نو په دې صورت کې بدلون منفي دی. د دې له پاره چې دغه بدلونونه محاسبه کړو، نو اکثره شرکتونه د دې بدلون د لیدلو له پاره د اوسنیو دوو کالونو بیلابیلو شیتونه استعمالوي، ترڅو دغه بدلون سنجش شي. د اکثره شرکتونو د والگرین په شمول د پانگې اچونې فعالیتونو څخه تر لاسه کیدونکي کس فلو منفي وي، ځکه چې مهم سرمایوي مصارف تر سره کوي او همدا شان په نورو برخو کې پانگه اچونه تر سره کوي.

### د تمویلي فعالیتونو څخه تر لاسه کیدونکي کس فلو

د تمویلي فعالیتونو څخه تر لاسه کیدونکي کس فلو په دې ډول په لاس راځي، چې د تمویلي منابعو څخه د تمویل استعمالیدونکی مقدار تفریق کړو. د تصدی داخل ته د نقدو پیسو جریان په هغه وخت کې صورت نیسي، چې لنډمهاله، اوږدمهاله قرضونه او د سرمایې حساب لکه د قرض پانې او اسهامو صادرون، زیاتوالی ومومي. د تصدی څخه خارج ته د پیسو یا د تمویلي وسایلو خروج په هغه وخت کې صورت نیسي، چې د قرضونو په مقدار کې کموالی راشي او یا تصدی دوباره عام اسهام واخلي. او همدارنگه شریکانو ته د مفاد توزیع خارج ته د نقدو پیسو د جریان عمده شکل په ګوته کوي.

د پورته ذکر شویو دريو برخو عملیاتي، سرمایګزاري او تمویلي فعالیتونو د مجموعو، په مجموعه کې زیاتوالی یا کموالی د شرکت په نقدو پیسو کې زیاتوالی او کموالی څرګندوي. د کس فلو صورت حساب هغه مالومات د ځانه سره لري، چې د شرکت په بیلابیلو شیتو او د ګټې او ضرر په صورت حساب کې نه تر سترګو کېږي.

## د کش فلو اختیاري اندازه گیری

### Alternative Measures of Cash Flow

د کش فلو یو څو مختلفې اندازه گیری شتون لري او تحلیل ګران کولای شي د هغې په استعمال سره د شرکت او تصدی بنیادي وضعیت تعیین کړي.

### د عملیاتو او کړنو څخه تر لاسه کیدونکي کش فلو

په دې برخه کې د کش فلو دودیزه اندازه گیری په پام کې نیول کېږي، چې د خالصو عایداتو جمع یې د فرسایش مصارف او جمع یې تعطیل شوي مالیاتو سره مساوي کېږي (خالص عاید + د فرسایش مصارف + تعطیل شوي مالیات = د عملیاتو څخه تر لاسه کیدونکي کش پلو). لکه څرنګه چې اوس اوس مو ولیدل همدارنګه دا هم ډیره ضروري ده، چې په عملیاتي (جاري) دارایی او دیونونو کې بدلونونه تصفیه او اصلاح شي، چې په خپله د نقد و پیسو په شکل صورت نیسي. مثلاً په طلباتو کې زیاتوالی دا ښکاره کوي چې شرکت نقدې پیسې ددې له پاره په کارولي دي چې دغه زیاتوالی حمایه کړي او یا شرکت د خرڅلاو څخه تر لاسه کیدونکي پیسې په نقد ډول نه دي تر لاسه کړي. ددې برخلاف د جاري قرضونو په حساب کې زیاتوالی لکه لنډمهاله قرضونه دا مفهوم افاده کوي، چې شرکت بعضې دارایی اخیستي دي، خو د هغې په مقابل کې یې پیسې نه دي تادیه کړي، چې دا په خپله د کش فلو زیاتوالی ښکاره کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

شکل 10.3

کالونوله پاره د والګرین د کش پلو صورت حساب 1999، 2000 and 2001 د August 31،

1999

2000

2001

### د عملياتي فعالیتونو څخه کش پلو

#### خالص عاید

886

777

624

خالص نقد و پیسو ته خالص عاید د بدلون تصفیه چې عملياتي کړنو په ذریعه لاس ته راغلي وي

د محاسبې د بدلون د زیادت تاثیر	0	0	0
فرسایشات	269	230	210
پر عایداتو ځنډول شوي مالیات او نور اقلام	47	21	(9)
د اوږد مهاله د پاملرنې دوا د خرڅلاو حاصل	0	0	0
د کارګر د ذخایرو د پلان څخه پر عایداتو مالیاتو پس انداز	69	39	27
د نورو برخو اړوند	2	14	12

### په عملياتي دارايې او قرضونو کې بدلونونه

#### د جاري عملياتو له مخې تیار شوي:

«زیاتوالی» په تجارتي طلباتو کې کموالی	(177)	(135)	(106)
«زیاتوالی» په ذخایرو کې کموالی	(652)	(368)	(436)
«زیاتوالی» په نورو جاري دارايیو کې کموالی	0	0	0
زیاتوالی (کموالی) په تجارتي لنډ مهاله قرضونو کې	183	234	223
زیاتوالی (کموالی) په نورو قرضونو کې	0	0	0
تحقق موندلي مصارف او نور قرضونه	82	101	104
په عایداتو باندې مالیات	(5)	29	9
نور اقلام	17	32	(6)

د عملياتي فعالیتونو پواسطه وړاندې شوي خالص نقدي پیسې 719 972 652

### د پانګې اچونې اړوند فعالیتونو څخه لاس ته راغلي کش فلو

د ملکیت، ماشین الاتو او تجهیزاتو اخیستل	(1237)	(1119)	(696)
د شرکت د ژوند د بیمې په مقابل کې خالص پور اخیستل	59	11	9
د قرض د سندونو د خرڅلاو څخه خالص عایدات	0	48	0
د ملکیت او تجهیزاتو پای ته رسول یا په تپه درول	44	23	42

د پانګې اچونې اړوند فعالیتونو کې خالص استعمال شوي نقدي پیسې (1135) (1037) (646)

### د تمویلي فعالیتونو څخه تر لاسه کېدونکي کش فلو:

د لنډ مهاله پور اخیستلو څخه تر لاسه شوي ګټه	441	-	-
د نقد و پیسو ویشل شوي مفاد	(141)	(135)	(129)
د کارګر د زرمو د پلان څخه تر لاسه شوي ګټه	126	79	105
نور اقلام	(7)	(8)	15
په تمویلي فعالیتونو کې استعمال شوي خالص نقدي پیسې	419	(63)	(9)

خالص زیاتوالی (کموالی) په نقد و پیسو او شاهه پیسو کې 4 (129) (3)

د کال په شروع کې نقدي او شاهه پیسې 13 142 144

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د کال په اخر کې نقدي او شابه پیسې

17

13

142

په عملیاتي دارایی او قرضونو کې دغه بدلونونه کېدای شي، چې د کش فلو عنعنوي اندازه گیری سره جمع او یا ورڅخه تفریق شي: خالص عاید + غیر نقدي مصارف. لاندې جدول د عملیاتو څخه د ترلاسه شوي کش فلو ارقام او د عنعنوي کش فلو ارقام یو تریله سره مقایسه کوي، چې په 10.3 شکل کې بنودل شوي دي. البته د 1999 او 2001 کالونو له پاره د والگرین کش فلو په هکله اعداد او ارقام په نظر کې نیول شوي دي.

عنعنوي کش فلو = خالص عایدات + فرسایش + په تعطیل شوي مالیاتو کې بدلون

عملیاتي کش فلو، د کش فلو له صورت حساب څخه

2001	1045	719
2000	1034	972
1999	820	652

په ټولو دريو کالونو کې د عملیاتو څخه تر لاسه شوي کش فلو د عنعنوي کش فلو د تخمین څخه کمه وه، ځکه چې یو څو اصلاحات او تعدیلونو ته اړتیا وه، تر څو تر سره شي. او په پایله کې د عملیاتو څخه تر لاسه کیدونکي کش فلو په لاس راشي. نو له دې وجې د کش فلو د اندازه گیری له پاره دغه دقیقه اندازه گیری په کار وړل کېږي. د والگرین نسبتونه شاید موثر نه وای واقع شوي. دغه پورته ذکر شوي کش فلو میتود یو مناسب میتود په ګوته کوي، ځکه چې په کاري سرمایه کې بدلون یو لوی منفي جریان په ګوته کوي. ځکه چې په طلباتو او ذخیرو کې زیاتوالی د خرڅلاو وده حمایه کوي.

### ازاده کش فلو Free Cash Flow

ازاده کش فلو د عملیاتو څخه تر لاسه کیدونکي کش فلو پوري محدودیږي او یوازې د عملیاتي کش فلو څخه په لاس راځي، تر څو دا په ډاګه کړي چې بعضې پانگې اچونې او تمویلي فعالیتونه د شرکت له پاره اړین او مهم دي او د هغوی غیر مطمین شرایط په ګوته کړي. داسې انگیرل کېږي چې شرکت دغه ضروري مصارف او لګښتونه ترسره کړي. مخکې له دې څخه چې کش فلو د نورو موخو لکه د قرضونو د کموالي او یا د عام

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

اسهامو د دوباره اخیستو په موخه وکاروي. دوه اضافي ارقام نور هم په نظر کې نیول کېږي چې عبارت دي له :

1: سرمایوي مصارف (د پانګې اچونې اړوند مصارف)

2: د ملکیت او تجهیزاتو پای ته رسول یا په تپه درول

دغه دوه ارقام ددې له پاره استعمالیږي، چې د والګرین له پاره د عملیاتو څخه ترلاسه کیدونکي کش فلو مالومه کړي. بعضې تحلیلګران یوازې سرمایوي مصارف منفي کوي او بعضې محافظه کاره او د بدلون مخالف تحلیلګران ویشل شوي مفاد هم له عملیاتي کش فلو څخه تفریقوي.

	عملیاتي کش فلو	سرمایوي مصارف -	ازاده کش فلو = د ملکیت او تجهیزاتو په تپه درول +		
2001	719	- 1237	+	44	= (474)
2000	972	- 1119	+	23	= (124)
1999	652	- 696	+	42	= (2)

د هغو شرکتونو له پاره، چې په اسهامو کې یې پانګه اچونه ترسره کړي وي، د ازادې کش فلو ارقام ډیر د اهمیت وړ دي. ځکه چې نوي مالکین غواړي ترڅو دغه ازاده کش فلو د پورونو د دوباره تادیې په موخه استعمال کړي. دا غیر عادي نده، چې د شرکت ازاده کش فلو دی منفي واوسي. دا چې د والګیرین ازاده کش فلو د دریو کالونو له پاره منفي دی. سره ددې چې نوموړی شرکت لوی عملیاتي کش فلو لري او د نوی وسایلو د نسبولو په موخه یې درانې پانګې اچونې ترسره کړيدي.

### د مالي صورت حساب د تحلیل موخه

#### Purpose of Financial statement Analysis

د مالي صورت حساب تحلیل هڅه کوي، ترڅو د مدیریت کړنې او فعالیتونه د مفیدیت، موثریت او خطر په شمول په څو مهمو ساحو کې ارزیابي کړي. سره له دې چې موږ به په لارمي توګه تاریخي ارقام او مالومات تحلیل کړو، خو ددې تحلیل نهایی موخه او هدف دادی، ترڅو هغه بصیرت او پوه ترلاسه کړو، چې په مرسته یې د مدیریت بعدي

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کرنې د دودیز بیلانس شیت، د ګټې او ضرر او کش فلو په شمول انځور او طرحه کړو. چې دا پوه او بصیرت د شرکت د متوقعه بعدی کرنې په ګوته کوي او دا روښانه کوي، چې شرکت نورو شرکتونو ته پیسې په قرض ورکړي او که په خپله یې په خپل شرکت کې سرمایګزاري کړي دي.

### د مالي نسبتونو تحلیل Analysis of Financial Ratios

تحلیل ګران مالي نسبتونه ددې له پاره استعمالوي، ترڅو د یوې تصدی مالي وضعیت په ښه شان تحلیل کړي. ځکه چې تر لاسه شوي اعداد او ارقام په کاملې مانا سم مفهوم نه افاده کوي. په دې پوهیدل، چې یو شرکت 100000 ډالر عواید تر لاسه کړي نسبتاً هغې ته، چې د یو شرکت د خرڅلاو هغه ارقام چې همدغه عواید (1 million or 10 million) او د تصدی شتمني او سرمایه چې په تصدی کې په کار اچول شوي دي د هغې پواسطه تر لاسه شوي دي، د ځان سره کم مالومات لري. او په کامله توګه سم مفهوم نه افاده کوي. باید په دې پوه شو، چې همدغه عواید له څخه شي څخه په لاس راغلي دي. نو په دې موخه د مالي نسبتونو څخه داسې هیله کېږي، چې د مالي صورت حسابونو د انفرادي ارزښتونو او ارقامو ترمنځ غوره مناسبات په ګوته کړي او د هغوی ترمنځ غوره روابط وڅیړي. څرنګه چې په مالي صورت حسابونو کې مختلف ارقام شتون لري، نو امکان لري چې یو لوی تعداد بالقوه نسبتونه په وجود راشي، چې شاید زیات تعداد یې کم ارزش ولري. ځکه نو موږ خپل تحلیل او د تصدی ارزیابي په یو لړ وړ او تر ټولو مناسبونو نسبتونو پورې محدود وو او دغه نسبتونه په کتګوریو او ګروپونو باندې ویشو، ترڅو د شرکت د اقتصادي وضعې د تحلیل له پاره وړ او مهم مالومات تهیه کړي. همدارنګه دا هم د اهمیت وړ ده، ترڅو د مربوطه تحلیل اړوند د هغوی ضرورت وپېژنو.

## د مالي نسبي نسبتونو اهميت

### Importance of Relative Financial Ratios

يوازې د مفرد عدد او رقم چې د مالي صورت حساب څخه تر لاسه كيدونكې وي، ډير كم د استعمال وړ دي. يانې انفرادي مالي نسبت دوامه ارزش نلري، پرته له دې چې د نورو تصديو او شركتونو د مالي نسبتونو سره مقايسه نشي. يا په بل عبارت يوازې مالي نسبي نسبتونه مناسب دي، ترڅو په كار واچول شي. نو د يوه شركت او تصدى كړنې او فعاليتونه بايد د لاندې د اهميت وړ مربوطو ساحو سره مقايسه او امتحان شي:

1: ملي اقتصاد

2: د مربوطه صنعت

3: په صنعت كې د لويو سيالانو

4: د شركت د تيرو كړنو يانې د وخت اړوند سلسله وار تحليل

د تصدى او شركت د فعاليتونو مقايسه د ملي اقتصاد سره تر ټولو مهمه ده، ځكه چې اكثرأ ټول شركتونه د اقتصادي ودې، نوساناتو او اقتصادي بحران د رامنځ كيدو په صورت كې متاثر كېږي او په هغوى باندې مستقيماً مثبتې او منفي اغيزې كوي. د مثال په توگه د اقتصادي بحران په حالت د شركت د نهايي مفادو په مقدار كې د زياتوالي توقع، يوه غير معقوله هيله ده. په داسې حالاتو كې شايد د يو ثابت مقدار مفاد د تر لاسه كولو هيله ترسره شي. ددې سره په مقايسه كې، كه چيرې اقتصادي وده په ډيره چټكې سره مخ په وړاندې روانه وي او د شركت په مفادو كې نه بدلون او يا ډير مقدار زياتوالي راشي، نو دا په خپله د شركت او تصدى ضعيف والى په گوته كوي. د شركت د مالي نسبتونو مقايسه د ملي اقتصاد يا اقتصاد د اړوندو مالي نسبتونو سره، زموږ سره دا مرسته كوي، ترڅو پوه شو چې شركت د اقتصادي جريان په مقابل كې څه ډول عكس العمل كوي. او همدارنگه زموږ سره د شركت د راتلونكو فعاليتونو په تخمين كې مرسته كوي.

ممکن د شركت د كړنو تر ټولو مهمه مقايسه د هغه شركت د صنعت په محيط پوري اړونده وي، چې په هغه كې مختلف صنعتونه په شركت تاثير اچوي. مگر دغه صنعتي

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

اړیکې هر وخت مهمې دي، چې د صنعت په محیط کې یې یو شرکت د نورو شرکتونو سره لري. صنعتي تاثیر د هغو صنعتي تصدیو او شرکتونو له پاره تر ټولو قوي دی، چې همونه تولیدات ترسره کوي. لکه د مثال په ډول د اوسپنې، رابر، شیشې او لرګیو تولیدات. ځکه چې ټولو شرکتونو په دغو صنعتونو کې د تقاضا په مقدار کې تصادفي بدلون عملاً لیدلی دی. علاوه له دې څخه دغو شرکتونو په مناسبه توګه عین تکنالوژي او د تولید عملیه په کار اچولي. مثلاً د اوسپنې د تولید تصدی په هغه صورت کې، چې تر ټولو ښه مدیریت او اداره لري، خود بحران په صورت کې یې په خرڅلاو او مفادو کې کموالی راځي. په داسې حالت کې مناسب سوال دا نه دی، چې خرڅلاو کم شوی او که مفاد، بلکې سوال دادی چې دغه کموالی څومره او کوم نواقص یې درلودل او څه ډول کړنې او فعالیتونه همدغه شرکت د نورو د اوسپنې تولیدونکو شرکتونو په مقابل کې تر سره کړي دي؟ ددې په پام کې نیولو سره باید موږ د یوې تصدی کړنې د ملي اقتصاد د کړنو سره په مقایسه کې امتحان کړو، ترڅو په دې پوه شو چې تصدی د اقتصادي کړنو او د کاروبار د جریان په مقابل کې څه ډول عکس العمل ښکاره کوي.

کله چې موږ د یوې تصدی مالي نسبتونه د صنعت اړوند نسبتونو سره مقایسه کوو، شاید موږ د هغوی د استعمال اړوند یو مناسب احساس ونکړو. په هغه صورت کې چې په صنعت کې د داخلو انفرادي شرکتونو نسبتونو ترمنځ یو لوی بدلون موجود وي. په متبادله توګه شاید موږ باور ولرو، چې هغه شرکت چې د تحلیل په حال کې دی، یو ځانګړی شرکت نه دی یا په بل عبارت دا شرکت بې جوړې او بې سارې اجزای لري. ددغو شرایطو لاندې نمونه یې تحلیل یو غوره تحلیل دی، چې موږ شرکت د صنعت په داخل کې د هغو شرکتونو د مجموعې سره مقایسه کوو، چې په اندازه او خصوصیاتو کې سره یو شان او مناسب وي. د مثال په توګه که چیرې موږ وغواړو، چې د کروګر شرکت کړنې د نورو ملي غذایی موادو د کړنې سره علاوه ددې څخه، چې د یوې ساحې او یا د موادو د خاصی ریشټې سره مقایسه کړو، مقایسه کوو.

یو بله عملي ستونزه د شرکت د نسبتونو مقایسه د صنعت سره داده، چې زیاتره لوی شرکتونه او تصدی مختلف النوع توکي او اجناس تولیدوي او په طبیعت کې مختلف صنعتي فعالیتونه ترسره کوي. یوه نامناسبه مقایسه هغه وخت په وجود راځي، کله چې



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

موږ یو جنس تولیدونکی شرکت د مختلف النوع اجناسو د تولیدونکي شرکت د نسبتونو په مقابل کې ارزيايي کوو. ددې له پاره چې دغه ستونزه له منځه لاړه شي، نو دوه امکانه شتون لري. لومړی موږ کولای شو، چې د نمونه يي تحلیل په مرسته یو شرکت د هغو شرکتونو سره مقایسه کړو، چې په کړنو کې سره یو شاتته وي او د هغې په څیر فعالیتونه ترسره کوي.

دوهم دا چې موږ کولای شو، چې د شرکت د مقایسې له پاره د مختلفو شرکتونو اوسط نسبتونه سره یو ځای کړو، ترڅو غوښتل شوی شرکت د هغوی سره مقایسه کړو. ددې له پاره چې دا عملیه ترسره کړو، نو د مربوطه شرکت کلنی راپور په استعمال سره کولای شو، چې د اړوند شرکت کړنې او خرڅلاو د صنعت په اخطه کې تشخیص کړو او په لاندې ډول عمل کوو. د صنعت مجموعي اوسط نسبتونه په دې ډول ترکیبېږي، چې د هر صنعت او تصدی وزني اوسط نسبتونه، چې د مربوطه شرکت د خرڅلاو د تناسب په اساس په وجود راځي، سنجش کېږي. بلاخره موږ باید د وخت په تیریدو سره د شرکت کړنې امتحان کړو چې چرته کموالی راغلي او که کړنې همدا سې دوام لري. دا د وخت د لړۍ تحلیل هغه وخت گټور تمامېږي، چې د شرکت بعدی کړنې تشخیصوو. مثلاً بعضې تحلیل گران د نسبتونو اوسط د 5 یا 10 کالونو د کړنو له پاره محاسبه کوي، به لدې چې د هغوی میلان په نظر کې ونیسي. شاید دغه محاسبه یوه ناسمه پایله په وجود راوړي او ناسمه رهنمایي وکړي. د مثال په توگه د 10% د حاصلاتو اوسط نرخ کېدای شي په دې اساس په وجود راغلی وي، چې د حاصلاتو نرخ د 5% څخه 15% فیصدو پوري د وخت په تیریدو سره زیاتوالی کړیدی یا کېدای شي، چې په دې ډول په لاس راغلي وي، چې حاصلات د 15% څخه 5% فیصدو ته کموالی کړی.

په ښکاره توگه پورته تفاوت کېدای شي، چې زموږ د راتلونکي له پاره په تخمین اغیز وکړي. د شرکت د وخت د لړۍ اړوند مالي نسبتونو تعینول او د هغوی د صنعت او اقتصاد سره مقایسه کول د اړوند شرکت مالي وضعې په هکله اړین او لازم مالومات په لاس راکوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د مالي نسبتونو محاسبه Computation of Financial Ratios

مالي نسبتونه په پنځو عمده کتگوريو ويشل کېږي، ترڅو زموږ سره د شرکت په اقتصادي خصوصياتو باندې، په پوهيدو کې مرسته وکړي. په دې برخه کې زموږ تمرکز د نسبتونو په تشریح او د دوی په محاسبه دی، چې د والگرين شرکت ارقام په پام کې نيول شوي دي.

د نسبتونو پنځه عمده کتگوري په لاندې ډول دي :

1: د عامې اندازه گيری، صورت حسابونه

2: داخلي سياليت

3: عملياتي کرني

ا: عملياتي موثريت

ب: عملياتي مفيديت

4: د خطر تحليل

ا: کاروباري خطر

ب: مالي خطر

ج: سياليتي خطر

5: د ودې تحليل

### 1. عمومي صورت حسابونه

عامې اندازه گيری صورت حسابونه د عادي او نورماله بيلانس شيتې او د گتې او ضرر بيلانس ارقام په بر کې نيسي، چې شرکتونه په اسانۍ سره کولای شي د مختلفو شرکتونو سره خپل عادي بيلانس شيتې او د گتې او ضرر بيلانس مقایسه کړي. عامې اندازه گيری بيلانس شيتې، د بيلانس شيتې ټول حسابونه د مجموعي دارايی اړوند په فيصدي تشریح کوي او همدارنگه عمومي د گتې او ضرر بيلانس د گتې او ضرر بيلانس ټولې برخې د خرڅلاو اړوند په فيصدي تشریح کوي. 10.4 شکل د والگرين

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

عمومي بیلانس شیت او 10.5 شکل د ګټې او ضرر عمومي بیلانس په ګوته کوي. عمومي نسبتونه هغه وخت ګټور تمامیږي، چې په بیړه او تیزی سره دوه مختلف شرکتونه سره مقایسه کوو او همدارنګه ترڅو، چې د وخت په تیریدو سره د یو شرکت میلان امتحان کړو، نو په دې صورت کې د عمومي نسبتونو څخه کار اخلو. همدارنګه عمومي صورت حسابونه یو تحلیل ګرته د شرکت د مالي صورت حسابونو د جوړښت اړوند پوهه ورکوي یا په بل عبارت د هغو داراییو تناسب، چې سیالیت یې زیات دی (زر په پیسو سره بدلېږي)، د هغو قرضونو تناسب چې لنډمهاله دي یا د خرڅلاو فیصدي، چې د تولید د مصارفو په واسطه مصرف شوي وي. د مثال په توګه د والګرین عمومي بیلانس شیت د سیارې دارایی په فیصدي کې کمښت او د خالص ملکیت په تناسب کې ثابت زیاتوالی ښایي برعکس د ګټې او ضرر عمومي بیلانس په 10.5 شکل کې د والګرین شرکت د خرڅ شویو اجناسو مصارف په نسبي ډول په تیرو پنځو کالونو کې ثابت وو او د مجموعي خرڅلاو په تناسب کې یو کوچنی زیاتوالی راغلی وو. نو په نتیجه کې دغه ثبات د خرڅلاو، عمومي او اداري مصارفو په نسبت کې د کوچني کمښت، د شرکت د مالیاتو د وضع کیدو څخه مخکې او وروسته د عملیاتو څخه ترلاسه کیدونکي ناخالص مفادو کې مجموعي زیاتوالي سره یو ځای شوي دي.

د والګرین شرکت قابلیت ترڅو چې خرڅلاو یې پیاوړي وده وکړي (په کال کې 14%)، او په مجموعي ناخالص مفادو کې یې زیاتوالی راشي، یو اثرناک عمل دي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### شکل 10.4

عامې اندازه گیری بیلابنس شیت د Walgreen Co.

دالر \$ کالونوله پاره په (2001, 2000, 1999, 1998, 1997) August 31

سر ه ب	2001	2000	1999	1998	1997	1996
پيسې او شابه پيسې		0.19%	0.18%	2.40%	2.95%	1.74%
بغير تخفيف تجارتي طلبات	9.04	8.65	8.24	7.61	8.94	
ذخاير	39.42	39.85	41.69	41.35	41.19	
نوري سياري دارايي	1.09	1.30	2.21	1.60	3.42	
<b>د سيارو داراييو مجموعه</b>	<b>49.74</b>	<b>49.98</b>	<b>54.54</b>	<b>53.52</b>	<b>55.29</b>	
ځمکه، ماشين او تجهيزات	62.30	62.22	58.79	60.39	59.47	
منفي د فرسايش مجموعه		13.11	13.9	14.88	16.66	17.78
<b>خالص ملکیت</b>		<b>49.1</b>	<b>48.26</b>	<b>43.91</b>	<b>43.73</b>	<b>41.69</b>
نوري ثابتې دارايي		1.07	1.77	1.54	2.76	3.02
<b>مجموعي دارايي</b>		<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### د شريکانو سرمايه او ديونونه

#### جاري قرضې

لنډمهاله قرضې	4.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
د اوږدمهاله قرضونو جاري قسط	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
لنډمهاله تجارتي قرضه	17.51	19.20	19.14	18.50	19.32
تحقيق موندلي مصارف او نور قرضونه	10.62	11.93	12.36	12.62	13.17
په عايداتو باندې ماليات	0.98	1.30	1.07	1.12	1.71
<b>د جاري قرضونو مجموعه</b>	<b>34.09</b>	<b>32.43</b>	<b>32.57</b>	<b>32.24</b>	<b>34.20</b>
<b>اوږدمهاله قرضونه</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
نور نه جاري قرضونه	5.41	6.54	7.17	7.82	6.70
د عايداتو ځنډول شوي ماليات	1.55	1.43	1.27	1.82	2.69
خاص اسهام چې اسمي قيمت يې 0.626 او 32000000 سهمونه تر اوسه صادر شوي نه دي					
د عام اسهامو د شريکانو شتمني					
عام اسهام چې اسمي قيمت يې 0.078125 او 3.2 بيليونه سهمونه په 1999 کي 1,004,022,258 او په 2000 کي 1,010,818,890 کي سهمونه صادر شوي	0.91	1.11	1.33	1.59	1.83
اضافي سرمايه	6.76	5.17	4.38	2.41	0.71
نه ويشل شوي مفاد	51.32	53.32	53.28	54.13	53.86
<b>د عمومي اسهامو شريکانو د پانګې مجموعه</b>	<b>58.95</b>	<b>59.60</b>	<b>58.99</b>	<b>58.12</b>	<b>56.41</b>
<b>د ديونونو او د عام اسهامو شريکانو د پانګې مجموعه</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

شکل 10.5

	د دکتې او ضرر بیلا بیل د کال Walgreen Co. د									
	2001		2000		1999		1998		1997	
	2001	%	2000	%	1999	%	1998	%	1997	%
<b>خالص خرڅلاو</b>	24623	100%	21207	100%	17839	100%	15307	100%	13363	100%
د خرڅونې توکو مصارف	18049	73.30	15466	72.93	12979	72.75	11139	72.78	9682	72.45
<b>ناخالص مفاد</b>	6574	26.70	5741	27.07	4860	27.25	4167	27.22	3681	27.55
عمومي، اداري او د خرڅلاو مصارف	5176	21.02	4517	21.30	3845	21.55	3332	21.77	2973	22.25
<b>عملياتي مفاد</b>	1398	5.68	1224	5.77	1015	5.69	835	5.46	708	5.30
د بهرني عايد	(5)	(0.02)	(6)	(0.03)	(12)	(0.07)	(6)	(0.04)	(6)	(0.04)
د بهرني مصارف	3	0.01	0	0.00	0	0.00	1	0.01	2	0.01
نور عايد	(22)	(0.09)	(34)	(0.16)			(37)	(0.24)		
<b>داوډمهاله پاملرنې د دوا د خرڅلاو په اصل</b>										
د عايد ملي روست کيږد مصارف	1423	5.78	1263	5.96	1027	5.76	877	5.73	712	5.33
د عايد ملي روست کيږد مصارف	537	2.18	486	2.29	403	2.26	340	2.22	276	2.07
<b>د سټورونو کيږد مصارف</b>	886	3.60	777	3.66	624	3.50	537	3.51	436	3.26
نور عايد	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-
د محاسبې د بېزونو د تاييد	0	-	0	-	0	-	(26)	(0.17)	0	-
<b>خالص عايد</b>	886	3.60	777	3.66	624	3.50	511	3.34	436	3.26
د هر سټور له پور د تخاصي مصارف	886	3.60	777	3.66	624	3.50	537	3.51	436	3.26
<b>مصنوعي خالص عايد</b>	886	3.60	777	3.66	624	3.50	511	3.34	436	3.26

د خرڅلاو په تناسب د پنځو کالونو په جريان کې يو کوچنی زياتوالی راغلی. د دې ثبات په نتيجه کې چې د خرڅلاو، عمومي او اداري (SG+A) مصارفو د نسبت د دوامدار لږ

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کمښت سره تړلی ده. دغې تصدی د مالیاتو څخه مخکې او وروسته د خپلې عملیاتي گټې په تفاوت کې یو مجموعي زیاتوالی تجربه کړیده. د شرکت (والګرین شرکت) دا توانیې (په کال کې 14%) چې په خرڅلاو کې یې پیاوړي وده او د خپلې گټې په تفاوت کې یو مجموعي زیاتوالی تجربه کړیده - ډیر تاثیر اچوونکي دی.

### Evaluating Internal Liquidity د شرکت د داخلي سیالیت ارزیابي

د داخلي سیالیت (د قرضونو د ورکړې قابلیت) نسبتونه د تصدی قابلیت او توانیې په گوته کوي، ترڅو راتلونکي لنډمهاله مالي مجبوریتونه رفع او پوره کړای شي. دا نسبتونه لنډمهاله مالي مجبوریتونه لکه دینونه او نقدي قرضونه د سیارې دارایی او یا د نقدو پیسو د جریان (Cash Flow) سره مقایسه کوي. ترڅو دا وښيي، چې ددغو مجبوریتونو د رفع کولو له پاره سیاره دارایی او د نقدو پیسو جریان موجود دی.

### فعلي نسبت Current Ratio

په ښکاره ډول د سیالیت بهترینه پیژندل شوي اندازه فعلی نسبت دی، چې همدغه فعلی نسبت د سیارو داراییو او لنډمهاله دینونو ترمنځ اړیکې تحلیل او امتحانوي. او په لاندې ډول د محاسبې وړ دی:

$$\text{Current Ratio (فعلي نسبت)} = \frac{\text{سیاره دارایی}}{\text{لنډمهاله دینونه}}$$

د والګرین شرکت فعلی نسبتونه په لاندې ډول وو. (ټول نسبتونه د زرگونو ډالرو په حساب محاسبه کېږي).

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

$$\frac{4394}{3012} = 1.46$$

کال: 2001

$$\frac{3550}{2304} = 1.54$$

2000:

$$\frac{3222}{1924} = 1.67$$

1999:

دغو فعلي نسبتونو د تیرو دریو کالو په جریان کې، یو کوچنی کمښت - برابری او د قسمي یا نمونه بې (Typical) فعلي نسبتونو سره ثابت دي. د همیشه له پاره دا مهمه ده، چې دغه ارزشونه د ورته صنعتي تصدیو د ارقامو او د مجموعي مارکیت سره مقایسه شي. که چیرې دا نسبتونه د صنعتي ساحې د نسبتونو سره فرق ولري، نو بیا د همغه څه ټاکل ضروري دي، چې دا فرق تشریح کولای شي. دغه پرتلیزه څیړنه او تحلیل په وروستني برخه کې په نظر کې نیول شويده.

### چټک (تیز) نسبت Quick Ratio

ځیني مشاهده کوونکي په دې عقیده دي، چې کله تاسو د تصدی دسیارو یانې لنډمهاله قرضونو د رفع کولو د توانائی یا قابلیت اندازه مالوموئ، نو باید ټوله سیاره دارائی په نظر کې ونه نیسئ. ځکه چې د موجودی ذخایر او بعضې نورې دارائی، چې په ثابتو دارائیو کې شاملې دي، شاید ډیرې سیالې نه وي (د ډیر سیالیت درلودونکي نه وي). نو د الترناټیف (متبادل) په ډول چټک نسبت ته ترجیح ورکول کېږي. نو چټک نسبت د لنډمهاله قرضونو او یوازې اړونده سیالو دارائیو (Liquid current assets) لکه نقدې پیسې او طلبات - ترمنځ رابطه څیړي. او په لاندې ډول محاسبه کېږي:

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د قرض پانې + طلبات + نقدې پیسې

$$\text{Quick Ratio چټک نسبت} = \frac{\text{د قرض پانې + طلبات + نقدې پیسې}}{\text{لنډمهاله قرضونه}}$$

د والګرین شرکت چټک نسبتونه په لاندې ډول و:

$$\text{کال 2001: } \frac{815}{3012} = 0.27$$

$$2000: \frac{627}{2304} = 0.27$$

$$1999: \frac{628}{1924} = 0.33$$

د والګرین شرکت دغه نسبتونه کوچنی و، خو په متناسب ډول په تیرو دریو کالونو کې ثابت و. تاسو باید دغه نسبتونه په صنعتي ساحه کې د نورو شرکتونو سره او د مجموعي اقتصاد سره پرتله کړئ.

کله چې ممکن وي، تاسو باید د ادارې څخه د نسبتاً ټیټ سیالیت لرونکو نسبتونو د علت په اړه پوښتنه وکړئ.

(د مثال په ډول، کوچني طلبات د پراخه اندازه نقدي خرڅلاو له وجې څخه).

### نقدي نسبت (د نقدو پیسو نسبت) Cash Ratio

تر ټولو نه زیات محافظه کار سیالیت لرونکی نسبت – نقدي نسبت Cash Ratio ده، چې نقدي نسبت د تصدی د نقدو پیسو او لنډمهاله د قرض پانې ارتباط د لنډمهاله قرضونو سره څرګندوي. په لاندې ډول محاسبه کېږي:

د قرض پانې + نقدې

$$\text{Cash Ratio نقدي نسبت} = \frac{\text{د قرض پانې + نقدې}}{\text{لنډمهاله قرضونه}}$$



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د والګرین شرکت نقدی نسبتونه په لاندې ډول دي:

$$2001: \frac{17}{3012} = 0.01$$

$$2000: \frac{142}{2304} = 0.01$$

$$1999: \frac{142}{1924} = 0.07$$

ددغو دريو کالونو په جريان کې دغه نسبتونه خورا ټيټ و او همدغه ټيټ نسبتونه د انديبنې علت وي.

بدون د هغو نقدی نسبتونو څخه، چې هغه نمونه ئي دي، د تيز وده کوونکي پرچون فروشانو له پاره چې لوی ذخیرې يې د تهیه کوونکو (Suppliers) د قرضونو پواسطه تمویل شوي وي. علاوه لدې څخه تصدی د کریدیت پیاوړي کړنې لري، چې په مختلفو بانکونو کې د مخکیني لنډمهالې خبرتیا (short-notice) په اساس تر لاسه کولای شي. د یوه پانګه اچونکي په صفت تاسو باید د شرکت د ټيټ نسبت باندې قضاوت کول تائید او تثبیت کړئ، چې یوه تصدی څنگه کولای شي د هغه په لاسته راوړلو کې کامیابه شي.

## د طلباتو واپس کیدنه Receivables Turnover

د لنډمهاله قرضونو سره په ارتباط کې د مجموعي سیالې دارائی په امتحانولو او څیړلو برسیره دا هم ګټوره ده، چې د طلباتو د سیالیت کیفیت وڅیړل شي. یوه طریقه چې دا کار ترسره کړو، هغه داده ترڅو محاسبه کړو، چې د یوې تصدی طلبات څو ځله واپس کېږي، چې هغه د طلباتو د ټولولو متوسط وخت یا دوران را په ګوته کوي.

خومره ژر چې دغه طلبات تادیه کېږي، هغومره ژر تصدی پیسې تر لاسه کوي، چې د هغو پواسطه لنډمهاله قرضونه اداء کولای شي. د طلباتو واپس کیدنه په لاندې ډول محاسبه کېږي:

$$\text{Receivables Turnover} = \frac{\text{خالص کلنی خرڅلاو}}{\text{متوسط طلبات}}$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په قسمي يا نمونه يي ډول څيړونکي د متوسط طلباتو ارقام د کال د شروع کيدونکي طلبات جمع د کال اخري يانې وروستنی طلبات ارزش، تقسيم پر دوو څخه مشتق کوي يا په لاس راوړي.

د والګرين شرکت د طلباتو د واپس کيدو نسبتونه په لاندې ډول دي:

$$2001: \frac{24623}{(798 + 615)/2} = 34.9 \text{ ځله}$$

$$2000: \frac{21207}{(615 + 487)/2} = 38.5 \text{ ځله}$$

د 1999 کاله له پاره د طلباتو د واپس کيدنې ارزش محاسبه کول امکان پذير نه دي، ځکه په هغه جدول کې چې دلته استعمال شويده د 1999 کال د شروع کيدونکو طلباتو ارقام شامل نه دي يانې د 1998 کال اخيرني طلباتو ارقام موجود نه دي. د کلنيو طلباتو د واپس کيدنې ارقامو په ورکولو سره د طلباتو د راټولولو متوسط وخت په لاندې ډول دی.

$$\text{د طلباتو د راټولولو متوسط وخت} = \frac{365}{\text{د طلباتو د واپس کيدنې اوسط}}$$

$$2001: \frac{365}{34.9} = 10.5 \text{ ورځې}$$

$$2000: \frac{365}{38.5} = 9.4 \text{ ورځې}$$

پورتنی نتایج څرګندوي، چې د والګرين شرکت فعلاً خپل طلبات په متوسط ډول تقريباً په لسو ورځو کې راټولوي. او دغه د طلباتو راټولولو موده په تيرو پنځو کالونو کې په کمه اندازه زياته شويده.

ددې له پاره چې دا مالومه کړو، چې ايا د طلباتو د راټولولو ارقام بڼه دي او که بد، نو دا ضروري ده، چې دغه ارقام د تصدی د کريډيټ په پالیسي Credit Policy پوري تړلي دي. او همدارنګه په صنعتي ساحه کې د نورو تصديو د طلباتو د راټولولو په پرتله او مقایسه پوري مربوط دي. د يادولو وړ نقطه داده، چې د طلباتو د راټولولو د وخت ارزش

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

په ډراماتیک (حیرانوونکي) ډول د مختلفو تصدیو له پاره توپیر لري. (د مثال په توګه د لسو څخه تر شپیتو ورځو پوري) او دا هم اصلاً د تولید او صنعتي ساحې له وجې ده. دا ډول تحلیل د نورو درملتونونو د سلسلې (ځنځیر) Drugstore Chain د طلباتو د راټولولو عین شان چټک وخت را په ګوته کوي، ځکه چې د خرڅلاو د زیاتره برخو له پاره د نقدو پیسو کاروبار ده. له دې وجې چې د درملو 90% خرڅلاو درېیم ګرو ته صورت نیسي، نو د درملتونونو له پاره یو نوی بدلون هم پېښ شویده، ځکه چې درېیم ګرو ته خرڅلاو په نوبت سره د طلباتو د جوړیدو سبب ګرځي.

د طلباتو د واپس کیدو نسبت یو له هغو نسبتونو څخه دی، چې تاسو نه غواړئ د نورم یا ټاکل شوي اندازې څخه زیات انحراف وکړئ. د مثال په ډول په یوه داسې صنعتي ساحه کې چرته، چې د طلباتو د راټولولو نورماله موده 40 ورځې وي، نو د طلباتو د راټولولو 80 ورځینې موده به په ځنډ سره یا په قرار سره تادیه کوونکي مشتریان slow-pay- customers را په ګوته کوي. چې دا په خپل وار سره په طلباتو کې د سرمایې مصروفیدل یا پاتې کیدل زیاتوي او همدارنګه د بدپورۍ (Bad Debt) امکان زیاتوي. نو لدې وجې تاسو ته ښائي، چې د تصدی د طلباتو د راټولولو وخت مو د نورمال حالت څخه څه نه څه ټیټ ټاکلی وي. (مثلاً 40 ورځو په عوض 35 ورځې). د بلې خوا د نور مال حالت څخه په زیاته اندازه ټیټوالی لکه 20 ورځې ښائي ستاسو د رقابت په ارتباط په سخت قرضې Stringent Credit باندې دلالت کوي، چې دا کار ښايي د خرڅلاو په ضرر او زیان کې واقع شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د ذخایرو واپس کیدنه Inventory Turnover

(ذخایر یا د موجودی امتعه = Inventory)

یوه بله سیاره دارایی چې د سیالیت له مخې باید وخیږل شي، د ذخایرو یا خام موادو څخه عبارت ده. چې د تصدی د ذخایرو په واپس کیدنې او د پروسس کولو په ورکړل شوي وخت باندې بناء ده. د ذخایرو واپس کیدنه کولای شو، چې د خرڅلاو یا د خرڅ شویو اجناسو قیمت (CGS) سره په ارتباط کې محاسبه کړو. د ذخایرو د واپس کیدو غوره نسبت د خرڅ شویو اجناسو د قیمت CGS سره په تناسب کې ده، ځکه چې د خرڅ شویو اجناسو قیمت په هغه ګټه کې چې په خرڅلاو کې ښودل شوي وي، شامله نده. په لاندې ډول محاسبه کېږي:

$$\text{Inventory Turnover} = \frac{\text{CGS د خرڅ شویو اجناسو قیمت}}{\text{د ذخایرو اوسط}}$$

د والګرین شرکت د ذخایرو د واپس کیدو نسبتونه په لاندې ډول دي:

$$\text{2001 ځله: } \frac{18049}{(3482 + 2831) / 2} = 5.7$$

$$\text{2000 ځله: } \frac{15466}{(2831 + 2463) / 2} = 5.8$$

د ذخایرو د واپس کیدنې ارزښت په ورکولو سره تاسو کولای شئ، چې د ذخایرو د پروسس کولو متوسط وخت په لاندې ډول محاسبه کړئ:

$$\text{د طلباتو د راټولو متوسط وخت} = \frac{365}{\text{د ذخایرو د واپس کیدو اوسط}}$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

$$\text{ورځې } = \frac{365}{5.7} = 64 \quad 2001:$$

$$\text{ورځې } = \frac{365}{5.8} = 63 \quad 2000:$$

که څه هم د واپس کیدو رقم یا مجموعه ډیره ټیټه ښکاري، خو بیا هم دا چې د ذخیرو د پروسس کولو وخت ډیر ثابت ده، دا مسئله ډیره تشویقوونکې ده. او د اوږدمهاله دورې سره په مقایسه کې یې په کم ډول سره کمښت کړیدی. بیا هم دا ضروري ده چې د صنعتي ساحې د نورم او یا هم د تصدی د لمړني رقابت سره په ارتباط کې دغه ارقام تحلیل او وڅیړل شي.

دې ته باید توجه وکړو، چې دغه ارقام به د هغو تولیداتو پواسطه، چې د یوه سلسله مغازو پواسطه وړل کېږي، اغېزمن کېږي.

د مثال په ډول، که چیرې د درملتونونو یوه سلسله Drugstore Chain د مفادو لوړ تفاوت لرونکي High-profit-margin شیان لکه د سینګار شیان او الکولي مشروبات وراضافه کړي، نو دغه تولیدات ښایي د واپس کیدو ټیټ نسبت ولري. د طلباتو برعکس تاسو ښایي د ذخیرو د واپس کیدو ټیټ رقم او د پروسس کولو اوږد وخت ونه غواړئ، ځکه دا خبره دا څرګندوي چې سرمایه په موجوده ذخیرو کې بنده پاتې ده او د موجوده ذخیرو د په ټیټه ودریدلو ښانې ورکولای شي. (په خاص ډول د تکنالوژۍ د سکتور د تصدیو له پاره) په الترناتیف ډول سره د ذخیرو غیر نورمال لوړه واپس کیدنه او د پروسس کولو ډیر لنډ وخت د رقابت کوونکو سره ارتباط کې شاید د ناکافي ذخیرو مانا ولري او همدارنګه په ټیټه ودریدنه outage د فرمایشونو د واپس کیدو او په ځنډ سره مشتریانو ته د رسیدو کې سبب ګرځي چې دا په تدریجي ډول په خرڅلاو باندې ناوړه اغېزې شیندلی شي.

### په نقدو پیسو د تبدیلیدو دوران Cash Conversion Cycle

د داخلي سیالیت د اندازه کولو یوه ګټوره لاره په نقدو پیسو باندې د تبدیلیدو دوران دی. چې هغه د طلباتو، ذخیرو او دینونو د واپس کیدو څخه مالومات سره وصل کوي. د توجه وړ نقطه داده، چې نقدي پیسې د مالوم تعداد ورځو له پاره په دارایی کې بندې پاتې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

کېږي. په خاص ډول نقدې پیسې د طلباتو راټولولو تر وخت پورې، په طلباتو پورې مقیدې (تړلي) وي. او همدرانگه د ذخایرو د پروسس کولو تر وخت پورې په ذخایرو کې هم پاتې کېږي.

په عین وخت کې تصدی د خپلې سرمایې د بند پاتې کیدو له پاره د خپلو تهیه کوونکو څخه عوض تر لاسه کوي. دا تهیه کوونکي د تصدی د قرضونو په وړلو سره تصدی ته سود، د قرض په مقابل کې تهیه کوي (interest).

په خاص ډول د دینونو د تادیه کولو وخت مساوي ده په 365 ورځې تقسیم پر د دینونو د واپس کیدو نسبت. په خپل وار سره د دینونو د واپس کیدو نسبت مساوي دی په :

د خرڅ شویو اجناسو قیمت (CGS)

$$\text{د دینونو د واپس کیدو نسبت} = \frac{\text{د تجارت د دینونو اوسط}}{\text{د دینونو د تادیه کیدو نسبت}}$$

$$2001: \frac{18049}{(1547+1564)/2} = 12.4 \text{ ځله}$$

$$2000: \frac{15466}{(1364+1130)/2} = 12.4 \text{ ځله}$$

365

$$\text{د دینونو د تادیه وخت} = \frac{\text{د دینونو واپس کیدنه}}{\text{د دینونو د تادیه وخت}}$$

$$2001: \frac{365}{12.4} = 29 \text{ ورځې}$$

$$2000: \frac{365}{12.4} = 29 \text{ ورځې}$$

نولدي وجې د والگړین شرکت په نقدو پیسو د تبدیلیدو دوران عبارت دی له :

کال	د طلباتو ورځې	+	د پروسس کولو ورځې	-	د دینونو د تادیه وخت	=	په نقدو پیسو د تبدیلیدو دوران
2001	10	+	64	-	29	=	45 ورځې
2000	13	+	63	-	29	=	47 ورځې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د والگرین شرکت د طلباتو د راټولولو په ورځو کې یو کوچنی کمښت تجربه کړیده، خو د ذخایرو د پروسس کولو د ورځو په تناسب ډیر ثابت ده. او دغه شرکت خپل بیلونه Bills په همدغه سرعت سره تادیه کوي. په مجموعي ډول نتیجه یې په نقدو پیسو د تبدیلیدو په دوران کې د کمښت څخه عبارت ده. خو په پیسو د تبدیلیدو دوران په مجموعي ډول بالکل ښه څرگندېږي. (تقریباً 46 ورځې). چې تاسو باید همیشه د تصدی اوږد مهاله میلان د نورو درملتونونو د سلسلې سره پرتله کړئ.

د والگرین شرکت د ثابتو داراییو د واپس کیدني نسبتونه په لاندې ډول وو:

$$2001 = \frac{24,623}{(4,345 + 3,428)} \times 100 = 3.3$$

$$2000 = \frac{21207}{(3,428 + 25940)} \times 100 = 0$$

دغه د ثابتې دارایی د واپس کیدني نسبتونه، چې په تیرو پنځو کالونو کې د والگرین شرکت له پاره د کمښت ښودنه، باید په صنعتي ساحه کې د نورو تصدیو سره مقایسه شي. او د اجاره شوي دارایی اغیزه باید په نظر کې ونیول شي.

هر وخت باید په یاد ولرئ، چې په غیر نورمال ډول د دارایی تیتیه واپس کیدنه په زیاتو ثابتو داراییو کې د سرمایې په بندیدو (پاتې کیدو) باندې دلالت کوي. پداسې حال کې چې په غیر نورمال ډول د ثابتې دارایی د واپس کیدني لوړ نسبت د خرڅلاو د تقاضا د پوره کولو له پاره د تولیدي سرمایې په کموالي باندې دلالت کوي. او یا دا هم د زرو او په مکمل ډول استهلاک شویو او مخ پر زوال تجهیزاتو په استعمال باندې دلالت کوي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> چې د ډیویونټ د سیستم په تحلیل کې به په مفصل ډول وڅیړل شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د سرمایې د واپس کیدنې نسبت Equity Turnover

د دارایی د مشخصو نسبتونو څخه علاوه دا هم ګټوره ده، چې د سرمایې د متبادلو (Alternative) اجزاوو واپس کیدنې نسبتونه وڅیړل شي. لدغو نسبتونو څخه یو مهم نسبت د سرمایې د واپس کیدو نسبت دی، چې په لاندې ډول محاسبه کېږي:

خالص خرڅلاو

$$\text{د سرمایې واپس کیدنه} = \frac{\text{خالص خرڅلاو}}{\text{د سرمایې اوسط}}$$

په سرمایه کې خاص او عام اسهام، پرداخت شوي سرمایه او نه ویشل شوي مفاد (Total retained earnings) شامل دي. د سرمایې د واپس کیدنې نسبت او د دارایی د واپس کیدنې نسبت توپیر دادی، چې د سرمایې د واپس کیدنې په نسبت کې لنډمهاله دیونونه او اوږدمهاله قرضونه نه دي شامل، نو لدې وجې کله چې دا سلسله مطالعه کوو، نو دا مهمه ده چې د تصدی د سرمایې جوړښت نسبتونه په نظر کې ونیسو، ځکه چې تصدی د قرض سرمایې (Debt Capital) د تناسب په لوړولو سره کولای شي، چې د تصدی د سرمایې د واپس کیدنې نسبت لوړ کاندې.

یانې د قرض / سرمایې د لوړ نسبت په لرلو سره د سرمایې د واپس کیدنې نسبت لوړولای شي.

د والګرین شرکت د سرمایې د واپس کیدنې نسبتونه په لاندې ډول وو.

$$2001 = \frac{24,623}{(5,207 + 4,234) / 2} = 5.2 \text{ ځله}$$

$$2000 = \frac{21,207}{(4,234 + 3,484) / 2} = 5.5 \text{ ځله}$$

د والګرین شرکت په تیرو څو کالونو کې ددې نسبت کوچنی کمښت تجربه کېدی.



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د دوامدارې ودې په وروستنی تحلیل کې موږ هغه متحولین مطالعه کوو، چې د سرمایې د واپس کیدنې په نسبت باندې اغېزه کوي، ترڅو د تغیراتو په سبب باندې پوه شو.

د سرمایې او دارایی څخه د خرڅلاو د پیدا کولو یا لاسته راوړلو توانایی په اساس د تصدی د عملیاتي مثریت د ثبت د تحلیل څخه وروسته زموږ ارقام د خرڅلاو او سرمایې سره په تړاو کې د مفیدیت څیړل او مطالعه کول دي.

د عملیاتي مفیدیت نسبتونه Operating Profitability Ratios

د دې کتگورۍ نسبتونه د مفیدیت دوه جلا اړخونه را په گوته کوي.

1. په خرڅلاو باندې د گټې نرخ (مفاد Profit-margin)
2. د په کار اچول شوي سرمایې باندې د فیصدی واپس کیدنه

### ناخالص مفاد Gross Profit Margin

ناخالص مفاد مساوي کېږي = خالص خرڅلاو منفي د خرڅ شویو اجناسو قیمت. نو په دې اساس ناخالص مفادو نسبت په لاندې ډول محاسبه کېږي:

$$\text{ناخالص مفاد} = \frac{\text{ناخالص مفاد}}{\text{خالص خرڅلاو}}$$

د والگرین شرکت د ناخالص مفادو نسبت په لاندې ډول و:

$$2001 = \frac{6,574}{24,623} = 26.7\%$$

$$2000 = \frac{5,741}{21,207} = 27.1\%$$

$$1999 = \frac{4,860}{17,839} = 27.2\%$$

دغه نسبت د تصدی د مصارفو اساسي جوړښت رابښيي. په وخت سره د صنعتي ساحې د ارقامو سره په مقایسه کې د دې نسبت تحلیل د تصدی اړوند تمام شد مصارف (Cost-

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

price بنسټي. د والګرین شرکت په تیرو څو کالونو کې د ناخالص مفادو په تفاوت کې یو ثبات تجربه کړیدی. د هر ځل په څیر د صنعتي ساحې او پیاوړو سیالانو سره د دغو تفاوتونو او بدلونونو پرتله کول اړین دي.

د یادونې وړه ده، چې د مفادو د لوړتر یا ټیټ تر تفاوت لرونکو اجناسو په طرف د تصدی د تولید په ترکیب کې بدلون په دغه نسبت باندې اغېزه کولای شي. د درملتونونو په کاروبار کې د ودې د لوړ سرعت له وجې د والګرین شرکت له پاره دغه بدلون په کم ډول سره منفي دی، ځکه چې والګرین د نورو تولیداتو د خرڅلاو په نسبت د ناخالص مفادو ټیټ تفاوت لري.

### د عملیاتي مفادو نسبت Operating Profit Margin

عملیاتي مفاد عبارت دي له: ناخالص مفاد منفي د خرڅلاو، عمومي او اداري (SG+A) مصارف. د عملیاتي مفادو نسبت په لاندې ډول محاسبه کېږي:

$$\text{د عملیاتي مفادو نسبت} = \frac{\text{عملیاتي مفاد}}{\text{خالص خرڅلاو}}$$

د والګرین شرکت له پاره د عملیاتي مفادو نسبه

په لاندې ډول وو:

$$2001 = \frac{1,398}{24,623} = 5.7\%$$

$$2000 = \frac{1,224}{21,207} = 5.8\%$$

$$1999 = \frac{1,015}{17,839} = 5.7\%$$

د عملیاتي مفادو د نسبت تغیرموندنه (Variability) د تصدی د کاروبار له پاره د لومړني خطر بنودونکي ده. کله چې مخکې مشاهده شول، په تیرو څو کالونو کې د والګرین شرکت په دغه نسبت کې یو ثابت زیاتوالی تجربه کړیدی.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

خرنګه چې د ناخالصو مفادو په نسبت کې یو کوچنی کمښت موجود وي، نو دا د تصدی د خرڅلاو، عمومي او اداري مصارفو توانايي ده، چې دغې تصدی د خرڅلاو یوه پیاوړې وده (Growth) تجربه کړېده، چې په لوړ عملیاتي مفادو باندې منتج شویده. دوه نورې اضافي کمیدنې (کسرونه) (Deductions) هم موجود دي، چې د عملیاتي مفادو څخه کمېږي. (چې د سود نرخ او مالیاتو څخه مخکې مفادو یا (EBIT) په نوم هم یادېږي).

1. د ربحي یا سود مصارف او 2. د بهرنۍ تبادلې خالص ضرر یا تاوان. چې دا د عاید د مالیاتو څخه مخکې عملیاتي عایداتو ښودنه کوي. په ځینو مثالونو کې پانګه اچوونکي، چې د عملیاتي عاید استهلاک، مصارفو ته واپس ور اضافه کوي. او د مفادو تفاوت یا نسبت داسې محاسبه کوي، چې د سود، مالیاتو، استهلاک څخه مخکې مفادو (EBITDA) څخه تشکیل شوي وي. دغه د عملیاتي مفادو د نسبت متبادل ټول د کنترول وړ مصارف منعکسوي او د مالیې د اداء کولو څخه مخکې (Pre-tax) د نقدو پیسو د جریان نماینده یا وکیل په ډول کار کوي.

### د خالصو مفادو نسبت Net Profit Margin

دغه نسبت د خالصو عوایدو او خرڅلاو ترمنځ ارتباط ښيي. د والګرین شرکت له پاره دغه نسبت د مالیاتو څخه وروسته عملیاتي عوایدو سره ورته او یو شان دی. ځکه دغه شرکت کوم مهم عملیاتي اصلاحات نه لري. د ډیرو تصدیو له پاره د خالصو مفادو نسبت په لاندې ډول محاسبه کېږي:

$$\text{د خالصو مفادو نسبت} = \frac{\text{خالص عواید}}{\text{خالص خرڅلاو}}$$

لکه څنګه چې ذکر شول د والګرین شرکت د خالص مفادو نسبت د مالیاتو څخه وروسته عوایدو باندې بناء دي. نو په لاندې ډول سره محاسبه شوی دی:

$$2000 = \frac{886}{24,623} = 3.6\%$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

$$2000 = \frac{777}{21,207} = 3.7\%$$

$$1999 = \frac{624}{17,839} = 3.5\%$$

دغه نسبت باید د جاري عملیاتو څخه لاس ته راغلي خرڅلاو او مفادو په اساس محاسبه شي. ځکه چې زموږ د تحلیل څخه هدف د راتلونکو توقعاتو په باره کې د یوې خبرتیا او باخبرۍ تر لاسه کول دي. لدې وجې ددې نسبت پایلې په جاري عملیاتو پورې مربوط دي. بدون له دې چې په هغه مفادو یا ضرر پورې مربوط واوسي، چې هغه د غیر متمادي (Discontinuing) عملیاتو مفاد په نظر کې نیسي. یا په هغه گټه او ضرر پورې، چې ددغو عملیاتو د خرڅلاو څخه وي یا کوم بل نه تکراریدونکی عاید یا مصرف پورې مربوط واوسي. د والگرین شرکت د مفادو د لومړنیو نسبتونو په ثابتوالي سره دغه نسبت هم یو کوچنی لنډمهاله زیادت را په گوته کوي.

### د عام اندازه گټې او ضرر بیلانس Common-Size Income statement

علاوه پر دغو نسبتونو د عملیاتي مفیدیت د تحلیل او څیړلو له پاره یو بل تخنیک د عام اندازه گټې او ضرر بیلانس (CSIS) دی. چې هغه ټول د عوایدو او مصارفو ارقام (مواد) د فیصدی په ډول درج کوي. د څو کالونو له پاره (کم تر کمه د پنځو کالونو له پاره) ددغه صورت حساب څیړنه او تحلیل د مصارفو د ارقامو او د مفادو د نسبت د تمایل په باره کې ښه مالومات او اطلاعات تهیه کولای شي. په تیرو درسونو کې موږ د والگرین شرکت په عامه اندازه گټې او ضرر بیلانس باندې بحث وکړ. په خرڅلاو پورې د اړوندو مفادو د تحلیل څخه علاوه، د تصدی د ادارې د کامیابی او بریالیتوب اخري اندازه هغه مفاد یا گټه ده چې تصدی ته د وقف شوي دارایی او سرمایې څخه لاس ته راغلي وي. مختلف ډوله نسبتونه زموږ سره ددې ډول مهمې اړیکې په ارزیابي کولو کې مرسته کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د مجموعي سرمايي حاصل Return on Total Capital

د مجموعي سرمايي د حاصل نسبت د تصدی د مفادو او په تصدی کې د ټولې په کار اچول شوي سرمايي ( لکه قرض، خاص اسهام او عام اسهام ) ترمنځ ارتباط بنیې. نو لدې وجې د مفادو ارقام چې استعمالیږي، هغه د جاري عملیاتو څخه د لاس ته راغلي مفادو ( البته د ویشل شوي مفادو ( Dividends ) څخه مخکې ) جمع یې په قرض باندې ورکړل شوي سود څخه عبارت دی.

د سود ناخالص مصارف + خالص عاید

$$\text{د مجموعي سرمايي حاصل} = \frac{\text{د سود ناخالص مصارف + خالص عاید}}{\text{د مجموعي سرمايي اوسط}}$$

د والګرین شرکت د لنډمهاله او اوږدمهاله قرضونو باندې د سود د مصارفو په ورکړې باندې متحمل شوي ( د قرض سود یې تادیه کړي. د سود د ناخالص مصارفو ارزش، چې پدې نسبت کې استعمال شوی دی، د گټې او ضرر په بیلانس کې د سود د خالص مصارفو سره فرق لري. چې د سود خالص مصارف عبارت دي له: د سود ناخالص مصارف منفي د سود څخه لاس ته راغلي عواید.

د والګرین شرکت د مجموعي سرمايي حاصل په لاندې ډول محاسبه شویده.

$$2001 = \frac{886 + 3}{(8,834 + 7,104) / 2} = 11.2\%$$

$$2000 = \frac{777 + 0.4}{(7,104 + 5,907) / 2} = 11.9\%$$

دغه نسبت د تصدی د ټولې په کار اچول شوي سرمايي بنودنه کوي. دغه نسبت باید د صنعتي ساحې د نورو تصدیو د نسبتونو او د مجموعي اقتصاد سره مقایسه شي. که چیرې د سرمايي د حاصل نرخ د تصدی د درک شوي خطر سره مساوي نشي ( برابر نه وي )، نو یو څوک بنایي د تصدی د جسم د موجودیت د دوام په اړه پوښتنه را پورته کړي. ځکه هغه سرمایه، چې پدې تصدی کې مشغوله ده یا په کار اچول شویده، شاید د اقتصاد په بله برخه کې په ډیر مولد یا گټور ډول په کار و اچول شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د والگرین شرکت له پاره د دغه نسبت پایلې ثابتې دي او په اړخو خو کالونو کې د کوچنی زیاتوالي بنودنه کوي. د پانگې هر قسمت چې د قرض د پانېو څخه مشتق شوی ده، د مالکانو د سرمایې سره مقایسه شوی. دوهم هغه نسبتونه دي، چې ممکن حاصلات د ربحې د نه تادیه کولو د جریمې د تادیې او ورکړې سره مقایسه کوي او درېیم ډول هغه نسبتونه دي، چې د نقدو پیسو جریانات د مالي جریمو یا د نقدو پیسو جریانات د صادر شویو قرضونو د اسمي ارزش سره مقایسه کوي.

### د بیلاس شیت د قرض د نسبتونو قسمت یا تناسب

#### Proportion of Debt (Balance sheet) Ratios

د قرض نسبتونو تناسب دانبيی، چې د تصدی د سرمایې د نورو سرچینو (لکه خاص اسهام، عام اسهام او پاتې شویو مفادو یانې نه ویشل شوي مفادو) په مقایسه د هغې څومره برخه یا قسمت د قرض څخه اخیستل شوي ده. د قرض د سرمایې لوی تناسب د مالکانو د سرمایې په نسبت - د عایدو د متغیروالي (Volatility) سبب گرځي. دا هم د ثابتو مالي مصارفو د لوړوالي له وجې ده، او ددې احتمال زیاتېږي، چې تصدی به د سود د ضروري تادیاتو په تر سره کولو ونه توانېږي او د قرض په تادیه کولو کې به پاتې راشي. نو په نتیجه کې ویلای شو، چې د قرض لوړ نسبتونه د لوړ مالي خطر څرگندوونکي دي. موږ په لاندې برخه کې د قرض د نسبتونو هغه لوی تناسب توضیح کوو، چې د دغه خطر د اندازه کولو له پاره استعمالېږي.

د قرض سرمایې نسبت Debt-Equity Ratio

د قرض سرمایې نسبت په لاندې ډول محاسبه کېږي:

ټول اوږدمهاله قرضونه

د قرض سرمایې نسبت =

مجموعي سرمایه

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د قرض په ارقامو کې ټول اوږدمهاله ثابت قرضونه، د اجارې قرضونه او د ټیټې درجې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد شامل دي. د مالکانو سرمایه په قسمي ډول (Typically) د پانګې د مخ ارزش یا اسمي ارزش (book value) څخه عبادت ده او په هغه کې خاص اسهام، عام اسهام او نه ویشل شوي مفاد شامل دي. ځیني شنوونکي (Analysts) غوره ګڼي، چې خاص اسهام وړ څخه خارج کړي او یوازې عام اسهام په نظر کې ونیسي. مجموعي مالکانو سرمایه په هغه وخت کې د ترجیح وړ ده، چې کله تاسو یو صنعت (Industry) د څیړنې او تحلیل لاندې ونیسي او په هغه کې ځیني تصدیګانې چې د تحلیل لاندې نیول شوي وي، خاص اسهام ولري.

د یادولو وړ ده، چې د قرض نسبتونه د ځنډول شویو مالیاتو سره او له هغوی څخه پرته سنجش کیدلای شي. په زیاتره بیلابیلو شیتونو کې د تجمعي ځنډول شویو مالیاتو ارقام شامل وي، چې د اوږدمهاله قرض او نورو قرضونو څخه لاندې لیکل کېږي.

دا چې دغه ځنډول شوي مالیات د یوه قرض په ډول او یا که د دايمي سرمایې په حیث په نظر کې ونیول شي؟ په دې اړه اختلاف موجود دی. ځیني داسې استدلال کوي، چې که چیرې دغه ځنډول شوي مالیات د تسریع شوي او مستقیم فرسایش (Straight line depreciation) تر منځ د تفاوت له وجې رامنځته شوي وي، نو دغه قرض شاید هیڅکله هم تادیه نشي. په دې مانا څومره چې تصدې وده کوي او نوي دارايي ګانې ور اضافه کوي، نو په هماغه اندازه دغه مجموعي ځنډول شوي مالیات زیاتوالی کوي او هیڅکله هم نه تادیه کېږي.

له بله طرفه که چیرې ځنډول شوي مالیات د اوږدمهاله قراردادونو لکه (دولتي قراردادونو) څخه د عاید په پیژندلو کې د تفاوتونو په وجه رامنځته شوي وي، نو په دې صورت کې برعکس دغه قرض باید بلاخره تادیه شي. ددې له پاره چې دغې پوښتنې ته حل وموندل شي، نو تاسو باید د ځنډول شویو مالیاتو د حساب علت پیدا کړئ او د هغه اوږدمهاله میلان مطالعه کړئ.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> د زیاتو مالوماتو د ترلاسه کولو په موخه د Gerald I. White, Ashwinpaul C. Sondhi, and Dov Fried, The Analysis and Use of Financial statements, 2d ed. (New York: Wiley, 1997), 1017-1018. وګورئ.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د والګرین شرکت د ځنډول شویو مالیاتو حساب د فرسایش د تفاوت له وجې ده او د وخت په تیریدو سره یې زیاتوالی کړی ده.

دوهم عامل، چې د قرض نسبتونو د سنجش کولو په وخت کې باید په نظر کې ونیول شي، د عملیاتي اجارو ( Operating leases ) د موجودیت څخه عبارت دی. چې مخکې یې یادونه وشوه.

د والګرین په شان د یوې تصدی چې پراخه اجاره شوي اسانتیاوې لري، په نظر کې نیولو سره دا ضروري ده، چې د اوږدمهاله قرض په صفت د اجارې د تادیاتو ( Lease payment ) فعلی ارزش تخمین کړای شي. ددې له پاره چې د والګرین شرکت په مالي خطر باندې ددغو دوو فکتورونو اغېزه وښیو، نو موږ به ډیر محافظه کار وو او دا نسبتونه به داسې تعریف کړو، چې دغه دواړه فکتورونه پکې شامل کړو. خو دغه دواړه فکتورونه به ( broken out ) وي، نو ځکه تاسو کولای شئ، د مجموعي قرض د یوه جزء تاثیر تشخیص کړای شئ.

نو د قرض سرمایې نسبت لاندې شکل غوره کوي:

مجموعی اوږدمهاله قرضونه

د قرض سرمایې نسبت =  $\frac{\text{مجموعی اوږدمهاله قرضونه}}{\text{مجموعی سرمایه}}$

غیر جاري قرضونه + ځنډول شوي مالیات + د اجارې قرض فعلی ارزش

مجموعی سرمایه



## د ودې د پوتنسیال تحلیل Analysis of Growth Potential

### د ودې د پوتنسیال اهمیت The Importance of Growth Potential

د دوامداره ودې پوتنسیال تحلیل هغه نسبتونه تر مطالعې لاندې نیسي، چې هغه دا څرګندوي، چې یوه تصدې باید څومره په تیزی سره وده وکړي. د یوې تصدې د ودې د پوتنسیال تحلیل د قرض ورکونکو او مالکانو دواړو له پاره اهمیت لري. مالکان پوهیږي، چې د تصدې اهمیت د هغې په عایداتو کې د راتلونکي ودې، نقدي جریان (Cash Flows) او د مفادو توزیع (Dividends) پورې تړاو لري.

په راتلونکي څپرکي کې موږ د ارزش ټاکنې په مختلفو موډلونو باندې بحث کوو، چې هغه د تصدې ارزش ټاکنې. البته دغه ارزش ټاکنه (Valuation) د اسهامو له پاره د عاید د ضروري نرخ او د تصدې د متبادلو نقدي جریانونو د متوقعه ودې په اساس صورت نیسي.

قرض ورکونکي هم د تصدې د ودې پوتنسیال سره دلچسپي لري، ځکه د تصدې راتلونکي بریالیتوب د تصدې د قرضونو د توانی د عمده ټاکونکو عواملو څخه دی او د تصدې د هغې په راتلونکي بریالیتوب باندې هم تاثیر اچوي.

ځیني مالي نسبتونه، چې د قرض په تحلیل کې ور څخه استفاده کېږي، د یوې تصدې د مالي قرضونو سره په تړاو کې د هغې تصدې د دارايي ګانو د اسمي ارزش د اندازه کولو له پاره استعمالیږي. په دغو نسبتونو کې داسې فرض کېږي، چې تصدې کولای شي دغه دارايي ګانې خرڅې کړي، ترڅو د تصدې د افلاس یا ناکامیدو (Default) په صورت کې خپل قرض تادیه کړي.

د تصدې د جبري انحلال (Forced liquidation) په صورت کې د دارايي ګانو خرڅول به یوازې په قسمي توګه د ډالر د 10% او یا 15% پوري حاصل په لاس راوړي. فعلاً دا په پراخه اندازه پیژندل شوي ده، چې د یوې جاري تصدې په حیث خپل قرضونه تادیه کړي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

او د دغې تصدی د ودې پوتنسیال د یوې جاري تصدی (ongoing Enterprise) په صفت د هغې راتلونکې موقف څرګندوي. دغه تحلیل په هغه وخت کې هم ګټور دی، که چیرې تاسو د قرض د اسنادو په درجه بندی کې تغیراتو سره دلچسپي ولری.

### Determinants of Growth د ودې ټاکونکي عوامل

د یوه شرکت یا تصدی وده د هرې اقتصادي هستۍ (economic entity) په شان د مجموعي اقتصاد په شمول په لاندې عواملو پوري اړه لري:

1. د هغو سرچینو اندازه، چې په تصدی کې پاتې شوي (retained) او بیا سرمایګذاري شوي وي.

2. د هغو عوایدو نرخ چې د پاتې شویو او بیا سرمایګذاري شویو سرچینو څخه لاس ته راغلي وي.

خومره چې د هغو عوایدو تناسب زیات وي، چې یوه تصدی یې بیا سرمایګذاري کوي، په هماغه اندازه د ودې له پاره د هغې تصدی پوتنسیال زیات وي. له بله طرفه د بیا سرمایګذاري د یوه ټاکلي اندازې له پاره به یوه تصدی په چټکۍ سره وده وکړي، که چیرې دغه تصدی د بیا سرمایګذاري شویو سرچینو څخه د عاید لوړ نرخ لاس ته راوړي. نو په دې وجه د سرمایې د عوایدو وده د دوه متحولینو تابع ده:

1. د هغو خالصو عوایدو فیصدي، چې په شرکت کې پاتې شوي او بیا سرمایګذاري شوي وي (د تصدی د عوایدو د پاتې کیدو نرخ)

2. او د هغو عوایدو نرخ، چې د تصدی د مالکانو د سرمایې څخه لاس ته راغلي وي

(د تصدی ROE) ځکه کله چې عواید په تصدی کې پاتې شي، نو هغوی د تصدی

د سرمایې یوه برخه جوړېږي (پاتې شوي مفاد).

دا په لاندې ډول خلاصه کولای شو:

د پاتې شوي مفادو فیصدي  $x$  د سرمایې حاصل یا  $g = RR \times ROE$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

په دې فرمول کې  $g$  د پوتنسیال ( دوامداره ) ودې نرخ،  $RR$  د مفادو د پاتې کیدو نرخ ( Retention rate ) او  $ROE$  د تصدی د سرمایې د حاصل څخه عبارت دي.

د عوایدو د پاتې کیدو نرخ ( Retention rate ) د مدیره هئیت د تصمیم څخه عبارت ده، چې د تصدی له پاره د پانگه اچونې د موجوده فرصتونو په اساس نیول کېږي. تیوري داسې وړاندیز کوي، چې تصدی باید عواید پاتې کړي او هغه بیا سرمایگذاري کړي، ځکه چې د پانگې اچونې د عاید متوقعه نرخ د تصدی د سرمایې د مصارفو څخه زیاتوالی کوي.

لکه څنګه چې مخکې بحث وړ باندې وشو، د ډیویډنټ سیستم په استعمالولو سره د تصدی د سرمایې حاصل یا  $ROE$  د دريو اجزاوو تابع ده:

✓ خالص مفاد ( Net Profit Margin )

✓ د مجموعي دارايی بیا لاس ته راتلل ( واپس کیدنه ) ( Total Assets Turnover )

✓ مالي نفوذ عاید - خطر ( Financial Leverage ) ( مجموعي دارايي / سرمایه )

نو په دې ترتیب یوه تصدی کولای شي، د خالصو مفادو د زیاتولو، د ډیر موثر کیدلو ( د مجموعي دارايي د بیا لاس ته راتللو د زیاتوالي ) او یا د نفوذ عاید - خطر او مالي خطر د زیاتولو په واسطه خپل د سرمایې حاصل  $ROE$  زیاتولای شي.

لکه څنګه چې پرې مخکې بحث وشو، کله چې د یوې تصدی د سرمایې حاصل  $ROE$  تخمینوی، نو باید هر یو له دغو اجزاوو څخه تحلیل او تخمین کړی.

د والګرین شرکت د دوامداره ودې د پوتنسیال تحلیل د مفادو د پاتې کیدو نرخ سره شروع کېږي او په لاندې ډول محاسبه کېږي:

اعلان شوي مفاد

$$RR = 1 - \frac{\text{د مفادو د پاتې کیدو نرخ}}{\text{له مالیاتو څخه وروسته عملیاتي عاید}}$$

د والګرین شرکت د (  $RR$  ) ارقام په لاندې ډول و:

$$2001 = 1 - \frac{0.14}{0.86} = 0.84$$

$$2000 = 1 - \frac{0.14}{0.76} = 0.82$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

$$1999 = 1 - \frac{0.13}{0.62} = 0.79$$

دغه تاریخي تنایج، چې په راتلونکي صفحې په جدول کې راکړل شوي دي، دا څرګندوي چې د والګرین شرکت د مفادو د پاتې کیدو نرخ په یوه متوسط نرخ د 70% څخه په زیاته فیصدي کې د تیرو 20 کالونو په اوږدو کې ثابت پاتې شوي ده. لاندې جدول هغه دوه عوامل د ځانه سره لري، چې هغه د تیرو شلو کالونو په اوږدو کې د یوې تصدی د ودې پوتنسیال او د ضروري ودې نرخ ټاکي.

د والګرین شرکت د ودې او د ضروري دوامداره ودې د نرخ اجزاوي:

	3	2	1	
د دوامداره ودې نرخ	د سرمایې حاصل ( ROE )	د مفادو د پاتې کیدو نرخ ( RR )	کال	
	13.49	18.73	0.72	1982
	14.68	19.84	0.74	1983
	15.24	20.60	0.74	1984
	13.90	19.58	0.71	1985
	13.05	18.64	0.70	1986
	11.31	16.63	0.68	1987
	12.87	18.12	0.71	1988
	13.68	18.74	0.73	1989
	13.26	18.42	0.72	1990
	12.81	18.04	0.71	1991
	12.71	17.90	0.71	1992
	10.77	16.07	0.67	1993
	12.54	17.91	0.70	1994
	12.34	17.89	0.69	1995
	12.91	18.19	0.71	1996
	13.40	18.35	0.73	1997
	13.44	17.92	0.75	1998
	14.13	17.91	0.79	1999
	15.09	18.35	0.82	2000
	14.29	17.07	0.84	2001

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

یادونه : درېیم ستون مساوي ده په لومړی ستون ضرب دویم ستون په عمومي ډول والگړین شرکت د ( 1990 ) لسيزې په شروع کې د ودې په پوتنسیال کې یو اندک ( کمزوری ) کموالی تجربه کړی دی، خو د 1995 کال څخه را پدېخوا دغه شرکت د خپلې ودې نرخ ته تر 15% پوري زیاتوالی ورکړی دی، خو په 2001 کال کې یې یو کوچنی نزول درلود.

دغه جدول د تصدی د سرمایې حاصل اهمیت ته لاقوت ورکوي. د والگړین شرکت د مفادو د پاتې کیدو نرخ په وروستیو شپږو کالونو کې د یوه زیاتوالي سره د ټولو شلو کالونو په موده کې ثابت و. حتی له دغه ثبات سره بیا هم دغه د تصدی هغه ( REO ) یا د سرمایې حاصل ده، چې اصلاً یې د تصدی د دوامداره ودې نرخ ټاکلی دی. دغه تحلیل دا څرگندوي، چې د دوامداره ودې د اجزاوو د اوږدمهاله راتلونکي وضعیت په نظر کې نیول زیات مهم دي. د یوه پانگه اچونکي په صفت تاسو د سرمایې حاصل په اجزاوو کې د تغیراتو د تخمینولو اړتیا لری. او دغه تخمینونه د سرمایې حاصل د تخمینولو له پاره په کار اچول کېږي. چې هغه بیا په خپل وار سره د ودې په موډل ( Growth Model ) کې د یوې تصدی د مفادو د پاتې کیدو د اوږدمهاله نرخ سره یو ځای استعمالیږي.

موډ به بیا واپس دغو مفاهیمو ( Concepts ) ته مراجعه کوو، کله چې په مختلفو واقعو کې د مارکېټ، متبادلو صنعتونو او انفرادي تصدیو ارزش ټاکنه ( Valuing ) تر سره کوو. دغه سرمایې حاصل مفصل تحلیل د ودې په حال کې شرکتونو له پاره ډیر زیات اهمیت لري. په هغه کې د سرمایې حاصل ( ROE ) په ځانگړي ډول د اقتصاد له پاره متوسط او رقابت له پاره ضعیف وي.

### د عملیاتي کړنو یا اجراتو ارزیابي Evaluating Operating Performance

هغه نسبتونه چې موږ ته رابښيي، چې د تصدی اداره خپل تجارت او اقتصادي فعالیتونه څومره په بڼه ډول پر مخ بیایي، په دوه فرعي کتگوریو ویشل کیدای شي.

1. د عملیاتي موثریت نسبتونه

2. د عملیاتي مفیدیت نسبتونه

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د موثریت نسبتونه دا څیرنه کوي، چې د تصدی اداره خپله دارایی او سرمایه څه ډول استعمالوي. چې د داراییو او سرمایې د مختلفو کتګوریو څخه د لاسته راغلي خرڅلاو د ډالرو په حساب اندازه کېږي. د مفیدیت نسبتونه مفاد د خرڅلاو د فیصدی په ډول او د پکار اچول شوي دارایی او سرمایې د فیصدی په ډول د تحلیل او څیرنې لاندې نیسي.

### I. د عملیاتي کړنو د موثریت نسبتونه Operating Efficiency Ratios:

د مجموعي دارایی واپس کیدنه Total Assets Turnover :

د مجموعي دارائی د واپس کیدنې نسبت د تصدی د مجموعي داراییو د استعمال موثریت را په ګوته کوي. (خالصه دارائی مساوي کېږي په ناخالصه دارايي منفي د ثابتې دارایی فرسایش) د مجموعي دارایی واپس کیدنه په لاندې ډول محاسبه کېږي:

خالص خرڅلاو

د دینونو د تادیې وخت =  $\frac{\text{خالص خرڅلاو}}{\text{د مجموعي خالصو داراییو اوسط}}$

د والګرین شرکت د مجموعي دارائی د واپس کیدنې ارقام په لاندې ډول دي:

$$2001: \frac{24623}{(8834 + 7104) / 2} = 3.09 \text{ ځله}$$

$$2000: \frac{21207}{(7104 + 5907) / 2} = 3.3 \text{ ځله}$$

په صنعتي ساحه کې د نورو تصدیو سره ددې نسبت مقایسه کول ډیر اړین دي. ځکه دا ډول نسبتونه اساساً د صنعتي ساحو په منځ کې فرق کوي. د لویو شدیدو سرمایو درلودونکي تصدیو (لکه د فولادو، موټرو او نورو ثقلیو اجناسو تولیدونکي تصدیو) له پاره د مجموعي دارائی د واپس کیدو نسبتونه د پرچون او یا خدماتي عملیاتو له پاره د یو څخه تر لسو پوري او یا هم تر دې زیاته اندازه برخه لري. دا جاره شویو اساتیاوو

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

استعمال په دغه نسبت اغېزه کولای شي. یو ځل بیا باید یوه اندازه د واپس کیدنې ارزښونه (ارقام) د صنعتي ساحې سره ثابت پاتې شي. دا د یوې تصدی د ادارې کمزوري ده، چې د نورو تصدیو سره په تناسب کې په زیاتیدونکي ډول د دارائی لوړه واپس کیدنه لري. ځکه چې دا د پوتنشل Potential تجارت (خرڅلاو) له پاره د ډیرې کمې دارائی په موجودیت باندې دلالت کوي. او یا هم کیدای شي د زړو او په مکمل ډول د استهلاک شوو دارائیو د استعمال له وجې وي. په یوه تصدی کې د دارائی مربوطه ټیټ واپس کیدنه د تصدی د ادارې (منجمنټ) کمزوري رانېي. ځکه د دارائی ټیټه واپس کیدنه د تصدی د اړتیا په نسبت په دارائی کې په زیاته اندازه سره د سرمایې د بندیدو (پاتې کیدو) ښوونه کوي.

د تصدی د مجموعي دارایی پر تحلیل علاوه دا هم د فهم او درک وړ ده، چې د ځینو مشخصو دارایگانو څخه کار اخیستنه تر تحلیل او څیړنې لاندې ونیسو (لکه طلبات، ذخایر او ثابتې دارایی). دا په ځانګړي ډول په هغه وخت کې اهمیت لري. کله چې تصدی د مجموعي دارایی په واپس کیدنه کې یو لوی (عمده) کمښت یا زیادت تجربه کړی وي. ځکه پدې صورت کې غواړو، چې د بدلون په علت پوه شویانې دا چې د واپس کیدنې کوم جز (طلبات، ذخایر یا ثابتې دارایی) ددې بدلون سره مرسته کړیده. څرنګه چې موږ مخکې د سیالیت د تحلیل په برخه کې د طلباتو او ذخایرو د واپس کیدنې نسبتونه وڅیړل، نو اوس د ثابتې دارایی نسبتونه تر څیړنې لاندې نیسو.

د خالصې ثابتې دارایی واپس کیدنه Net Fixed Assets Turnover  
د خالصې ثابتې دارایی د واپس کیدنې نسبت د ثابتو دارایگانو څخه د تصدی استفاده منعکسوي او په لاندې ډول محاسبه کېږي:

$$\text{د ثابتې دارایی واپس کیدنه} = \frac{\text{خالص څرڅلاو}}{\text{د خالصو ثابتو دارائیو اوسط}}$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د مالک د سرمایې حاصل Return on Owner's Equity

د مالک د سرمایې د حاصل نسبت د تصدی د مالک (د عام سهم لرونکي Common stockholder له پاره د بې نهایت اهمیت لرونکی دی. ځکه دا نسبت د حاصل د هغه نرخ نبوده کوي، کوم چې د تصدی ادارې د مالک لخوا د تهیه شوي سرمایې څخه لاسته راوړي. البته وروسته له هغه چې د سرمایې نورو تهیه کوونکو Capital suppliers ته د تادیاتو محاسبه شوي وي. که چیرې ټوله سرمایه (د خاص اسهامو په شمول) په نظر کې ونیسو، نو د سرمایې حاصل به په لاندې ډول وي:

$$\text{د مالک د سرمایې حاصل} = \frac{\text{خالص عواید}}{\text{د مجموعي سرمایې اوسط}}$$

که چیرې یو پانګه اچوونکی یوازې د مالک د سرمایې (د عام اسهامو درلودونکو د سرمایې) په اړه اندیبننه ولري، نو بیا د مالک د سرمایې د حاصل نسبت په لاندې ډول دی:

$$\text{د مالک د سرمایې حاصل (ROE)} = \frac{\text{ترجیحي ویشل شوي مفاد - خالص عواید}}{\text{د عمومي سرمایې اوسط}}$$

د والګرین شرکت د مالک د سرمایې حاصل په لاندې ډول دی:

$$2001: \frac{886 - 0}{(5207 + 4234) / 2} = 18.8\%$$

$$2000: \frac{777 - 0}{(4234 + 3484) / 2} = 20.1\%$$

دغه نسبت د مالکانو پواسطه د تهیه شوي سرمایې د حاصل نرخ rate ته انعکاس ورکوي. چې دا نسبت باید د تصدی د جمعي تجارتي خطر سره مطابقت ولري. او همدارنګه د هغو مالي خطرونو Financial Risks سره هم مطابقت ولري، چې د قرض ورکوونکو او د مغازو په اجاره ورکوونکو د لومړنیو ادعاوو له مخې یې د عام اسهامو لرونکي فرض کوي (اټکل کوي).



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د ډوپونټ سیستم DuPont System

د مالک د سرمایې د حاصل د نسبت اهمیت د اجراتو او کړنو د ښودونکي په صفت ددې غوښتنه کوي، چې دا نسبت په داسې مختلفو اجزاوو ویشو، چې د تصدی د مالک د سرمایې د حاصل نسبت ROE د علتونو او په هغه کې د نورو بدلونونو څخه باخبره واوسو. د مالک د سرمایې د حاصل نسبت ROE ویش په جزیي نسبتونو Component Ratios د ډوپونټ د سیستم DuPont System څخه عبارت دی.

د مالک سرمایې د حاصل نسبت کولای شو، چې په دوو داسې نسبتونو باندې ویشو، چې موږ تر اوسه پورې بحث پرې کړي دی. چې یو یې د خالص مفادو نسبت او بل هم د سرمایې د واپس کیدني نسبت دی.

$$\frac{\text{خالص خرڅلاو}}{\text{عمومي سرمایه}} = \frac{\text{خالص عاید}}{\text{خالص خرڅلاو}} * \frac{\text{خالص عاید}}{\text{عمومي سرمایه}}$$

د مالک د سرمایې حاصل

دغه وېش یو عینیت Identity ده ځکه دا نسبت مو په عین وخت کې په خالص خرڅلاو Net Sales کې ضرب او تقسیم کړیدی. او ددې عینیت د حفظ او ساتنې له پاره د عمومي سرمایې اخیښ ارزښ استعمالیږي، نه دا چې د پیل (شروع) او پایي (اخي) ارزښونو اوسط استعمال شي. دا عینیت ددې څرگندونه کوي، چې د مالک د سرمایې حاصل د خالص مفاد ضرب د سرمایې واپس کیدني سره مساوي دی. چې دا مساوي کیدنه ددې ښودنه کوي، چې تصدی د خپلې سرمایې په موثر ډول استعمالولو (د سرمایې د واپس کیدني په زیاتولو سره) کولای شي، چې د سرمایې حاصل اصلاح کړي. او یا هم تصدی کولای شي، چې د سرمایې حاصل د ډیرمفید profitable کولو (د خالص مفادو په لوړولو) سره اصلاح کړي.

لکه څنګه چې مخکې ذکر شول د تصدی د سرمایې جوړښت د سرمایې په واپس کیدنه باندې تاثیر لري. په مشخص ډول سره یوه تصدی د لوړ تناسب قرضي سرمایې debt

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

capital په کاراچولو سره خپل د سرمايي واپس کيدنه زياته کړي. او دغه اغېزه د لاندې اړيکي په نظر کې نيولو سره مشاهده کولای شو.

$$\frac{\text{خالص خرڅلاو}}{\text{سرمايه}} = \frac{\text{خالص خرڅلاو}}{\text{مجموعي دارايي}} * \frac{\text{مجموعي دارايي}}{\text{سرمايه}}$$

د مخکيني ویش په ډول دغه هم يو عينيت دی، ځکه چې مجموعي سرمايه مو د سرمايي واپس کيدنې سره ضرب او تقسيم کړيده. دا معادله څرگندوي، چې د سرمايي د واپس کيدنې نسبت د تصدی د مجموعي دارايي واپس کيدنه (د موثريت يوه اندازه) ضرب د مجموعي دارايي او سرمايي نسبت (د شخصي او غېر شخصي سرمايي ترمنځ مالي اړيکه) سره مساوي ده.

په مشخصه ډول دغه اخري د مجموعي دارايي او سرمايي نسبت د هغې مجموعي دارايي اندازه (قسمت) بنسټ، چې د قرض پواسطه تمويل شويده. ټولې داراييگانې بايد د مالک سرمايي او يا هم په يوه شکل د قرض (لنډمهاله قرضونه يا اوږد مهاله قرض) سره تمويل شي. نو لدې وجې د دارايي او سرمايي نسبت لوړ وي په همغه اندازه په سرمايه کې د قرض تناسب (برخه) زياته وي. د مثال په ډول يو مجموعي دارايي / سرمايه د دوو (2) نسبت دامانا لري، چې د دارايي د هرو دوو ډالرو له پاره يو ډالر سرمايه شته دا پدې مانا، چې تصدی خپله 1/2 دارايي په شخصي سرمايي سره تمويل کړيده او د تصدی پاتې نيمايي برخه دارايي يې په قرض سره تمويل کړيده.

همدارنگه مجموعي دارايي / سرمايه د دريو (3) نسبت پدې دلالت کوي، چې د مجموعي دارايي يوازې 1/3 برخه د مالک د سرمايي پواسطه تمويل شويده او پاتې 2/3 برخه دارايي بايد د قرض پواسطه تمويل شوي وي.

د سرمايي د واپس کيدنې د نسبت دغه وېش (تجربه) پدې دلالت کوي، چې يوه تصدي خپل د سرمايي واپس کيدنه د

1. د مجموعي دارايي د واپس کيدنې په زياتولو (د ډير موثر کيدلو پواسطه) سره او يا هم

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

2. د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ مالي اړیکې Financial Leverage نسبت یانې (د قرض یا پردی سرمایې د زیاتې اندازې څخه د دارايې د تمویلولو پواسطه) سره زیاتوالی شي.

Leverage= the relationship between the amount of money a company owes and the value of shares.

دغه د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ مالي اړیکې نسبت (Financial leverage Ratios) د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ د مالي اړیکې ضریب په نوم هم یادېږي. چې لدې وجې لومړني دوه نسبتونه (د مفادو او د مجموعي دارايې د واپس کیدني نسبتونه) مساوي دي په د مجموعي دارايې حاصل (ROTA) سره او همدغه د مجموعي دارايې حاصل ROTA ضرب د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ مالي ضریب د مالک سرمایې حاصل ROE سره مساوي دی. ددغو دوو ویشونو breakdowns په یو ځای کولو سره راته څرګندېږي، چې د مالک سرمایې حاصل ROE د دريو نسبتونو څخه په لاندې ډول تشکیل شويدي:

$$\frac{\text{خالص عاید}}{\text{مجموعي سرمايه}} = \frac{\text{خالص عاید}}{\text{خالص خرڅلاو}} * \frac{\text{خالص خرڅلاو}}{\text{مجموعي دارايې}} * \frac{\text{مجموعي دارايې}}{\text{عمومي سرمايه}}$$

مفاد- \* د مجموعي سرمایې واپس کیدنه \* د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ اړیکه

د دغو مهمو اړیکو د مجموعي د مثال له پاره 10.6 شمیره مثال ارقام دا څرګندوي، چې د 1982 څخه تر 2001 کال شل کلنه دوره کې د والګرین شرکت د مالک سرمایې او د هغه اجزاو ته څه ورپېښ شويدي. لکه څنګه چې مخکې ذکر شول دغه د نسبتونو ارقام د کال د اخر بیلابیل شیت ارقام (د دارايې او سرمایې) په کار اچوي، نه دا چې د کال د اخر او شروع ارقامو اوسط استعمال کړي. نو ځکه دغه نسبتونه د منفردو نسبتونو د محاسبه کولو سره فرق لري. په 10.6 نمبر مثال کې د ډوپونټ نتایج ډیر مهم میلانونه او روشونه څرګندوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

1. د مجموعي دارايې د واپس کيدنې نسبت مجموعاً د 2.79 څخه تر 3.31 اندازې پوري يو عمومي کمښت تجربه کړيدی. د يادولو وړ ده چې دغه نسبت په 2001 کال کې تر ټولو ټيټې سطحې ته کمښت کړی و.
2. د مفادو سلسلې د 2.75 څخه تر لږ ارزښ يانې 3.66 ( 2000 ) پوري يو باثباته ډيرښت تجربه کړيده.
3. د مجموعي دارايې د واپس کيدنې توليد او خالص مفاد د مجموعي دارايې د حاصل ROTA سره مساوي ده، چې هغه هم %9.09 څخه تر اخري حد %10.96 پوري په 2000 کال کې يو عمومي ډيرښت تجربه کړيدی.
4. د شخصي او غير شخصي سرمايې ترمنځ مالي اړيکي ضريب ( مجموعي دارايې / سرمايه ) هم د 2.06 څخه 1.68 ته يو دوامداره کمښت تجربه کړيدی. د يادولو وړ ده چې ددې قرض زياته برخه تجارتي کريډيټ Trade Credit ده، چې هغه د سود درلودونکي نده. حقيقت داده چې دا تصدی د سود محصول (درلودونکي د سود interest-bearing) سره هيڅ فرق نلري. پرته د درملتونونو د اوږد مهاله اجارو څخه چې هغه په مخکې فرعي برخه کې تر بحث او تحليل لاندې ونيول شوي او د مالي خطر په برخه کې به هم په نظر کې ونيول شي.
5. او بلاخره د زياتيدونکي مجموعي دارايې حاصل ROTA او د شخصي او غير شخصي سرمايې ترمنځ کميدونکي مالي اړيکي په نتيجه کې د تصدی د مالک د سرمايې حاصل د 18.73 څخه تر 17.07 پوري کوچنی کمښت تجربه کړيدی.

## د ډیپونټ وسیع او پراخ شوی سیستم

### An Extended DuPont system

ځینو څیړونکو د ډیپونټ د اصلي سیستم څخه علاوه د یو بل وسیع او پراخ شوی ډیپونټ سیستم د استعمالولو وړاندیز کړی دی.

## د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ عملیاتي اړیکي

### Operating Leverage

د یوې تصدی د عملیاتي مفادو تغیرپذیري (variability) د تصدی د تولیدي مصارفو په طبیعت پورې اړه لري. د تولید د ثابتو مصارفو څخه پرته د تصدی د تولید مجموعي مصارف په خرڅلاو پورې توپیر لري. او عملیاتي مفاد به د خرڅلاو یو ثابت قسمت وي. په دې ډول مثال کې به د تصدی عملیاتي مفاد ثابت وي او د تصدی عملیاتي مفاد به همدومره متغیروالی لري لکه څومره، چې یې خرڅلاو لري. په حقیقي ډول تصدیګانې د همیشه له پاره د تولید ځیني ثابت مصارف لري. لکه تعمیرات، ماشین الات، او یا هم دایمي کارمندان. د تولید ثابت مصارف په یوه تجارتي دوران Business Cycle کې د خرڅلاو څخه د عملیاتي مفادو زیات توپیر درلودلو سبب ګرځي. په ځانګړي ډول د کراره دورانونو Slow periods په نظر کې نیولو سره به عملیاتي مفاد د خرڅلاو په نسبت په زیاته اندازه (فیصدي) سره کمښت وکړي. پداسې حال کې، چې د اقتصادي وسعت په جریان کې به عملیاتي مفاد د خرڅلاو په نسبت په لویه فیصدي سره ډیرښت وکړي.

د تولید ثابت مصارفو په کار اچونه د شخصي او غیر شخصي سرمایې ترمنځ عملیاتي اړیکو څخه عبارت دي. په واضح ډول د شخصي او غیر شخصي ترمنځ عملیاتي لوی ارتباط (greater operating leverage) چې د تولید د ثابتو مصارفو د لوی قسمت پواسطه سبب شوي وي، د خرڅلاو د سلسلې په نسبت د عملیاتي مفادو سلسله زیاته متغیره وي.

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

دغه د عملياتي مفادو او خرڅلاو ترمنځ اساسي اړيکه موږ ته رابښيي، چې د شخصي او غير شخصي سرمايي ترمنځ عملياتي اړيکې د يوې مشخصې دورې په جريان کې په عملياتي مفادو کې د فيصدي تغير- په خرڅلاو کې د فيصدي تغير سره په ارتباط کې اندازه کړو. کله په لاندې ډول:

$$\text{Operating Leverage د شخصي او غير شخصي سرمايي ترمنځ عملياتي اړيکې} = \frac{\sum_{i=1}^n \left| \frac{\% \Delta OE}{\% \Delta S} \right|}{n}$$

موږ د فيصدي تغير مطلق ارزش په حساب کې نيسو، ځکه دغه دوه سلسلې په متضادو طرفونو حرکت کولای شي. د تغير طرف (سمت) مهم نه دی، خو هغه مربوطه مقدار يې مهم دی. دې ته بايد اشاره وشي، څومره چې عملياتي مفاد تغيرموندونکي کله څنگه چې مخکې د خرڅلاو د تغيرپذيري سره مقايسه شي- همغومره د تصدي د شخصي او غير شخصي ترمنځ ارتباط لوی وي.

## مالي خطر Financial Risk

ستاسو د ياداوری په خاطر- مالي خطر د سرمايي د واپس کيدنې اضافي نايقين والی (شک uncertainty) دی او دا هم د تصدي پواسطه د اوږدمهاله ثابتو قرضونو (Fixed Obligation debt securities) د استعمال له وجې وي. دغه مالي نايقيني والی د تجارتي خطر (Business Risk) څخه علاوه (جدا) دی. کله چې تصدي د قرض پانې خرڅوي، نو په دغه سرمايه باندې د سود تاديه د عمومي اسهامو د مفادو د محاسبه کولو څخه مخکې صورت نيسي. او دغه د سود د تاديه ثابت قراردادي قرضونه دي. لکه شخصي او غير شخصي سرمايي ترمنځ د عملياتي اړيکو په ډول د اقتصادي وسعت په جريان کې د ثابتو سودونو د تاديه څخه وروسته به هغه خالص مفار، چې د عامو اسهامو له پاره موجود دي، د عملياتي مفادو په نسبت په لويه فيصدي ډيرنبت تجربه کړی. ددې په مقابل کې به د يوه تجارتي سقوط په جريان کې هغه مفاد، چې سهم لرونکي ته په لاس

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ورځي. د عملیاتي مفادو په نسبت په لویه فیصدی سره کمښت وکړي او دا هم د دغو ثابتو مالي مصارفو له وجې څخه دی. او همدارنګه کله، چې یوه تصدیی په ثابتو قراردادي قرضونو سره خپل قرض تمویل زیاتوي، نو دغه تصدیی خپل مالي خطر او د له منځه تللو او افلاس امکانات زیاتوي.

یوه ډیره مهمه نقطه، چې باید یاد اوري شي، داده چې د یوې تصدیی له پاره د مالي خطر د منلو وړ اندازه د تصدیی په تجارتي خطر پوري اړه لري. که چیرې تصدیی تیت تجارتي خطر ولري (باثباته (پائیدار) عملیاتي مفاد ولري، نو سرمایګذاران د لوړ مالي خطر د قبلونو اراده او چمتوالی لري.

د مثال په توګه د غذایی موادو د پرچون فروشي شرکتونه نسبتاً ثابت عملیاتي مفاد لري او له دې وجې د تجارت اړوند تیت خطر لري. نو د نتیجې په ډول پانگه اچوونکي (Investors) او د قرض پانېو او اسهامو صادرونکي تصدیګانې (Bond-rating firms) به پدغه صنعتي ساحه کې یوې تصدیی ته اجازه وکړي، چې یو لوړ مالي خطر ولري.

د مالي خطر د خپرلو په برخه کې د مالي خطر د اندازه کولو له پاره درې ډوله مالي نسبتونه په کار اچول کېږي او دغه درې مجموعې د نسبتونو باید په نظر کې ونیول شي. لومړی د بیلانس شیت نسبتونه دي، چې هغه د شخصي سرمایې سره په مقایسه کې د قرض د سندونو څخه مشتق شوي سرمایې اندازه (برخه) څرګندوي.

نوپه دې ترتیب د والګرین شرکت له پاره د قرضي سرمایې (Debt-equity) نسبتونه عبارت دي له:

$$2001: \frac{478 + 137 + 6710}{5,207} = \frac{7325}{5,207} = 140.68\%$$

$$2000: \frac{464 + 102 + 5,760}{4,234} = \frac{6326}{4234} = 149.41\%$$

$$1999: \frac{424 + 75 + 4,480}{3,484} = \frac{4,979}{3,484} = 142.91\%$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

دغه نسبتونه په اوږد مهاله قرض د یوې برخې په ډول د اجارې تادیاتو ( Lease payment) د فعلی ارزش د شاملولو مهم تاثیر څرګندوي. د مثال په توګه د 2001 کال له پاره د قرضی سرمایې فیصدي له 14% څخه 140% فیصدو ته لوړه شوه، کله چې په بیلاس شیت کې یوازې اوږد مهاله قرض په نظر کې نیول شوي و.

د اوږد مهاله قرض / مجموعي سرمایې نسبت Long-term Debt/ Total Capital Ratio

د قرض - مجموعي سرمایې نسبت د اوږد مهاله قرض سرمایې څخه د مشتق شوي اوږد مهاله سرمایې تناسب (Proportion) څرګندوي. او په لاندې ډول محاسبه کېږي:

مجموعي اوږد مهاله قرض

$$\frac{\text{مجموعي اوږد مهاله قرض}}{\text{مجموعي اوږد مهاله سرمایه}} = \text{نسبت}$$

د مجموعي اوږد مهاله قرض ارزشونه عین شي دي لکه پخوا چې وکتل شول. په مجموعي اوږد مهاله سرمایه کې اوږد مهاله قرض، خاص اسهام، او د مالکانو ټوله سرمایه شامله ده.

د والګرین شرکت د قرض - مجموعي سرمایې نسبتونه عبارت دي له:

$$2001: \frac{7,325}{7,325 + 5,207} = \frac{7,325}{12,532} = 58.45\%$$

$$2000: \frac{6,326}{6,326 + 4,234} = \frac{6,326}{10,560} = 59.90\%$$

$$1999: \frac{4,979}{4,979 + 3,484} = \frac{4,979}{8,463} = 58.83\%$$

یو ځل بیا دغه نسبت چې د اجارې قرضونو فعلی ارزش پکې شامل دی، دا څرګندوي چې د والګرین شرکت د اوږد مهاله سرمایې یوه لویه فیصدي د قرضونو څخه مشتق شویده. دغه موضوع (یا نسبت) د هغه مفکورې یا تاثیر څخه ډیر متفاوت دی، چې په هغه کې د اجارې قرضونه شامل نه وي.



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د مجموعي قرض نسبتونه Total Debt Ratios

په زیاتره حالاتو کې د مجموعي قرض، د مجموعي سرمایې سره مقایسه کول ډیر هم وي. چې لاندې ډول سنجش کېږي:

جاري قرضونه + مجموعي اوږدمهاله قرضونه

= د مجموعي قرض نسبت

مجموعي قرضونه + د مالکانو مجموعي سرمایه

دغه نسبت په ځانګړي ډول د هغې تصدی له پاره زیات مهم مالومات وړاندې کوي، چې د خپلې سرمایې لویه برخه د لنډمهاله قرضونو څخه مشتق کوي. د والګرین شرکت له پاره د مجموعي قرض / مجموعي سرمایې نسبتونه په لاندې ډول وو:

البته په دغو نسبتونو کې د اوږدمهاله قرض په ډول ځنډول شوي مالیات او د اجارې قرضونه هم شال دي:

$$2001: \frac{3,012 + 7,325}{10,337 + 5,207} = \frac{10,337}{15,544} = 66.50\%$$

$$2000: \frac{2,304 + 6,326}{8,630 + 4,234} = \frac{8,680}{12,860} = 67.08\%$$

$$1999: \frac{1,924 + 4,979}{6,903 + 3,484} = \frac{6,903}{10,387} = 66.46\%$$

دغه پورتنی نسبتونه دا څرګندوي، چې فعلاً د والګرین شرکت تقریباً 67% دارایی په قرض سره تمویل شوي ده. دغه نسبتونه باید په مربوطه صنعت کې (د اجارې د خرڅولو یا Capitalizing leases) څخه وروسته، د نورو تصدیو د نسبتونو سره مقایسه شي. ددغه صنعت د تجارتي خطر سره د هغه ثابت پاتې کیدل ارزیايي شي. د صنعت د ورته او یو شان تصدیو سره د یوې تصدی مقایسه دا هم په ګوته کوي، چې دغه د مجموعي قرض نسبت څومره لوړیدلای شي. (د تصدی د قرض هغه ظرفیت چې استفاده نه وي ور څخه شوي).

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

پداسې حال کې چې دغه نسبتونه د مجموعي قرض (Total Debt) يو نسبتاً لوی تناسب څرگندوي، نو ځيني مشاهده کوونکي کيدای شي هغه ډير محافظه کاره په نظر کې ونيسي، ځکه چې په دغو نسبتونو کې واجب الاداء قرضونه (Accounts Payables) لنډ مهاله جاري قرضونه، او جمع شوي يا واقع شوي مصارف (Accrued Expenses) هم شامل دي، چې دغه دواړه سود نلرونکي قرضونه دي.

د والگرين شرکت په مثال کې که چيرې دغه سود نلرونکي قرضونه د ځنډولو شويو مالياتو سره يو ځای د قرض او مجموعي سرمايي څخه وايستل شي (خارج شي)، نو د مجموعي قرض نسبت په لاندې ډول کموالی کوي:

ټول سود لرونکي قرض

مجموعي سود لرونکي قرضونه / مجموعي تمويل شوي سرمايه-

سود نلرونکي قرض - مجموعي سرمايه

$$2001: \frac{919 + 6,710}{15,544 - 2,708} = \frac{7,629}{12,836} = 59.43\%$$

$$2000: \frac{464 + 5,760}{12,864 - 2,405} = \frac{6,224}{10,459} = 59.51\%$$

$$1999: \frac{424 + 4,480}{10,381 - 1,999} = \frac{4,704}{8,382} = 58.51\%$$

سره ددې چې دغه نسبتونه ټيټ دي، خو بيا هم فيصدي بيخي لوړه ده. دا موضوع د تصديگانو په مالي خطر باندې د اجارې قرضونو د تاثير په نظر کې نيولو اهميت تائيد وي.

لکه د والگرين شرکت چې ددا ډول تمويل څخه استفاده کوي.

### د عوايدو د جريان نسبتونه Earnings Flow Ratios

علاوه پر هغو نسبتونو، چې په بيلانس شپيټ کې د قرض په تناسب باندې دلالت کوي، پانگه اچوونکي هغو نسبتونو ته هم زياته توجه ورکوي، چې هغه د عوايدو د جريان (Flow of earnings) سره ارتباط لري، چې هغه د ربحې او اجارې د تادياتو له پاره په لاس کې موجود وي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د ثابتو مالي مصارفو ( جریمو ) ( Fixed Financial charges ) سره په تناسب کې د موجوده عوایدو لوړ نسبت په ټیټ مالي خطر باندې دلالت کوي.

### د سود پوښښ Interest Coverage

د سود د پوښښ معیاري نسبت په لاندې ډول سنجش کېږي:

EBIT د سود او مالیاتو څخه مخکې عاید

د سود پوښښ =

د قرض د سود مصارف

خالص عاید + د عاید مالیات + د سود مصارف

=

د قرض د سود مصارف

دغه نسبت دا څرگندوي، چې څو ځله د سود ثابت مصارف تر لاسه شوي دي البته د هغو عوایدو په اساس، چې ددغو مصارفو د تادیه کولو له پاره په لاس کې موجود دي. د متبادل ډول یو منفي د سود د پوښښ د نسبت معکوس، دا څرگندوي چې عواید څومره کموالی کوي. مخکې له دې، چې د جاري عوایدو څخه د سود د مصارفو تادیه کول نا ممکن شي. د مثال په توگه د سود د پوښښ د (5) نسبت دا مانا لري، چې عواید د 80% په اندازه کموالی کولای شي ( یو منفي 1/5 )، او تصدی لاهم خپل ثابت مالي مصارف ( جریمې ) تادیه کولای شي. یو ځل بیا هم په دغه نسبت باندې د اجارې قرضونو د تاثیر یا اغېزې په نظر کې نیول ضروري دي، ځکه که چیرې د تصدی د عامو خلکو سود لرونکي قرضونه په نظر کې ونیول شي، نو د سود مخارج interest cost تقریباً نیم ملیون ډالر کېږي او د سود د پوښښ نسبت 3000 ځله زیاتوالی کوي.

له بله طرفه که چیرې موږ د اجارې قرضونه د قرض په حیث وپیژنو یا قبول کړو، او د سود تخمین شوي مصارف، چې مخکې مشتق شوي و، استعمال شي نو د سود د پوښښ نسبت به په لاندې ډول وي:

د سود او مالیاتو څخه مخکې عاید + د اجارې د سود تخمین شوي مصارف

د سود پوښښ =

د سود غیر خالص مصارف + د اجارې د سود تخمین شوي مصارف

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

نو ځکه د والگرین شرکت له پاره د سود د پوښنې نسبتونه په لاندې ډول دي:

$$\frac{886 + 537 + (3 + 461)}{3 + 461} = \frac{1,887}{464} = 4.07 \text{ ځله} =$$

$$\frac{777 + 486 + 358}{358} = \frac{1,621}{358} = 4.53 \text{ ځله}$$

$$\frac{624 + 403 + 292}{292} = \frac{1,3219}{292} = 4.52 \text{ ځله}$$

د سود د پوښنې دغه نسبتونه اساساً یو متفاوت تصویر وړاندې کوي، نسبت د سود د پوښنې هغه نسبت ته چې د اجارې قرضونو تاثیر یا اغېزه په نظر کې نه نیسي. دغه نسبتونه لاهم د یوې تصدی له پاره د تیت تجارتي خطر سره یو اوسط مالي خطر څرگندوي. د قرض د نسبتونو د تناسب د مجموعي میلان سره د دوالگرین شرکت د سود د پوښنې د نسبتونو میلان ثابت دی.

د قرض د نسبتونو تناسب یا برخه او د عاید د جریان نسبتونه هر وخت ثابت نتایج نه ورکوي. ځکه د قرض د نسبتونو تناسب یا برخه په عوایدو کې د غیراتو یا په قرض باندې د سود په نرخ کې د غیراتو سره حساسیت نلري (یا تراو نلري). د مثال په توګه که چیرې د سود نرخ لوړ شي او یا دا چې که چیرې تصدی زاړه (پخواني) قرضونه په نویو قرضونو سره تعویض شي، چې دغه نوي قرضونه د سود لوړ نرخ لري، نو د قرض د نسبتونو په تناسب یا برخه کې به هیڅ تغیر واقع نه شي، خو د سود د پوښنې نسبت به کموالی وکړي. او همدارنګه د سود د پوښنې نسبت په عوایدو کې د زیاتوالی یا کموالی سره حساسیت لري (تغیر کوي).

نو په دې وجه د بیلانس شیت د نسبتونو او د سود د پوښنې د نسبتونو څخه په استفادې سره د تصدی د مالي خطر په اړه نښې او علامې تغیر کولای شي. د مالي خطر د دوه مجموعو نسبتونو ترمنځ د تفاوت په نظر کې نیولو سره، لیکوالان د تصدی سود د پوښنې هغو نسبتونو ته ترجیح ورکوي، چې هغه د تصدی د مالي قرضونو د رفع کولو یا پوره کولو توانایی یا قابلیت ته انعکاس ورکوي.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

برخه ۷: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## څلورم څپرکی

### د سهامی شرکتونو او پر دمها له تمویل: مالکانو سرمایه:

Long – Term Corporate Financing: Equity

عام اسهام او خاص اسهام

Preferred and Common Stock

دمفادو د توزیع سیاست

Dividend Policy

Origin:

اصلي منبع

Mayo, Herbert B: Financial Institutions, Investment and Management, an Introduction, 8th Ed. Fort worth 2003 Pages 187-221

## د مالکانو پانګه (سهم لرونکي): خاص او عام اسهام

### Equity: preferred and common stock

ددې څپرکي اهداف:

1. د خاصو او عامو اسهامو تر مینځ توپیر.
2. د خاصو اسهامو د مفادو د توزیع او ورکړې (pay) په غرض د تصدې د ظرفیت څېړنه او تحلیل.
3. د نقدې مفادو د توزیع د سیاست جزیات.
4. د نقدې مفادو په ویش او پاتې شویو مفادو (Retention of Earning) باندې د مالیات پر عایداتو اغیزې.
5. د سهم لرونکو د مفادو د ورکړې (پرداخت) د پلان توضیح.
6. د تصدې په ترلاسه شویو عایداتو، دارايگانو، د مالکانو په پانګه او د سهمونو په قیمت باندې د نقدې مفادو د توزیع، د اسهامو پواسطه د مفادو د توزیع او د اسهامو د درز (انشقاق) (stock split) د اغیزو تشخیص.
7. د اسهامو څخه د ترلاسه شویو مفادو د بیا سرمایګذاري کولو د پلانونو او دهغوی د ګټو (مزایاؤ) تشریح.

د 17 پیړۍ انګریز شاعر جورج هر برټ لیکلي دي چې: “هیڅ وخت د قرض په معاملو کې مه داخلېږئ، د خپل مال څخه دې په خپل سنجش سره استفاده وکړئ”. پداسې حال کې چې ډیرې کمې تصدیګانې پدې توانېږي، چې بغیر له قرض څخه فعالیت وکړي. د مالکانو پانګه د هر اقتصادي فعالیت د نقدو پیسو یوه ضروري او لازمي منبع ده. یو انفرادي شخص پیسې او نورې دارايګانې په اقتصادي فعالیتونو کې سرمایګذاري کوي او پدې ډول خپله شخصي سرمایه په تصدې کې پکار اچوي. شریکان خپله پانګه یا نقدې پیسې (fund) په شراکت (partnership) کې سرمایګذاري کوي او پدې ترتیب د شرکت په سرمایه باندې ادعا کولو حق پیدا کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

سهامي شرکتونه (corporations) خپلې پانگې يا نقدوييسو (fund) ته په انفرادي اشخاصو او نورو سرمايگذارانو باندې د خاصو او عامو اسهامود خرڅولو پذيریغه زیاتوالی ورکوي او دغه اشخاص د مالکانو د سهم لرونکو (share holders) حیثیت غوره کوي. سره ددې چې خاص اسهام د قرض سره مشابه او ورته دي، ولې بیا هم د مالکانو د سرمایې څخه شمیرل کېږي. زیات سهامي شرکتونه خاص اسهام نه نشروي، ولې ټول سهامي شرکتونه عادي اسهام نشروي. د سهامي شرکتونو سهم لرونکي د تصدی قطعي او نهایی مالکان دي او هغه خطرونه، چې لدې مالکیت سره تړلي دي، قبلوي. دغه پانگه اچوونکي د خطرونو د قبلولو لپاره په هغو عوايدو، چې ددوی پانگه یې په لاس راوړي د ادعا کولو حق لري. پدې ډول چې یایې د مفادو د توزیع پواسطه لاسته راوړي او یایې د اسهامو د قیمتونو د انطباق (price Appreciation) پواسطه لاسته راوړي. هغه شرکتونه چې په منظم او ثابت ډول خپل عوايد ترلاسه کوي. ددې تمایل لري، چې په هره دوره کې د توزیع وړ مفادو اندازه لوړه کړي، لکه تر 2002 کال پوري د کوکا کولا Coca cola شرکت د 39 مسلسلو کالونو لپاره د سهم لرونکو د مفادو د توزیع ته زیاتوالي ورکړي دی. ډیرو شرکتونو د یوې پېړۍ څخه د زیات وخت لپاره سهم لرونکو ته مفاد توزیع کړيدي. د نیویارک بانک The Bank of New York په 1785 کال کې خپلو سهم لرونکو ته د مفادو د توزیع شروع کړه. البته ځیني شرکتونه شته چې سهم لرونکو ته د مفادو د توزیع کموي یایې ځنډوي (لکه د فری پورټ مکمورن کاپرایند گولډ Freeport Mc Moran copper and Gold په نوم شرکت) البته په هغه وخت کې کله، چې ددې شرکتونو مالي حالت دومره ویجاړ او خراب شي، چې د مفادو د توزیع ددې شرکت دوامداره پاتې کیدل له گواښ سره مخامخ کوي.

### د مالکانو سرمایه (Equity)

د یوې تصدی سرمایه (دهغه شرکت د تمویل سرچینه) یا قرض ده او یا د مالکانو سرمایه (Equity) ده. سهامي شرکتونه د قرض اخیستلو مختلف ډوله وسایل په اختیار کې لري. ترڅو دهغو پانگه اچوونکو نقدې پیسې یا فنډونه (Funds) لاسته راوړي، څوک چې د قرض د اسنادو (debt securities) د اخیستلو هیله لري. د مالکانو سرمایه په یوه شرکت کې د مالکیت د حق بنکارندوی ده. د قرض ورکوونکو (creditors) په ډول د مالکانو سرمایې د وسایلو (لکه عام سهمونو) درلودونکي هم په شرکت باندې د ادعا کولو حق لري. څرنگه چې د شرکت

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

قرضونه (debt obligations) په تصدی باندې دادعا کولو قبلي حق لري، پداسې حال کې چې د مالکانو سرمایه په شرکت باندې دادعا کولو وروستی (ثانوي) حق لري. د قرض ربحه باید مخکې لدې، چې د سهم لرونکو لپاره عواید وټاکل شي، ورکړل شي. کله چې یوه تصدې منحلېږي، لومړی باید قرضونه تادیه کړل شي او کوم څه چې د دارايې څخه باقي پاتې کېږي، په سهم لرونکو باندې ویشل کېږي. د ثانوي یا وروستی ادعا لرل، یو له هغه دلایلو څخه ده، چې د مالکانو سرمایه د قرضونو په نسبت زیاته د خطر سره مخامخوي. هر کله چې د شرکت اجرات کمزوري شي، په هغه صورت کې لږ عواید او یا هیڅ عواید سهم لرونکو ته نه رسېږي. برعکس هغه شرکت، چې ډیر نافعیت لاسته راوړي، خپلو سهم لرونکو ته هم زیات عواید تادیه کوي، چې د ډول شرکتونه د قرضونو د مصارفونه وروسته متبقي عواید یوازې په سهم لرونکو پورې تعلق لري. نولدي وجې لږ یا ډیر عواید یوازې په سهم لرونکو پورې تعلق پیدا کوي. اسهام په سهامی شرکتونو کې د مالکانو د سرمایې ښکارندوی دي په داسې حال کې چې سهامی شرکتونه کېدای شي چه مختلف ډوله د قرض وسایل ولري. او یوازې دوه قسمه اسهام یو له بل څخه بیلولای شو: خاص اسهام او عام اسهام<sup>3</sup>.

لکه څرنګه چې دنوم څخه یې څرګندېږي، خاص اسهام یو عالي یا تقدیمی موقف او مقام لري او عادي اسهام د شرکت په عوایدو او دارايې باندې اخري یا وروستی ادعا کولو حق لري. که څه هم د مالکانو سرمایه په شرکت کې په عوایدو او دارايې باندې تر ټولونه وروستی دادعا کولو حق لري، خو بیا هم تراوسه دا یو دادعاق ده. د تصدی مدیران او کارکوونکي د سهم لرونکو لپاره کار کوي او دهغوی په نزد مسؤل هم دي. تقریباً د اکثریت شرکتونو مالکان، مدیران او کارکوونکي ټول یو اوعین نفروي. دیوې کوچنی مغازې مالک مجبور دی، چې دخپل اقتصادي فعالیت د اجراء کولو او اداره کولو لپاره ټول اړین کارونه پخپله ترسره کړي. پداسې حال کې، چې دغه مالک ښایي د ځانګړي مهارت لرونکي ځیني افراد (لکه محاسب، حقوق پوه) مقرر کړي. ترڅو ځیني ځانګړي دندې ترسره کړي، خو د مدیریت، بازار موندنې، (مارکیتنګ) او تمویل ټولې پرېکړې په خپله په مدیر/ مالک

<sup>3</sup> ځیني شرکتونه دوه یا زیات ډوله عام اسهام لري. د مثال په توګه یو شرکت (A) عادي اسهام لري مالکان یې ددرایی محدود حق لري او همدې شرکت د (B) عادي اسهامو په نسبت 15% زیات عواید پلاس راوړي او پدې ترتیب شرکت دیو څو سهم لرونکو پواسطه اداره او کنترولېږي. ځیني شرکتونه دخاص اسهامونو فرعي ډول لري، چې د عادي اسهامو په ډول دي، خو دمفادو دتوزیع په برخه کې دعادي اسهامو څخه وړاندې والی لري.



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

(owner/ manager) پوري ځانگړي او خاصې کېږي. څرنگه چې مالک او مدیر یو نفر او عین شخص دی، نو بنایي داسې فرض کړو، چې ټولې پریکړې پدې ډول ترسره شي، چې د مالک اقتصادي هوساینه (رفاه) په لوړ ډول په نظر کې پکې ونیول شي. په لویو سهامی شرکتونو کې مالکان، مدیران او کارکوونکي ټول متفاوت وي، څې ډول چې وروسته به پدې فصل کې توضیح شي. یو ټاکل شوی مدیره هئیت د مالکانو څخه نمایندګه کې کوي. دغه هئیت د شرکت مدیریت (مدیر یا منیجر) استخدا موي، چې هغه په خپل وار سره مختلف کارکوونکي استخدا موي. داسې کولای شو، چې فرض کړو، چې د شرکت د مدیریت اهداف د مالکانو د اهدافو څخه تشکیل شويدي، ځکه مدیران د مالکانو په وړاندې مسؤلیت لري (په بل عبارت مدیران د مالکانو نمایندګان یا وکیلان دي) اما دا ډول تصور په عمل کې عجیب دی. د مثال په توګه لوړ معاشونه بنایي د مدیرانو هدف (یانې مدیران غواړي لوړ معاش ترلاسه کړي) او دغه لوړ معاشونه د شرکت عواید راتیتوي او دسهم لرونکو (مالکانو) په مصارفو باندې وراضافه کېږي. لدې وجې مالکان باید د مدیریت د پریکړو څخه څارنه او نظارت وکړي او د مدیرانو اوسهم لرونکو (مالکانو) ترمنځ د بالقوه (پوتنشیال) شخړو یا کشمکشونو د کمولو په وړاندې ګامونه اوچت کړي. پدغو ګامونو او کړنو کې لاندې ټکي شامل دي.

- 1: د داسې یو اداري جوړښت رامنځته کول، چې د اوامرو او مسؤلیتونو ځنځیر له مالکانو څخه پیل شي او د کارکوونکو په منځ کې جریان پیدا کړي.
- 2: دیوه داسې سیستم ایجادول، چې دهغو کارکوونکو دکاره د ګوښه کولو سبب شي، چې دهغوی فعالیتونه دسهم لرونکو (مالکانو) په زیان تمامېږي.
- 3: پاداش یا بدلي دیو داسې سیستم (system of reward) ایجادول، پدې ډول چې پاداش یا بدلي سیستم د فعالیتونو په اجراء پوري مستقیم ارتباط ولري. او د مالکانو، مدیرانو او کارکوونکو رفاه په یو بل پوري مرتبه کړي. د مثال په توګه د لوسینټ سهامی شرکت (Lucent) دخپلو کارکوونکو لپاره یو ډول عام اسهام عرضه کوي، چې دهغوی قیمت ټاکل شوي وي او خپلو کارکوونکو ته ددې حق ورکوي، چې دغه اسهام خریداري کړي. د شرکت دعوایدو په لوړیدو سره د اسهامو ارزښت او حقوق، چې په هر سهم یې لري، لوړېږي. او دا ډیرښت هم دکارکوونکو لپاره (چې اسهام یې اخیستي دي) او هم دسهم لرونکو لپاره صورت نیسي. د مالکانو، مدیرانو او کارکوونکو رفاه ته ارتباط ورکول، مصارف رامنځته کوي. ځیني وختونه دغه مصارف دوساحت مصارفو (agency costs) په نوم یادېږي. ځکه چې

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

مالکان (سهم لرونکي) باید دغه مصارف قبول کړي، ترڅو ډاډ حاصل کړي چې د شرکت د مدیریت فعالیتونه په بهترینه توګه د سهم لرونکو اهداف ترلاسه کوي. اونه یوازې د مدیریت په خپله فایده نه تمامېږي. قرض ورکوونکي (creditors) هم باید ډاډول مصارف قبول کړي، ځکه چې سهم لرونکي او مدیران کولای شي په فعالیتونو کې لاسوهنه وکړي، ترڅو د قرضونو محفوظیت کم یا محدود کړي. د مثال په توګه د شرکت مدیریت ته د جوازو او داسهامو د خرید د حقوقو ورکول د هغوی (مدیریت) لپاره بدله یا پاداش ده، ترڅو د سهم لرونکو اهداف په نظر کې ونیسي او پدې ترتیب سره د قرضونو محافظت محدود کړي. ولې ډاډول پرداختونه (ورکړې) درېجې پرداخت (ورکړې) او اصلي قرضونو د بیا ورکړې (Repay principle) لپاره نقدې پیسې محدودوي.

### د خاصو سهامو ځانګړتیاوې The Features of preferred stock

خاص سهام د مالکانو د سرمایې له یوې وسیلې څخه عبارت دي، چې معمولاً ثابت مفاد په هغې پورې تعلق لري. پداسې حال کې چې ډیری شرکتونه خپل عادي سهام یوازې یو ځل نشروي (خپروي) او کیدای شي، چې څو ځله خاص سهام نشر (خپاره) کړي. د بیلګې په توګه د ویرجینیا بریښنا اوانرژۍ شرکت (13)، ځله خاص سهام خپاره کړيدي، چې په 7 حالتونو کې یې ثابت مفاد درلودل او ددې سلسلې لپاره 5 ډالره خاص سهام و او کالنی مفاد یې 5 ډالره دی، چې هغه په ربعوار (quarterly) ډول 1.25 ډالره په اندازه توزیع کېږي. د باقی 6 ځله نشرولو لپاره، مفاد په حاصلاتو (Yields) پورې تړلي و، چې دلته مهاله قرض پانېو څخه لاسته راتلل او هره ربعه کې یې تغیر کاؤ. مفاد د شرکت د عوایدو څخه تادیه کېږي، هرکله چې شرکت عواید ونلري، نو بدون دا اعلان او بیانولو څخه خاصو سهامو ته مفاد توزیع کېږي. که چېرې شرکت خاص سهام قطع کړي یا نې توزیع یې نکړي، نو وویل کېږي چې مفاد باقی پاتې شوي دي یا نې وروسته تادیه کېږي. باقی پاتې شوي (Arrears) - هغه مفاد چې د خاصو تجمعي سهامو څخه دي، تادیه شوي ندي او تجمع شوي دي. شرکت باید باقی پاتې شوي مفاد له پامه ونه غورځوي. په زیاتو حالاتو کې که څه هم په راتلونکي کې د باقی مفادو تادیه (یا نې هغه خاصو سهامو مفاد چې ندي تادیه شوي او د قرض شکل یې غوره کړيدي) باید د عامو سهامو د مفادو د توزیع څخه مخکې صورت ونیسي. دا ډول حالات چې په هغو کې د خاصو سهامو مفاد د څو کالو لپاره تادیه نکړل شي او تجمع وکړي، نود تجمع شوي خاص

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اسهامو (Cumulative preferred stock) په نوم یادېږي. متراکم یا جمع شوي خاص اسهام (Cumulative preferred stock) هغه اسهام، چې دهغوی مفاد جمع شوي وي او نه وي تادیه شوي. اکثره خاص اسهام د تجمع یا متراکمو خاصو اسهامو په بڼه وي، اما د غیر متراکمو یا نه جمع شوي خاص اسهامو مثالونه هم شته، چې هغه په هغه صورت کې وي، چې نه توزیع شوي مفاد تجمع نکوي یا نه جمع کېږي. نه تجمع شوي خاص اسهام (No cumulative preferred stock) :- هغه اسهام دي، که چیرې شرکت مفاد توزیع نکړي، نو هغه په شرکت کې نه جمع کېږي، هغه پانگه اچونکي چې په هغو شرکتونو کې خاص اسهام لري، چې مالي ستونزې لري، نو د تجمع شوي او نه تجمع شوي خاص اسهامو ترمنځ توپیر بارز نه وي او یوازې غیر مادي بڼه لري. که چیرې په شرکت فشار راوړل شي، ترڅو پاتې شوي قرضې (arrearage) بیا تادیه کړي، بنایي چې شرکت تردې هم زیات کمزوري او ضعیف کړي. او د خاص اسهامو لرونکي ته بنایي دهغه څه نه، چې مفاد یې له لاسه ورکړي دي زیات ضرر ورسېږي. هروخت چې شرکت خپل نافعیت ترلاسه کړي (یانې زیات عواید ترلاسه کړي) نو بیا د پاتې شویو قرضونو (arrearage) بیا تادیه کول نه یوازې سهم لرونکي ته د اهمیت وړ دي، بلکې شرکت ته هم دخپل اصلاح شوي مالي حالت د څرگندولو په وجه اهمیت لري. د پاتې شویو قرضونو د بیا تادیه کولو یوه بڼه بیلگه د Unisys شرکت دی، چې په 1991 کال کې د خاص اسهامو مفاد وځنډول شول او په 1993 کال کې یې په مجموعي ډول 5.625 ډالره په یوه سهم تادیه کړل، چې لدې جملې څخه 3.75 ډالره د جاري 1993 کال لپاره او پاتې نور د پاتې شویو قرضونو لپاره و. یو ځل چې خاص اسهام نشر شي، شرکت ممکن هغه هیڅ وخت بیا راجمع نکړي، نو نوموړي اسناد دوامدار وي. دغه دوامدار کیدنه د اسنادو کیدای شي، یا گټه وي او یا گټه نه وي. ځکه شرکت مجبور ندی، چې دغه اسناد راجمع کړي، نو پدې اساس دغه شرکت مجبور ندی، چې ددغو اسنادو د خرید لپاره سرمایه تهیه کړي او شرکت کولای شي خپلې بیسې (پانگه یا Fund) کوم بل ځای سرمایه گذاری کړي (د بیلگې په ډول تجهیزات پرې خریداري کړي) لکن که چیرې شرکت وغواړي، دخپلې پانگې جوړښت ته تغیر ورکړي او خاص اسهام د قرض پواسطه تمویل، باندې تعویض کړي. پدې حالت کې شرکت کیدای شي د خاص اسهامو په راټولولو کې دستونزو سره مخامخ شي، شرکت به مجبور وي، چې د بازار څخه دغه خاص اسهام راوینسي او ددې لپاره چې شرکت سهم لرونکي د خاص اسهامو خرڅولو ته چمتو کړي. نو شرکت مجبور دی، چې د خاص اسهامو یو لوړ قیمت ورکړي. ترڅو ددې لپاره په خاص اسهامو باندې یو څه کنترول ولري. شرکت

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

کوشش کوي، چې د خاص اسهامو د خپرولو سره د بيا راگرځولو مشخصه (مشخصه برگشت) هم وراضافه کړي او پدې ترتيب شرکت ته دا اختيار ورکول کېږي، چې اسهام بيا راوښيي. (د بيلگې په ډول د Unisys) د تبديليدو وړ (Convertible) اسهام، چې پورته ذکر شول د بيا راښوول کيدو وړ دي، د اسهامو د بيا راگرځولو د مشخصې اصلي شرايط کېدای شي د هرځل خپريدو (Issue) پوري مختلف وي، خو عمومي مشخصات يې سره ورته دي او کيدای شي، چې لاندې مشخصات ولري:

- 1: د اسهامو د بيا اخیستلو تقاضا په شرکت پوري مربوط کېږي
- 2: د غوښتل شوي اسهامو قیمت معین (specified) وي
- 3: شرکت کيدای شي، چې د اسهامو د بيا راگرځولو جریمه تادیه کړي (د بيلگې په توگه د سهم د یوه کال مفاد)

4: وروسته له هغې، چې اسهام بيا راوگرځول شي، د راتلونکو مفادو ورکړه (پرداخت) يې ختمیږي يا له منځه ځي او دا ددې باعث کېږي، چې سهم لرونکي خپل اسناد تسليم کړي او له ځان سره يې ونه ساتي. ددې مشخصاتو څخه علاوه ځينې خاص اسهام جبري پرداختونه يا ورکړې لري، چې په دوراني ډول د هغو د راجمع کولو باعث کېږي. د بيلگې په توگه د ویرجینیا د برینسنا شرکت \$7.30 ډالري خاص اسهام د دغه شرکت څخه تقاضا لري، ترڅو په کال کې 15000 سهمونه په \$ 100 ډالري سهم دوباره را وښيي، چې دا ډول پرداختونه يا ورکړې، خاص اسهام د قرض د اسنادو سره مشابهت پيدا کوي. چې دغه د قرض اسناد دوامدارنه وي او بايد دوباره جمع اوري شي.

## د خاص اسهامو او د قرض د اسنادو مقایسه

### Preferred stock and bonds contrasted

څرنگه چې د خاص اسهامو لپاره ثابت مفاد ورکول (پرداخت) کېږي، نو دغه اسهام اصلاً د هغو پانگه اچوونکو لخوا خريداري کېږي، چې د ثابتو جاري عوایدو په لټه او هڅه کې وي. دا ځکه چې د خاص اسهامو لپاره ثابت مفاد پرداخت کېږي، نو پدې وجه د قرض د اسنادو په ډول تحلیل او ارزش يې سنجش کېږي. خو خاص اسهام دا وړد مهاله قرض سره توپیر لري او دا توپيرونه ډیر مهم دي، چې وروسته به ولیدل شي. لومړي دا چې د پانگه اچوونکي لپاره خاص اسهام د قرض د اسنادو په نسبت زیات له خطر ډک دي. د قرض اسناد د شرکت قانوني مسؤولیت یا قانوني قرضونه دي، که چیرې شرکت د مالي مشکلاتو سره مخامخ شي او ونه توانيږي، چې د قرض سود تادیه کړي او د قرض په مورد نور مسؤولیتونه اداء کړي، پدې صورت کې د قرض د اسنادو خاوندان کولای شي، چې شرکت محکمې ته کش کړي، ترڅو د قرض سود يې ورکړل شي او یا هم د شرکت د منحل کېدو هڅه وکړي، ترڅو د هغوی سرمایه تردې زیاته زیانمنه نشي او د هغوی د سرمایه حفاظت وشي. د خاص اسهامو خاوندان دا ډول قوت نلري. ځکه چې شرکت په قانوني ډول مکلف ندی، چې د خاص اسهامو مفاد ورکړي. علاوه لدې څخه قرضونه باید بیا راوگرځول شي، پداسې حال کې چې خاص اسهام کیدای شي دوامدار پاتې شي هر کله چې بیه لرونکي پانې دوامدارې وي، نو د هغه مبلغ چې پدغو پانو کې سرمایه گذاري شوی، دلاسته راوړلو (حاصلولو) یوازینی لاز داده، چې نوموړي خاص اسهام په یو بل مارکیټ کې تبادله یا خرڅ کړي. پانگه اچوونکي د شرکت څخه د بیه لرونکو پانو د بیا اخیستلو توقع نشي کولای. د خاص اسهامو د بازار د قیمت نوسانات د قرض د اسنادو په نسبت لوی وي. د دوامداره خاص اسهامو قیمت د هغه او وړد مهاله قرض اسنادو په نسبت، چې مالوم عمر ولري، زیات تغیر خوري (Fluctuate). دویم دا چې د خطر د تفاوت په اساس د خاص اسهامو او د قرض د اسنادو ترمنځ د بیا ورکړې تفاوت (Yield differential) د هغه څه نه، چې توقع يې کېږي، کوچني تروي. دغه کوچني تفاوت د سهامی شرکتونو پر عایداتو د مالیاتو د قانون په نظر کې نیولو سره توضیح کیدای شي. د شرکت د ترلاسه شوي عوایدو یوازې 30% سلنه مفاد د مالیه پر عایداتو طبقه بندی کې په 34% ردیف کې قرار لري. دا ډول سهولت ډیر زیات اهمیت لري. که چیرې د بیمې یو شرکت 100 \$ ربحه په لاس راوړي او 34 \$ مالیه ورکړي، نو خالصه ربحه به يې 66 \$ وي. او که چیرې نوموړی شرکت 100 \$ د بل شرکت څخه د خاص اسهامو مفاد ترلاسه کړي وي، نو یوازې 30 \$ به يې

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د مالیات پر عایداتو د مالیې د موضوع لاندې نیول شوي وي، یانې د \$ 30 مالیه به یې ورکړي وي او باقی \$ 70 د مالیې څخه خارج پاتې کېږي. یانې نوموړې شرکت به یوازې \$ 10.20 مالیه  $(30 \times 0.34) =$  مالیه ورکړي وي. او باقی \$ 89.80 به یې دمفادو په ډول ساتلي وي. ددې دلیل په بنسټ یوسهامي شرکت دپانګه اچونکي په ډول دخاص اسهامو رانیولوته داوردمهاله قرض داسنادوپه عوض ترجیح ورکړي. ددې غوراوي یا ترجیح (Preference) په سبب دخاصو اسهامو قیمتونه لوړېږي، چې په نتیجه کې دهغوی ترلاسه شوي عواید (عواید حاصله) کموالی کوي.

څرنگه چې انفرادي پانګه اچوونکي له دغو مالیاتي امتیازاتو څخه نه مستفید کېږي، هغوی دخاص اسهامو په نسبت دقرض اسنادو ته ترجیح ورکوي، چې دخاص اسهامو د عایدو په اندازه مفاد ورته راوړي او ددې ترڅنګ دخاص اسهاموپه نسبت دخطراتو په مقابل کې محفوظ هم دي. ددې لپاره چې پانګه اچوونکي دخاص اسهامو رانیولو ته تشویق شي، شرکتونه ځیني نور سهولتونه او امتیازات خاص اسهاموته ورکوي. دبیلګې په ډول په عام اسهامو باندې دخاص اسهامو دبدلیدلو امکانات. دخاص اسهامو او دقرض داسنادو ترمنځ دڅیړونکي سهامی شرکت له نظره، درېیم توپیر داده چې په قرض باندې ربحه دشرکت لپاره مالیه راکموونکي (Tax-deductible) مصارف بلل کېږي. پداسې حال کې دخاص اسهامو مفاد دانبیګنه (ګټه) نلري. دخاص اسهامومفاد دمالیاتو څخه وروسته دعوایدو څخه ورکول کېږي. دقرض داسنادو او خاص اسهامو ترمنځ دغه توپیر ددې شرکت دعام اسهامو لرونکو په عوایدو باندې تاثیراچوي. دنقدو پیسو دمنبع په صفت دخاص اسهاموپه عوض دقرض داسنادو استعمال د عام اسهامو دعوایدو دزیاتوالي سبب کېږي. که چیرې یو شرکت په نظر کې ونیسو، چې \$ 1,000,000 عملیاتي عواید لري (یانې هغه عواید چې مالیه اوربحه یې نه وي ورکړل شوي) اودغه شرکت \$ 100,000 عادي اسهامو نشرکړي دي. او دسهامی شرکتونو د 40% مالیات پر عایداتو په چوکاټ کې قرار لري. که چیرې دغه شرکت \$ 2,000,000 دقرض اسناد په 10% ربحې سره خپاره کړي وي، نو ددغه شرکت دعام اسهامو عواید عبارت دي له:

### د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

\$ 1,000,000	-----	د ربحې او مالیاتو څخه مخکې عواید
<u>200,000</u>	-----	ربح
800,000	-----	د مالیاتو څخه مخکې عواید
<u>320,000</u>	-----	40% مالیات
480,000	-----	خالص عواید
480,000/100,000=\$ 4.80	-----	د عام سهم عاید

که چیرې نوموړې شرکت د 10% مفادوپه ورکړې سره \$ 2,000,000 عام اسهام نشر کړي وي ،  
نوفی عام سهم عواید عبارت دي له:

\$ 1,000,000	-----	د ربحې او مالیاتو څخه مخکې عواید
<u>00</u>	-----	ربح
1,000,000	-----	د مالیاتو څخه مخکې عواید
400,000	-----	40% مالیات
600,000	-----	د خاص اسهامو د مفادو د توزیع څخه مخکې عواید
<u>200,000</u>	-----	د خاص اسهامو د مفادو د توزیع
400,000	-----	په عام اسهامو د توزیع وړ عواید
400,000/100,000=\$ 4.00	-----	د عادي سهم عواید

د خاصو اسهامو څخه استفاده د عامو اسهامو عوایدو د کمیدو باعث شویده. د عام اسهامو  
د عوایدو کموالی د قرض د اسنادو د ربحې داخیستلو له وجې ده، چې هغه ربحه د شرکت لپاره  
مالیه راکموونکي مصارف دي او د خاص اسهامو مفاد د شرکت لپاره مالیه راکموونکي  
مصارف ندي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### دخاص اسهامو تحليل Analysis of preferred stock

څرنگه چې خاص اسهام عايدزېرونکي سرمايگذاري ده، نو پدې اساس ده چې دخاص اسهامو تحليل اصلاً دشرکت دخاص اسهامو دپرداخت (ورکړې) په ظرفيت پوري مربوط ده. سره ددې په سهامي شرکتونو کې دمفادو توزيع په نهايي ډول په جاري عوايدو او دشرکت راتلونکو عوايدو ظرفيت په اساس سنجش کېږي. دخاص اسهامو مفاد بايد دکسی (نقدې پيسې) څخه تاديه ياورکړل شي. په هغه صورت کې چې شرکت په ضرر کې فعاليت کوي، بيا هم امکان لري چې دخاص اسهامو خاوندانوته مفاد توزيع کړي. خو که چيرې په کسه کې په کافي اندازه نقدې پيسې ولري، دخاص اسهامو نقدي مفاد دضرر او تاوان په صورت کې هم ورکول کېږي، ترڅو شرکت داسې وېنې چې ضرر يا تاوان موقتي وؤ او شرکت په مالي لحاظ قوي دی. دشرکت دمالي صورت حسابونو تحليل (لکه په مخکيني فصل کې مو مطالعه کړل) کولای شي دشرکت دسياليت حالت اونافعت يا مفيديت (profitability) روښانه کړي. څومره چې شرکت زيات سياليت اومفيديت لرونکی وي، په هماغه اندازه داسهامو دمفادو ورکړه يا پرداخت ډاډمن وي. پانگه اچوونکی تحليلولی شي، چې شرکت په څومره بڼه ډول دخاص اسهامو مفاديې (دخاص اسهامو دحاصل شوي عايد (Times preferred) (Dividend earned) دنسبت په واسطه پوره کړيدي اودغه نسبت عبارت ده له:

$$\frac{\text{Earning after Tax}}{\text{Dividends on preferred stock}} \quad \text{له مالياتو وروسته عوايد} \\ \text{دخاص اسهامو مفاد}$$

په هره اندازه چې دغه نسبت لوی وي، په هماغه اندازه دخاص اسهامو دمفادو توزيع ډاډمنه وي. د دقت وړ ده چې دغه نسبت دشرکت مجموعي عوايد څرگندوي. سره ددې چې دخاص اسهامو مفاد دمجموعي عوايدو څخه منفي کېږي، ترڅو دعام اسهامو عوايد باقي پاتې شي. بيا هم دشرکت ټول عوايد (مجموعي عوايد) په اول قدم کې دخاص اسهامو دمفادو دتوزيع لپاره پکاروړل کېږي.



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

یو بل شکل د نسبت د عواید پر خاص اسهامو Earnings per preferred share په نوم او په لاندې ډول سنجش کېږي:

Earnings after Tax	د مالیاتونه وروسته عواید
Number of preferred share outstanding	د نشر شویو خاص اسهامو شمیرې

په هره اندازه، چې دغه نسبت لوی وي، په همغه اندازه دمفادو ورکړه (د ټولو اسهامو لپاره) ډاډمنه وي. په هر ترتیب هیڅ له دغو نسبتونو څخه دانه څرګندوي، چې ایا شرکت دمفادو د توزیع لپاره کافي پیسې لري او که نه؟ دغه نسبتونه یوازې هغه عواید څرګندوي، چې د خاص اسهامو د حتمي جبران لپاره حتمي وي. دا چې د اهریو نسبت څرنگه سنجش کېږي، د لاندې ساده مثال پواسطه ښودل کېږي:

یو شرکت \$ 6,000,000 عواید لري او د 40% مالیه ورکولو په چوکاټ کې قرار لري. دغه شرکت \$ 1000,00 خاص اسهام نشر کړيدي او هر سهم ته \$ 5 مفاد ورکوي. د خاص اسهامو حاصل شوي عاید نسبت یې عبارت دی له:

$$\$7.2 = \frac{6,000,000 - 2,400,000}{500,000} \text{ د خالص اسهامو مفاد}$$

او د عاید خاص سهم عبارت دي له:

$$\$36 = \frac{6,000,000 - 2,400,000}{100,000} \text{ د خاص اسهامو شمیر}$$

دواړه نسبتونه په حقیقت کې مشابه نتایج بنایي. په لومړي نسبت کې د خاص اسهامو مفاد 7.2 چنده، د عوایدو پواسطه پوره کېږي (یانې 7.2:1 نسبت) په بل عبارت ترلاسه شوي عواید د عاید في خاص سهم مفادو څخه 7.2 چنده زیات دی. او په دویم نسبت کې د في خاص سهم عواید (36) د \$5\*7.2 د ضرب حاصل څخه تشکیل شوي دي.

## د پانگه اچوونکو د لید لوري څخه د خاص اسهامو زیانونه

Disadvantage of preferred stock From an Investor's prospective.

سره د دې چې اکثره خاص اسهام پانگه اچوونکي ته د عاید د ثابت جریان گټه وړاندې کوي، لکن د دې گټې په مقابل کې ضرر هم سرمایگنډاری ته متوجه کېږي. لکه نور ټول ثابت عاید لرونکي بیه لرونکي پانې، خاص اسهام هم پانگه اچوونکي ته د انفلاسیون په مقابل کې کوم محافظت نه ورکوي. هر وخت چې د انفلاسیون نرخ لوړېږي، د خاص اسهامو دمفادو د خرید حقيقي قوت راکمېږي. علاوه لدې څخه امکان لري د انفلاسیون په وجه د سود نرخ لوړکړي، چې داکار به د ټولو ثابت عاید لرونکو د بیه لرونکو پانې (د خاص اسهامو په شمول) د بازار ارزش ته کموالی ورکړي. نو بنآء د انفلاسیون لوړ نرخ له دوه طریقو څخه په خاص اسهامو ضربه واردوي، لومړی دا چې د خرید حقيقي قوت یې راتیټوي او دویم دا چې د اسهامو د بازار ارزش (Market value) راتیټوي.

(البته دغه زیان په ټولو ثابت عاید لرونکي اوږد مهاله بیه لرونکو پانې باندي تطبیق کېږي).

خاص اسهام په مارکیټ کې د نورو بیه لرونکو پانې په پرتله کمتر دادو ستن لري. د خاص اسهامو د ځانگړي قسم د خرڅلاو امکانات (Marketability) د هغه اسهامو د نشر په اندازه پوري اړه لري. زیاتره خاص اسهام د بیمې د شرکتونو لخوا او د تقاعد د ذخیره شویو پیسو په واسطه اخیستل کېږي. د خاص اسهامو باقیمانده بازار ډیر کوچني وي، نو ځکه د عرضه او تقاضا د قیمت تغیر په هغه اندازه نوسانات نه بڼي. دا موضوع کیدای شي د سرمایه گزار لپاره گټه یا مزیت وي، په هغه صورت کې چې بیه لرونکي پانې د ځان سره وساتي. هرکله چې سرمایه گزار د سهم اسناد خرڅ کړي (په یو لوړ قیمت) پدې صورت کې د خاص اسهامو لپاره دلچسپي کموالی پیدا کوي.

یوازې د انفلاسیون او خرڅلاو د امکاناتو کموالی په خاص اسهامو پوري تړلي ضررونه نه دي، بلکې ځیني نور ضررونه هم شته، چې مخکې په دې فصل کې ورته اشاره وشوه. خو په بنکاره ډول د ضررونو په ډول یې بیان ونشو، چې لدې جملې څخه د قرض د اسنادو په مقابل کې د خاص اسهامو د تیت موقوف څخه یادونه کولای شو، چې سرمایگزار باید پدې وپوهیږي، چې خاص اسهام د قرض د اسنادو په نسبت زیات خطر لرونکي دي. د بیلگې په توگه د زاپاتا (Zapata) سهامی شرکت په خپلو دوه ځله خپاره شویو خاص اسهامو باندي د مفادو توزیع قطع کړه، ولې د قرض د اسنادو سود یې تادیه کړ. دا چې یو له دغو اسهامو څخه غیر تجمعي (None cumulative) وي، نو ځکه د مفادو توزیع د تل لپاره له لاسه ورکوي. دویم زیان چې مخکې ورته

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

غیر مستقیمه اشاره هم وشوه داده، چې هغه حاصل مفاد چې خاص اسهامو ته ورکول کېږي، ممکن خاص اسهامو ته متوجه خطرونو سره انډول ونلري. د خاص اسهامو حاصله مفاد د قرض اسنادو د مفادو څخه ممکن لوړ نه وي، ځکه چې د خاص اسهامو په عوایدو باندې باید مالیه هم ورکړل شي. یوازې هغه 30% د خاص اسهامو مفاد چې یو سهامی شرکت یې پرداخت کوي او بل سهامی شرکت یې تر لاسه کوي، د سهامی شرکتونو مالیه پر عوایدو موضوع باندې قرار نیسي. دغه د مالیې مزیت د خاص اسهامو قیمت لوړ وي او په مقابل کې یې د خاص اسهامو حاصله عواید راټیټوي.

### عام اسهام Common stock:

سره د دې چې اسهام په قانوني ډول د مالکانو سرمایه تشکیلوي، خو د مالي موقعیت له پلوه د قرض سره مشابهت لري. پداسې حال کې چې عام اسهام اصلاً د مالکانو سرمایه ده. عام اسهام د سهامی شرکت پر دارائی او عوایدو باندې اخري یا وروستی ادعا لري. د سهامی شرکت د انحلال او افلاس په صورت کې د عامو اسهامو درلودونکي تر هغه انتظار کوي، ترڅو ټول دیون ورکړل شي او نورې ادعاوې رفع شي، لدې وروسته چې کوم څه باقی پاتې شي، د عامو اسهامو خاوند یې تر لاسه کوي. دغه پانګه اچونکي احتمالي

خطر ونه په غاړه اخلي او د سهامی شرکت په ملکیت پورې تړلي جایزې (Rewards) راټولوي او لاس ته یې راوړي. هغه پانګه اچونکي چې عام اسهام خریداري کوي، د سهامی شرکتو د مالکیت ټول حقوق تر لاسه کوي. په دغو حقوقو کې په شرکت کې دا رایې ورکولو حق هم شامل دی. سهم لرونکي مدیره هیئت (Board of Directors) انتخابوي او هغه (مدیره هیئت) بیا د سهامی شرکت مدیریت (یاني ادارې غړي) ټاکي. مدیریت (ادارې غړي) مدیره هیئت ته مسوول دي. او مدیره هیئت بیا پخپل وار سره د شرکت د سهم لرونکو په مقابل کې مسوولیت لري.

که چېرې سهم لرونکي متوجه شي، چې مدیره هیئت باکفایته دنده نه تر سره کوي (شرکت د اهدافو مطابق کار نکوي)، نو کولای شي یو بل هیئت وټاکي، ترڅو له دوی څخه نماینده ګي وکړي.

دا چې سهم لرونکي د سهامی شرکتونو ټوله اداره د دیموکراسۍ د پراښیپونو په اساس په لاس کې واخلي، دا په عمل کې امکان نه لري. ځکه چې سهم لرونکي د فاصلې له نظره جدا او لیري وي، پداسې حال کې چې د شرکت مدیریت او د مدیره هیئت د یوه واحد (Unit) په ډول کار

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کوي. او په زیاتو حالاتو کې مدیره هئیت د مدیریت (داداري غړي) سره مرستندوي ثابت کیدای شي. د موسساتي سرمایه گزارانو ناخپي وده (چې په هغه کې د تقاعد پلانونه او مشترکه فند (fund) شامل دي، د مدیریت او سهم لرونکي تر منځ د اړیکو د تغیر باعث شوي ده. د مالي او مورو متخصص مدیران اکثره وخت د سهامی شرکت په مدیره هئت او اداره باندې فشار راوړي، ترڅو سهم لرونکو ته لوړ عاید ورکړي. که چیرې د ادارې غړي پدې کار ونه توانيږي، نو مالي مدیران کیدای شي، د ادارې غړي تبدیل او تعویض کړي او یاداچې خپل شرکت په یوه بل شرکت باندې خرڅ کړي، چې هغه شرکت د هر سهم لپاره زیات عواید ورکوي.

د ادارې د غړو د تبدیل او تعویض او د شرکت عرضه کول یو بل شرکت ته – دا ګواښونه د شرکت مدیره هئیت او د ادارې غړي و دې ته هڅوي، چې هغه ستراتیژیکانې تعقیب کړي، کومې چې د سهامو ارزش لوړ بیايي. په عمومي ډول یو سهم لرونکی د هر سهم په مقابل کې، چې هغه (سهم لرونکی) یې لري، د رائي ورکولو یوازې یو حق لري او د رائي د ورکولو دوه لارې شته دي: د دغو دوو طریقو په منځ کې تفاوت د یوه مثال پذیرعه بڼه توضیح کېږي.

داسې فرض کړئ، چې یو سهامی شرکت (1000) نشر شوي اسهام لري او په مدیره هئیت کې پنځه (5) نفره غړي لري. د رائي ورکولو په عنعنوي طریقې سره هر سهم د سهم خاوند ته دا حق ورکوي، چې په مدیره هئیت کې د هرې چوکي (Seat) لپاره یوه انفرادي نفر ته رایه ورکړي. پدې سیستم کې که چیرې د اکثریت یو ګروپ په یو ځای سره رایه ورکړي، نو دا اقلیت ګروپ په دې نشي توانیدلای، چې په مدیره هئیت کې نمایندې ولري.

د بیلګې په ډول د سهم لرونکو 70% اکثریت ګروپ چې یوه کاندید ته 70% رایې ورکړي، نو د 30% سهم لرونکو اقلیت ګروپ کاندید د 30% رایو په وړلو سره په مدیره هئیت کې نمایندې کیدای نشي. د رائي ورکولو یو بل سیستم د تجمع شویو رایو (Cumulative Voting) په نوم ده، چې د اقلیت ډلې ته اختیار ورکوي، چې په مدیره هئیت کې خپل نمایندې ولري. د تجمع شویو رایو ورکولو سیستم لاندې، هغو سهم لرونکو چې په عنعنوي سیستم کې به یې د یوې رائي حق درلود، پدې سیستم کې جمعاً د پنځو رایو حق لري. (د مدیره هئیت د هرې څوکې له پاره یوه رايه). چې پدې سیستم کې یو سهم لرونکی کولای شي خپلې پنځه وارې رائي یوه کاندید ته ورکړي. (البته پدې صورت کې بیا سهم لرونکی د باقی مانده کاندیدانو لپاره، چې د مدیره هئیت د نورو څوکیو لپاره کاندید شويدي، رایه نشي ورکولای د 70% اکثریت به مجموعاً 3500 رائي لري (سهمونه 5\*700) او د 30% اقلیت به مجموعاً 1500 رائي لري (5\*300 سهمونه). او اقلیت ګروپونه کولای شي مشخصو کاندیدانو ته د یوه بلاک (Block) په ډول رایه

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ورکولو سره په مدیره هئیت کې نماینده ولري. د بیلګې په ډول د 30% اقلیت ګروپ دوه نفره کاندیدان او د 70% اکثریت ګروپ پنځه (5) نفره کاندیدان د مدیره هئیت لپاره نوموي، چې د دغو (7) نفرو څخه پنځه باید وټاکل شي. د اکثریت او اقلیت ګروپونو رایه اچونه به په لاندې ډول

صورت ونیسي:

اکثریت ګروپ کاندیدان	ورکړل شوي رایې
A	700
B	700
C	700
D	700
E	700
اقلیت ګروپ کاندیدان	ورکړل شوي رایې
F	750
G	750

د اکثریت ګروپ خپلې (3500) رایې په مساوي ډول خپلو پنځو 5 کاندیدانو ته اچولي دي او اقلیت ګروپ هم په همدې ډول (1500) رایې خپلو دوو (2) کاندیدانو ته ورکړيدي او پدې ډول اقلیت ګروپ توانيدلې، چې په مدیره هئیت کې دوه نمایندګان ولري. خو که چیرې د اکثریت ګروپ خپلې رایې څلورو (4) کاندیدانو ته د A څخه تر D پوري ورکړيدي، نو پدې صورت کې اخري کاندید E متضرر کېږي او یوازې 300 رایې E کاندید تر لاسه کوي او دا د یوې چوکۍ د لاسته راوړلو لپاره پوره رایې ندي، نو پدې ډول د اقلیت ګروپ بیا هم په مدیره هئیت کې یوه چوکي لاسته راوړي.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> د هغو اسهامو شمیر چې په مدیر هئیت کې د یوې خوکۍ د لاسته راوړلو لپاره ضروري دي، د لاندې معادلې څخه معلومیدلای شي.

$$s = \frac{v * p}{D + 1} + 1$$

پدې معادله کې (S) د مورد نظر اسهامو شمیره V د ټولو اسهامو شمیر، P په مدیره هئیت کې د علاقې وړ څوکیو تعداد، D د مدیره هئیت د غړو مجموعي شمیر. نو په پورتنی مثال کې کچیرې اقلیت ګروپ وغواړي په مدیره هئیت کې دوه غړي ولري، نو باید لاندې رایې لاسته راوړي.

$$s = \frac{1000 * 2}{5 + 1} + 1 = 334.5$$

دا چې اقلیت ګروپ 300 رایې په خپل اختیار کې لري نو کولای شي په مدیره هئیت کې یو نفر نماینده ولري.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

سره د دې چې د تجمع شویو رایو تقسیم (Cumulative System) اقلیت ګروپ ته په مدیره هئیت کې د خپل کاندید د شامیلولو امکان ورکوي. ولې که چیرې دغه اقلیت ډیر کوچنی دی، نو بیا دغه امکان له منځه ځي. که چیرې په پورتنی مثال کې اقلیت یوازې 15% وای، نو یوازې 750 رایې به یې درلودای اود 85% اکثریت به (4250) رایې درلودلې او اکثریت ګروپ پنځو 5 کاندیدانو هر یو به 850 رایې (4250/5=850) لاسته راوړي وي او د اقلیت ګروپ یوازینی کاندید ته به یې په 750 رایو باندې ماتي ورکړي وي. د دې لپاره چې اقلیتو نه په مدیره هئیت کې خپل نماینده ولري، باید دومره رایې ولري، چې د اکثریت ګروپ د یوه سیت (څوکۍ) د رایو څخه زیاتې وي.

### په نویو اسهامو باندې امتیازي حقوق Preemptive Right

ځینی سهم لرونکي د نویو اسهامو د اخیستلو امتیازي حقوق لري، تر څو په سهامی شرکت کې یو نسبي ملکیت تر لاسه کړي. که چیرې شرکت غواړي، په عمومي مشتریانو باندې نوي اسهام خرڅ کړي، نو دغه نوي اسهام باید لومړی د شرکت موجوده سهم لرونکو ته وړاندې شي، چې دغه د وړاندې کولو یا عرضه کولو حقوق Right Offering بلل کېږي. که چیرې سهم لرونکي غواړي، په شرکت کې خپل د مالکیت تناسب برقرار کړي، نو کولای شي له دغو حقوقو څخه په عمل کې استفاده وکړي. او نوي اسهام راوینسي. که چیرې سهم لرونکي لدې حقوقو څخه استفاده نکوي، نو کولای شي خپل امتیازي حقوق په کوم بل چا باندې، چې د اسهامو د اخیستلو خواهش لري، خرڅ کړي. د نویو اسهامو د اخیستلو حقوقو په لاندې مثال کې ښه تمثیل کیدلای شي:

که چیرې یوه سهامی شرکت 1000 عام اسهامو نشر کړي وي او یوه نفر سهم لرونکي (100) عام اسهام اخیستي وي، نو دغه سهم لرونکي په شرکت کې 10% ونډه لري. کله چې شرکت غواړي 400 نوي اسهام خرڅ کړي او سهم لرونکي د نویو اسهامو د اخیستلو حق هم ولري، نو دغه نوي اسهام باید لومړی موجوده سهم لرونکو ته وړاندې او وروسته له هغه ثالث اشخاصو ته وړاندې شي. هغه سهم لرونکي، چې له پخوا څخه په شرکت کې (100) سهمونه لري، د نویو اسهامو 40 سهمونه یا 10% د 400 څخه خریداري کولای شي. که چیرې سهم لرونکي (40) نوي سهمونه واخلي، نو په شرکت خپل مربوطه مقام یې یانې د ملکیت تناسب یې برقرار او ثابت پاتې کېږي. ځکه سهم لرونکي د نوي اسهامو د خرڅلاو څخه مخکې او وروسته 10% ملکیت لري.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

البته د نویو اسهامو د خرید حقوق د شرکتونو لپاره په ځینو حالاتو کې ضرور وي، که څه هم چې د دوی اهمیت اوس کم شوي ده. د عرضه کولو حقوق Rights Offering په بهرنیو هیوادونو کې ډیر عام دي. لکه بریتانیا UK، ځینو شرکتونو په خپلو قوانینو (By laws) کې تغیر راوړی دی، تر څو دغه د نویو اسهامو د اخیستلو حقوق ختم کړي. د بیلگې په توگه د (AT&T) شرکت د خپلو سهم لرونکو څخه وغښتل، چې له دغو حقوقو څخه تیر شي یا لاس ترې واخلي. دلیل یې دا وو، چې د شرکت په موجوده سهم لرونکو باندې د نویو اسهامو خرڅول د (Rights offering) له لارې ډیر قیمت وو، نسبت په عوامي مشتریانو باندې د تعهد اخیستلو له لارې. یانې په عوامو مشتریانو باندې د نویو اسهامو خرڅول البته د تعهد اخیستلو (Underwriting) له لارې ارزانه پریوځي.

خو هغو پانگه اچونکو چې په شرکت کې د خپل مربوطه موقف د برقرار ساتلو خواهش درلود، کولای یې شول، چې دغه نوي خپرې شوي ونډې (اسهام) خریداري کړي، او ټول سهم لرونکي د مصارفو د پس اندازه او د شرکت مدیریت (Management) ته د ورکړل شوي تغیر امکان (Flexibility) څخه گټه واخلي. زیاترو سهم لرونکو د ادارې غوښنه قبوله کړه او نویو اسهامو د امتیازي حقوقو څخه لاس پر سر شول. اوس (AT&T) شرکت مجبور ندی، چې عوامو ته نویو اسهامو د وړاندې کولو څخه مخکې خپلو موجوده سهم لرونکو ته نوي اسهام وړاندې کړي.

## د مفادو توزیع سیاست Dividend Policy

وروسته له هغه چې یو سهامی شرکت خپل مفاد لاسته راوړي، درهبري هټیت باید تصمیم ونیسي، چې لدغو مفادو سره څه وکړي. ایا دا مفاد ذخیره کړي او په شرکت کې د هر سهم لرونکي پانگه اچونه زیاته کړي. او که په نقدي ډول یې سهم لرونکو ته توزیع کړي؟. که چیرې مفاد په نقدي ډول ویشل کېږي، نو نقدي پیسې د شرکت څخه بهر جریان پیدا کوي. او که چیرې دغه مفاد په شرکت کې ذخیره شي، نو اداره کولای شي، پدغو نقدو پیسو باندې عاید زیروونکي دارائي واخلي او قرضونه پرې تادیه کړي. د دې لپاره چې د نقدو پیسو د توزیع یا نه توزیع اغیزې وینو، نو د شرکت په بیلابیلو سیت کې د مالکانو سرمایه د مطالعې لاندې نیسو. په زیاتره بیلابیلو سیتونو کې د مالکانو سرمایه د قرضونو او د ځنډول شویو مالیاتو (که چیرې وي) د اقلامو څخه وروسته لیکل کېږي. پدې برخه کې په بیلابیلو سیت کې درې اقلام وینو:

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

1- نشر شوي اسهام 2- اضافي تادیه شوي سرمایه (paid-in- capital) او 3- ذخایر یا نه ویشل شوي مفاد او 4- قلم (Entry) چې بیلانس کې راڅرګند شي، هغه زیرمه شوي اسهام (Treasury stock) دي، چې د شرکت لخوا خپل نشر شوي اسهام بیا اخیستل شوي وي. نشر شوي اسهام د شرکت لخوا د نشر شویو اسهامو مختلف ډولونه بڼیې او یوه نمونه یې په لاندې ډول دی:

عام اسهام (اسمي ارزش 1.0) ډالر، د 50,000 اسهامو اجازه  
او 35,000 اسهام نشر شويدي) 35,000

اضافي تادیه شوي سرمایه نقدې پیسې دي، چې د اسهامو د لومړي ځل خرڅلاو په وخت کې داسمي ارزش څخه اضافه شرکت ته تادیه کېږي. که چیرې د یوه سهم اسمي ارزش 1.00 ډالرو وي او په 5.00 ډالر خرڅ شي، نو 1.00 ډالر په عادي اسهامو کې او 4.00 ډالراضافي تادیه شوي سرمایه کې حسابېږي. که په پورتنی مثال کې ټول 35,000 اسهام په 5.00 ډالر خرڅ شي، نو داضافي سرمایه قلم پدې ډول دی:

اضافي تادیه شوي سرمایه  
140,000 ډالر

د عام اسهامو د قلم لاندې درېیم قلم د نه ویشل شویو مفادو (Retained Earnings) دی، چې دا قلم د شرکت د نه توزیع شویو مفادو څخه جمع شوي عواید څرګندوي. (که چیرې شرکت ضرر کړی وي، نو بڼایي دغه قلم منفي وي او پدې صورت کې دغه ذخایر جمع شوی کسر (Cumulative Deficit) بلل کېږي. او بل عبارت په غیر مستقیم ډول ویلای شو، چې د شرکت فعالیت په ضرر تمامېږي. ذخایر چې د شرکت نه توزیع شوي مفاد دي، د شروع څخه او د عام اسهامو او اضافي تادیه شوي سرمایه په څیر په شرکت کې سهم لرونکو د پانګې اچونې څرګندونه کوي. ځکه که چیرې مفاد توزیع کیدلای، نو سهم لرونکو به دغه مفاد تر لاسه کول. ذخایر یا پاتې شوي مفاد د شرکت په سرمایه ګزاری کې د سهم لرونکو د مرستو یوه برخه ده. که چیرې یوه شرکت د 234,000 ډالرو په اندازه مفاد ذخیره کړي وي، نو د بیلانس سیټ قلم یې په لاندې ډول دی:

نه ویشل شوي مفاد (پاتې مفاد) (Retained Earnings) 234,000 ډالر

او ددغه شرکت د مالکانو د سرمایه مکمل ارقام په لاندې ډول دي (په بیلانس شیت کې):  
عام اسهام (اسمي ارزش یې 1.00 ډالر، د 50,000 اسهامو جواز لري



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

35,000	او 35,000 اسهام يې نشر کړيدي
140,000	اضافي تاديه شوي سرمايه
234,000	نه ويشل شوي مفاد
409,000	د مالکانو د سرمايې مجموعه

د مالکانو سرمايې مجموعه د دريو اقلامو مجموعې څخه عبارت دی، چې په شرکت کې د سهم لرونکو مرسته يا اسهامو ښودنه کوي. د توجه وړ ده، چې نه د مالکانو مجموعي سرمايه او نه هم ذخاير د دارايي د قلم لاندې نه ليکل کېږي او هر يو له دغو اقلامو څخه نقدې پيسې هم ندي. خو پداسې حال کې چې شرکت ښائي چې نقدې پيسې او يا هم لنډ مهاله بيه لرونکي پانې، چې شېبه پيسې (Cash equivalents) هم ورته ويل کېږي، د ځان سره و ساتي او ذخاير د نقدو پيسو سره ورته ندي يا مترادف ندي. د مفادو توزيع په اضافي تاديه شوي سرمايه باندې تاثير نه اچوي، نو پدې اساس په لاندې ساده مثال کې اضافي تاديه شوي سرمايه نشته. په لومړي سر کې د شرکت بيلانس په لاندې ډول دی:

دارايي	قرضه او د مالکانو سرمايه
10000	3000 قرضونه
	4000 عام اسهام
	3000 نه ويشل شوي مفاد
10000 مجموعه	10000 مجموعه

د کال په جريان کې شرکت 1000 ډالر عوايد حاصل کړيدي. د مفادو توزيع سياست اغيزه د شرکت په بيلانس شپت باندې، په دې پوري اړه لري چې: 1 دغه عوايد توزيع کوي- 2 عوايد ذخيره کوي او زياته دارايي د هغو پواسطه تهيه کوي او يا دا چې 3 دغه عوايد ذخيره کوي او بيا قرضونه پري تاديه کوي.

د شرکت په بيلانس شپت د دغو دريو واړو متبادلو لارو (Alternatives) اغيزه په لاندې ډول ده:  
د 1000 ډالر مفادو لاسته راوړلو څخه وروسته د شرکت بيلانس شپت:

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

1.

دارايي	قرضونه او د مالکانو سرمایه	
10000	قرضه	3000
	عام اسهام	4000
	نه ویشل شوي مفاد	3000
10000 مجموعه	مجموعه	10000

2. د عوایدو ذخیره کول او هغه په عاید زیږدونکو دارایګانو کې سرمایه ګزاري کول:

دارايي	قرضونه او د مالکانو سرمایه	
11000	قرضه	3000
	عام اسهام	4000
	نه ویشل شوي مفاد	4000
11000 مجموعه	مجموعه	11000

3. د عوایدو ذخیره کول او هغه د قرضونو د تادیه کولو لپاره استعمالول:

دارايي	قرضونه او د مالکانو سرمایه:	
10000	قرضه	2000
	عام اسهام	4000
	نه ویشل شوي مفاد	4000
10000 مجموعه	مجموعه	10000

لکه څنګه چې د پورته لومړي 1 حالت څخه څرګندېږي، چې که چېرې عواید په نقدي ډول توزیع شي، نو د شرکت د مالکانو سرمایه زیاتوالی نه کوي. که چېرې د شرکت اداره وغواړي په اضافي دارائی کې سرمایه ګزاري وکړي، نو مجبور دی، چې نورې ممکنه مالي منابع د ځان لپاره ولټوي.

دغه پیسې چې شرکت ضرورت ورته لري کیدای شي، چې قرض شي او پدې سره د شرکت مالي خطرات هم زیاتېږي. او یا هم کیدای شي شرکت د ضرورت وړ پیسې د نویو اسهامو د نشرولو له

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

لاړې لاسته راوړي، خو دا منطقي نده چې له یوې خوا د مفادو توزیع صورت نیسي او له بلې خوا د نویو اسهامو خپریدل صورت نیسي، ترڅو د مالکانو سرمایه په شرکت کې زیاته شي. د عوایدو ذخیره کول کیدای شي عین ډول اغیزې ولري، کومې چې نوي اسهام لري. او دا گټه لري چې په هغو مصارفو کې چې د نویو اسهامو د خرڅلاو په عرض صورت نیسي، صرفه جوړي رامنځته کېږي.

په دویم او درېیم حالت کې شرکت ټول عواید ذخیره کېږي. په دویم 2 حالت کې ذخایر د اضافي دارائی د رانیولو په عرض او په درېیم 3 حالت کې ذخایر د قرضونو ورکړې (پرداخت) په عرض استعمال شوي دي. کم شرکتونه خپل حاصل شوي عواید د مفادو په صفت خپلو سهم لرونکو ته توزیع کوي او زیاتره شرکتونه حاصل شوي عواید د مفادو په صفت سهم لرونکو ته هیڅ نه توزیع کوي. څرنگه چې سهم لرونکي د شرکت مالکان دي او د عوایدو مستحق دي. نو پوښتنه دلته پیدا کېږي چې: سهم لرونکي څه غواړي؟ د دوی لپاره څه شی بهترین دي، په شرکت کې اضافه سرمایه گزاري او که نقدي مفاد؟ دا پوښتنه داسې مالومېږي، چې ځواب ورکول اسانه دي. خو په حقیقت کې ځواب یې اسانه ندی. اکثره وخت مختلف سهم لرونکي، چې د اسهامو مالکان دي، د نقدي مفادو په لټه کې وي او ځیني نور سهم لرونکي د خپلي سرمایې دارزش د زیاتوالي په لټه کې دي.

د مفادو د توزیع په اړه پریکړه په مدیریت (Management) پوري مربوطه بنکاري، ځکه چې مختلفو مشتریانو ته خدمات ترسره کوي. مقصد دا ده چې مشتریان (سهم لرونکي) څه غواړي او دا غوښتنه څه ډول رفع کیدای شي. متقاعدین (Retirees) د اضافه عوایدو په لټه کې دي (د مفادو توزیع غواړي). په شرکت کې د متقاعدینو د پیسو مدیران، امانتي فونډ او نور د شرکت سهم لرونکي کیدای شي د مفادو توزیع ته د سرمایې د ارزش زیاتوالي په نسبت ترجیح ورکړي. خو نور پانگه اچوونکي چې جاري عواید لري کیدای شي د سرمایې د ارزش زیاتوالي ته د مفادو د توزیع په نسبت ترجیح ورکړي. او د سرمایې د ارزش څخه هر وخت چې ضرورت شي استفاده کولای شي. که چیرې د ادارې غړي وتوانېږي، چې تشخیص کړای شي، چې له دغو گروپونو څخه کوم یو د شرکت اصلي او عمده سهم لرونکی دی. پدې صورت کې د مفادو توزیع پالیسي شاید داسې طرحه شي، چې د دغه عمده گروپ ضرورتونه رفع کړای شي. په حقیقت کې د مفادو د توزیع او یا د مفادو د ذخیره کولو پریکړه په دومره اندازه سره مهمه نده. که داسې فرض شي، چې د کال په شروع کې د سهم یو سند په (\$100) په خرڅلاو رسیږي او یو نفر (100) اسهام په (\$10,000) اخلي، چې د کال په جریان کې شرکت د هر سهم په سر (\$10) عواید لاسته راوړي. د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

شرکت د عوایدو زیاتیدو په نتیجه کې د اسهامو ارزش لوړیږي یانې (\$110) او د پورته ذکر شوي شخص د اسهامو ارزش (\$11,000) ته رسیږي. که چیرې نوموړی شرکت مفاد توزیع کوي، نو نوموړی شخص (سهم لرونکی) د \$1,000 (\$10 \* 100 اسهام) عواید لاسته راوړي. خو د مفادو په توزیع سره د اسهامو ارزش کمیږي او بیا خپل اصلي ارزش (\$100) ته راټیټیږي، پانگه اچوونکي نه سرمایې ته زیاتوالی ورکوي او زیان (ضرر) کوي او د خپلې سرمایه گزاری څخه 10% عاید لاسته راوړي. (یانې \$1,000 مفاد د سرمایې په مصارفو باندې تقسیميږي). که داسې فرض شي، چې شرکت مفاد نه توزیع کوي او سرمایه گزار نقدو پیسو ته ضرورت لري، نو سرمایه گزار کولای شي (9) سهمو نه خرڅ کړي او \$990 (9 اسهام \* 110) لاسته راوړي. البته پانگه اچونکی اوس هم (91) اسهام به اختیار کړي، چې مجموعي قیمت یې (\$10010) دی. د \$10 د تفاوت به انتشار سره، چې د اسهامو د برخو (Fraction) د خرڅولو نه توان موندلو څخه په وجود راځي او د سهم لرونکي هماغه موقف ده، چې د مفادو د توزیع په صورت کې یې درلود. په دغو دواړو حالاتو کې پانگه اچونکی \$1000 نقدې او د \$10000 په ارزش اسهام لري.

د دغو توضیحاتو څخه څرگندیږي، چې د شرکت د مفادو د توزیع د سیاست په وجه د سهم لرونکي موقف نه متاثر کېږي. بناءً د مفادو د توزیع سیاست د سهم لرونکو لپاره بې اهمیته ده. خو داسې حالات شته چې د مفادو د توزیع په سیاست باندې تاثیر لري. د تصمیم نیولو په ساحه کې چې سرمایه گزاران او د ادارې غړي یې نیسي د مفادو د توزیع سیاست بې اهمیته دی. د انتقالو مصارف (Transaction Cost) لکه د بیه لرونکو پاڼو د پیرلو او پلورلو (buy and sale) کمیشن، یا د نویو بیه لرونکو پاڼو د پیرلو او پلورلو څخه د پانگه اچونې بانکونو فعالیتونه، مالیات او نقدو پیسو ته د شرکت ضرورت د شرکت د مفادو د توزیع په سیاست باندې اغیزه اچولی شي.

## دانتقالاتو د مصارفو اغېز Impact of Transaction Cost

که چیرې یو پانګه اچوونکی مجبور شي، چې د خپلو اسهامو یوه برخه خرڅه کړي، نو دا په خپله په نقدي ډول د مفادو د توزیع لپاره یو دلیل دی. د (9) سهمو نو خرڅول د مصرف د تاثیراتو له نظره نه مالومیږي. د خرڅلاو په معامله کې کمیشن او مزد د خرڅلاو د مصارفو د عمده برخې بنودنه کوي. لدغو مصارفو څخه هغه وخت مخنیوی کیدای شي، چې سهم لرونکی مفاد په نقد ډول تر لاسه کړي. که چیرې د شرکت ادارې مفاد په نقدي ډول توزیع کړي وي او بیا وروسته د شرکت د سرمایې د تهیه کولو له پاره د نویو اسهامو نشرولو او خرڅولو ته مجبور شي، نو پدې صورت کې شرکت باید د سرمایه گزاری د بانک فیس او اجرت تادیه کړي. لدغو مصارفو څخه مخنیوی کیدلای شوی، که چیرې د مفادو د توزیع په عوض ذخایر او نه ویشل شوي مفاد رامنځته شوي وای.

دغه ډول د انتقالاتو مصارف د مفادو د توزیع د رد یا تائید لپاره کوم دلیل نه جوړیږي. که چیرې د شرکت عمده سهم لرونکي د مفادو د توزیع غوښتنه ولري، نو پدې صورت کې د مصارفو خالصه صرفه جوائی (البته د سهم لرونکو لپاره) د مفادو په توزیع کې او د نویو اسهامو نشرول منځته راتللی شي. هغه سهم لرونکي چې اضافي اسهام غواړي، کولای شي، چې دغه نوي اسهام واخلي، چې پدې صورت کې دوی د مصارفو متحمل کېږي. او که چیرې د شرکت عمده سهم لرونکي په شرکت کې د سرمایې د زیاتوالي غوښتونکي وي، نو پدې صورت کې په حاصله عوایدو کې کولای شي د مصارفو خالصه صرفه جوئې په وجود راوړي. او سهم لرونکي چې د نقدي پیسو غوښتنه کوي، کولای شي د خپلو سهمونو یوه برخه په خرڅلاو ورسوي او پدې حالت کې د رامنځته شویو مصارفو متحمل کېږي.

## د مالیه گزاری اغیز : Impact of Taxation

مالیات په مالي تصمیمونو باندې لوی او عمده تاثیرات لري او د مفادو توزیع سیاست هم له دغې قاعدې څخه خارج ندی . هغه مخکنی مثال چې په هغه کې سهم لرونکي یا نقدي مفاد لاسته راوړل او یا یې د نقدو پیسو د لاسته راوړلو لپاره د خپلو اسهامو یوه برخه خرڅوله، په نظر کې نیسو. د اسهامو څخه لاسته راغلي مفاد د دولت د مالیات پر عایدات د موضوع لاندې دي، پداسې حال کې چې د بیه لرونکو پانزو د خرڅلاو څخه لاسته راغلي مفاد د دولت د مالیات پر د سرمایې په سود موضوع لاندې دي. هر کله چې دغه دوه ډوله مالیات تفاوت سره ونلري، نو پدې صورت کې د مفادو د توزیع په مورد کې مالیات د بحث لاندې نه نیول کېږي. په 2002 کال کې بنایي پر عوایدو د دولتي مالیې نرخ د اسهامو د عوایدو لپاره تر 38.6% پورې وي، پداسې حال کې چې سرمایې په سود باندې د مالیې نرخ (په هغه صورت کې چې دغه سهم د یوه کال څخه زیات وخت لپاره وساتل شي) تر 20% پورې وو. دغه ډول مالیه گزاری د سرمایې د سود په گټه او د اسهامو د مفادو په ضرر تمامیږي. حتمی که چیرې د اسهامو په مفادو او سرمایې په سود باندې یو ډول (مساوي) مالیه وضع شوي وای، بیا هم د سرمایې د سود د وړاندې والي (تقدم) لپاره دلایل موجود دي. د اسهامو مفاد د توزیع په وخت کې د مالیې لاندې نیول کېږي او د سرمایې سود تر هغه وخت پورې ځنډ یدلای شي، چې تر څو اسهام خرڅ شي. که چیرې یو سهامی شرکت عواید ذخیره کوي او شرکت وده (رشد) کوي، او په نتیجه کې یې د اسهامو ارزش لوړوالي پیدا کوي، سهم لرونکي تر هغه وخته مالیه نه تادیه کوي تر څو چې یې اسهام خرڅ کړي نه وي او سرمایې د سود (د اسهامو د قیمت لوړوالي) څخه یې استفاده نه وي کړي. حتی که چیرې د سرمایې سود څو کالو څخه وروسته تر لاسه شي او د اسهامو د مفادو سره یو شان د مالیې لاندې ونیول شي، د مالیاتو د ځنډ ولو امکان سهم لرونکي ته اجازه ورکوي، چې مرکبې ربحې څخه گټه واخلي. دا لاندې مثال څرگندوي، چې پر عایداتو مالیات د مرکبې ربحې لرونکو ذخیره شویو عوایدو لپاره د دلچسپې وړ گرځي. په دغه مثال کې داسې فرض شویده، چې سهم لرونکي پر عایداتو مالیات په 28% چوکاټ کې قرار لري او 1000 ډالر یې په یوه شرکت کې پانگه اچونه کړیده. شرکت د مالکانو د سرمایې څخه 10% عواید لاسته راوړي.

د A حالت (Case-A) په شرکت کې د عوایدو د ذخیره کول او د شرکت د سهم لرونکو د سرمایه گزاری وده او رشد تمثیلوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د سهم لرونکي	ذخیره شوي عواید	عواید	سرمايه گزاري
100.00	100.00		کال 1 1,100.00
110.00	110.00		کال 2 1,210.00
121.00	121.00		کال 3 1,331.00
133.10	133.10		کال 4 1,464.10

په لومړي کال کې شرکت د سهم لرونکي لپاره 100 ډالر يانې (0.1\*1000) عواید لاسته راوړي او دغه عواید په شرکت کې ذخیره کوي. نو پدې اساس د سهم لرونکي سرمايه 1100 (1000+100) ته لوړيږي. له څلورو کالونو څخه وروسته د سهم لرونکي سرمايه 1,464.10 ډالرو ته لوړيږي. که چيرې دغه اسهام په 1,464.10 ډالر خرڅ شي، نو سهم لرونکي د 464.10 ډالرو په اندازه د سرمايې سود يانې (1,464.10 - 1000) چې دغه عايد د 20% ماليه پرايډات لاندې نيول کېږي. سهم لرونکي د 464 عايد څخه 92.80 ډالر ماليه تاديه کوي (0.2\*464) او مالياتو څخه وروسته 371.90 ډالر خالص عواید لاسته راوړي. په B حالت کې شرکت کالني عواید په نقدي ډول توزیع کوي. څرنگه چې پدې حالت کې عواید نه ذخیره کېږي. نو شرکت هر کال 100 ډالر عواید لاسته راوړي او توزیع کوي يې. سهم لرونکي بيا په شخصي عوایدو 28% ماليه تاديه کوي او 72 ډالر خالص عايد لاسته راوړي.

### د B حالت ، ابتدائي سرمايه 1000 ډالر

عواید	نقد توزیع شوي عواید	په عايداتو ماليات	د مالياتو وروسته عواید	د سهم لرونکي سرمايه گزاري
کال 1 100	100	28	72	1000 ډالر
کال 2 100	100	28	72	1000
کال 3 100	100	28	72	1000
کال 4 100	100	28	72	1000

288

له څلورو کالو څخه وروسته سهم لرونکي به (400 ډالر) د مفاود د نقدي توزیع څخه لاسته راوړي وي او د 112 ماليې د تاديه کولو څخه وروسته يې خالص عواید 288 ته رسېږي. او دغه 288

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د 371.90 څخه کم دي. چې د A حالت کې خالص عواید لاسته راغلل چې په لومړي حالت کې عواید ذخیره کیدل، مالیات ځنډیدل او د مرکبې ربحې سنجش کیده. د A او B حالتونه څرګندوي، چې د مرکبې ربحې او د توزیع شویو مفادو او اوږدمهاله سرمایې سود باندې د مالیې توپیر په وجه د مفادو د نقدي توزیع په نسبت د عوایدو ذخیره بهتره او ګټوره ده.

د سهم لرونکي د مالیاتو څخه وروسته عوایدو توپیر کیدای شي، چې کوچنی وي، که چیرې سهم لرونکي خپل نقدي مفاد په کوم بل ځای کې سرمایه ګزاري کړي وي، او د شرکت د نه ویشل شویو عوایدو په نسبت یې زیات عواید لاسته راوړي وي. د سرمایه ګزار لپاره غوره ده چې د شرکت څخه مفاد په نقدي ډول تر لاسه کړي، که چیرې لدغو نقدو پیسو څخه د استفادې امکان په بل ځای کې داسې وي، چې د هغو څخه لاسته راغلي عواید یې د مالیاتو د ځنډولو د مزیت او د سرمایې د اوږدمهاله سود د مالیاتو د نرخ په نسبت لوړ وي. خو اکثریت پانګه اچوونکي کیدای شي دا ډول د سرمایه ګزاري فرصتونه ونلري، نو پدې صورت کې د شرکت له پاره او هغو سهم لرونکو له پاره چې د سرمایې د زیاتوالي په لټه کې دي، غوره ده چې عواید په شرکت کې ذخیره کړي.

### نقدو پیسو ته د شرکت په ضرورت باندې اغیز

#### :Impact of the Firm's Need for Cash

مخکنیو توضیحاتو دا اوبنوده، چې د انتقالو مصارف (Transaction Cost) او مالیه ګزاري د شرکت د مفادو توزیع سیاست باندې کیدای شي اغیزه وکړي، او نقدو پیسو ته د شرکت په ضرورت هم شاید اغیزه ولري. د مثال په توګه په 15 څپرکي کې د نقدو پیسو بودیجه (Cash Budget) به دا څرګنده کړي، چې د کال په اوږدو کې نقدو پیسو ته د شرکت ضرورت تغیر خوري (نوسان کوي). د نقدو پیسو په ضرورت کې دا ډول تغیرات د شرکت د مفادو د تادیه کولو په ظرفیت باندې اغیزه کوي. که چیرې د شرکت اداره مجبوره شي، چې په داسې وخت کې مفاد توزیع کړي، چې نقدي پیسې په لاس کې نلري، نو شرکت مجبورېږي، چې نقدي پیسې قرض کړي. د شرکت اداره کیدای شي یوازې د مفادو د تادیه کولو لپاره د پیسو د قرضولو سره مخالفت وکړي. ځکه دا ډول قرضونه د ربحې د تادیه کولو او د اصلي قرض د بیا د تادیه کولو



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

اړتیا لري. نو پدې اساس نقدو پیسو ته د شرکت په ضرورت کې تغیرات کولای شي د نقدو پیسو د توزیع په علاقمندي او همدارنگه د شرکت د مفادو توزیع کولو په ظرفیت باندې اغیزه وکړي. د دوراني یا نوساني صنعت (Cyclical Industry) شرکتونه هم همدا ډول مشکلات لري بدون له هغو شرکتونو څخه، چې په اوږده مهال کې یې توسعه کړیده. دا ډول شرکتونه اصلاً په هغو صنعتونو کې وي چې د سرمایوي اجناسو (لکه د ماشینونو او تجهیزاتو تولید) او یا دوامداره استهلاکي اجناس (لکه موټرونه او ساختمانونو) په تولید کې مصرفوي. دا ډول شرکتونه په خپلو عوایدو کې د نوساناتو سره مخامخ کېږي، چې دا کار هم د شرکت د لاسته راوړل شویو عوایدو د توزیع په ظرفیت باندې او هم ذخیرو ته د شرکت په ضرورت باندې ته اغیزه کوي.

د اقتصادي رونق (Economic prosperity) په دوران کې د شرکتونو عواید د پراخوالي میلان لري، چې دا کار د لوړو عوایدو د توزیع اجازه ورکوي. او په دې حالت کې د شرکت اداره د لاسته راغلو عوایدو ذخیره کولو ته ترجیح ورکوي. ترڅو د اقتصادي کساد او سستي (Showdown and stagnation) یانې د سستوالي او پرمختګ نه کولو په دوران کې د شرکت سره مالي مرسته وکړي. د اقتصادي رکود او سستوالي په دوران کې د شرکت عواید کیدای شي په کلکه توګه کموالی وکړي. او یا هم کیدای شي شرکت په ضرر او زیان سره فعالیت وکړي. که چیرې شرکت مخکې عواید ذخیره کړي وي، نو د دغه شرکت د فعالیت د نه کولو یا په ټپه ودریدو (Stagnation) ظرفیت به لوړوي.

انفلاسیون هم د مفادو د توزیع په سیاست باندې اغیزه لري. څرنگه چې د ماشین الاتو او تجهیزاتو مصارف د انفلاسیون په وخت کې لوړوالی کوي، نو شرکت زیات مالي منابعو ته اړتیا لري، ترڅو د هغه په واسطه یې زاړه شوي دارائي تعویض کړي. دا باید په یاد ولرو، چې د زرو ماشین الاتو تعویض د شرکت د عملیاتو او فعالیتونو د پراخوالي او توسیعي په مانا نه ده. انفلاسیون په دې مانا ده چې شرکت باید ډیر مصارف وکړي، ترڅو موجوده فعالیت برقرار وساتي. دا ډول مصارف د تمویل (د سرمایې د تهیه کولو) ایجاب کوي او د عوایدو ذخیره د دغه ډول تمویل یوه سرچینه او منبع ده. البته که چیرې دغه شرکت خپل عواید د مفادو د توزیع لپاره کارولي وي، نو بیا شرکت مجبورده، چې د تمویل نورې منابع پیدا کړي، ترڅو دغه له کاره لویدلي (استهلاک شوي) ماشین الات او تجهیزات تعویض کړي.

په مخکینیو بحثونو کې ذکر شوه، چې داسې یوه بې مثاله (unique) د مفادو توزیع سیاست نشته چې ټول شرکتونه یې په کار واچوي. د اسهامو د خرڅلاو د مصارفو د صرفه جویی (کمیشن

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

او اجرت) دا توضیح کوي، چې یو سرمایه گزار ولې نقدو پیسو ته د سرمایې د سود د زیاتوالي په نسبت ترجیح ورکوي. نور دلایل لکه د سرمایې د سود د مالیاتو ځنډول (Deferring) دا توضیح کوي، چې یو انفرادي سرمایه گزار ولې د عوایدو ذخیره کولو ته ترجیح ورکوي. همدارنګه داسې دلایل شته لکه د سرمایګزاري د فرصتونو موجودیت یا نقدو پیسو ته د شرکت ضرورت، دا څرګندوي چې د شرکت اداره ولې د عوایدو ذخیره کولو ته ترجیح ورکوي.

که چېرې شرکت دسهم لرونکو د شتمنی (wealth) د اعظمي کولو په هڅه کې وي، نویدې حالت کې د مفادو د توزیع سیاست اساساً پدې پورې اړه لري، چې څوک له نقدو پیسو څخه بهتره استفاده کولای شي، سهم لرونکي او که شرکت. د شرکت اداره شاید دسهم لرونکي د نقدو پیسو د استعمال د متبادلو لارو (alternative) څخه مالومات ونلري او یادا چې د نقدو پیسو څخه دسهم لرونکي د استفاده کولو د امکاناتو څخه سترګې پټې کړي. اوپریکړه وکړي چې عواید په شرکت کې ذخیره کړي. هغه سهم لرونکي، چې د شرکت د مفادو د توزیع سیاست نه خوښوي کولای شي خپل اسهام خرڅ کړي او هغه سهم لرونکي چې د شرکت د مفادو د توزیع سیاست څخه خوښ وي کولای شي، چې اضافه نورا سهام هم واخلي. که چېرې داسهامو خرڅوونکي داخیستونکو علاقیت په نظر کې ونیسي او د ذخیرو د زیاتیدو په عوض عواید په نقدي ډول توزیع کړي.

### د نقدو مفادو توزیع Cash Dividends

د مفادو د توزیع سیاست په دې پوښتنې پورې ارتباط پیدا کوي، چې څومره اندازه لاسته راوړل شوي عواید باید توزیع شي. هغه شرکتونه چې مفاد په نقدي ډول توزیع کوي، داسې یو سیاست لري چې سهم لرونکو ته په ښکاره ډول بیان شوي وي او یا په غیر مستقیم ډول ورپېژندل شوي وي. هره کله چې یو امریکایي شرکت نقدي مفاد تادیه کوي، نو د الر مبلغ به یې اکثراً ثابت او له مخکې نه مالوم وي. د عوایدو هغه برخه چې په نقدي ډول توزیع کېږي، د پرداخت د نسبت (Payout Ratio) په واسطه اندازه کېږي. اودغه نسبت عبارت ده له نقد مفاد تقسیم پر د هر سهم لاسته راغلي عاید څخه دی. که چېرې د مفادو توزیع د ډالرو اندازه ثابت وي، نو د عوایدو د نوساناتو سره به د پرداخت نسبت هم متغیر او نوسان لرونکي وي. په عوایدو کې د نوساناتو په نظر کې نیولو سره د نقدو مفادو د استقرار (ثبات) دا مفهوم افاده کوي، چې د ذخیره شویو عوایدو مبلغ متغیر و او د شرکت ادارې تصمیم نیولی ده، چې د توزیع شویو مفادو د استقرار لاسته راغلو عوایدو د قیمت د منظم زیاتوالي څخه لاسته راوړي. امریکایي شرکتونه، چې په نقدي ډول مفاد توزیع

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کوي، په منظم زیاتوالي او ربه وار (د هرې میاشتې وروسته) ډول یې توزیع کوي. یوکم شمیر شرکتونه دي، چې مفاد په میاشتني ډول توزیع وي لکه (Winn-Dixie) او په ځیني میاشتو یا دولسو (12) میاشتو کې توزیع کېږي، نو د ډالرو مبلغ هم کم وي. یانې ددې په عوض چې په میاشت کې د هر سهم په سر (2.5) سینټه (cent) توزیع کړي، په کال کې هر سهم ته (10) سینټه توزیع کوي. چې دا په خپله دمفادو د توزیع مصارف راکموي. په داسې حال کې چې اکثریت شرکتونه شته، چې په ربه وار ډول دمفادو د توزیع سیاست څخه استفاده کوي. خو په عمل کې ځیني نور سیاستونه هم موجود دي. ځیني شرکتونه په ربه وار ډول (quarterly) مفاد د اضافاتو (extras) سره یوځای توزیع کوي. د مثال په توګه د (Chicago Rivet) ماشین جوړولو شرکت په هرودریو میاشتو کې فی سهم (\$1.18) مفاد ورکوي. علاوه لدې څخه د کال له اخر کې، که چېرې دغه شرکت بڼه مالي مال درلود، نو سهم لرونکو ته اضافي مفاد هم ورکوي. چې په 2001 کال کې یې (\$0.25) فی سهم اضافي مفاد توزیع کړي دي. دا ډول سیاست دهغه شرکت لپاره چې په نوساني یا دوراني (Cyclical Industry) صنعت کې فعالیت کوي، غوره او مناسب ده. ځکه چې عواید یې نوسانات لري (تغیر خوري) او شرکت کېدای شي د ربه وارو (Quarterly) مفادو په منظم ډول برقرار ساتلو کې د سخت فشار لاندې راشي. د ثابت او مالوم مقدار نقدو مفادو په توزیع اوبه بڼو او عالي کالونو کې اضافي عوایدو په لرلو سره، یو شرکت توانیدلای شي، چې ثابت تادیات برقرار وساتي او اضافي عواید په مناسب وخت کې تادیه کړي. ځیني شرکتونه غیر منظم نقدي مفاد توزیع کوي او د نقدو مفادو د توزیع اندازه مالومه نه وي. د مثال په توګه ددې لپاره چې د مالیاتو د مزیت برقرار وساتي. د ځمکو او کورونو معامله کوونکي شرکتونه (Real Estate Investment Trusts) د قانون د غوښتنې په اساس باید خپل عواید توزیع کړي. څرنگه چې دغه عواید نوسانات لري (تغیر خوري)، نو د نقدي مفادو د نوساني کیدلو (تغیر خوري) سبب ګرځي. د بېلګې په توګه د BRT په نوم د ځمکو معامله کوونکي شرکت یا (BRT Realty Trust) 1988 کال کې \$2.43 مفاد، په 1990 کال کې \$1.46 مفادو توزیع کړي او په 1995 کال کې یې هیڅ مفاد نه دي توزیع کړي، ځکه به شرکت په تاوان (ضرر loss) کې و. د عوایدو په زیاتیدو سره سمدستي شرکت کولای شي خپلو نقدي مفادو ته زیاتوالي ورکړي. سره ددې چې د عوایدو په زیاتیدو سره سمدستي د نقدو مفادو د توزیع زیاتوالي سره مخالفت هم موجود وي. شرکت هغه د وروسته پاتې والي سره مخامخ کېږي، چې د عوایدو په کمیدو سره اداره (اداري غړي) د نقدو مفادو د توزیع د کموالي سره مخالفت کوي اداره په بنکاره ډول ویرېږي، چې د نقدو مفادو توزیع به د شرکت په مالي کمزورتیا باندې تغیر شي. د نقدو مفادو دنه کمولو اراده (قصد) ادارې ته ددې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

میلان نتیجه شویده، چې یوازې په هغه وخت کې دمفادو توزیع ته زیاتوالي ورکوي، کله چې ورته مالومه شي، چې د عوایدو لوړه سطحه لاسته راوړلای شي. سهم لرونکو ته دمفادو توزیع وخت نسبي. په لومړي قدم کې دمفادو د توزیع په اړه د شرکت مدیره هیئت غونډه لري. که چیرې دوی (مدیره هیئت) په نقدي ډول دمفادوپه توزیع سره صلاح شول، نودوه مهم تاریخونه ټاکي. لومړی تاریخ دا تعینوي، چې څوک نقدي مفاد لاسته راوړي. په یوه مشخصه ورځ د شرکت د مالکیت کتابونه بندېږي (بسته کېږي) او هغه څوک چې په دغه اخري ورځ د شرکت سهم دځان سره لري، دنقدي مفادو دلاسته راوړلومستحق ګرځي. چې دغه تاریخ د ثبت تاریخ (Date of Record) په نوم یادېږي. هغه پانگه اچوونکي چې د ثبت تاریخ (Date of Record) څخه وروسته اسهام خریداري کوي، نومفاد نه ترلاسه کوي. دغه سهم چې دمفادو څخه بغیر اخیستل کېږي، نو دا ډول سهم د تیرشوي مفاد (مفادگذشته ex-dividend) مفهوم افاده کوي. (ځکه چې دسهم په قیمت کې دمفادو تادیه نده شامله. د تیرشوي مفادو (ex-dividend) ورځ د ثبت د تاریخ څخه دوه کاري ورځې وړاندې ده. ځکه د ملکیت د انتقال تاریخ د معاملې څخه درې کاري ورځې وروسته وي. دویم مهم تاریخ هغه ورځ ده، چې په هغه ورځ مفاد توزیع کېږي او د تادې تاریخ (Pay Date) یا د توزیع تاریخ (Distribution Date) په نوم یادېږي. د توزیع تاریخ کېدای شي، چې د ثبت د تاریخ (Record date) څخه څواوونۍ وروسته وي. ترڅو هغه مالکین تعین کړي، چې د ثبت د تاریخ (Record date) په ورځ دسهم مالک و او همدارنگه د چکونو (checks) د لیکلو پروسه شروع کړي. شرکت کېدای شي، چې دغه وظیفه (چکونولیکل) په خپله ترسره نکړي، بلکې په عوض یې دغه وظیفه خپل تجارتي بانک ته وسپاري او بانک ددې خدمت په مقابل کې فیس (اجوره) اخلي. نو بیا هغه ورځ چې سهم لرونکي مفاد ترلاسه کوي کېدای شي د مدیره هیئت لخوا دمفادو د توزیع د اعلان څخه څو اوونۍ وروسته وي. دا لاندې جدول دمفادو د اعلان او تادې زمانې چوکاټ (Time Frame) په ګوته کوي:

د مفادو د توزیع د اعلان تاریخ	د تیر شوي مفادو سهمونو تاریخ	د ثبت تاریخ	د توزیع تاریخ
(1 جولای)	Ex Dividend Date	(1 اګست)	(سپتمبر)

د جولای په لومړي تاریخ مدیره هیئت پریکړه کوي، چې د سپتمبر په لومړي تاریخ ټولو هغه سهم لرونکو ته مفاد توزیع کړي، چې داګست په لومړي تاریخ باندې ثبت شوي دي. دمفادو دلاسته راوړلو لپاره یوانفرادي شخص باید داګست په لومړي تاریخ چې معاملات بندېږي، دسهم مالک وي. ددې لپاره چې داګست په لومړي تاریخ باندې دسهم مالک شوی وي، نوسهم یې باید د جولای په (29) تاریخ خریداري کړی وي. که چیرې سهم د جولای په 29 تاریخ واخیستل شي، نو د

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

سهم د ملکیت انتقال نوي سهم لرونکي ته درې ورځې وروسته يانې داګست په لومړي تاريخ صورت نيسي (د دريوکاري ورځو په فرض کولوسره) نو پدې اساس سهم لرونکي د معاملاتو د بندولو يانې داګست په لومړي تاريخ د سهم مالک ګرځي . که چېرې يوسهم لرونکي د جولای په 30 تاريخ يوسهم واخلي، نو دغه سهم اخيستونکی داګست په لومړي تاريخ د سهم مالک نه دی (داګست لومړي تاريخ) باندې د سهم مالک شي. د جولای په 30 تاريخ سهم د تيرو شو يو مفادو (ex dividend) په مورد کې معامله کېږي او د سهم اخيستونکی مفاد نه ترلاسه کوي. په مالي نشراتو (Financial Papers) کې د تيو شويو مفادو په ورځ د اسهامو خريداري د (x) په توري سره بنودل کېږي، چې د خرڅ شوي اسهامو د حجم سره نږدې ليکل کېږي. د مثال په توګه:

سهم	د مفادو توزيع	خرڅلاؤ	د پای قیمت	خالص تغير (change)
دسن شرکت (sun)	2	x 135	47.25	+0.25

\$0.50 يا (\$2.00/4) ربعه وار مفاد به د مخکيني ورځې د ثبت د تاريخ مالکانوته ورکړل شي او نه هغه سهم لرونکوته چا، چې د تيرو شو يو مفادو په ورځ (ex-dividend day) سهم اخيستی وي. په پورتنی مثال کې \$0.25 خالص تغير د سهم په قیمت کې د تيرو شويو مفادو د ورځې لپاره ملاحظه کېږي. دا ددې بنودنه کوي، چې د اخيستلو څخه مخکې ورځ د سهم د پای قیمت (closing price) \$47.50 وه يانې (\$47+0.50) وه او لکه څنګه چې پدغه ورځ د \$0.35 توقع کېږي، قیمت يې (\$47) نه وه. څرنګه چې د سهم موجوده اخيستونکی (\$0.50) مفاد نه ترلاسه کوي، نو د مفادو په اندازه د سهم قیمت کموالی کوي. د تيرې شوي ورځې د تبادلې څخه د سهم په قیمت کې خالص تغير د قیمت د انطباق په اثر (\$47.50 منفي \$0.50) رابنکاره کېږي.

### د سهم په ذريعه د مفادو توزيع Stock Dividend

ځيني شرکتونه د نقدو د مفادو د توزيع علاوه يا د هغو په عوض اسهام توزيع کوي. د مثال په توګه د 1990 لسيزي په اوږدو کې د (Bear Steams) په نوم شرکت د نقدو مفادو څخه علاوه 5% مفاد د اسهامو په ذريعه توزيع کړيدي. خومتاسفانه ترلاسه کوونکي (Recipients) شايد غلط پوهيدلي وي، چې دوی څه شی ترلاسه کوي. سره ددې چې د اسهامو په ذريعه د مفادو توزيع د شرکت په بيلانس کې اداره د شرکت لپاره عايد ايجادوي، د اسهامو په ذريعه د مفادو توزيع په خپله د شرکت د عايد حاصلولو په بالقوه توان کې زياتوالی راولي. د اسهامو په ذريعه د مفادو توزيع د بيلانس د مالکانو د سرمايي د اقلامو په ذريعه تمثيل شويدي:

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

	د مالکانو سرمایه: د عام سهم رسمي ارزش \$1
1,000,000	2000000 سهمونه مجاز او 1000000 سهمونه نشر شويدي
500,000	اضافي تاديه شوي سرمایه
<u>5,000,000</u>	ذخاير (نه ويشل شوي مفاد)
6,500,000	

د اسهامو په ذريعه د مفادو توزيع د شرکت په دارايي او قرضونو باندې تاثيرنه اچوي، يوازي د بيلانس د مالکانو د ذخيره شويو عوايدو څخه مبالغ (Amounts) عام اسهامو او اضافي تاديه شوي سرمايي ته انتقالوي. انتقال شوي مبالغ په (1) د نويو اسهامو په شمير پوري، چې د مفادو د توزيع لپاره په نظر کې نيول شوي او (2) د اسهامو د بازار په قيمت پوري اړه لري. که چېرې پورتنی شرکت د مفادو د توزيع لپاره 10% اسهام نشر کړي وای، په داسې حال کې چې د دې سهم مارکيټ قيمت \$20 وای، نو پدې صورت کې به شرکت 100000 نوي سهمونه د \$2000000 په ارزش سره نشر کړي. دغه مبلغ له ذخيره شويو عوايدو څخه منفي کېږي او د عامو اسهامو او اضافي تاديه شوي سرمايي اقلامو ته وراضافه کېږي. هغه مبلغ چې عام اسهامو ته انتقالېږي، د دې سهم اسمي ارزش 100000 چنده به وي ( $100000 = 1 \times 100000$ ) او باقي مانده مبلغ (\$190000) اضافي تاديه شوي سرمايي ته انتقالېږي. په بيلانس کې د مالکانو د سرمايي اقلامو په لاندې ډول بنودل کېږي:

	د مالکانو سرمایه: د عام سهم اسمي ارزش \$1
1,100,000	2000000 مجاز او 1100000 نشر شويدي
2,400,000	اضافي تاديه شوي سرمایه
<u>3,000,000</u>	نه ويشل شوي مفاد
6,500,000	

سره د دې چې د نشر شويو اسهامو په شمير کې زياتوالی راغلی دی، خو په نقد و پيسو او دارايي کې چې د هغو پواسطه عوايد لاسته راځي، کوم زياتوالی نده راغلی. ټول هغه تغيرات او انتقالات چې واقع شول د سرمايي د دوباره تجمع Recapitulations څخه عبارت دي. يانې د مالکانو د سرمايي په اقلامو کې تغيرات راغلي دي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د اسهامو په ذریعه دمفادو توزیع دمالکانو شتمني (wealth) ته زیاتوالی نه ورکوي، بلکې د هغوی په سهمونو کې زیاتوالي راوړي. په پورتنی مثال کې هغه سهم لرونکي، چې داسهامو په ذریعه دمفادو د توزیع څخه مخکې یې 100 سهمونه درلودل داسهامو ارزش 2000 \$ او اسهامو په ذریعه د مفادو د توزیع څخه وروسته دغه سهم لرونکي 110 سهمونه په اختیار کې لري، چې بیایې هم ارزش 2000 \$ دی. ځکه چې د فی سهم قیمت د 20 \$ څخه 18.18 \$ ته را کمېږي. داسهامو قیمت ولې نزول کوي؟ ځواب یې دادې چې 10% اضافي اسهام نشیرېږي، خو د شرکت په دارایی او د عایداتو په قوه (Earning Power) کې هیڅ زیاتوالی نه راځي. مخکیني اسهام رقیق (Diluted) کېږي، نوځکه داسهامو قیمت نزول ونکړي. نو ټولو شرکتونو کولای شول داسهامو په ذریعه سره د مفادو د توزیع په اعلان سره خپل سهم لرونکي شتمن (wealthy) کړي. خوسرمایه گذاران به ډیر ژر متوجه شوي وای، چې داسهامو په ذریعه د مفادو د توزیع د شرکت دارایی او عایداتي قوه نه زیاتوي، بیا حاضر به نه و، چې دزیاتواسهامو د رانیولو په غرض پخواني قیمت تادیه کړي. داسهامو د مارکیټ قیمت نزول کوي، ترڅو یې د رقیق کیدلو سره عیار کړي. او دا هغه څه دي، چې اتفاقاً رامنځته کېږي.

داسهامو په ذریعه دمفادو د توزیع په اړه غلط فهمي داده، چې داسې انگیرل کېږي، چې د شرکت رشد کولو قابلیت زیاتوي. که چېرې داسهامو په ذریعه د مفادو د توزیع د نقدي مفادو د توزیع لپاره تعویض وای، نو پورتنی وینا به تر یوه حده پوري اسانه وه، ځکه چې شرکت تراوسه پورې نقده دارایی درلودله او په هغه صورت کې چې د مفادو نقده توزیع یې اعلان کړي وي، کولای شول له دغو نقدو پیسو څخه سهم لرونکو ته مفاد تادیه کړي. خوشرکت به بیا هم نقدي پیسې درلودلې، که چېرې مفاد یې د اسهامو په ذریعه نه وي توزیع کړي. ځکه شرکت شاید خپل نقده دارایی ذخیره کړي او د شرکت په نقدو پیسو کې زیاتوالی نه راوړي. یوازې هغه تصمیم چې د نقدو مفادو د توزیع صورت ونه نیسي، د نقدو پیسو د ذخیره کیدو باعث کېږي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د اسهامو انشقاق (ماتیدنه) Stock Splits

کله چې د اسهامو قیمت په دوامداره ډول لوړ شي، د شرکت اداره کېدای شي پریکړه وکړي، چې اسهم مات کړي. دغه د اسهامو ماتیدنه (انشقاق Stock Splits) د اسهامو قیمت راټیټوي او پانګه اچوونکو ته یې د لاس رسي وړگرځوي. نو پدې اساس دا مفکوره روښانه ده، چې پانګه اچوونکي د اسهامو ټیټو قیمتونو ته ترجیح ورکوي. اودا د قیمتونو ټیټوالي د سهم لرونکو په ګټه تمامیږي. ځکه چې د قیمتونو د ټیټوالي په اثر د شرکت د اسهامو بازار پراخوالی پیدا کوي.

د اسهامو په ذریعه د مفادو د توزیع په ډول د اسهامو ماتیدنه (Split) هم د سرمایه د دوباره جمع کیدل (Recapitalization) دي، چې په بیلابیلو کې د مالکانو د سرمایه اقلامو ته تغیر ورکوي او د شرکت په داراییګانو وقرضونو باندې کوم تاثیر نه اچوي.

همدارنګه د اسهامو انشقاق د شرکت عایداتي قوت (Earning Power) او د سهم لرونکو شتمني (wealth) ته زیاتوالی نه ورکوي، یوازې په هغه صورت کې که چېرې نور پانګه اچوونکي ټیټ قیمت لرونکو اسهامو ته ترجیح ورکړي او اسهامو ته تقاضا زیاته کړي.

د بیلابیلو د مالکانو د سرمایه اقلام چې مخکې د اسهامو په ذریعه د مفادو توزیع (Stock Dividend) لپاره ورڅخه استفاده وشوه اوس یې د اسهامو انشقاق لپاره استعمالوو. پدې برخه کې داسې فرض کوو چې یو پخوانی سهم په دوو (2) نویو اسهامو سره انشقاق کوي. او د اسهامو اسمي ارزش نیمایي (نصف) کېږي، یانې له \$1.00 څخه \$0.50 ته راټیټیږي. په اضافي تادیه شوي سرمایه، ذخیره شوي عوایدو او مجموعي مالکانو سرمایه کې کوم تغیر نه راځي. هغه څه چې اتفاقاً پېښیږي، دادي چې نشر شوي اسهام دوه چنده کېږي او هر نوی سهم د پخواني سهم نیمایي (Half) قیمت لري.

د مالکانو سرمایه: د عام سهم اسمي ارزش \$0.50

1,000,000	2,000,000
500,000	اضافي تادیه شوي سرمایه
5,000,000	نه ویشل شوي مفاد

6,500,000

د اسهامو انشقاق کېدای شي په مختلفو ترکیبونو سره وي، خو ډیر مروج انشقاقونه د دوه-د یوه لپاره Two for one او درې-د دوو لپاره (Three for two) څخه عبارت دي. او علاوه لدې څخه د اسهامو انشقاق برعکس عملیه هم وجود لري، چې په هغه کې د اسهامو شمیر کمیږي او قیمت



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

یې لورپېرې. د مثال په توگه دکاډانت (Kadant) شرکت په 2001 کال کې خپل اسهام دیو- پنځولپاره (One for five) انشقاق کړي، نو په دې اساس د 100 سهمونو څخه یې 20 سهمونه جوړشوي.

داسهامو هرډول ماتیدنه (انشقاق) داسهاموپه قیمت باندې تاثیر واردوي. د دوه- دیوه انشقاق سره داسهاموقیمت نیمایي (نصف) او د یو- دلسو لپاره (One for ten) انشقاق کې داسهاموقیمت لس (10) چنده زیاتوالی کوي. په 2003 کال کې دانشقاق شویو اسهاموتوزیع:

شرکت Firm:	دانشقاق نسبت
انگلوتیک فارما Anglotech Pharma	دوه - دیوه لپاره 2 for 1
شیکاگوبریج Chicago Bridge	دوه - دیوه لپاره 2 for 1
مایکروسافت Microsoft	دوه - دیوه لپاره 2 for 1
سکان سورس Scan Source	دوه - دیوه لپاره 2 for 1
کولډواتر کریک Coldwater Creek	درې - ددوه لپاره 3 for 2
میلن لب My lan Lab	درې - ددوو لپاره 3 for 2

داسهامودانشقاق څخه وروسته داسهامود قیمت د سنجش او پیدا کولو اسانه طریقه داده، چې دانشقاق څخه مخکې داسهاموقیمت دانشقاق دنسبت په معکوس کې ضرب شي. دبیلگې په توگه که چېرې یوسهم په \$ 54 خرڅیږي اوانشقاق یې درې د دوه لپاره (3 for 2) وي، نودانشقاق نه وروسته دسهم قیمت  $\frac{2}{3}$  نسبت د  $\frac{3}{2}$  معکوس ده.  $54 \times \frac{2}{3} = \$36$

داسهامو په ذریعه د مفادو د توزیع په شان داسهاموانشقاق په خپله دسهم لرونکو شتمني نه زیاتوي. ځکه چې داسهامودانشقاق په وجه د شرکت په دارایی او د خرید قدرت کې زیاتوالی نه راځي. یوازې ټول تغیرات داسهامو په شمیراوقیمت کې رامنځته کېږي. داسهاموانشقاق د کلچې د پریکولو په شان دی، چې د څلورو ټوټو په عوض اته (8) ټوټې پریکړای شي. دکلچې اندازه (وزن) د پخوا په شان ثابت پاتې کېږي، خوهره ټوټه له کلچې کوچنی وي.

هغه معمولی دلایل چې اداره یې داسهامو دانشقاق لپاره وړاندې کوي دادي، چې داسهامودخرڅلاؤ تیب قیمت په بازار کې داسهامود داخلیدوقابلیت زیاتوي. او پدې اساس داسهاموانشقاق د مالکیت دپراخه توزیع باعث کېږي اود شرکت سره دپانگه اچونکي دلچسپي زیاتوي. دغه دلچسپي او په مارکیت کې د داخلیدو اسانتیا کولای شي بلاخره داسهاموارزش د نیوشرایطوسره منطبق کېږي. دبیلگې په توگه که چېرې دفورډ (Ford) شرکت خپل اسهاموته

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

انشقاق ورکړي (لکه چې په 1988 کې یې دا کار وکړ) نو داسهامو پراخه توزیع کېدای شي په خرڅلاؤ کې د زیاتوالي باعث شي. چې په نتیجه کې د خرڅلاؤ زیاتوالي د عایداتو د زیاتوالي او داسهامو د قیمت د زیاتوالي باعث کېږي. که چېرې دا ډول عمل واقع شوی وای (پداسې حال کې چې ددغه عمل د واقع کید و هیڅ شواهد نشته، پدې صورت کې به د شرکت موجوده سهم لرونکو مفاد ترلاسه کړي وای. خو په هر صورت د اسهامو د قیمت د دوامداره زیاتوالي منبع بیا هم دعوایدو زیاتوالی دی، نه داسهامو د انشقاق عملیه. داسهامو د انشقاق کېدای شي افراد دغه دلیل ته رهبري کړي، چې د تیت قیمت لرونکو اسهامو ارزش د لوړ قیمت لرونکو اسهامو څخه ډیر زیاتوالی کوي. که چېرې د \$50 سهم د دوه - دیوه لپاره انشقاق وکړي، نو د 100 اسهامو څخه 200 اسهام جوړېږي. او قیمت یې هم \$25 کېږي. که چېرې د سهم قیمت \$5 زیاتوالی وکړي، نو ترلاسه شوي مفاد به یې د \$500 په عوض \$1000 وي. د دلیل دا ډول طرز تفکر کېدای شي، چې داسې فرض شي، چې د \$25 اسهام 20% زیاتوالی کوي، نو دلته هیڅ دلیل نشته، چې ولې عین سهم چې \$50 قیمت لري د 20% په اندازه زیاتوالی نه کوي. په دواړو حالتو کې د ارزش زیاتوالی \$1000 کېږي.

علاوه پردې دا دلیل هم شته چې لوړ قیمت لرونکو اسهامو ته ترجیح ورکړل شي. داسهامو د ډول شته شرکتونه خپل کمیشن او اجره د اسهامو د قیمت او شمیر په اساس ترلاسه کوي. ددغو شرکتونو کمیشن او اجورت په 200 اسهامو چې \$25 قیمت لري زیات دي، نسبت هغه 100 اسهامو ته چې \$50 قیمت لري، سره ددې چې د دواړو معاملاتو ارزش \$5000 دی.

### Dividend Reinvestment Plans کولو پلانونه

ډیری هغه شرکتونه چې مفاد په نقد ډول توزیع کوي، داسهامو د مفادو د توزیع د بیا سرمایه گذاري کولو پلانونه هم لري. دغه پلانونه سهم لرونکو ته اجازه ورکوي، چې دغه نقدي توزیع شوي مفاد د اضافي اسهامو د رانیولو لپاره استعمال کړي. په ډیرو دا ډول پلانونو کې بانک د شرکت او سهم لرونکو د دواړو په نمایندګۍ کار کوي. بانک د سهم لرونکو نقدي مفاد راټولوي او په ځینو پلانونو کې سره د دوهمي مارکیټ (secondary Market) څخه اسهام خریداري کوي. څرنگه چې بانک په یوځل یو لوی مقدار اسهام خریداري کوي، نو د خریداری په کمیشن یا اجرت کې زیاته اندازه کمښت یا تخفیف لاسته راوړي. د خریداری د کمیشن دغه تخفیف په ټولو اسهامو باندې تقسیمېږي، نو په

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

دې ډول یو کوچنی پانګه اچوونکي هم له دغه تخفیف څخه مستفد کېږي (استفاده ترې کوي). بانک هم دخپل دغه خدمت په مقابل کې فیس (اجوره) اخلي. دغه فیس نرم (لږ) وي او په هغه تخفیف چې دخیرداری په وخت کې یې ترلاسه کړې زیات تاثیر نه اچوي یانې دغه فیس له هغه تخفیف څخه زیات نه وي.

د بیاسرماگذاري په یوبل ډول پلان کې، شرکت نوي اسهام خپروي او پیسې مستقیماً شرکت ته درومي. سهم لرونکي پدې صورت کې هم داضافه نقدو پیسو امکاناتوته لاس رسي لري.

دا ډول پلانونه سهم لرونکي ته دخیرداری په کمیشن کې اضافه هغه پیسې وړاندې کوي، چې هغه کمیشن (اجوره) په مکمل ډول د شرکت لاسته ورځي. د نقدو توزیع شویو مفادو ټول مبلغ د نویو نشرشویواسهامو دخیرداری لپاره استعمالیږي، چې دنشرکولومصارف یې شرکت تادیه کړي وي.

د پس انداز د زیان څخه د مخنیوی برعلاوه، د مفادو د بیا سرمایه گذاري کولو د پلان عمده ګټه د پس انداز رشد او زیانیدل دي. د پس انداز رشد په خاص ډول د هغوسرمایه گذارانو د علاقې وړګرځي، چې د پس انداز کولو ارز ولري او دامیلان هم لري، چې پیسې یوځل لاسته راوړي، هغه په مصرف ورسوي.

دغه پلانونه دشرکت په ګټه هم دي. دغه پلانونه د شرکت لپاره نیک شهرت (Goodwill) جوړوي او کېدای شي، چې په مصارفوکې دصرفه جویی باعث هم شي. (لکه د مفادو د توزیع په خاطر د چکونو د چمتوکولو او لیرلوکم مصارف). د بیا سرمایه گذاري هغه پلانونه، چې دنویواسهامو د نشرولوباعث کېږي، د شرکت د مالکانو د سرمایې اساس (equity base) هم لوړوي یا زیاتوي.

## د اسهامو بیا اخیستل Repurchase of Stock

### (د اسهامو دوباره خرید)

یوشرکت دنقدو پیسو په لرلوسره کېدای شي، دځینو خپلواک اسهامو د اخیستلو دوباره اخیستلو تصمیم ونیسي.

د اسهامو بیا اخیستل د نشر شویو اسهامو د کموالي موجب کېږي. څرنگه چې پدې صورت کې عواید په کمو اسهامو باندې ویشل کېږي، نو د فی سهم د عاید مقدار زیاتېږي او دا بیا په خپل وار سره په راتلونکي کې د اسهامو د قیمت د لوړیدو باعث کېږي. د اسهامو بیا اخیستل د مختلفو امکاناتو په منځ کې د انتخاب کولو د پوښتنې یو مثال ده.

شرکت اسهام له دې خاطره خریداري کوي، چې د شرکت اداره فکر کوي چې د پیسو د په کار اچولونو په طریقه همدغه ده. دغه اسهام کېدای شي په راتلونکي کې د ځای کیدو یا اتحادیې په توافقونو (Merger Argument) لپاره استعمال شي. او د اسهامو دوباره خرید دا نښاني ورکوي، چې د شرکت اداره عقیده لري، چې د اسهامو قیمت ډیر ټیټه ده او په بازار کې یې ارزش کم اټکل کېږي. او د اسهامو دوباره خریداري داسې په نظر کې نیول کېږي، چې دا په دې موقع کې د شرکت لپاره بهترینه سرمایه گذاري ده. د اسهامو بیا اخیستنه (Repurchase) کېدای شي له دغه لیدلوري (دیدگاه) څخه هم بررسی شي، چې شرکت دنقدو مفادو د توزیع په عوض کوم بل ممکنه لاره (الترناتیف) په کار واچوي او نقدې پیسې د اسهامو د بیا خریداری لپاره په کار واچوي. د شرکت لخوا د سهم لرونکو د اسهامو بیا خریداري وړاندې سهم لرونکو ته عمده گټه لري. هغوی اختیار لري، چې اسهام خرڅ کړي او یا یې د ځان سره وساتي.

که چېرې سهم لرونکي عقیده ولري، چې د شرکت مالي وضع قوي ده او د دوی د اسهامو ضمانت کولای شي، نو ځانونه پدې مجبور نه بولي، چې خپل اسهام خرڅ کړي. د اسهامو د خرڅلاؤ پریکړه په سهم لرونکو پورې اړه لري.

د اسهامو د بیا اخیستلو یوه په زړه پوري پېښه د (Teledyne) په شرکت کې پېښه شوه، چې 8.7 میلیونه اسهام یې په فی سهم \$200 خریداري کړل، چې مجموعي قیمت یې \$1.74

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

میلیارد ډالره و. نوموړې شرکت (Teledyne) په لومړۍ سرکې تصمیم درلود، چې 5 میلیونه اسهام په \$200 في سهم واخلي، په هغه وخت کې په بازار کې د سهم د خرڅلاؤ قیمت \$156 و. خونوموړې شرکت د بازار د خرڅلاؤ د قیمت د پاسه 28% امتیازي سهم تعیین کړ. نو دغه لوړ امتیاز کېدای شي 5mil میلیونو څخه د زیاتو اسهامو د دواطلبی (Tender) سبب شوي وي. دغه شرکت کولای شول د 5 میلیونه اسهامو په اخیستلو اکتفاء (بسوالی) وکړي، خو پر عوض یې پریکړه وکړه چې ټول اسهام قبول کړي. په نتیجه کې یې خپل نشرکړي اسهام د 20.4 میلیونو څخه 11.7 میلیونو ته راټیټ کړي (په مجموعي ډول 40% کموالی). د اسهامو په شمیرکې کموالی ددې باعث شو، چې د (Teledyne) شرکت في سهم عاید کې د \$7 څخه ډیر زیاتوالی راشي. وروسته له هغه چې د اسهامو بیا اخیستنه پای ته ورسیده، نو په څو اوونیو کې د اسهامو بیه لوړه شوه او في سهم د \$240 څخه زیات په خرڅلاؤ رسید. په بنکاره ډول د بیه لرونکو اسنادو بازار داسې فکر کاوؤ، چې د اسهامو بیا اخیستنه د باقی مانده سهم لرونکو په ګټه تمامیده.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

برخه I : د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## پینځم څپرکی

### د سهامی شرکتونو اوږد مهاله تمویل II: قرض

Long Term Corporate Financing II: Debt

د قرض د وسایلو ځانګړتیاوې ( مشخصات )

Characteristics of Debt Instruments

د سهامی شرکتونو د قرض پانېو ډولونه

Types of Corporate Bonds

قیمت او بازدهی ( حاصل )

Prices and Yields

تعهدات او شرایط

Covenants

origin:

اصلي منبع:

Mayo, Herbert B.: Financial Institutions, Investments, and Management-An Introduction, 8<sup>th</sup> Ed., Fort Worth 2003, pages 437-258.

Grinblatt, Mark/ Titman, Sheridan: Financial Markets and corporate strategy, 2<sup>nd</sup> Ed. New York 2002, pages 35-39

## په اوږدمهاله قرضونو کې پانگه اچونه (د قرض اسناد) Investing in Long Term Debt (Bonds)

ددغه څپرکي موخې په لاندې ډول دي:

1. د قرض د اسنادو د عمومي مشخصاتو پیژندنه (تثبیت)، او د سهامی شرکتونو د هر یوه ډول قرض اسنادو د بیلوالی له پاره علامې او نښې.
2. د قرض د اسنادو د قیمت سنجش کول. جاري بازدهی Current yield او د پرداخت تر وعدې پوري بازدهی Yield to maturity.
3. د ربحې نرخ او د قرض اسنادو ترمنځ د معکوسو اړیکو توضیح کول.
4. د قرض د اداء کولو د نرولي نقدو پیسو او د استرداد د حق (بیا واپس کولو حق) د توپیر توضیح کول.
5. د هغو عواملو بیانول چې هغه د تبدیلیدو وړ قرض سند Convertible Bond په قیمت او د تبدیلیدو وړ قرض سند په امتیازاتو باندې اغېزه کوي.
6. د هغو گټو پیژندل چې د فدرالي یا محلي دولت د قرض اسنادو لخوا وړاندې کېږي.

د وینس د تاجر په کتاب کې، اتیونیو د هغې قرضې په مقابل کې، چې له شیوکې (هغه کینه کښن یهودي چې د خپل طلب په مقابل کې یې د خپل پوروړي څخه د بدن غوښه غوښتله) څخه یې اخیستي وه، په یوه سند باندې یې مهر ولگاوو، چې هغه قرض د خپل بدن په یو پایو غوښې سره تادیه کړي. خون ورځ د قرض اداء کولو شرایط دومره سخت نه دي او پور ورکوونکي د پور اخیستونکو څخه د خپل قرض په مقابل کې د هغوی د بدن د غوښې تقاضا نه شي کولای. په عین حال کې د قرض شرایط بیا هم کولای شي یو شرکت یا تصدې د مرک سره مخامخ کړي.

کله چې Eastern Airline خپل افلاس Bankruptcy اعلان کړ، نو هغو قرض ورکوونکو چې د ضمانت په ډول یې د شرکت طیارې اخیستي وي - دا حق درلود چې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د الوتکو ملکیت هم لاس ته راوړي. د الوتکو څخه پرته (د الوتکو د نه موجودیت په صورت کې) نوموړی شرکت مړ او هیڅ کله یې نشوای کولای چې بیا پرواز وکړي. ډیر سهامی شرکتونه په هغه صورت کې، چې د دغه شرکت د توسعې له پاره د شرکت داخلي پولې وسایل ناکافي وي، نو بیا د دغه شرکت د ماشین الاتو او تجهیزاتو د تمویل په عرض د قرض اوږدمهاله پانې خپروي. د بیلگې په توگه تر 2003 کال پوري د Akoa شرکت له 18.3 میلیارو څخه زیات د قرض اسناد نشر کړي وو. د اوږدمهاله قرضونو پواسطه د ثابتو دارایگانو تمویل د شرکت له پاره مالي گټې (مزیتها) د ځان سره لري. دغه قرضه کیدای شي د نقدي جریاناتو (Cash Flows) پواسطه، چې د ماشین الاتو او تجهیزاتو څخه منځته راځي، بیا تادیه شي.

دغه څپرکي د اوږدمهاله قرضونو په تیره بیا د قرض اسنادو په اړه دی، چې د سهامی شرکتونو لخوا نشرېږي.

په دغه څپرکي کې د اوږدمهاله قرضونو په مشخصاتو او ځانگړتیاوو باندې او د سهامی شرکتونو د قرض اسنادو په مختلفو ډولونو باندې رڼا اچول کېږي.

قرض امکان لري په خصوصي ډول د موسساتو پواسطه او یا هم د افرادو پواسطه د عامه عرضې له لارې خریداري شي. یو ځل چې د قرض اسناد نشر شي، هغه کیدای شي د بیه لرونکو اسنادو د تبادلې په موسساتو کې او یا هم په معینو بازارونو کې د میز په سر (عرفه کې) په پیرو پلور سره ورسېږي. نو پدې اساس د قرض اسناد باید د بازار قیمت ولري او پدې څپرکي کې تر بحث لاندې نیسو، چې دغه قیمت څه ډول ټاکل کېږي.

د قرض سند کیدای شي د قرض د اصلي مبلغ څخه لوړ قیمت ولري او دا هغه حالت دی، چې د قرض سند په یوه امتیاز سره خرڅېږي. د قرض د سند قیمت کیدای شي د قرض د اصلي مبلغ څخه کم وي، چې پدې صورت کې د قرض سند په تنزیل سره خرڅېږي. په دې څپرکي کې دا توضیح کېږي، چې امتیاز او تنزیل په جاري بازدهی (Current yield) او په سرته رسیدلي وعدې بازدهی (Maturity yield) باندې څه ډول اغېزې لري او دا چې دغه بازدهی څه ډول سنجش کېږي.



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ټول قرضونه باید بیا تادیه شي اما دا بیا تادیه کیدای شي د پای ته رسیدلي وعدې په وخت کې نه وي.

په دې څپرکي موږ نزولي پولې وسایل Sinking Funds او د استرداد حق call feature او د بیه لرونکو اسنادو په بیا تادیه باندې د هغه تاثیرات د مطالعې لاندې نیسو.

ځیني قرض اسناد کیدای شي، چې د شرکت په سهامو باندې تبدیل شي، نو پدې څپرکي کې په سهامو باندې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو مشخصات او قیمت گذاري برخه هم شامله ده.

دا څپرکی بلاخره د مختلفو دولتونو لخوا د نشر شویو قرض اسنادو او دولتي قرض او سهامی شرکت تر منځ توپیر، په یوه بحث سره پای ته رسیږي.

### د هر ډول قرض وسایلو ځانګړتیاوې

#### Characteristics of All Debt Instruments

د قرض ټول اسناد (اوردمهاله قرض اسناد) د یو شمیر ځانګړتیاوو درلودونکي دي. دا د یوه ټاکلي مبلغ له پاره چې اصلي سرمایه (Principal) بلل کېږي، د قرض اسنادو د نشرونکو مسوولیتونه په ګوته کوي. همدارنګه هره قرضه یوه د پای ته رسیدو وعده یا د بیا ورکړې تاریخ Maturity date لري، چې باید په همغه مشخص تاریخ مسترد شي. که چیرې د پای ته رسیدو تاریخ د یوه کال څخه زیات وي، نو بیا قرض اوردمهاله قرض بلل کېږي. کله چې د قرض اسناد په نشر ورسېږي، د پای ته رسیدو وعده یې د یو څو کالو څخه نیولې بیا تر 20 یا 30 کالو پورې رسیږي. (د کوکاکولا شرکت د نشر کړیو قرض اسنادو د پای ته رسیدو وعده یې 2093 دی). د قرض د وسایلو مالکان پرداختونه (ریحه interest) لاس ته راوړي. دا ریحه باید د عاید د نورو شکلونو سره لکه د عامو او خاصو سهامو د نقدو مفادو د توزیع سره مشکوکه نشي.

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

د اسهامو د مفادو توزيع د شرکت د عوايدو څخه تاديه کېږي، پداسې حال کې چې ربحه د شرکت د مصارفو څخه حسايبېږي. ځيني وختونه ربحې ته بازدهي yield ويل کېږي او جاري بازدهي او د پای ته رسيدو تر وعدې پوري بازدهي په بر کې نيسي. ددغو دوو ډولونو تر منځ توپير د بازدهي په برخه کې توضيح کېږي.

د قرض هره موافقه شرايط لري، چې قرض اخيستونکی (مدیون Debtor) بايد هغه پوره کړي. دغه شرايط په قانوني اسنادو کې ثبت کېږي، چې هغه اسناد د قرض قرارداد Indenture بلل کېږي. پدې قرارداد کې له مهمو اړتياوو څخه يوه هم تضمين دی، چې قرض اخيستونکی يې بايد د قرض د ضمانت له پاره کېږدي.

د بيلگې په توگه د گروي قرض تضمين يو تعمير يا ځمکه کيدای شي. نورې دارايگانې لکه بيه لرونکي پانې او د گدام موجودي Inventory هم د گروي د قرض د ضمانت په حيث استعماليدلای شي.

که چيرې قرض اخيستونکی په قرضه کې پاتې راشي Default (يا په بل عبارت که چيرې قرض اخيستونکی د ربحې په تاديه کولو کې او يا د قرض د قرارداد د نورو شرايطو په پوره کولو کې پاتې راشي) نو قرض ورکونکی کولای شي د قرض د تضمين ايښودل شوی شی تر خپل ملکيت لاندې راولي او هغه خرڅ کړي، ترڅو اصلي سرمايه Principal لاس ته راوړي.

د عادي قرض د محدوديتونو نورې بيلگې عبارت دي له :

1. د مفادو د تادياتو په اندازه باندې محدوديتونه

2. د اضافي قرضونو په نشرولو باندې محدوديتونه

3. په دوره يي ډول د قرض د يوه تناسب (برخې) د بيا تاديه کولو اړتيا.

دغه بيلگې د يوه ورکړل شوي قرض ټول ممکنه شرايط په بر کې نه نيسي. څرنگه چې هره قرضه په جدا ډول معامله کېږي، نو د مختلفو قرضو د قراردادونو د تړلو (عقد) له پاره زيات امکانات شته. مهمه نقطه داده، چې که چيرې د قرض د قرارداد کومه برخه عملي نشي، قرض ورکونکی (Creditor) کيدای شي اعلان کړي، چې د قرض د قرارداد په مورد کې پاتې والی (Default) راغلی او د قرض ټول مبلغ بايد بيا تاديه شي. په قرض کې پاتې والی نه يوازې د ربحې په تاديه کولو کې پاتې والی دی، بلکې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د قرض د قرارداد دهر بند په پوره کولو کې پاتې راتلل هم په قرض کې د پاتې والي په مانا دی- سره ددې چې ربحه اوس هم تادیه کېږي.

د قرض زیات وسایل (د قرض اسناد) اکثره د هغو پانگه اچوونکو پواسطه اخیستل کېږي، چې کیدای شي هغوی د قرض د شرایطو څخه خبر نه وي. حتی که چیرې هغوی د شرایطو څخه خبر هم وي، امکان لري په جغرافیاوي ډول ډیر لري وي، ترڅو په قرض کې د پاتې والي په اړه لارم گامونه اوچت کړي. د دوی د علاقو (Interest) د ساتلو په خاطر د عامو خلکو د هر قرض سند له پاره یو امانت کار (Trustee) ټاکل شوی وي. دا د امانت کار وظیفه ده، چې وگوري د قرض شرایط په عمل کې پلي کېږي او کنه؟. که چیرې شرکت د قرارداد د شرایطو په برخه کې پاتې راشي، نو امانت کار یې باید په وړاندې لارم گامونه واخلي.

که چیرې شرکت د سود په تادیه کولو او یا د قرارداد د نورو شرایطو په عملي کولو کې پاتې راشي، نو امانت کار د قرض اسنادو د مالکانو Bondholders په نمایندګۍ محکمې ته کش کړي ترڅو د هغوی د اصلي سرمایې څخه یې ساتنه کړي وي. د ټولو قرضونو یوه بله ځانګړتیا هم د خطر څخه عبارت ده. هغه خطر چې ربحه به کیدای شي تادیه نشي، هغه خطر چې اصلي سرمایه به بیا تادیه نه شي، هغه خطر چې کیدای شي د قرض د سند قیمت نزول وکړي او هغه خطر چې د قیمتونو لوړوالی (انفلاسیون) به د اصلي سرمایې او حاصله ربحې د خرید قدرت (Purchasing power) ته کموالی ورکړي. د قرارداد د موادو (مادو) په اخر کې کوتاهي (پاتې والی default) د شرکت خاصیت دی، داسې چې د ربحې د تادیه کولو او د قرض د اسنادو په بیا تادیه کولو کې پاتې والی د مختلفو قرض اسنادو د کسې په ایجادولو سره محدودیږي یا کمیږي.

د خطر نورې منابع چې ټولو قرضونو ته د اعتبار وړ دي، ددا ډول کسې په ایجادولو سره نه محدودیږي. د ربحې په تادیه کولو او د اصلي سرمایې د بیا تادیه کولو نقصان یا پاتې راتلل تر مختلف قسمه قرضونو پوري فرق کوي. د دولتي قرض اسناد د ربحې د تادیه کولو او د اصلي سرمایې د بیا تادیه کولو نقصان یا پاتې راتلل نلري. ددغه مطلق محفوظیت دلیل دغه دی چې دولت د پیسو د چاپولو قدرت لري.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

حکومت هر وخت کولای شي د ربحې او اصلي سرمايي د بیا تادیه کولو له پاره د اړتیا وړ پیسې چاپ کړي.

د تصدیو او انفرادي اشخاصو قرضونه دومره د خطر څخه خالي نه وي، ځکه هر یو له دغو دواړو څخه کیدای شي د خپلو قرضونو په اداء کولو کې پاتې راشي. د قرضي وسایلو (Debt instruments) د بالقوه اخیستونکو سره د کومک په خاطر د اعتباري قرضو خدماتو ته انکشاف ورکړل شوی دی. (مثالونه یې پدې ډول دي: موډي Moody، ډن او برادېستیریت Duntbradst او standard and poor او داسې نور). دغه د اعتباري قرض خدمات د قرض د وسایلو خطر درجه بندي کوي. (9.1 شکل د خطر طبقه بندي څرگندوي، چې د موډي او ستیندارډ او پوور په واسطه ترتیب شوی دی). تر ټولو نه د لوړ کیفیت قرض وسایلو ته د درې (3A) یا (Triple A) درجه ورکوي او تر ټولو نه د ټیټ کیفیت لرونکي قرض وسایل په تدریجي ډول ټیټه درجه لري. که څه هم د قرض ټول وسایل د اعتباري قرضو د خدماتي سازمانونو لخوا ندي درجه بندي شوي، خو دغه خدماتي سازمانونو د پام وړ قرض وسایل د پوښښ لاندې راوستي دي (درجه بندي کړي یې دي). د قرض مسوولیتونو په بازار موندنه کې د قرض اسنادو درجه بندي ډیر مهم رول لوبوي. څرنګه چې د نقصان (پاتې والي) خطر په ټیټ کیفیت لرونکو قرض اسنادو کې موجود وي، نو ځکه مالي موسسات او پانگه اچوونکي کم اعتبار لرونکي قرض اسناد نه اخلي. که چیرې د یوه شرکت یا بناروالی د قرض اعتبار نزول وکړي، نو هغه مرجع (شرکت یا بناروالی) د خپلو قرض اسنادو په خرڅولو کې د ستونزو سره مخ کېږي، نو لدې وجې شرکتونه او حکومتی بناروالی هڅه کوي، چې خپل اعتبار برقرار وساتي. ځکه چې ښه قرضي اعتبار د قرض اخیستلو مصارف کموي او په عین وخت کې د هغوی د بازار موندې قابلیت ته زیاتوالی ورکوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د مرجینټ د قرض طبقه بندي Mergent's Bond Rating

	د قرض کیفیت درجه
Aaa	لوړترین کیفیت لرونکی قرض
Aa	لوړ کیفیت لرونکی قرض
A	هغه قرض چې د اصلي سرمایې او ربحې اطمینان یا حفاظت یې په کافي توګه په نظر کې نیول شوی وي، خو کیدای شي په راتلونکي کې د خطر سره مخامخ شي
Baa	د منځنۍ درجې Medium grade قرض اسناد دي.
	د متوقع ( نظري Speculative ) کیفیت لرونکي قرض اسناد چې ځانګړتیاوې یې
Ba	ډیرې ډاډمنې ( مطمینې ) نه وي
B	هغه قرض اسناد چې د پانگې اچونې د اړتیا وړ ځانګړتیاوې نلري
Caa	هغه قرض اسناد چې ټیټ کیفیت لري او کیدای شي د کوتاهې سره مخامخ شي
	هغه د قرض اسناد چې متوقعي ( نظري Speculative ) وي چې اکثره وخت کوتاهي
Ca	لري
	هغه د قرض اسناد چې د پانگې اچونې د ارزش ډیر لږ احتمال لري ( ټیټ ترین
C	کیفیت )

### د سټنډرډ او پوور طبقه بندي Standard and Poor's Rating

AAA	لوړترین کیفیت لرونکي قرض اسناد
AA	لوړ کیفیت لرونکي قرض مسوولیتونه ( Debt obligations )
	هغه قرض اسناد چې د ربحې او اصلي سرمایې د تادیه کولو قوي ظرفیت لري، خو
A	کیدای شي چې د منفي اغیزو شک پرې وشي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د قرض هغه اسناد چې د ربحې او اصلي سرمايې د تاديه کولو کافي ظرفيت لري، خو کيدای شي چې د منفي اقتصادي شرايطو او د بدلیدونکو حالاتو په مقابل کې ډیر ضعیف وي  
 BBB

د ټیټې منځنۍ درجې اسناد چې د پانگه اچونې د اړتیا وړ کمې ځانگړتیاوې لري BB لومړني متوقعي قرض اسناد، چې د یو عدم اطمینان او د منفي حالاتو سره د مخامخ کیدو عمده خطر لري  
 CCC

عایداتي قرض اسناد چې ربحه په هغوی باندې نه تادیه کېږي C هغه اسناد چې د کوتاهی سره مخ دي  
 D

د درجه بندۍ په کتگورۍ کې د متناسب قوت بنکاره کولو له پاره د (+) او (-) علامې هم استعمالیږي.

همدارنگه د قرض اسناد د قیمت د نوساناتو د خطر د موضوع لاندې هم راځي. که چېرې د قرض اسناد نشر شي، د هغه د بازار قیمت به د بازار شرايطو سره متناسب ټیټوالی او لوړوالی کوي. کله چې د ربحې نرخ لوړ شي، نو د قرض د اسنادو قیمت ټیټوالی کوي، ترڅو د د قرض د ثابتې ربحې تادیه د بازار د لوړې ربحې سره عیاره شي. ددې موضوع برعکس حالت هم صدق کوي، که چېرې د قرض د سند د ربحې نرخ ټیټوالی وکړي، پدې صورت کې د قرض د اسنادو قیمتونه لوړیږي، ځکه چې د ربحې د ثابت نرخ ورکړه د قرض اسناد جالب attractive کوي، او د قرض د اسنادو اخیستونکي د بولی (Bid up) په ورکولو سره د قرض د سند قیمت لوړ بیایي.

دا چې د قرض وسایلو په قیمت کې ولې نوسانات (تغیرات) را منځته کېږي، دغه موضوع په راتلونکي مبحث کې د (د قرض وسایلو قیمت) تر عنوان لاندې په تفصیل سره توضیح کېږي.

په هر صورت د قرض د اسنادو یوه داسې ځانگړتیا شته، چې هغه د قرض د اسنادو د قیمت د نوساناتو خطرونه جبرانوي. د قرض اسنادو مالکان پوهیږي، چې بالاخره د قرض سند د پای ته رسیدو ټاکلي وعدي ته رسیږي، چې اصلي سرمایه باید بیا تادیه شي. نو بناءً که چېرې قیمت یې ټیټوالی کوي او د قرض سند په تخفیف سره خرڅیږي

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

( د قرض اسنادو د مخ ارزش Face Value څخه ټیټتر )، نو د قرض د اسنادو قیمت باید د پای ته رسیدو وعدې ته په نږدې کیدو سره انطباق وکړي ( Appreciate ). ځکه چې د قرض د پای ته رسیدو mature په ورځ باید د اصلي سرمایې کامل مبلغ تادیه کړل شي.

اخي خطر چې ټول قرض ورکوونکي له هغه سره مخامخ کېږي، د قیمتونو د لوړوالي ( انفلاسیون ) د خطر څخه عبارت دی، چې د پیسو د ارزش د ټیټوالي سبب ګرځي. د انفلاسیون په دوران کې قرض اخیستونکي د قرض مبلغ په پیسو سره بیا تادیه کوي، چې دغه نقدي پیسې د خرید کم توان لري.

که چیرې قرض ورکوونکي د انفلاسیون توقع لري، نو دوی په قرضونو باندې د ربحې د لوړ نرخ غوښتنه کوي، ترڅو د خپل خرید قدرت څخه حفاظت او ساتنه وکړي. د مثال په توګه که چیرې د انفلاسیون نرخ 4% وي، نو قرض ورکوونکي د 6% ربحې غوښتنه کوي او پدې توګه دوی ته 2% خالص مفاد باقي پاتې کېږي. پداسې حال کې چې انفلاسیون د سرمایې د اصلي ارزش د ټیټوالي باعث کېږي، د ربحې نرخ په قسمي ډول د انفلاسیون د اغېزو د حنډې کولو باعث کېږي. نو پدې اساس قرض ورکوونکي مجبور دي، چې د خپل خرید قدرت د ساتلو له پاره، حداقل د انفلاسیون د نرخ سره مساوي د ربحې غوښتنه وکړي.

### Types of Corporate Bonds د سهامې شرکتونو د قرض اسنادو ډولونه

سهامې شرکتونه مختلف ډوله د قرض اسناد نشروي. دغه اسناد کیدای شي د هیواد په داخل او یا هم په خارج کې نشر شي. چې د خارج نشر په صورت کې هغه اسناد د ایروبونډز ( Eurobonds ) په نوم یادېږي.

لاندې لیست د سهامې شرکتونو د قرض اسنادو د ګروپنډی بنودونکی دی.

- د ګروې د قرض اسناد Mortgage Bonds
- د تجهیزاتو اطمینانیه اسناد Equipment trust Certificates
- د تضمین څخه بغير قرض اسناد Debentures

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

- د تضمین څخه بغير فرعي قرض اسناد Subordinated Debentures
- په عوایدو باندې متکي قرض اسناد Income Bonds
- د تبدیلیدو وړ قرض اسناد Convertible Bonds
- د متحول سود لرونکي قرض اسناد Variable interest rate Bonds
- د کوپون څخه بغير قرض اسناد Zero Coupon Bonds

هر ډول ددغو قرضونو جدا ځانگړتیاوې لري، چې یو له بل څخه یې بیلوي. اخیستوونکي باید ددغو تفاوتونو څخه خبر وي، ځکه ځیني له دغو اسنادو څخه زیات له خطر ه ډک دي.

### د گروې د قرض اسناد Mortgage Bonds

د گروې د قرض اسناد ددې له پاره نشریږي، ترڅو د غیر منقولو مخصوصو دارايگانو د خریداری له پاره د هغوی څخه استفاده وشي. او دغه لاسته راغلي غیر منقولي دارايگانې د قرض د تضمین Collateral په حیث خدمت ترسره کوي. دا پدې مفهوم چې دارايي گانې د قرض د تضمین کولو له پاره وعده شوي وي.

که چېرې شرکت د ربحې او یا اصلي سرمایې په بیا تادیه کولو کې پاتې راشي، نو قرض ورکوونکي کولای شي ددغو دارايگانو د مالکیت حق تر لاسه کړي او هغوی (قرض ورکوونکي) کولای شي دغه دارايي په خپله استعمال یا خرڅه کړي. پداسې حال کې چې د دارايي د مالکیت لاس ته راوړل د قرض ورکوونکو د نقصان خطر ته کموالی ورکوي، هغه دلچسپي نلري، چې د دارايي ملکیت لاس ته راوړي او یا دارايي په کار واچوي.

قرض ورکوونکي د ربحې د تادیاتو څخه خپل عاید لاس ته راوړي، نه ددغې ثابتې دارايې په کار اچولو څخه. قرض ورکوونکي ډیر کم کم (ندرتاً) د دارايي د په کار اچولو او اداره کولو توانایي لري. په هغه صورت کې چې دوی مجبور شي، چې د دارايي ملکیت په لاس کې واخلي. او کله چې دوی مجبور شي چې دغه دارايي خرڅه کړي، نو کیدای شي



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

چې ددغې دارایی ډیر کم خریداران پیدا کړي او باید دارایی په نازل قیمت سره خرڅه کړي.

د مثال په ډول که چیرې یو بنوونځی د لیلیې د تعمیر د گروه د ربحې په تادیه کولو کې پاتې راشي یا نې ونه توانېږي، چې د گروه قرض ورکونکو ته ربحه تادیه کړي، نو قرض ورکونکي د لیلیې په تعمیر باندې څه کولای شي، که چیرې د هغه تعمیر مالکیت تر لاسه کړي؟.

سره ددې چې د دارایی تضمین د اصلي سرمایې محفوظیت زیاتوي، خو بیا هم قرض ورکونکي د ربحې او اصلي سرمایې ژر تر لاسه کولو ته ترجیح ورکوي.

### د تجهیزاتو اطمینانیه اسناد Equipment trust Certificates

دغه اسناد ځینو ځانگړو تجهیزاتو د تمویل په خاطر نشریږي او دغه دارایی د قرض د تضمین له پاره په کار وړل کېږي. دغه ډول اسناد په لومړي سر کې د اوسپنې پتلیو Railroads د شرکتونو او د هوایي کرنې د شرکتونو لخوا په نشر رسیدل، ترڅو لدغې لارې څخه د اوسپنې پتلیو ماشینونه او ریل گاډي او الوتکې تمویل کړي. او دغه تجهیزات د قرض د اسنادو د تضمین په حیث په کار وړي. دغه دارایی باید د عالي کیفیت درلودونکي وي. ځکه چې د قرض په اسنادو کې د شرکت پاتې راتللو په صورت کې، دغه دارایی، د ثابتو (غیر منقولو) دارایی گانو بر خلاف باید د انتقال وړ وي، ترڅو د اوسپنې پتلیو او یا هوایي شرکتونو باندې خرڅې کړل شي.

ددغه قسم قرض سند یو قسمي نمونه هغه %8.41 د تجهیزاتو اطمینانیه اسناد وو چې د CSX شرکت لخوا نشر شوي وو. هغه ډالر 93.568.000 چې ددغو اسنادو د خرڅلاو څخه په لاس ورغلي و د ریل پتلی د یو قسم اوږدو موټرونو Gondola Cars د خریداری له پاره په کار واچول شول. چې دغه مبلغ په 1993 کال کې د 3.289.407 څخه شروع کېږي او په 2006 کال کې تر 10.647.655 پورې لوړېږي. هغه عواید چې د ریل گاډو څخه په لاس راځي، ددغو اسنادو ربحه او اصلي سرمایې د بیا تادیه کولو له پاره بس والی کوي. که چیرې شرکت د ربحې او اصلي سرمایې په بیا تادیه کولو کې پاتې راشي، نو امانت کار

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کولای شي دغه تجهیزات خرڅ کړي ترڅو ددغو اسنادو د مالکانو د قرض پیسې پرې بیا تادیه کړای شي.

بغیر له تضمین څخه د قرض اسناد Debentures

دغه اسناد د شرکت د عمومي قرضې له جملې څخه دي او کوم تضمین نه لري. لدې وجې دا ډول د قرض اسناد ډیر له خطر ډک دي، ځکه چې د شرکت د افلاس او د قرضونو د ربحې او د هغوی د اصلي سرمایې په بیا تادیه کولو کې د پاتې راتلو په صورت کې لومړی تضمین شوي قرضونه Secured Debts تادیه کېږي او له هغه وروسته نه تضمین شوي قرضونه debentures تادیه کېږي.

ځیني لدغو نه تضمین شويو قرضونو څخه فرعي نه تضمین شوي قرضونه Subordinated Debentures دي، چې د نه تضمین شويو قرضونو په نسبت زیات له خطر ډک دي، ځکه چې دغه قرضونه د شرکت د نورو قرضونو څخه په ګروپبندي کې لاندې دي او حتی نه تضمین شوي قرضونه unsecured debts هم د فرعي یا د تیتې درجې نه تضمین شوي قرضونو څخه په لوړ مقام کې قرار لري.

دغه ډول اسناد د شرکت له ډیر خطر څخه ډک اسنادو له جملې څخه دي، چې زیاتره وخت د ربحې لوړ نرخ او یا د ځینو نورو مشخصاتو لکه د قرض ورکونکو د خطراتو د جبرانولو په عوض، دغه اسناد د شرکت په سهامو باندې د تبدیلیدو Convertibility د زیاتو امکاناتو درلودونکي دي.

مالي موسسات اکثراً هغه شرکت ته چې په عامو خلکو باندې بدون له تضمین څخه قرض اسناد خرڅوي، زیاته ترجیح ورکوي. څرنګه چې دغه اسناد د شرکت د متفرقه قرضونو له جملې څخه دي، نو ځکه د شرکت دارايي په هغوی کې نه بندېږي (د شرکت دارايي په نه تضمین شويو قرضونو پسې نه تړل کېږي البته د تضمین په ډول). که چیرې شرکت اضافي پیسو ته ضرورت ولري، نو کولای شي دغه دارايي د تضمین په ډول ورکړي. نو پدې صورت کې مالي موسسات علاقه لري، چې ددا ډول تضمین په صورت کې شرکت ته اضافي پیسې په قرض ورکړي. که چیرې دغه دارايګانې له پخوا څخه په تضمین ورکړل

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

شوي وي، نو شرکت به د سرمایې په تهیه کولو (تمویلولو) کې د دغه چانس دکمبود سره مخامخ شي.

پداسې حال کې د بدون له تضمین قرض اسنادو Debentures څخه استفاده کول، د اضافي قرض اسنادو د نشرولو قابلیت ته کموالی نه ورکوي، ددغو قرضونو Debentures په برخه کې د شرکت کوتاهي او پاتې والی دا مانا ارایه کوي، چې په ټولو عالي قرضونو Superior debts کې کوتاهي او پاتې والی وجود لري.

د قرض د قرارداد یوه تکراري فقره داسې وایي، چې که چیرې د شرکت په یو ډول قرض اسنادو کې کوتاهي او پاتې والی موجود وي، نو د شرکت په ټولو نشر شویو قرضونو کې کوتاهي او پاتې والی وجود لري. چې پدې حالت کې قرض ورکونکي کیدای شي اعلان کړي، چې ټول قرض (اصلي سرمایه) دې ورته بیا تادیه کړل شي. نو پدې اساس یو شرکت باید له اندازې نه زیات د نه تضمین شویو اسنادو استعمال ته وسعت ورکړي او په عوض یې باید د تضمین شویو قرضونو څخه په اضافي توگه استفاده وکړي.

### په عوایدو باندي متکي د قرض اسناد Income Bonds

د عوایدو قرض اسنادو ته هغه وخت ربحه تادیه کېږي، کله چې شرکت عواید ولري. یانې دغو اسنادو ته یوازې په هغه صورت کې ربحه تادیه کېږي، چې شرکت عواید لاس ته راوړي. که چیرې شرکت د خپلو نورو مصارفو په پوره کولو باندي ونه توانیږي، نو شرکت مجبور او مکلف نه دی، چې دغو قرض اسنادو ته ربحه تادیه کړي.

دغه ډول اسناد د سهامی شرکتونو د پر خطر ترینو (ډیر زیات له خطر نه ډک) اسنادو له جملې څخه دي، فلیهذا ډیر کم نشریږي. په عین حال کې ددغه ډول قرض اسنادو یو بل قسم هم وجود لري، چې اکثره وخت د دولت یا د دولت د محلي ارگانونو لخوا نشریږي او د عوایدو قرض اسنادو Income bonds سره مشابهت لري. او دغه د قرض اسناد د دولت په عوایدو باندي متکي دي چې Revenue Bonds بلل کېږي. او ربحه هغه وخت ترلاسه کوي، چې په هغوی پوري تړلي عواید ترلاسه شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ددې ډول قرض بیلگه د بنارونو څخه د مالیې اخیستنې د فعالیتونو د تمویل په خاطر د قرض د اسنادو نشر کول دي. دغه قرض اسنادو ته هغه وخت ربحه تادیه کېږي، چې د بنار د سرکونو څخه راجمع شوي مالیاتي عواید (د عملیاتي مصارفو څخه وروسته) په کافي اندازه وي، چې نوموړی ربحه پرې تادیه شي.

### د تعویض یا تبدیلیدو وړ قرض اسناد Convertible Bonds

دغه د قرض اسناد د مختلط (Hybrid) بیه لرونکو اسنادو له جملې څخه دي. په تخنیکي لحاظ دغه د قرض اسناد دي: دغو اسنادو ته ربحه تادیه کېږي، ځکه چې د شرکت د ثابتو قرضونو Fixed Obligations له جملې څخه دي او د پای ته رسیدو وعده یا نیټه لري. خو دغه د قرض اسناد یوه خاصه ځانګړتیا لري او هغه دا چې دغه اسناد کیدای شي د عامو سهامو په مالوم شمیر ونډو باندې تبادلې شي.

د بېلګې په توګه د Continental Airline هوايي شرکت د تبدیلیدو وړ قرض اسناد کیدای شي د عامو سهامو په 25 ونډو باندې تبدیل شي. ددغو اسنادو د بازار ارزش د سهامو په ارزش او ددغو اسنادو په ربحه پورې تړلی (تابع) دی.

دغه ډول قرض اسناد پانگه اچوونکي ته دا ګټه لري، چې هم د شرکت د قرض اسناد او د سهم اسناد دده له پاره عرضه کېږي. که چېرې د عام سهامو قیمت لوړوالی وکړي، نو د قرض د سند قیمت هم باید لوړ شي او پانگه اچوونکي د سرمایې د سود د لاس ته راوړلو امکان پیدا کوي. په عین حال کې که چېرې د سهم د سند په قیمت کې مثبت تغیر رانسي (لوړوالی ونکړي)، پانگه اچوونکی بیا هم د کمپنۍ د قرض د سند مالک دی. او شرکت مجبور ده، چې ددغه قرض ربحه تادیه کړي او د پای ته رسیدو وعده کې اصلي سرمایه بیرته تادیه کړي، نو پدې وجه پانگه اچوونکی د قرض په اسنادو کې د پانگې اچوونې له پاره اطمینان لري. دغه د تبدیلیدو وړ قرض اسناد د شرکت له پاره هم ځینې ګټې لري. لومړی دا چې که چېرې شرکت پانگه اچوونکو ته د تبدیلیدو وړ قرض اسناد ورکوي، نو شرکت کولای شي هغه اسناد د ربحې په تیت نرخ سره نشر کړي. دوهم دا چې ددغه قرض سند د نشریدو په وخت کې یې قیمت د عام سهامو د قیمت څخه لوړ ټاکل کېږي. که

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

چیرې د قرض اسناد د سهم له اسنادو سره تبادله شي. نو شرکت پدغه حالت کې کم اسهام نشروي نسبت هغه حالت ته که چیرې شرکت عام اسهام خرڅ کړي وای. نو بناء پر دې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په نشرولو سره د موجوده سهم لرونکو موقف لږ تغیر خوري. درېیم دا چې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په نشرولو سره د شرکت اداره توقع نلري، چې دغه اسناد (اصلي سرمايه) بیا تادیه کړي او ددې په عوض اداره توقع لري، چې دغه د قرض اسناد به په اسهامو باندې تبدیل شي او دغه په اسهامو باندې تبدیلیدنه د قرض د بیا تادیه کولو اړتیا له منځه وړي.

خلورم دا چې کله چې دغه د قرض اسناد په اسهامو تبدیل شي، نو دغه انتقال (د قرض څخه اسهامو ته) د شرکت د مالکانو د سرمایې اساس لوروي. څرنګه چې شرکت غواړي کمتر په مالي تموجاتو (موجونو) کې قرار ولري، نو بناء قادر به وي، چې د قرض اضافي اسناد نشر کړي.

د تبدیلیدو وړ قرض اسناد داسې مالومېږي، چې هم شرکت او هم پانګه اچوونکي ته مزیت لري. دغه اسناد د لویو شرکتونو لکه IBM څخه نیولي بیا تر کوچنیو شرکتونو پوري، د ټولو له پاره یوه په زړه پوري مالي وسیله ده. څرنګه چې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد د مختلفو بیه لرونکو پاڼو څخه دي یانې هم د قرض د عناصرو او هم د سرمایې د عناصرو مخلوط دي، نو بناء پر دې د هغوی تحلیل هم ستونزمن او مشکل دی. نو له دې وجې په دې څپرکي کې وروسته په تفصیلي ډول د بحث لاندې نیول کېږي.

### متحوله ربحه لرونکي قرض اسناد Variable interest rate Bonds

د 1970 لسيزي د نیمايي څخه مخکې چې یو ځل به د قرض اسناد نشر شول، نو د ربحې مقدار به یې ثابت و. خو په 1970 لسيزه کې د لوړ انفلاسیون په رامنځته کیدو سره سهامی شرکتونو داسې د قرض اسناد نشر کړل، چې د ربحې متحول نرخ یې درلود. د سیتی کورپ Citi corp لومړنی لوی امریکایي شرکت و، چې عامو خلکو ته یې د متحوله ربحې لرونکي قرض اسناد عرضه کړل. دغه اسناد د متحولې ربحې لومړني مثالونه نه و، ځکه چې تر دې وړاندې هم په امریکا او نورو هیوادونو کې د متحول ربحې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

قرض اسناد په نشر سره رسيدلي وو، چې د هغوی له جملې څخه کالونه پخوا د متحولې ربحې د گروې قرض اسنادو وجود درلود.

د سیتي کورپ د قرض اسنادو دوه بې ساري مشخصې درلودې:

1. ددغو اسنادو د ربحې متحول نرخ د خزاني بیلونو او اسنادو Treasury bills په نوم د امریکا دولتي لنډ مهاله قرض اسنادو په نرخ پوري تړلي وو.
2. ددغو اسنادو د درلودونکو د اصلي سرمايي د بیا تاديې حقوق محفوظ و.

د یوې معینې دورې په اوږدو کې ددغه شرکت د قرض اسنادو د ربحې نرخ د خزاني اسنادو او بیلونو د ربحې نرخ څخه 1% لوړه وه. د ربحې د نرخ متحول والی دا مانا درلوده، چې که چیرې د لنډمهاله ربحې نرخ زیاتوالی کړي وای، نو د قرض اسنادو د ربحې ورکړې هم زیاتوالی کاو. د قرض اسنادو خاوندانو د لنډمهاله ربحې د نرخ په هر یوه زیاتوالي کې برخه اخیسته. البته که چیرې د لنډمهاله ربحې نرخ ټیټوالی کړي وای، نو د قرض د سند خاوند به هم د ربحې ټیټ نرخ لاس ته راوړي وای.

د سیتي کورپ شرکت د قرض اسنادو دویمه مشخصه دا وه، چې د سند خاوند دا حق درلود چې د قرض سند نشريدو څخه دوه کاله وروسته د سند دمخ ارزش تر لاسه کړي او دغه د انتخاب امکان به هرو شپږو میاشتو کې بیا واقع کیده (تکراریده). د سند خاوند پوهیده، چې د قرض اصلي سرمایه په کال کې دوه ځله تر لاسه کولای شي. که چیرې د قرض د سند خاوند ژر تر ژره پیسو ته ضرورت درلود، نو کولای شول چې د قرض سند په خرڅلاو ورسوي، ځکه چې ددا ډول قرض وسایلو د خرڅلاو له پاره دوهمي بازار Secondary market وجود درلود. کله به چې متحول ربحه لرونکي قرض اسناد په نشر ورسیدل، نو د لنډ مهاله قرض د ربحې نرخ به عملاً کموالی مونده. د سیتي کورپ شرکت د قرض اسنادو له پاره په لومړي کال کې 9.7% ربحه او د دوهم کال په اوږدو کې یې یوازې 6.6% ربحه تادیه کړیده. د لنډمهاله ربحې په نرخ کې کموالی، د متحول ربحه لرونکي قرض اسنادو سره د پانگه اچونکي د علاقې د کموالي باعث شو.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د کوپون څخه بغير قرض اسناد Zero Coupon Bonds

په 1981 کال کې د قرض د اسنادو یو نوی قسم په عامو خلکو باندې خرڅ کړل شو. دغو قرض اسنادو ته ربحه نه ورکول کېږي او ډیر تنزیل سره په خرڅلاو رسیږي. دغه اسناد د لومړي ځل له پاره د جی سی پیني JC Penney شرکت لخوا نشر شول. دغه اسناد د لومړي ځل له پاره په کال 1981 کې د 330 ډالرو په تخفیف سره خرڅ شول، خو په 1989 کال کې د پای ته رسیدو وړاندې سره سم په 1000 ډالره سره بیا تادیه شول. له اتو کالو څخه وروسته د پانگه اچوونکي پیسو (Funds) د 330 څخه تر 1000 ډالرو پورې زیاتوالی وکړ.

د رشد نرخ (د قرض د سند بازدهي یا حاصل)  $14.86^5$  فیصده و. د سندونو د نشر د لومړي کامیابی څخه وروسته د IBM کریدیتي سهامی شرکت (د IBM مالي بخش) په شمول ډیرو نورو شرکتو دا ډول قرض اسناد نشر کړل. په هر حالت کې شرکت د ربحي نقدي تادیات نه ترسره کوي. شرکت دغه اسناد په تنزیل سره خرڅوي او لکه څنګه چې د قرض سند د پای ته رسیدو وړاندې ته نږدې کېږي، د پانگه اچوونکي عواید هم د قرض د سند د مخ ارزښ په زیاتیدو سره زیاتوالی کوي. خو د مالیې یوه مشخصه د بدون د کوپون قرض اسنادو علاقمندی یا جالبوالی راکموي. پانگه اچوونکی باید په تر لاسه شوي ربحه باندې د دولتي عواید مالیه تادیه کړي. سره ددې چې پانگه اچوونکی د ربحي پیسې د قرض د سند د پای ته رسیدو سره تر لاسه کوي. نو لدې وجې بدون له کوپون څخه قرض اسنادو سره پانگه اچوونکي ډیره کمه دلچسپي لري، خو د ځنډیدلي مالیې سره د تقاعد د پلانونو سره ددغو اسنادو ارتباط په وجه کیدای شي پانگه اچوونکي دلچسپي ولري.

<sup>5</sup> بازدهي یا حاصل په لاندې ډول سنجش کېږي.

$$330(1+i)^8 = 1000 \Rightarrow (1+i)^8 = 1000/330 = 3.0303$$

$$I = (3.0303)^{1/8} - 1 = 14.86$$

د مالي حسابي ماشین څخه په استفادې سره  $pv=330$ ،  $n=8$ ،  $pmt=0$ ،  $fv=1000$  او  $i=?$  د پورته مالوماتو په ورکولو سره  $I = 14.86$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ځکه د تقاعدي پلانونو په اساس ربحه او عواید تر هغه وخت پوري ځنډېږي، ترڅو اصلي نقدې پیسې بیا تادیه شي. نو لدې وجې د بدون د کوپون قرض اسنادو د لاسته راوړلو اساسي علت داده، چې هغه د ځنډول شوي ماليې لرونکو تقاعدي پلانونو سره په ارتباط کې تر استفادې لاندې ونيول شي.

### لوړ حاصل لرونکي بیه لرونکي پانې – له خطرې ډک قرض اسناد

#### High-yield securities-Junk Bond

لوړ حاصل لرونکي بیه لرونکي پانې (له خطرې ډک قرض اسناد) د قرض اسنادو د خاص ډول یا قسم څخه ندي، خو یوازې یو نوم ده، چې د ټیټ کیفیت لرونکي قرض ته ورکړل شویده (چې په درجه بندی کې د BBB څخه لاندې دي). له خطرې ډک قرض اسناد Junk Bond اکثره وخت بدون له تضمین څخه قرض اسنادو debentures دي او په گروپ بندی کې د شرکت د نورو قرضونو څخه لاندې قرار لري.

ددغو قرضونو ټیټ کیفیت ددې اړتیا پیدا کوي، چې له خطرې ډک قرض اسنادو Junk Bond ته لوړ حاصل ورکړل شي، چې دغه حاصل 3% یا 4% د لوړ کیفیت لرونکو قرض اسنادو د حاصل څخه زیات (لوړ) کیدلای شي.

دغه له خطرې ډک قرض اسناد (Junk Bonds) د مالي موسساتو او هغو اشخاصو لخوا خریداري کېږي، چې دغه اشخاص د ټیټ کیفیت لرونکو قرض اسنادو په سرمایه گزاری کې عادت وي او دیوه لوړ حاصل (Yield) د لاسته راوړلو لوی خطر په غاړه اخلي.



## خارجي قرض اسناد Foreign Bonds

امریکایي شرکتونه کېدای شي په خارجي هیوادونو کې د قرض اسناد نشر کړي، ترڅو د خارجي سرمایه گزاریو لپاره - لکه ماشین الاتو او تجهیزاتو لپاره نقدو پیسو (Funds) ته زیاتوالی ورکړي. د مثال په توګه د ایکسون موبایل (Exxon Mobile) شرکت په خپل 2001-10k راپور کې خبر ورکړ، چې دغه شرکت 7.099 میلیارد ډالره اوږد مهاله قرض لري، چې د هغه جملې څخه 2.521 میلیارد ډالریا 36% قرض په خارجي هیوادونو کې د تادیې وړ (Payable) وو. دغه اسناد د هغه اسعارو له نقطه نظره، چې دغه اسناد پرې نشر شوي دي، په دوه ډوله ویشل کېږي. امریکایي شرکتونه کولای شي، چې د قرض اسناد د یوه هیواد په داخلي اسعارو (مثلاً د بریتانیا پونډ) سره خرڅ کړي او یا هم کولای شي، چې خارجي اسناد په خارج کې په ډالرو خرڅ کړي. په همدې ډول غیر امریکایي شرکتونه هم کولای شي خپل د قرض اسناد په خپلو داخلي اسعارو او یا هم په خارجي اسعارو سره خرڅ کړي. کله چې یو خارجي شرکت خپل د قرض اسناد په امریکا کې په ډالرو سره خرڅ کړي، نو پدې صورت کې دغه اسناد د یانکي قرض اسنادو (Yankee Bonds) په نوم یادېږي.

هغه شرکتونه چې په خارجي اسعارو سره خپل د قرض اسناد خرڅوي، نو د خارجي اسعارو په نرخ کې د تغیراتو د خطر متحمل کېږي. کچیرې د ډالرو ارزش لوړ شي، نو د قرض د بیا تادیه کولو لپاره زیاتو داخلي پیسو ته اړتیا ده، طبیعي ده چې ددې موضوع برعکس هم صدق کوي، یانې که چیرې د ډالرو ارزش ټیټ شي، نو شرکت مفاد لاسته راوړي ځکه د قرض د بیا تادیه کولو لپاره کمو داخلي اسعارو ته اړتیا وي.

ایرو قرض اسناد (Eurobonds) د هغه هیواد څخه بهر په خرڅلاؤ رسیږي، چیرته چې نشر شويدي، خو د هغه شرکت په پیسو سره وي، چې هغه اسناد یې نشر کړي وي. دغه اسناد کېدای شي په پونډ یا ین (Yen) سره نشر شي، نو لدې وجې دغه اصطلاح (Eurobond) په اروپایي هیوادونو پورې نه محدودېږي.

که چیرې د (IBM) شرکت د ایرو قرض اسناد په اروپا کې خرڅوي، نو وعده کوي، چې تادیات په ډالرو تر سره کړي او پدې واسطه د اسعارو د نرخ سره تړلي خطر څخه ځان

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

وژغوري. هغه امریکایي پانگه اچوونکي چې اړو قرض اسناد اخلي مجبور ندي تادیات له محلي داخلي اسعارو څخه په ډالرو تبدیل کړي او پدې توگه د اسعارو د نرخ د خطر څخه ځان وژغوري.

خو خارجي پانگه اچوونکي مجبور دي، چې د ډالرو تادیات په خپلو محلي داخلي اسعارو سره تبدیل کړي او د اسعارو د نرخ د خطر څخه ځان نشي ژغورلای.

دغه موضوع یوه مهمه نقطه په پای کې لري او هغه دا چې کله سرمایه گزاري او اسعار د نړیوالو پولو څخه تیریري، نو یو څوک (سرمایه گزار) باید د اسعارو د تبادلې د نرخ د نوساناتو سره تړلي خطرونه وگالي (قبول کړي).

لومړی دا چې ددغو اسنادو ربحه د هرو شپږو میاشتو په عوض په کال کې یو ځل تادیه کېږي، نو بناءً دهغې حاصل (بازدهي) د مرکبي ربحې د تفاوت سره په ارتباط کې په امریکا کې د حاصل سره مشابه ندي.

دویم دا چې دغه اسناد په امریکا کې د خرڅلاؤ لپاره د بیه لرونکو پانډو په جمله کې ثبت شوي ندي، نو ځکه امریکایي پانگه اچوونکي باید هغه په یو بل هیواد (خارج) کې واخلي.

درېیم دا چې سره ددې چې ربحه په امریکا کې د دولتي عوایدو د مالیه د موضوع لاندې راځي، د اړو قرض اسنادو څخه مالیه نه اخیستل کېږي، ځکه دغه اسناد په متحده ایالاتو کې رسمي ندي، نو کېدای شي دغه اسناد د ځینو افرادو (امریکایي او غیر امریکایي) لخوا د مالیاتو څخه د سوء استفادې په غرض خریداري شي. په داسې فرض کولو سره، چې دغه اخري جمله صحت لري، نو د اړو قرض اسنادو قیمتونه په مصنوعي ډول لوړیږي، نو ددغو اسنادو حاصل د هغو اسنادو په پرتله کم وي، چې د مالیه د موضوع لاندې وي.

## راجستر شوي او د ثبت دفتر قرض اسناد

### Registered and Book Entry bonds

مخکې به د قرض اسناد د انتقال وړ د کوپون د ضمیمې سره نشر کیدل. د قرض اسنادو درلودل د اسنادو د مالکیت لپاره یو دلیل و. مالک به د قرض سند څخه کوپون جدا کاؤ او د تادیې نماینده (Paying agent) به یې درېحې د راټولولو په غرض ورلېږه. هغه افراد چې دغه اسناد یې درلودل او خپل ژوند یې ددغو اسنادو د ثابتې رېحې په تادیاتو باندې پرمخ وور(بولو)، د کوپون قطع کوونکو (Coupon Clippers) په نوم یادیدل. د موجوده قوانینو لاندې د نویو کوپون لرونکو قرض اسنادو (Coupon Bonds) نشر کول مجاز ندي. (دغه اسناد په ډیرې اسانۍ سره د عاید او دارائې مالې دنه تادیه کولو د یوې وسیلې په توګه استعمالیدلای شي).

ځینې کوپون لرونکي قرض اسناد تر اوسه موجود دي، خو هغه به د پای ته رسیدو او د اصلي سرمایې د بیا تادیه کیدو سره سم له منځه لاړ شي. سره ددې چې کوپون لرونکي اسناد له منځه ځي، خو د کوپون کلمه به په دوامدار ډول باقي پاتې وي او د قرض د اسنادو د دوره یې رېحې د تادیې مانا به ورکوي.

نن ورځ د قرض اسناد د راجستر شوي او یا هم د دفتری ثبت (Book Entry) په شکل نشریږي. حتی پدې وروستیو کې راجستر شوي اسناد هم له منځه ځي، ځکه په اوس وخت کې د دفتری ثبت قرض اسنادو نشر کولو میلان وجود لري. د متحده ایالاتو ټول خزاني د قرض اسناد اوس د دفتری ثبت په شکل سره نشریږي او ډیر سهامی شرکتونه او دولتي ارګانونه هم په همدې ډول د قرض اسناد نشر وي. پدې شکل کې حقیقي فزیکي اسناد نه نشریږي او په عوض یې د سهم لرونکو نومونه په شرکت (یا یوه بانک کې چې د شرکت د نماینده او تادیه کوونکي په حیث عمل کوي) کې ثبت کېږي. دغه ډول سیستم په بنکاره ډول د فزیکي قرض اسنادو د نشرولو په نسبت کم مصارف ایجابوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د قرض اسنادو د قیمت ټاکل Determination of the price of a Bond :-

ډیری د قرض اسناد په عامو خلکو باندې خرڅیږي او د سهم د اسنادو په ډول هره ورځ تبادلې کېږي. ځینې د قرض اسناد د تبادلې په لیست کې قرار لري او دهغو د تبادلې (داوښتد) څخه په مالي مطبوعاتو یا نشراتو کې راپورونه نشریږي. د مثال په توګه وال سټریټ جورنال (Wall street Journal) دشلگونو قرض اسنادو د تبادلې (داوښتد) راپور ورکوي. د مثال په توګه دغې مجلې په 12.7.2002 تاریخ د AT&T شرکت د 12 مختلف قسمه قرض اسنادو د تبادلې یا معاملي (Transaction) راپور خپور کړ. دا په داسې حال کې چې د (AT&T) شرکت یوازې یو ځل عام اسهام نشر کړیږي. د قرض اسنادو د معاملو د راپور عمومي شکل په لاندې ډول دی:

د قرض اسناد	جاري حاصل مقدار (Volume)	ورځې اخیري قیمت	خالص تغیر
ATT 8.35s25	340	80.63	1.25

اول قلم د قرض سند مشخصات بیانوي، چې پدې مثال کې د (AT&T) قرض اسناد د 8.35 کوپون سره او د پای ته رسیدو تاریخ یې (2025) کال دي. جاري حاصل (چې وروسته پدې فصل کې بحث پرې کېږي) چې 10.4% فیصدي یې ده او 340 عدده د 1000 ډالري قرض اسنادو څخه معامله شویږي. د ورځې اخري قیمت (Closing price) یې 80.63 (\$806.30) ؤ چې دتیرې ورځې په نسبت د 1.25 (\$12.50) خالص تغیر لرونکی دی.

څرنگه چې د قرض اسنادو قیمت هره ورځ تغیر کوي (نوسانات لري)، بناءً د قرض د سند قیمت (په یوه خطر لرونکي ورکړل شوي ګروپندی کې) په اول قدم کې په:

1. هغه ربحه چې د قرض سند ته تادیه کېږي.
2. هغه ربحه چې پانگه اچوونکي یې د رقیبو (سیالو) قرض اسنادو څخه لاسته راوړلای شي.
3. د قرض سند د پای ته رسیدو تاریخ - پورې اړه لري.

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

د قرض سند (Bond) د قرض يوه وسيله ده، چې هغه ته درېجې دوره يې تاديات صورت نيسي (اکثره وخت هرو شپږو مياشتو کې) چې دغه تاديات د قسط (Annuity) د تادياتو سره مشابه وي. د قرض د سند د ارزش يوه برخه د هغه درېجې د تادياتو په فعلي ارزش کې پټه ده. د پای ته رسيدو وعدي سره اصلي سرمايه بيا تاديه کېږي. د قرض د سند د ارزش پاتې برخه د اصلي سرمايې په بيا تاديه کولو کې پټه ده. نو پدې اساس نن ورځ د قرض د سند ارزش د رېجې د تادياتو د فعلي ارزش او د اصلي سرمايې د بيا تادياتو د فعلي ارزش له مخې ټاکل کېږي. د قرض د سند ارزش په الجبري ډول د لاندې فارمول پواسطه پيدا کېږي. دغه فارمول د فعلي ارزش په قسم، چې مخکې په پنځم فصل کې مطالعه شو عبارت ده له:

$$P_B = \frac{PMT}{(1+i)^1} + \frac{PMT}{(1+i)^2} + \dots + \frac{PMT}{(1+i)^n} + \frac{FV}{(1+i)^n}$$

پدې فرمول کې  $P_B$  د قرض د سند جاري قيمت،  $PMT$  درېجې دوره يې تاديات،  $n$  د پای ته رسيدو وعدي پورې د کلونو (يا تادياتو) شمير،  $FV$  اصلي سرمايه، چې په راتلونکي کې تاديه کېږي او  $I$  د جاري رېجې د نرخ څخه عبارت دي. د پورتنې فرمول په استعمالولو سره د قرض د سند د ارزش د سنجش په خاطر يو ساده مثال په نظر کې نيسو: يوه شرکت  $\$1,000$  ډالري قرض اسناد په  $6\%$  کوپوني نرخ سره ( $60\%$  په کال کې) چې درې کاله وروسته پای ته رسېږي، نشر کړيدي. د قرض د سند د قيمت د مالومولو لپاره چې ټولو مالوماتو ته ضرورت ده، هغه د جاري رېجې نرخ ده او دا د رېجې هغه نرخ ده، چې د سيالو (رقیبو) نويو نشر شويو قرض اسنادو چې عين ډول د خطر درجه او عين ډول د پای ته رسيدو موده لري - لپاره تاديه کېږي. کچيرې سيال (رقیب) قرض اسناد  $6\%$  حاصل ولري، پس ددې قرض سند قيمت به دهغه داسمي ارزش سره مطابق ( $\$1,000$ ) وي، ځکه چې:

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

$$P_B \frac{\$60}{(1+0.0)} + \frac{\$60}{(1+0.06)} + \frac{\$60}{(1+0.06)} + \frac{\$1,000}{(1+0.06)} = \$56.60 + \$53.40$$

$$+\$839.62$$

$$PB = \$1,000.00$$

که چیرې سیال (رقيب) قرض سند په 8% حاصل سره خرڅ شي، نو پانگه اچوونکو ته به دغه د قرض سند د علاقې وړنه وي، ځکه دوی نه غواړي چې \$1,000 د 6% حاصل لپاره تادیه کړي. پداسې حال کې چې دوی کولای شي د عین قیمت (\$1,000) په تادیه کولو سره سیال (رقيب) قرض سند واخلي، چې هغه 8% حاصل ورکوي. ددې لپاره چې دغه د قرض سند (چې په مثال کې ذکر شو) د رقيب قرض سند سره رقابت وکړای شي، نو د هغه قیمت باید په کافي اندازه تنزیل (تیتوالی) وکړي. چې 8% حاصل ورکړای شي. دپورتني فارمول له مخې ددغه قرض سند قیمت باید په لاندې ډول وي:

$$= \frac{\$60}{(1+0.08)} + \frac{\$60}{(1+0.08)} + \frac{\$60}{(1+0.08)} + \frac{\$1,000}{(1+0.08)}$$

$$= \$60(0.926) + \$60(0.857) + \$60(0.794) + \$1,000(0.794)$$

$$= \$55.56 + \$51.42 + \$47.64 + \$794 = 948.62$$

$$P_R = \$948.62$$

د قرض د سند قیمت باید تقریباً تر (\$794) پورې تیتوالی وکړي، دا پدې مانا ده چې د قرض سند باید په تنزیل (Discount) سره خرڅ شي (یو داسې قیمت چې د اصلي سرمایې د قیمت څخه چې د سند په مخ ذکر شوي وي تیت وي) ترڅو وکولای شي د مشابه (رقيب) قرض اسنادو سره رقابت وکړي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

پدغه قیمت کې به پانگه اچوونکي په کال کې \$60 ربحه او په دريو کالو کې به تقريباً \$50 د سرمايې سود يا (Capital Gains) ځکه لاس ته راوړي، چې د قرض سند په \$948.62 خريداري کوي او د پای ته رسيدو تاريخ کې به \$1,000 ترلاسه کړي .  
 که چيرې سيال (رقيب) قرضونو %4 حاصل (بازدهی) درلودلای، نوپدې صورت کې به ددغه قرض سند (چې په مثال کې ذکر شو) قیمت به د لاندې فرمول په اساس لوړ شوی وای پدې ډول :

$$\begin{aligned}
 P_B &= \frac{\$60}{(1+0.04)^1} + \frac{\$60}{(1+0.04)} + \frac{\$60}{(1+0.04)} + \frac{\$1,000}{(1+0.04)} \\
 &= \$60(0.962) + \$60(0.925) + \$60(0.889) \\
 &\quad + \$1,000(0.889) \\
 &= \$1,055.56
 \end{aligned}$$

پدې ترتيب به دغه د قرض اسناد په يوه امتياز يا مزاد قیمت ریا په بل عبارت د سند د اصلي سرمايې څخه په لوړ قیمت) سره خرڅ شي .دا به کېدای شي د باور وړنه وي (implausible) چې د قرض سند په يوه امتيازيا مزاد قیمت (premium) سره خرڅ شي ،خو دا کار (په امتياز سره خرڅول) هغه وخت واقع کېدای شي، چې د مارکيت د ربحې نرخ د کوپون د ربحې نرخ څخه چې د قرض سند کې ذکر شوي وي - ټيټوالی وکړي .  
 د قرض د سند د قیمت محاسبه (سنبش) اوږده يا طولاني وي ،خو کولای شو، چې دغه حسابونه (سنبشونه) کم کړو. که چيرې وپوهیږو چې د قرض د سند د قیمت سنبش دوه اجزاوي (عناصر) لري : يو د ربحو د تادياتو جريان او بل د اصلي سرمايې اخري بيا تاديه .څرنگه چې د ربحې تاديات ثابت وي .او هر کال تاديه کېږي ، کېدای شي دغه تاديات د قسطونو (annuity) په حيث په نظر کې ونيول شي .د اصلي سرمايې بيا تاديه کېدای شي د يوې جمعې ساده تاديه په حيث په نظر کې ونيول شي .نو د قرض د سند قیمت عبارت ده له :

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د قرض سند قیمت = کوپون × د یوډالردفعلي ارزش لپاره د ربحې فکتور×اصلي سرمایه×دیوډالري قسط دفعلي ارزش لپاره د ربحې فکتور = کوپون × PVIF × اصلي سرمایه × PVAIF.

که چیرې یو (\$1,000) قرض سند د کال \$60 ربحه تادیه کوي او درې کال وروسته پای ته رسیږي، فعلي ارزش یې ددریو کالو د \$60 قسط دفعلي ارزش او د \$1,000 د فعلي ارزش څخه چې درې کاله وروسته یې تر لاسه کوي -عبارت ده. کچیرې د ربحې نرخ یې 8% وي نو د سند فعلي ارزش عبارت ده له :

$$P_B = \$60(PVAIF, 81, 3N) + \$1,000(PVIF, 81, 3N)$$

$$P_B = \$60(2.577) + \$1,000(0.794) = \$948.62$$

چې پدې فرمول کې 2577 د 8% ربحې ددریو کالو د یوډالري قسط د فعلي ارزش د ربحې فکتور او 0.794 د 8% ددریو کالو لپاره د یوډالردفعلي ارزش د ربحې فکتور څخه عبارت دي. دا هماغه ځواب دی، چې مخکې مو لاسته راوړ. خو پدې توپیر چې ریاضیکي عملیه یې کمه (محدوده) شویده. څرنګه چې اکثره د قرض اسناد شپږ میاشتني ربحې تادیات لري، نو پورتنی فرمول باید د شپږ میاشتني ربحې تادیاتو لپاره عیار کړل شي. لومړی کوپون په (2) ویشو ترڅو د ربحې شپږ میاشتني تادیه پیدا کړو یانې (\$60/2=\$30)، دویم د ربحې نرخ په (2) ویشو ترڅو د شپږو میاشتو د ربحې نرخ (8%/2=4%) پلاس راوړو، او درېیم دا چې د کالونو تعداد په (2) کې ضربوو ترڅو د ربحو د تادیاتو دورې مالومې کړو یانې (3\*2=6)، ددې انطباق (adjustment) د قرض د سند ارزش په لاندې ډول دی :

$$P_B = \$30(PVAIF, 4I, 6N) + \$1,000(PVIF, 4I, 6N)$$

$$= \$309(5.242) + \$1,000(0.794) = \$947.26$$

د سالانه مرکبې ربحې د فعلي ارزش د سنجش په نسبت دغه (شپږ میاشتني) سنجش لږ څه کوچنی دی، دا د قرض د سند قیمت باید ځکه تنزیل (کموالی) وکړي، چې په مرکبه ربحه کې چې لنډې دورې (شپږ میاشتني) پکې شاملې دي، په سالانه ربحه کې هغه په بر کې نه نیول کېږي.



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې د ربحې نرخ لوړ شي او د قرض د سند قیمت نزول (ټیټوالی) وکړي، د شپږ میاشتني تادیاتو د سنجش په استعمالولو سره به د قیمت ټیټوالی ډیر لوی وي، ځکه چې پانگه اچوونکي په هغه صورت کې چې د ربحې تادیات په شپږ میاشتني ډول صورت نیسي، د ربحې د لوړ نرخ په اساس باید زیات ضرر قبول کړي. ټیټ قیمت د خریدار لپاره د ربحې د ضرر جبران دی.

دیوه مالي حسابي ماشین (Financial Calculator) په استعمالولو سره د قرض د سند قیمت په اسانۍ سره سنجش کېږي. په پخواني مثال کې، 6% فیصده کوپون لرونکی قرض سند چې درې کاله وروسته پای ته رسیږي (mature) او کله چې د بازار (د نورو قرض سندونو) د ربحې 8% و دغه د قرض سند په 947.58\$ په خرڅلاؤ رسیدله.

د قرض د سند د قیمت (PV) د مالومولو لپاره د مالي حسابي ماشین څخه استفاده کولو لپاره، د اصلي سرمایې بیا تادیه د راتلونکي ارزش ( $Fv=1,000$ ) له حیث، د ربحې کالني تادیات ( $PMT=30$ ) د پای ته رسیدو وعده (کالونه) ( $N=6$ ) او د مقایسوي قرض سند حاصل یا ( $I=4$ ) ماشین ته داخلېږي. د حساب ماشین د اعشاري عدد د تکمیل (Round off) څخه ترته 947.58 حاصل راباسي، چې دا همغه قیمت دی، چې د ربحې د جدول څخه مو په لاس راوړی و، دغه پورتنی مثالونه یوه عمومي نتیجه په لاس راګوي: د قرض د اسنادو قیمتونه او د مارکیټ په ربحه کې تغیرات یو له بل سره معکوسه اړیکه (رابطه) لري. یانې کله چې د مارکیټ د ربحې نرخ لوړېږي، د قرض د سند قیمت ټیټوالی کوي. او کله چې د مارکیټ د ربحې نرخ ټیټوالی کوي، نو د قرض د سند قیمت لوړېږي. د ربحې لوړ نرخونه د قرض د سند فعلي ارزش د فشار لاندې راوړي. د قرض د سند قیمت د 1,000\$ څخه 948.62\$ ته ټیټوالی وکړ کله چې د ربحې نرخ د 6% څخه 8% ته لوړوالی وکړ، خو د قرض د سند قیمت 1055.56\$ ته هغه وخت لوړوالی وکړ کله چې د ربحې نرخ (د ربحې د کالني تادیاتو په فرض کولو سره) د 6% څخه 4% ته ټیټوالی وکړ. د قرض د سند د قیمت او د جاري ربحې د نرخونو د تغیراتو ترمنځ دغه منفي (معکوسه) رابطه په خپله د ربحې د نرخ خطر دی، چې مخکې په شپږم فصل (Chapter 6) کې پرې بحث وشو.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

البته هر قسم قرض اسناد د قیمت تغیر موندنې (Price volatility) سره مخامخ دي. د هغو قرض اسنادو د قیمتونو نوسانات لوی دي، چې د پای ته رسیدو اوږده موده لري، نسبت هغو قرض اسنادو ته چې د پای ته رسیدو لنډه موده لري. په مخکنی مثال کې کله چې د قرض سند چې درې کاله وروسته پای ته رسیږي د ربحې نرخ یې د 6% څخه 8% ته لوړ شو، نو قیمت یې د \$1,000 څخه \$948.62 ته راټیټ شو.

که چیرې همدغه د قرض سند د پای ته رسیدو تاریخ 20 کاله موده درلودلای، نو قیمت به یې \$803.59 ته راټیټ شوی وای. اوعین عملیه د بازار د ربحې د نرخ د ټیټوالي په صورت کې هم صدق کوي یانې که چیرې د ربحې نرخ نازل شي، نو د قرض د سند د قیمت لوړوالی به د 3 کلن قرض سند په نسبت په 20 کلن قرض سند کې زیات وي. نو لدې وجې د هغه 20 کلن قرض سند قیمت چې په کال کې \$60 ربحه تادیه کوي. \$1,271.82 ته لوړ شي. که چیرې د ربحې نرخ د 6% څخه 4% ته ټیټوالی وکړي. که چیرې پانګه اچوونکي د ربحې د نرخ د نزول (ټیټوالي) توقع ولري، نو هغوی د مخکې نشر شویو قرض اسنادو د قیمت د لوړیدو منتظر وي. دغه د قیمت لوړوالی باید د مخکې نشر شویو قرض اسنادو لپاره واقع شي، ترڅو د نویو نشر شویو قرض اسنادو سره عین حاصل ولري. او ددې خبرې عکس هم صدق کوي، ځکه که چیرې پانګه اچوونکي د ربحې د نرخ د لوړیدو توقع ولري، نو دوی د موجوده قرض اسنادو د قیمت د نزول (ټیټوالي) توقع هم لري. دغه د قیمت ټیټوالی باید د مخکې نشر شویو قرض اسنادو لپاره واقع شي، ترڅو عین حاصل ورته عرضه شي، څومره چې نویو نشر شویو قرض اسنادو ته عرضه کېږي.

نو لدې وجې که چیرې پانګه اچوونکي د ربحې په نرخ کې د تغیر مسیر (Direction of Change) په ګوته کولای شي، نو دوی پدې هم توانیږي چې د قرض اسنادو په قیمتونو کې د تغیر مسیر (Direction of Change) په ګوته کړي (البته د توقع (anticipate) په اساس).

کېدای شي سرمایه گزاران غلط توقعات وکړي او د قرض اسنادو په بازار کې د ضرر متحمل شي (ضرر وګالي) که چیرې دوی د قرض اسناد واخلي او د ربحې نرخ لوړ شي، نو ددوی د اسنادو بازار ارزش کموالی کوي او پدې توګه دوی د سرمایې د زیان سره

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

مخامخ کېږي، خو یو شی د دغو افرادو په گټه تمامېږي او هغه دا چې د قرض سند باید په پای ته رسیدو تاریخ باندې بیا تادیه شي، ځکه چې اصلي سرمایه (principal) باید دوباره تادیه شي، څرنگه چې د قرض سند د پای ته رسیدو وعدې ته نږدې کېږي د هغه قیمت لوړېږي، نو پدې صورت کې د پانگې اچونې غلطې (اشتباه) جبران کېږي (اصلاح) کېږي. خو د غلطې اصلاح کېدای شي کلونه وخت ونیسي، چې پدې موده کې به پانگه اچوونکو هغه حاصل (Yield) له لاسه ورکړی وي، کوم چې دوی د هغو قرض اسنادو څخه لاسته راوړلای شوای چې ددوی ددغې لومړنۍ پانگې اچونې څخه وروسته نشر شوي دي.

### حاصلات Yields

د حاصل (Yield) کلیمه اکثره وخت په قرض اسنادو کې د سرمایه گزاری سره په ارتباط کې استعمالېږي. د حاصل دوه ډولونه وجود لري: جاري حاصل (Current Yield) او د پای ته رسیدو د وعدې حاصل (Yield to maturity).

### جاري حاصل The Current Yield

جاري حاصل (CY) هغه فیصدي ده، چې پانگه اچوونکي یې په سالانه ډول لاسته راوړي او عبارت دی له:

$$CY = \frac{\text{د ربحې کالني تادیه}}{\text{د قرض سند قیمت}}$$

هغه د قرض سند چې په پخواني مثال کې راوړل شوی و، 6% د کوپون نرخ لري، او څرنگه چې د قرض سند قیمت \$948.62 دی، نو جاري حاصل یې عبارت ده له:

$$CY = \frac{\$60}{\$948.6} = 0.063 = 6.3\%$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د جاري حاصل سنجش مهم ده ځکه دغه حاصل پانگه اچوونکي ته دهغه حاصل اشاره ورکوي، چې د پانگې اچونې څخه به لاسته شي. هغه پانگه اچوونکي چې د لوړ جاري عايد (Current income) غوښتونکي دي، هغوی هغو قرض اسنادو ته ترجیح ورکوي، چې لوړ جاري حاصل (CY) عرضه کوي.

خو جاري حاصل (CY) کېدای شي غلط رهنمایي کوونکی وي، ځکه چې دغه حاصل د قرض د سند د قیمت تغیر چې د قرض سند د پای ته رسیدو سره رامنځته کېږي، په نظر کې نه نیسي. البته په ښکاره توګه که چیرې د قرض سند په تنزیل (discount) سره خریداري شوی وي، نو د پای ته رسیدو وعده ته په رسیدو سره باید د هغه قیمت لوړ شي. ددې برعکس واقع کېږي. که چیرې د قرض سند په یوه امتیاز یا مازاد قیمت (premium) سره اخیستل شوی وي، یانې د پای ته رسیدو وعده ته په نږدې کیدو سره به د قرض د سند قیمت نزول (تیتوالی) وکړي. پدې دلیل لارمه ده، چې د پای ته رسیدو وعده حاصل یا (Yield of maturity) مطالعه کړو.

### د پای ته رسیدو وعده حاصل Yield to maturity

دغه حاصل نه یوازې جاري عايد، چې د قرض سند په واسطه خلق شویده، په نظر کې نیسو، بلکې ټول هغه تغیرات، چې د پای ته رسیدو تاریخ پورې د قرض سند په ارزش کې رامنځ ته کېږي، په نظر کې نیسي. که چیرې هغه د قرض سند چې مخکې په مثال کې ذکر شو په \$948.62 واخیستل شي او د پای ته رسیدو تر وعده پورې وساتل شي، نو پانگه اچوونکي به درې کاله وروسته 8% حاصل لاسته راوړي.

دغه د پای ته رسیدو د وعده پورې حاصل دی، ځکه چې نه یوازې د جاري ربحې حاصل 6.3% په برکې نیسي، بلکې د قیمت زیاتوالی د خریداری په وخت کې له \$948.62 څخه د پای ته رسیدو تر وخته پورې \$1,000 هم په برکې نیسي. څرنگه چې د پای ته رسیدو تر وخته پورې حاصل د ربحې د عايد جریان او د قیمت دواړه په برکې نیسي، نو دغه سنجش د جاري حاصل په نسبت د قرض د سند حاصل، چې پانگه اچوونکي ته عرضه کېږي، د سنجش ډیره دقیقه اندازه ګیري ده.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

$$P_B = \frac{PMT}{(1+i)} + \frac{PMT}{(1+i)^2} + \dots + \frac{PMT}{(1+i)} + \frac{FV}{(1+i)^n}$$

(i) چې د نویو نشر شویو قرض اسنادو ربحې د نرخ په حیث تعریف شوي و، پدې ځای کې د پای ته رسیدو وعدې پورې د حاصل بنودونکي ده. دا هغه نرخ ده، چې د ربحې د تادیاتو فعلی ارزش د اصلي سرمایې د دوباره تادیې د فعلی ارزش سره یو ځای، د قرض سند د مصارفو سره چې دغه د قرض سند د پای ته رسیدو وعدې پورې ساتل کېږي، مساوي کوي. که چیرې یو پانگه اچوونکی د قرض سند واخلي او د پای ته رسیدو تر وخته یې د ځان سره وساتي، نو حاصله عاید (return) یې د پای ته رسیدو تر وخته پورې حاصل (Yield to maturity) ده او دغه حاصل باید د ربحې جاري نرخ وي، چې عین مودې او مشخصاتو سره د رقیب یا سیالو قرض اسنادو لخوا تادیه کېږي.

په هغه وخت کې چې د ربحې د کوپون نرخ، د قرض د سند قیمت او د پای ته رسیدو تاریخ مالوم وي، نو د پای ته رسیدو وعدې حاصل (Yield to maturity) مالومول اسانه ندي. د مثال په توګه که چیرې یو \$1,000 ډالري قرض سند، چې درې کاله وروسته پای ته رسیږي او په کال کې \$100 ربحه تادیه کوي او په \$952 خرڅیږي او پانگه اچوونکی وغواړي د پای ته رسیدو د وعدې حاصل یې مالوم کړي، نو په لاندې ډول سنجش کېږي:

$$952 = \frac{\$100}{(1+i)} + \frac{\$100}{(1+i)^2} + \frac{\$100}{(1+i)} + \frac{\$100}{(1+i)^3}$$

څرنگه چې پانگه اچوونکي د ربحې نرخ (0.14) او د کالونو شمیر (3) دواړه لري، نو د یو ډالري قسط د فعلی ارزش لپاره د ربحې فکتورونه کولای شي د ربحو مناسبو جدولونو څه لاسته راوړي، ترڅو د همدغه نرخ او همدغې مودې درلودونکي قرض سند ارزش پیدا کړي یانې:

$$P_B = \$100(PVAIF, 14I, 3N) + \$1,000(PVIF, 3N) = \$100(2.322) + \$1,000(0.675) = \$907.20$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې د پای ته رسیدو وعدې حاصل 14% وای ، نو دغه د قرض سند به په \$907.20 خرڅیدلای ، خو دا چې دغه سند په \$952 خرڅیږي، نو ځکه 14% یې د پای ته رسیدو وعدې حاصل کیدلای شي . دغه انتخاب شوی حاصل یا (ارزش) ډیر لوړ ؤ، چې د قرض سند د فعلی ارزش (د سند قیمت) د ډیر ټیټوالي باعث شو . دغه پانگه اچوونکی باید یو بل نرخ (د پای ته رسیدو حاصل) غوره کړي او دا عملیه تکرار کړي . (که چیرې د سرمایه گزار لاسته راغلی ارزش د قرض سند د موجوده قیمت څخه زیات وي ، نو غوره کړی نرخ (حاصل) به یې ډیر ټیټ وي او یو لوړتر نرخ باید غوره کړي) . که چیرې پانگه اچوونکی 12% غوره کړي وای ، نو سنجش یې پدې ډول ؤ:

$$P_B = \$100(PVAIF, 12I, 3N) + \$1,000(PVIF, 12I, 3N) = \$100(2.402) + \$1,000(0.712) = \$952.20 \Rightarrow PB = \$952.2$$

نو پدې اساس د پای ته رسیدو وعدې حاصل د کالني مرکبې ربحې سره 12% ده . د پای ته رسیدو وعدې د حاصل د سنجش دغه عملیه سترې کوونکي ده او څرنگه چې د ربحو جدولونه یوازې جدا (ځانگړي) نرخونه او د کالونو تعداد لري ، نو لدې وجې د پای ته رسیدو وعدې حاصل تخمینی (approximate) وي . د پای ته رسیدو وعدې حاصل د مالي حسابي ماشین څخه په استفادې سره په اسانه توگه سنجش کیدلای شي . حسابي ماشین ته د قرض سند قیمت (PV=952.20) د پای ته رسیدو ارزش (FV=1000) د ربحې تادیات (PMT=100) او د پای ته رسیدو وعدې پورې د ربحو تادیاتو شمیر (N=3) داخلوو، او حسابي ماشین ته لارښوونه ورکوو، چې د ربحې نرخ (i) چې 11.99% د ربحې نرخ په حقیقت کې د 12% سره مساوي ده او همدغه نرخ د پای ته رسیدو وعدې حاصل دی.

\* د ایکسل Excel څخه په استفادې سره د قرض سند قیمت او د پای ته رسیدو وعدې حاصل مالومول د ایکسل (Excel) جوړښت ، یا شکل (format) چې په پنځم فصل کې توضیح او د مثال سره راوړل شویده ، کېدای شي د قرض سند د قیمت د مالومولو لپاره استعمال شي . په هغه صورت کې کوپون ، د اصلي سرمایې ارزش ، د پای ته رسیدو وخت

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

پورې موده (term to maturity) او د مقایسوي (رقیب) ربحې نرخ ورکړل شوی وي. د ایکسل فرمول یا جوړښت په هغه صورت کې چې د قرض سند کوپون اصلي سرمایې ارزش، د پای ته رسیدو موده (term to maturity) او جاري قیمت ورکړل شي، د پای ته رسیدو وعدې حاصل (Yield to maturity) د مالومولو لپاره هم استعمالیدلای شي. د قرض سند د قیمت د مالومولو لپاره مبالغ (amounts) د نقدي جریان (cash flows) په حیث په لاندې ترتیب سره ایکسل ته داخلېږي:

I = Interest per Period	د هرې دورې ربحه
N = Number of Periods	د دورو شمیر
PMT = Coupon	کوپون
FV = (Principal Amount)	د اصلي سرمایې مبلغ
Type =	د ورکړې یا تادیې قسم (نوع)

خرنګه چې د ربحې تادیات د هرې زمانې دورې په اخیر (کال په اخیر) کې صورت نیسي (چې د عادي قسط په ډول وي)، نو د نوع (Type) د ارزش لپاره (0) صفر داخلوو. هغه پخوانۍ مثال بیا په نظر کې نیسو، چې د قرض سند کوپون 6% و، درې کاله وروسته پای ته رسیدلې او د مقایسوي ربحې نرخ هم 6% ده، په لاندې ډول:

$$I = 6\% \quad , \quad N = 3 \quad , \quad PMT = 60 \quad , \quad FV = 1000 \quad , \quad Type = 0$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

خرنګه چې د قرض سند قیمت نامالوم ده ، نو ایکسل ته لارښوونه کوو ، چې فعلي ارزش  
سنجش کړي . ټول ارقام په لاندې ډول په یوه عمومي شکل کې وړاندې کېږي :

	A	B
1	د قرض سند قیمت	
2	I	6%
3	N	3
4	PMT	60
5	FV	1,000
6	Type	0
7	PV	=PV(b2,b3,b4,b5,b6)

داسانتیا لپاره لنډیز توري یا سمبولونه (labels) په لومړۍ ستون او خام مالومات یا ارقام  
(data) په دویم ستون کې ځای پرځای کېږي . د لومړي ستون په لومړۍ کرښه کې یو نوم  
( د قرض سند قیمت ) ورکول کېږي . په B7 خانه کې ارقام چې عبارت دي له :  
PV(b2,b3,b4,b5,b6)  
دغه ارقام د ایکسل افلیکشن پروګرام ته خبر ورکوي ، چې ته «استعمالوونکی پروګرام»  
چې د راتلونکي مبلغ (future amount) لپاره د قسط د تادیاتو فعلي ارزش مالوم  
کړي . او ایکسل هم فعلي ارزش (PV) مالوموي ، چې (-1000.00) کېږي .



## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

که چيرې مقایسوي (رقيب) ربحې نرخ 8% وي، نو ارقام په لاندې ډول دي :

	A	B
1	دقرض سند قیمت	
2	I	8%
3	N	3
4	PMT	60
5	FV	1,000
6	Type	0
7	PV	=PV(b2,b3,b4,b5,b6)

د ایکسل پروگرام فعلی ارزش (PV) مالوموي، چې 948.46- کېږي. دلته باید یو ځل بیا منفي علامه (-) په نظر کې ونیول شي. ددې لپاره چې یو قسط (داخلي نقدي جریان Cash inflow) د 60% هر کال د دریو کالو لپاره او 1,000 درې کاله وروسته لاسته راوړو. نو باید \$948.46 تادیه کړو. په هغه صورت کې چې د مقایسوي (رقيبې) ربحې نرخ 8% وي. د پای ته رسیدو وعده حاصل (Yield of maturity) اصلاً د پورتنی عملیې سره مشابه ده، خو پدې استثناء سره چې د نقدو پیسو داخلي جریان (Cash inflows) او د نقدو پیسو اولیه خارجي جریان (initial out flow) باید مالوم وي. پدې حالت کې ایکسل باید د ربحې هغه نرخ مالوم کړي، چې د پیسو داخلي جریان او خارجي جریان سره مساوي کړي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

مالومات ایکسل پروګرام ته په لاندې ډول سره داخلېږي :

N = Number of Periods	د دورو شمیر
PMT = (coupon payment)	د کوپون تادیه
PV = (price of the bond)	د قرض سند قیمت
FV = (principal amount)	د اصلي سرمایې مبلغ
Type =	د تادیه نوع

لاندې ارقام راکړل شوي دي :

N = 3  
 PMT = 100  
 PV = -952  
 FV = 1000  
 Type = 0

د ایکسل جوړښت یې په لاندې ډول دی :

دغه راکړل شوي خام مالومات (Data) په لاندې شکل کې داخلېږي :

	A	B
1	Yield to maturity	د پای ته رسیدو وعدې حاصل
2	N	3
3	PMT	100
4	PV	-952
5	FV	1000
6	Type	0
7	Rate	=Rate(b2,b3,b4,b5,b6)

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

بیا هم لنډیزتوري یا سمبولونه (Labels) په لومړي شتون کې او خام مالومات data په دویم شتون کې قرار لري. څرنګه چې د پای ته رسیدو د مودې حاصل نامالوم ده، نو په b7 خانه کې دغه مالومات  $\text{Rate} = (b2, b3, b4, b5, b6)$  داخلوو او ایکسل د پای ته رسیدو حاصل مالوموي، چې (12%) کېږي. که چیرې وغواړو جاري حاصل (Current yield) سنجش کړو، نو په ساده توګه د کوپون تادیه د عرض سند په قیمت باندې ویشو. ایکسل ته لارښوونه کوو، چې B3 په B4 تقسیم کړي. څرنګه چې د B4 خانې عدد یو منفي عدد (-952) ده ځواب به یې هم منفي وي، چې (-10.0) کېږي. خودلته منفي علامه په نظر کې نه نيسو.

### د جاري حاصل او پای ته رسیدو حاصل مقایسه

A comparison of the current yield and the yield to Maturity  
جاري حاصل او د پای ته رسیدو عدې حاصل یوازې په هغه صورت کې سره مساوي دي، که چیرې د قرض سند په هغه قیمت خرڅ شي، چې د سند د پاسه څرګندېږي (یانې د قرض سند د جاري سرمایې په اسمي ارزش سره خرڅ شي). که چیرې د قرض سند په تخفیف (discount) سره په خرڅلاو رسیږي یانې د قرض سند د وجهي ارزش څخه په ټیټ قیمت سره په خرڅلاو ورسېږي، نو پدې صورت کې د پای ته رسیدو وعدې حاصل له جاري حاصل څخه اضافه کېږي. د موضوع د قرض سند په مخکې مثال کې روښانه کیدای شي. که چیرې دغه د قرض سند په تنزیل (discount) سره خرڅ شي، مثال (\$952) نو جاري حاصل به یې یوازې 10.5% وي. پداسې حال کې چې د پای ته رسیدو وعدې حاصل به یې 12% وي. د قرض سند د ارزش انطباق یا د قرض د سند د ارزش زیاتوالی د عوایدو د زیاتوالي سبب ګرځي. نو پدې اساس د پای ته رسیدو وعدې حاصل د جاري حاصل په نسبت لوړوي. که چیرې د قرض سند په اضافه قیمت (premium) سره خرڅ شي، نو پدې صورت کې جاري حاصل د پای ته رسیدو وعدې حاصل په نسبت زیاتوالی کوي. د مثال په توګه که چیرې د قرض سند په (\$1052) خرڅ شي، نو جاري حاصل یې 95% (\$100/\$1052) او د پای ته رسیدو وعدې حاصل یې 8% کېږي. د پای ته رسیدو وعدې حاصل لدې وجې کم دی، چې هغه ضرر یا تاوان چې د پای ته رسیدو وخت کې سرمایګزار ورسره مخامخ

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

کېږي (یانې سرمایه گزار د \$1052 عوض (\$1000) ترلاسه کوي، د حاصل د سنجش سره یوځای کېږي .

په لاندې جدول کې جاري حاصل او د پای ته رسیدو وعدې حاصل دیوقرض سند د مختلفو قیمتونو سره او د 8% کوپون سره، چې په 10 کالونو کې پای ته رسیږي، بنودل شوي دي.

لکه څنګه چې په جدول کې لیدل کېږي، څومره چې تنزیل (discount) نوي وي ( ارزش premium) کوچني وي، په هغه اندازه جاري حاصل او د پای ته رسیدو وعدې حاصل لوی وي. د مثال په توګه کله چې دقرض سند په \$882 خرڅ شي، نود پای ته رسیدو وعدې حاصل یې 9.9% وي. خو کله چې دقرض سند قیمت \$798 ته راټیټ شي، نود پای ته رسیدو وعدې حاصل یې 11.5 ته لوړیږي .

دقرض سند قیمت	کوپون %	جاري حاصل %	د پای ته رسیدو وعدې حاصل
\$1,107	8.0%	7.2%	6.5%
1,048	8.0	7.6	7.3%
1,000	8.0	8.0	8.0
967	8.0	8.3	8.5
911	8.0	8.8	9.4
882	8.0	9.1	9.9
843	8.0	9.6	10.8
798	8.0	10.0	11.5

## د قرض بیا ورکړه (بیاتادیه) Retiring Debt

د قرض بلاخره باید بیاتادیه شي. د قرض بیاتادیه کیدای شي د پای ته رسیدو په تاریخ یا له هغه څخه مخکې صورت ونیسي. کله چې د قرض سندونه نشر کېږي، نو د هغه د بیاتادیه کولو دوره یې (periodic) میتود یا طریقه مشخص کېږي، ځکه چې ډیر کم شمیر د قرض سندونو بیا تادیه د پای ته رسیدو تاریخ باندې په یوځل صورت نیسي (یاني د کمو قرض اسنادو د بیا تادیې پیسې په یوځل تادیه کولو سره صورت نیسي) او د دې یوځل تادیې په عوض د قرض د سند د مبلغ یوه برخه هر کال په منظم ډول تادیه کېږي. د قرض سند د مبلغ منظمه تادیه هغه وخت صورت نیسي، چې د قرض اسناد په دوامداره ډول سره نشر شي او یاد چې شرکت وغواړي د قرض تړولي نقدو پیسو یا (وجوه تړولي sinking fund) شکل په کار واچوي. علاوه له دې څخه د سود په نرخ کې حیرانونکي (dramatic) بدلونونه کیدای شي د دې سبب، چې سهامی شرکت خپل د قرض اسناد د پای ته رسیدو و عدې څخه مخکې د بیا خرید کولو (repurchasing) او یا هم د استرداد د تقاضا کولو پواسطه راټول کړي.

### د دوامداره انتشار د قرض اسناد Serial Bonds

د دوامداره انتشار د قرض په اسنادو کې ځیني د قرض اسناد په هر کال کې پای ته رسېږي (یاني بیا تادیه کېږي) دغه ډول د قرض اسناد اکثره وخت د هغه سهامی شرکت له خوا په نشر رسېږي، چې غواړي ځیني خاص ماشین الات او تجهیزات د هغه پواسطه تحویل کړي (لکه د ریل پټلۍ واگونونه) او دغه ماشین الات د قرض پیسو د تضمین (Collateral) په حیث خدمت ترسره کوي.

کله چې دغه ماشین الات استهلاک کېږي، د نقدو پیسو جریان (cash flow) چې د مفادو او داستهلاک د سنجش شویو مصارفو څخه لاسته راځي. نو دغه د نقدو پیسو جریان د دوامداره انتشار د قرض اسنادو د بیا تادیې لپاره استعمالېږي.

لاندې جدول د دوامداره انتشار کوونکو قرض اسنادو د یوه خاص قسم قرض سند د بیا تادیې تقسیم اوقات یا زمانې پلان (Schedule) څرگندوونکی دی. دغه ټول د قرض اسنادو د یوه امریکایي شرکت له خوا د \$9,115,000 مبلغ په ارزش سره نشر شوي دي. زیات

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

له دغو اسنادو څخه په دوامداره ډول د (14) کلونو په موده کې بیاتادیه کېږي. هغه مبلغ چې دا قرض هر کال بیا تادیه کېږي، چې 2000 میلادي کال کې د \$280,000 څخه شروع کېږي او په 2013 کال کې دغه مبلغ \$515,000 ته لوړېږي (باید یادونه وشي، چې د ربحې نرخ چې د هر دوامداره انتشار قرض سند ته ورکول کېږي، د پای ته رسیدو تاریخ ته په نږدې کیدو سره زیاتوالی کوي یانې د سود نرخ زیاتوالی کوي. د قرض اسنادو دغه ډول ځانګړي نشرد 3,775,000 په ارزش سره یو ډول نور اسناد هم لري، چې په (2019) کال کې پای ته رسېږي. څرنګه چې ډیر کم شمیر سرمایه یوې شرکتونه د دوامداره انتشار قرض اسناد نشروي. لکه د C\$X شرکت د تجهیزاتو اطمینانیه اسناد، چې مخکې پدې فصل کې مطالعه شول. دغه ډول د قرض اسناد زیاتره د دولت او دولتي ارګانونوله خوا په نشر رسېږي. هغه پیسې چې له دغو قرض اسنادو څخه لاسته راځي، د لویو ساختماني اصلاحاتو لکه دمکتبونو د تعمیرونو د جوړولو لپاره په کاروړل کېږي. د دغو قرضي اسنادو بیا تادیه د څو کلونو په موده کې د ماليې د عوایدو او یا د دولتي خدماتو د فیس (اجرت) له لارې راجمع کېږي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

یادونه : د دوامداره انتشاردقرضي اسنادو د بیا تادیې تقسیم اوقات د Norfolk Redevelopment and Housing شرکت د (\$9,115.000) په مبلغ سره د دوامداره انتشاردقرض اسناد:

د دوامداره انتشار د قرض اسنادو		
کال	1999	
د پای ته رسیدو تاریخ (Maturity Date)	د بیا تادیې مبلغ (Amounts)	د ربحې نرخ Interest Rate
2000	\$280.000	3.65
2001	290.000	4.15
2002	305.000	4.30
2003	315.000	4.40
2004	330.000	4.50
2005	245.000	4.65
2006	365.000	4.75
2007	380.000	4.85
2008	400.000	4.95
2009	420.000	5.05
2010	440.000	5.15
2011	465.000	5.25
2012	490.000	5.35
2013	515.000	5.40
2019	3,775.000	5.65

## د قرض د تادیې نړولي نقدې پیسې Sinking funds

په عمومي ډول نړولي پیسې (Sinking funds) ددې لپاره په کاراچول کېږي، ترڅو د قرض اسنادو د بیا تادیې په برخه کې اساتیاوې رامنځته کړي. نړولي پیسې (sinking funds) د نشرشویو قرضي اسنادو د بیا تادیې په غرض د دوره یي تادیاتو (periodic payments) څخه عبارت دي.

دغه تادیات کیدای شي یوې مطمئینې موسسې (Trustees) ته چې نقدې پیسې د عاید د لاسته راوړلو په منظور سرمایه گزاري کوي، صورت ونیسي. دغه دوره یي تادیات او جمع شوي ربحه د قرضي اسنادو د پای ته رسیدو په وخت کې د قرض د بیا تادیې په غرض استعمالیږي.

په یوبل ډول نړولي پیسو (sinking funds) کې شرکت باید د اصلي سرمایې څخه (principal) یومعین مبلغ هرکال تادیه کړي. شرکت کیدای هغه اسناد چې بیا تادیه کېږي، په تصادفي ډول انتخاب کړي. کله چې دغه ډول اسناد انتخاب شي، د قرض اسنادو درلودونکي (holders) مجبور دي، چې هغه اسناد شرکت ته تسلیم کړي او اصلي سرمایه (principal) ترلاسه کړي. د قرض اسنادو درلودونکو (Bond Holders) لپاره هیڅ دلیل نشته، چې دغو اسنادو ساتلو ته ادامه ورکړي، ځکه چې د ربحي تادیات یې هم قطع کېږي. د نړولي پیسو sinking fund یوبل ډول شرکت ته دا اجازه ورکوي، ددې په عوض چې اسناد تصادفي انتخاب کړي او هغه د قرض سنداسمي ارزش par سره بیاتادیه کړي، کولای شي، چې خپل د قرض اسناد په ازاد بازار کې خریداري کړي. که چیرې د قرض اسناد فعالاً په تنزیل discount سره خرڅیږي، نو شرکت مجبور نه دی، چې د قرض د بیاتادیه کولو لپاره \$1000 مصرف کړي.

د مثال په توګه که چیرې د قرض سند فعالاً په \$800 خرڅیږي، نو شرکت کولای شي د \$1,000 قرض سند د \$800 په مصرف سره بیاتادیه کړي دا ډول بیاخریدد نړولي پیسو sinking funds د مقاصدو سره مطابقت لري او د شرکت لپاره ګټور تمامیږي.



## د قرض اسنادو بیا اخیستل Repurchasing Debt

که چیرې د ربحې نرخونه لوړ شوي او د اسنادو قیمتونه ټیټ شوي وي، نو یو شرکت کیدای شي قرض د قرض اسنادو داخیستلو پواسطه بیا تادیه کړي. د اسنادو بیا خریداري کیدای شي وخت په وخت یا په متفاوتو وختونو کې وکړي او د قرض اسنادو خرڅوونکي ضرورت نلري، چې وپوهیږي شرکت قرض اسناد خریداري کوي او پدې ډول قرض بیا تادیه کوي. همدارنگه شرکت کیدای شي اعلان کړي، چې د قرض اسناد په یو معین قیمت اخلي او قرضونه بیا تادیه کوي. پدې صورت کې د قرض اسنادو درلودونکي شاید خپل د قرض اسناد په معینو قیمتونو خرڅ کړي.

د شرکت لپاره د قرض اسنادو د بیا تادیې گټه، چې په یوه تنزیل سره discount سره خرڅیږي، د سملاسي پس اندازه immediate saving څخه عبارت ده. که چیرې د \$1,000 قرض اسناد فعلاً \$600 سره خرڅیږي، نو شرکت د \$1000 قرض اسناد د \$600 په مصرفولو سره راکموي.

او شرکت د قرض اسنادو په خریداري او دهغه په بیا تادیه سره \$400 پس اندازه کوي او فوق العاده مفاد لاسته راوړي. او دغه فوق العاده مفاد د شرکت د سهم لرونکو stockholder لپاره دعوا یدو د زیاتوالي باعث کېږي. د مثال په توگه په 2001 کال کې د RCN شرکت په تنزیل discount سره د \$816 میلیونو ډالرو اوږدمهاله قرض اسنادو د بیا خرید له لارې د \$409 میلیون ډالرو څخه زیات عواید لاسته راوړل.

له سطحې نظره، د قرض د بیا تادیه کولو لپاره دغه میتود ډیر جالب desirable معلومیږي، خو کیدای شي دغه میتود غولونکی deceiving وي. د قرض اسنادو د بیا خرید په غرض د پیسو په کار اچول د ماشین الاتو او تجهیزاتو داخیستلو په شان د سرمایه گزاری یو تصمیم ده. که چیرې شرکت د قرض اسناد بیا خریداري کوي، نو شرکت نشي کولای دغه پیسې د کوم بل مقصد لپاره استعمال کړي.

پوښتنه داده چې: د پیسو غوره استعمال کوم یو ده د نورو عاید زیروونکو دارايي گانو خریداري کول او که د قرض اسنادو بیا تادیه کول؟ د نزولي پیسو sinking fund د مقاصدو پر خلاف (چې اداره یا منجمنت یې باید پوره کړي)، د قرض اسنادو بیا خریداري

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

یواختیاري عمل ده. شومره چې دقرض دسندقیمت ټیټ وي، په هغه اندازه د بیاخیستلو بالقوه حاصل لوړوي. خودشرکت اداره باید معلومه کړي، چې ایادغه دشرکت محدود منابعوڅخه داستفادې کولو بهترینه لاره ده که څنگه؟

### دقرض اسنادود استرداد کولو اعلانول Calling the Debt

ځیني دقرض اسناد داسترداد مشخصات Call features لري، چې هغه مشخصات دقرض اسنادو صادرونکو (شرکونکو) ته اجازه ورکوي، چې خپل دقرض اسناد د پای ته رسیدو څخه وړاندې بیاتادیه کړي. که چیرې دقرض سند د نشریدو څخه وروسته درېځې نرخونه ټیټ شي، نو کیدای شي دشرکت لپاره دا گټوره وي، چې د رېجې په ټیټ نرخ سره نوي دقرض اسناد نشرکړي.

نودغه عملیه کیدای شي د پخوانیو قرض اسنادو، چې د سود لوړنرخ لري، د بیاتادیه کولو لپاره استعمال شي. شرکت هغه زاړه قرض اسناد داسترداد کوي او بیا تادیه (بازپرداخت) کوي یې.

البته د نقدو پیسو دا ډول بیا تهیه کول refunding، دقرض اسنادو درلودونکو bondholders لپاره چې لوړ حاصل لرونکي قرض اسناد له لاسه ورکوي، د ضرر یا تاوان سبب گرځي.

دقرض ورکونکو Creditors دحمایې لپاره، داسترداد مشخصات معمولاً داسترداد د جرمې penalty درلودونکي وي. لکه دیوه کال د رېجې تادیه کول. که چیرې دقرض سند لومړنی رېجې نرخ 9% وي، نو شرکت مجبور دی \$1000 ارزش لرونکي قرض سند د بیا تادیه کولو لپاره \$1090 مصرف کړي. سره ددې چې داسترداد جرمه Call penalty د سند خاوند حمایت کوي، شرکت بیا هم کولای شي بیا تمویل refinance ترسره کړي، په هغه صورت کې چې د رېجې نرخ په هغه اندازه سره ټیټ وي، چې داسترداد جرمه پوره کړای شي.

دا ډول تمویل د 1990 لسيزې په اوږدو کې اکثراً واقع کیده، ځکه چې د رېجې نرخونه د 1980 لسيزې د رېجې نرخونو په نسبت ډیر ټیټ شول. هغه شرکتونه چې پخوا یې د رېجې

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په لوړو نرخونو سره دقرض اسنادنشرکړي وو، نوي اسناد يې د سوډپه ټيټ نرخ سره نشرکړل او دپخوانيو قرض اسنادو داسترداداعلان يې وکړ او په ضمن کې يې داسترداد جریمې هم تاديه کړې. د بيلګې په توګه د Textron شرکت خپل ټول 9,5 فيصده قرض اسناد، چې په 2016 کال کې پای ته رسيدل، بياتاديه کړل. دغه شرکت دهر \$1,000 قرض سندلپاره \$1056 تاديه کړل، ترڅو د پای ته رسيدوتاريخ څخه مخکې دقرض اسنادبياتاديه کړي. د نويوقرض اسنادو ټيټو مصارفو په کافي اندازه سره \$56,10 داسترداد جریمه جبران کړله.

### دسهمي شرکتونو د قرض اسناد Corporate Bonds

دقرض اسناد د تبادلې يا راکړې وړ (Tradable)، ثابت عايد لرونکي بيه لرونکي پانې يا اسناد دي. لاندې (يا هم په راتلونکي صفحه کې) جدول د قرض اسنادو تر ټولو مهم مشخصات توضيح کوي. دغه مشخصات لکه: د قرض اسنادو تعهدات (Covenants)، اختياري مشخصات (option features) دنقدو پيسو جريان نمونه (Cash flow pattern) (دکوپون اصلي سرمايي د جدول له لارې)، دپای ته رسيدو نيتپه (maturity)، قيمت او ارزش ټاکنه او نورو څخه عبارت دي. دغه نوم ګزاري، چې په قرض اسنادو کې استعمال شويده، له همدغو مشخصاتو څخه مشتق شويدي.

## Bond Covenants      د قرض اسنادو تعهدات او شرایط

هغه سهم لرونکي، چې د شرکت کنترول په غاړه لري، کولای شي د دارايي ګانو ډیر پر خطر کولو، دمفادو دتادیه کولو له لارې د دارايی کمولو او د اضافي قرضونو اخیستلو پواسطه دقرض اسنادو خاوندان د شتمنی څخه سلب ملکیت (له ملکیت څخه محروم) کړي. دقرض اسنادو ټول قرار دادونه دا ډول تعهدات او شرایط په برکې لري، ترڅو د سهم لرونکو (Stock holders) دا ډول فعالیتونه محدود کړي.

دا ډول تعهداتو او شرایطو د نه موجودیت (absence) په صورت کې د سهم لرونکو دا هڅې او کوششونه چې د قرض سند خاوندان د شتمنی (ثروت) څخه ملکیت سلب کړي (له ملکیت څخه یې محروم کړي) - به د قرض سند په کوپون او قیمت کې انعکاس وکړي او په نتیجه کې به د قرض د لوړ نرخ سبب شي.

په لاندې جدول کې ددغو شرایطو صنفبندي دهغوی د انواعو له نقطه نظره ښودل شويدي. هغه شرایط او تعهدات چې پدې جدول کې ښودل شويدي، زیاتره یې مالي تعهدات او بنرابط دي. په ساده ژبه د جدول پراګرافونه دا بیانوي، چې د نزولي پیسو قرض اسناد (Sinking fund Bonds) د تادیې پاتې راتلو (Default) په صورت کې دغه اسناد د نورو بغیر د تضمین او د تیتې ګروپ بندې قرض اسنادو په شان د شرکت په موجوده دارايي ګانو باندې عین دادعا حق (claim) لري او دا چې نوی تمویل نه باید د نویو قرض اسنادو د انتشار له طریقه صورت ونیسي او د نویو اسنادو د نشر په وجه د شرکت د قرضونو دتادیې د پاتې راتلو په صورت کې د شرکت په موجوده دارايی باندې دادعا حق (claim) ایجاد نشي.

## د قرض اسنادو د تعهداتو او شرائيطو ډولونه

### Types of Bond Covenants

د دارايي تعهد: هغه شرائيط چې د دارايي استعمال، اخيستل او تسليمول کنترولوي. د مفادو د توزيع تعهد: د دارايي تعهد ده، چې داسهامو د مفادو تادييات محدودوي. مالي تعهد: د هغه اضافي قرض مبلغ توضيح، چې شرکت کولای شي، چې نشريې کړي او د هغه د حق توضيح، چې دغه اضافي قرض اسناد يې د شرکت د قرض په تاديه کولو کې د پاتې راتلو په صورت کې شرکت په دارايي باندې لري. قرضوي تعهد: د تعهداتو د تقويه کولو لپاره د ميکانيزم توضيح، چې پدې کې د شرکت د مالي صورت حسابونو مستقل تفتيش يا پلټنه (Audit)، د يوې اطمينانیه موسسې (Trustee) ټاکل چې د قرض اسنادو خاوندانو نماينده ګي وکړي، او د شرکت لخوا د قرض اسنادو د تعهداتو پلي کول، د شرکت د مامورينو دوره يي لاسليکونه چې د قرض اسنادو د تعهداتو د پلي کولو تصديق کوي او د (Lock-box) ميکانيزم وڅاري.

### د دارايي تعهدات Asset Covenants

د نورو موضوعاتو تر څنګ، د دارايي تعهدات او شرائيط دا مشخصوي، چې د قرض د تاديې د پاتې راتلو په صورت کې د قرض اسنادو خاوندان د شرکت په دارايي باندې کوم حق لري. ځيني له دغو اسنادو څخه سابقه يا پخواني قرض اسناد (Senior Bonds) دي، دغه اسناد پانگه اچوونکو ته دا حقوق ورکوي، چې د شرکت دارايي تصفيه او يا اداره کړي، تر څو خپلې ادعاوې ورڅخه پوره کړي، مخکې لدې چې د تازه قرض اسنادو (Junior Bonds) خاوندان (چې په دارايي باندې فرعي يا وروستي د ادعا حق لري) د دارايي څخه تادييات تر لاسه کړي. ځيني نور تضمين شوي قرض اسناد (Secured Bonds) دي. پدې مانا چې د شرکت د قرضونو د پاتې راتلو په صورت کې د دغو قرض خاوندانو ته شرکت خپله دارايي په

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ضمانت ورکړېده. د دارایی ځینې تعهدات او شرایط کېدای شي یو شرکت د نورو شرکتونو د اخیستلو (acquisition) څخه منع کړي. دقرض اسنادو اکثرأ د دارایی د تعهداتو او شرایطو له مخې نام گزارې کېږي. د پخوانیو (senior) او تازه (Junior) د کلیمو څخه علاوه داسې نومونه استعمالېږي، چې ایا د قرض سند تضمیني اتکاء (تکیه) لري؟ که چیرې لري یې - دغه تضمیني شی څه شی ده؟ چې دغه مثالونه مو مخکې مطالعه کړل لکه: (تضمین شوي قرض اسناد، ګروي، بغیر له تضمین څخه او نور).

د اسهامو د مفادو د توزیع تعهداتو او شرایط Dividend Covenants د مفادو د توزیع تعهدات یو مدیر له دې څخه منع کوي، چې د قرض د اسنادو خاوندانو ته پیسې ورنکړي او په ساده ډول شرکت تصفیه کړي او د تصفیې (Liquidation) دپروسي څخه لاسته راغلي پیسې سهم لرونکو ته د مفادو (Dividend) په حیث توزیع کړي. دقرض اسنادو خاوندان حتی د شرکت د دارایی د یوې برخې په تصفیه کولو سره سهم لرونکو ته د مفادو جزیی (partial) تادیات هم له نږدې څخه وڅاري، نو پدې اساس سهم لرونکو ته د مفادو توزیع د قرض سند خاوندانو په ضرر تمامېږي. په ساده ډول ویلای شو، چې سهم لرونکو ته د مفادو د توزیع منع کول یو ښه سیاست نه ده، ځکه چې دا کېدای شي ددې سبب شي، چې سهم لرونکو ته د مفادو د توزیع په عوض نقدې پیسې په بې ارزښته پروژو کې د سرمایه گزارې کولو په وجه بیهوده مصرف شي (صایع شي). د (Kalay) په نوم شرکت په (1982) کال کې د مفادو د توزیع د تعهداتو یو خاص شکل توضیح کړ:

یو فرمول (Formula) چې په هغه کې د اسهامو د مفادو د تادیې لپاره د نقدو پیسو موجودي د لاس رسۍ وړ (available) وي. دغه موجودي به د شرکت د عوایدو د اندازې، د دارایی د خرڅلاؤ څخه د تازه لاسته راغلیو نقدو پیسو او اسهامو لپاره د توزیع شویو مفادو د مبالغو تابع وي.

## مالي تعهدات Financing Covenants

مالي تعهدات يو شرکت په ډيره پراخه اندازه (Promiscuously) د تازه قرض اسنادو له خپرولو يا نشرولو څخه منع کوي. په دغه تازه اسنادو به د شرکت په دارايی باندې د قرض اسنادو د خاوندانو دادعا حق رقيق (dilute) کوي. يانې په دارايی باندې د موجوده قرض خاوندانو دادعا حق کمزوری کوي.

دا ډول تعهدات عموماً دا تعينوي، چې ټول نوي نشر شوي قرض اسناد بايد د ادعا د حق په وروستيو يا لاندينيو گروپبنديو کې قرار ولري. که چيرې شرکت ته اجازه ورکړل شي، چې نوي د قرض اسناد په عين لومړيتوب (priority) سره لکه پخواني موجوده اسناد يې چې لري - نشر کړي، نو پدې صورت کې د نويو نشر شويو اسنادو مبلغ مخکې له مخکې محدود شوي وي او اکثراً د شرکت د مالي وضعيت سره په ارتباط کې تعين کېږي.

د استثنايي کريدیټي ارزش ټاکنې (يا مالي تعهداتو Credit Ratings) شرکتونو د قرض قراردادونه عموماً د ټيټې يا لانديني گروپبندي درلودونکي نه دي. ددغو شرکتونو له پاره د مستقيم ټيټې گروپبندي د قرض اسنادو انتشار بالکل موجود نه وي. او ددې په مقایسه کې د تبديليدو وړ قرض اسناد (چې وروسته به مطالعه شي) د مستقيم قرض (Straight Debt) څخه په لاندي گروپبندي کې قرار لري. حتی د لوړکيفيت لرونکو نشروونکو له پاره هم په لاندي گروپبندي کې قرار لري.

## د مالي نسبت تعهدات Financial Ratio Covenants

ددارايی او مالي تعهدات دواړه د شرکت د مالي نسبت په تعهداتو کې داخل يا شامل شويدي. د مثال په توګه يو تعهد کېدای شي د خالصې فعالې (په کار لويدلې) پانګې يانې (لنډ مهاله دارايی منفي لنډ مهاله قرضونه) حد اقل ارزش مشخص کړي يا وټاکي. همدا ډول د مالي نسبت تعهدات کېدای شي د ربحې جبران حد اقل نسبت يانې د عوايد نسبت پر ربحې او يا هم د مادي دارايی پر مجموعي قرض حد اقل نسبت وټاکي. هغه وخت چې شرکت د مالي نسبت شرايط پوره نشي کړای، نو دغه شرکت په تخنيکي لحاظ

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د قرضونو په تادیه کولو کې پاتې راغلی (Default) ، حتی که چیرې دغه شرکت خپل د قرض سند خاوندانو ته ژمنه شوي تادیات (pledged payments) تر سره کړي هم وي .

د قرض په تادیه کې د پاتې راتلو (Default) په صورت کې په داراییې باندې دادعا د حق په اساس د قرض د اسنادو ډولونه

### Bond Type Based on Asset claims in Default

تضمین شوي قرض اسناد : هغه د قرض اسناد چې شرکت هغوی ته ځینې مشخصې داراییې په قرض ورکړې وي .

د ګروپي قرض اسناد: یو ډول تضمین شوي قرض اسناد دي، چې قرض ورکوونکي په مشخصو داراییې ګانو باندې لکه ځمکه ، تعمیرات او یا ماشین د ګروپي لومړی حق لري (First-mortgage lien) . که چیرې شرکت د قرض په تادیه کولو کې پاتې راشي ، نو د ګروپي حق (lien) قرض ورکوونکي ته اجازه ورکوي ، چې داراییې په خپل ملکیت کې واخلي او یې خرڅه کړي .

د تضمیني اطمینان قرض اسناد Collateral Trust Bonds  
دغه هم یو ډول تضمین شوي قرض اسناد دي، چې په هغه کې داراییې په اعمتاد یا اطمینان سره ځای په ځای وي او د شرکت د قرض د تادیه کولو د پاتې راتلو صورت کې اطمینانیه مؤسسه (Trustee) د شرکت داراییې د قرض سند خاوند ته ورکوي .

د تجهیزاتو اطمینانیه اسناد Equipment Trust Certificate  
یو ډول تضمیني قرض اسناد دي، چې یو ډول خاص قرار داد (indenture) لري او د شرکت د قرض د تادیه د پاتې راتلو (Default) په صورت کې قرض ورکوونکي ته د ځینو مشخصو تجهیزاتو د ملکیت حق ورکوي .

Debentures      بغیر له تضمینه قرض اسناد



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

دغه یو ډول غیر تضمین شوي (unsecured) قرض اسناد دي. او د شرکت د قرض د تادیې دپاتې راتلو په صورت کې د غیر تضمیني قرض اسنادو خاوندان (Debenture holders) نه تضمین شوي قرض ورکوونکي دي. پدې مانا چې دوی د شرکت په ټوله دارایی باندې دادعا حق لري، چې دارایی له پخوا نه ورته تضمین یا ژمنه شوې نه وي.

### د نزولي پیسو تعهدات او شرایط Sinking Funds Covenants

په تمویل (یا مالي چارو Financing) پورې مربوط یو عام تعهد د (نزولي پیسو تعهد sinking Fund provision) څخه عبارت دي، چې هغه دغه د نزولي پیسو تعهد دي ته اړتیا لري چې د قرض اسنادو یو مشخص قسمت د پای ته رسیدو تاریخ څخه وړاندې بیا تادیه (retired) شي. د 30 کلن قرض سند یو نمونوي (typical) نزولي پیسې کېدای شي دا یقیني کړي، چې د قرض اسنادو 25% د 10 او 20 کالونو ترمنځ بیا تادیه شي.

پدې صورت کې شرکت اطمینانیه مؤسسې (Trustee) ته تادیات تر سره کوي او هغه (Trustee) بیا په تصادفي ډول انتخاب شوی قرض اسناد بیا خریداري کوي. اطمینانیه مؤسسې (Trustee) کېدای شي دغه کار په ازاد بازار کې تر سره کړي او یا هم په عادي ډول کولای شي د قرض سند د استرداد د شرط (Call provision) په عملي کولو سره کولای شي، چې د قرض اسناد بیا تادیه کړي.

### قرضوي میکانیزم Bonding mechanism

په عمومي ډول، تعهدات د قرضوي میکانیزم یا تعهداتو او شرایطو (Provision) ځیني اقسام مشخصوي، ترڅو دا خبره یقیني کړي چې قرض اخیستونکی (شرکت) د قرض د سند د قرارداد مواد مراعات کړي. د قرض اسنادو لوی انتشار د یوې اطمینانیه مؤسسې (Trustee) ګمارلو ته اړتیا لري، ترڅو دا یقیني (ensure) کړي، چې د قرض سند د قرار داد د مادو څخه سرغړونه صورت ونه نیسي.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

برخه 1: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## شپږم څپرکی

### د سهامی شرکتونو لنډ مهاله تمویل

#### Short-Term Corporate Financing

د تجارتي بانکونو قرضوي عملیات

Commercial Bank Lending Operations

د ګدام د موجودی قرضونه

Inventory loans

تجارتی قرضونه

Trade Credit

د خرڅلاؤ وکیلان (عاملین)

Factors

#### Origin:

اصلي منبع:

Meliher, Ronald W./Norton, Edgar A.: Finance-Introduction to Institutions, Investments and Management, 10<sup>th</sup> Ed. Cincinnati, OH 2000, pages 545-563

Further Reading: B/M 866-873, Mayd 622-642

## د تجارتي بانکونو قرضوي عملیات

## Commercial Bank lending operations

سره له دې چې زیاتره بانکونه د مشخصو دارایی ګانو تضمین ته اړتیا لري، غیر تضمین شوي قرضونه اوس هم د بانک د قرضوي معاملاتو د لومړنیو (Primary) انواعو څخه شمیرل کېږي. د دواړو قرضونو د سود یا ربحې نرخ د بانک د اصلي سود نرخ (Prime Rate) په اساس ټاکل کېږي او یا دهغې درېجې نرخ په اساس ټاکل کېږي، چې بانک یې له خپلواکتماد وړمشتريانو څخه اخلي. په قرضونو باندې د سود نرخونه عموماً د اصلي یا اولیه (Prime) جمع ربحې نرخ جمع د اضافي خطر څخه تشکیل کېږي. د مثال په توګه اصلي یا اولیه ربحه 2% فیصده د قرض په اسنادو کې دغه ربحه (اصلي یا اولیه جمع 2) یا  $Prime + 2$  او یا په لنډ ډول (P+2) لیکل کېږي. لور خطر لرونکي قرض اخیستونکي باید د خطر لوړ تفاوت (Differential) تادیه کړي، ترڅو د بانک لخوا څخه له خطر ډک (Riskier) مشتریانو ته د قرض ورکولو خساره یا تاوان جبران کړي.

## له معین حد سره د بانک قرضونه Bank lines of credit

د شرکت او بانک تر منځ اکثره وخت دهغه قرض د مبلغ په اړه موافقه (agreement) موجوده وي، کوم قرض چې شرکت غواړي په بانک کې یې د ذخیرې په ډول ولري. د قرض هغه حد (Limit) چې بانک یې د تجارتي مشتریانو له پاره تعینوي، د معین حد د قرض یانې (a line of credited) په نوم یادېږي.

د شرکت له پاره د معین حد لرونکي قرض د ربحې مصارف همغه عادي یا نورمال (normal) مصارف وي، البته د هغې مودې له پاره په کوم کې چې پیسې حقیقتاً په قرض اخیستل شوي وي.

ددې ترتیب یا معاملي لاندې شرکت د پیسو د اړتیا تر وخته پورې انتظار نه کوي، په د قرض په اړه مذاکرات (خبرې اترې وکړي). بلکې شرکت اړین (ضروري) مالي صورت حسابونه او د مالي حالت نور شواهد (evidence) د بانک سره د قرض د اړتیا څخه مخکې مطرح کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

بانکداري پدې کې په زړه پورې والی (دلچسپي) لري، چې شرکت په تیرو وختونو او راتلونکي کې خومره موفق (کامیاب) و، ځکه دمعین حد قرضه (line of credit) عموماً په یوه وخت کې دیوه کال له پاره غزول کېږي، یا اوږدېږي (Extended). بانکدار کیدای شي تقاضا وکړي، چې د شرکت نور قرضونه دې دادعا د حق په باره کې د بانک د قرضونو څخه په ټیټه درجه کې یا وروسته راشي. همدارنگه بانک اکثره وخت دخپلو تجارتي مشتریانو څخه تقاضا کوي، چې دوخت دیوي معینې مودې (حداقل دوه اونیو له پاره) له پاره دمعین حد قرضې حسابات تصفیه کړي. په دې مانا چې دمعین حد څخه زیات یا اضافه مبلغ بیا بانک ته تادیه کړي. په دې ترتیب سره اطمینان حاصلېږي چې دمعین حد قرضه د لنډمهاله تمویل د مقاصدو له پاره په کار وړل شویده، نه داوږد مهاله اړتیاووله پاره.

دمعین حد قرضې څخه دوامداره استفاده یا لاس رسې (access) د بانک لخوا اجازې او یادموافقې ته اړتیا لري، البته داپه هغه صورت کې چې، که چیرې د شرکت په فعالیتونو (عملیاتو) کې لوی تغیرات راغلي وي. د شرکت په اداري پرسونل او یا د ځانگړو تولیداتو په تولید او خرڅلاو کې عمده تغیرات کولای شي د شرکت په راتلونکو بریالیتوبونو (موفقیتونو) باندې تاثیرات واچوي. نو څرنگه چې بانک د شرکت په مالي منابعو کې سهم لري یا یې مرسته کړیده (contributed)، نو لدې وجې د شرکت په فعالیتونو کې دلچسپي څرگندوي. بانک همدارنگه کیدای شي د منظمو کريدیتي دفاترو (ادارو) له لارې دنورو شرکتونو له لارې، چې له دغه شرکت سره معاملې لري او یا هم دنورو بانکونو له لارې دخپل مشتري شرکت (business customer) په اړه معلومات ترلاسه کړي.

په هغه صورت کې چې شرکت له هغه څه نه زیاتو پیسو ته اړتیا ولري، چې دمعین حد قرضې دپرانستلو په وخت کې یې توقع کیدله (anticipate)، نو شرکت کیدای شي د بانک څخه غوښتنه وکړي، چې دمعین حد قرض باندې محدودیت (limit) زیات کړي. په دې صورت کې شرکت باید آماده وي، چې د اضافي پیسو د غوښتنلو له پاره بانک ته د اعتماد وړ (sound) شواهد او اسناد وړاندې کړي او شرکت توانایی (ability) باید ونیسي، چې دغه اضافي قرض له خپلو اقتصادي فعالیتونو څخه بیا تادیه کولای شي. د اضافي

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

معین حد قرضې له پاره غوښتنه هغه وخت صورت نیسي، چې شرکت وده کوي او د خپلې ودي (growth) دممکن کولو له پاره اضافي پانگې ته اړتیا لري. بانک د پای ته رسیدو اساساتو په نظر کې نیولو سره، چې مخکې مطالعه شول، عموماً ټینګار کوي چې د شرکت توسعه او وده داوړدمهاله قرضونو پواسطه تمویل شي، خو بانکونه کولای شي چې د اضافي اړتیاوو له پاره موقتاً د وسایلو تهیه کولو په ذریعه د شرکت د ودي یانې (growth) سره مرسته وکړي. هغه شرکت چې له خپل بانک څخه د اضافي غیر تضمین شوي قرض (insecure credit) په لاس ته راوړلو ونه توانيږي، کیدای شي له بانک یا نورو قرض ورکونکو څخه د تضمین شوي قرض د لاس ته راوړلو په لټه او تلاش کې شي. د قرض اخیستلو دغه نور ډولونه وروسته په دې فصل کې مطالعه کېږي. ځیني بانکونه د جبراني بیلانس (compensating balance) تقاضا کوي، چې د شرکت 10% څخه تر 20% پوري تضمین شوي قرض (insecure credit) دی په بانک کې ذخیره وساتل شي، که څه هم دا کار په عمل کې ډیر کم واقع کېږي. هغه جمله چې بانک په دې برخه کې حق په جانب بولي داده، چې بانکونه نه شي کولای یو مشتري ته قرض ورکړي، چې بانک کې حساب ونه لري. د بانک څخه د قرض اخیستونکو څخه باید تقاضا وشي، چې په بانک کې ذخایر (حسابونه) هم ولري. خو جبراني بیلانس د قرض د موثرو مصارفو د زیاتوالي یو ه ښه وسیله ده البته دهغه مبلغ د اضافه کولو په واسطه چې په هغه باندې ربحه سنجش کېږي.

### د سود د نرخونو سنجش computing interest rates

په تیرو څپرکو کې د پیسو زماني ارزش (TVM) دا وښودله، چې څرنگه کولای شو د پیسو د زماني ارزش د اوصولو یا مفاهیمو (concepts) په اساس د ربحې یا سود نرخ سنجش کړو. همدغه اصول او مفاهیم (concepts) کولای شو د بانک څخه د پیسو د قرض د حقیقي مصارفو د سنجش لپاره استعمال کړو. د مثال په توګه که چیرې یو (global) شرکت (\$10000) د 6 میاشتو لپاره په 80% سود سره په قرض واخلي، نو د شپږو میاشتو د سود مصارف به  $10000 * \frac{8}{2} = 400$  وي. دغه شرکت به شپږ میاشتې

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

وروسته \$10000 اصلي سرمايه او \$400 سود بيا تاديه كړي. لكه څرنگه چې مخكې مو زده كړل په نهم څپرکي کې، ددغه قرض اصلي يا موثره ربحه عبارت ده له:

[16.1]

$$EAR = (1 + ARP/m)^m - 1$$

يا

$$(1 + 0.08/2)^2 - 1 = 0.0816 = 8.16\%$$

ځيني وختونه بانگونه قرض په تنزيل (Discount) سره ورکوي. تنزيل شوي (Discounted loan) هغه قرض ده، چې قرض اخیستونکی د قرض اخیستلو په وخت کې اصلي سرمايه منفي ربحه ترلاسه کوي او د پای ته رسیدو په وخت کې اصلي سرمايه بيا تاديه کوي. دتنزيل (Discounting) دا اغیزه لري، چې د قرض اخیستونکي ترلاسه شوي پیسې کموالی کوي، په داسې حال کې چې د سود یارېحې موثر نرخ زیاتوالې کوي. که چیرې په پورتنی مثال کې (global) شرکت قرض تنزیل شوي وي، نودغه شرکت به (\$9.600) ترلاسه کړي (\$10000 منفي \$400) او د پای ته رسیدو سره به \$10000 تادیه (repay) کوي. په اصل کې \$400 ربحه د \$9.600 ترلاسه شوو پیسو له پاره تادیه کوي. دغه ددوره یي ربحې نرخ دی یانې \$400/\$9.600 یا 4.17% او دربحې موثرکلنی نرخ یې عبارت ده له:  $(1 + 0.417)^{2-1} = 8.51\%$  چې له بغیر دتنزیل قرض څخه یې د سود نرخ 0.35% زیاتوالی کړیده.

کله چې یو قرض تنزیل شوی (Discounted) وي، یو شرکت باید له هغه مبلغ څخه چې حقیقتاً اړتیا ورته لري، زیاتې پیسې قرض کړي. ددې له پاره چې دتنزیل اثرات (اغیزې) راکمې کړي او پوره استعمال وړ (usable) (\$10000) لاس ته راوړي، نو شرکت باید  $[\$10,000 / (1 - 0.04)]$  یا په لنډ ډول (\$10416.67) قرض کړي. کله چې د (\$10416.67) قرض په 6 میاشتو کې د سود 4% نرخ سره په تنزیل ورکړل شي، نو خالص مبلغ چې شرکت لاس ته راوړي له \$10000 څخه عبارت دی:

$$[10.416.67 - (0.04)(10416.67)] = \$10.000$$

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په عمومي توګه د استعمال وړ پیسو د لاس ته راوړلو له پاره د قرض غوښتنه عبارت ده له :  
 د قرض غوښتنه = د استعمال وړ غوښتل شوي پیسې ÷ (تنزیل - 1)

[16.2]

Loan Request = Derived usable funds / (1 - discount)

جبراني بیلاس لرونکی قرض او تنزیل شوی قرض (Discounted loan) یو له بل سره مشابه دي. په هغه صورت کې چې د موثرې ربحې نرخ باندې د هغوی اغیزې (اثرات) د نظر یا توجه وړ وي. جبراني بیلاس د تنزیل (discounting) سره هغه وخت مساوي وي، چې شرکت فعلاً د بانک په حساب کې کومې نقدې پیسې (ذخیره deposit) ونه لري. د شرکت د قرضې غوښتنه (Request) باید په کافي اندازه سره لویه وي، ترڅو په جبراني بیلاس کې د پیسو له ایښودلو وروسته شرکت ته دارتیا وړ پیسې په لاس ورشي. د جبراني بیلاس معادله په لاندې ډول افاده کېږي:

د استعمال وړ غوښتل شوي پیسې

[16.3]

\_\_\_\_\_ = د قرض غوښتنه

(د جبراني بیلاس اړتیا - 1)

نوموړې معادله د پخواني [16.2] معادلې سره ورته (مشابه) ده، خو په دومره توپیر سره چې د تنزیل فیصدي (discount percentage) د جبراني بیلاس په فیصدي باندې عوض شویده:

## د قرض دوره لرونکي (خرخېدونکي) موافقه

### Revolving Credit Agreement

د شرکت ریيسان (مشران officers) به شاید مطمئن احساس وکړي، چې د معین حد لرونکي قرض یو لوړ تعین شوي مبلغ به دراتلونکي کال د اړتیا ووله پاره ضروري سرمایه برابره کړي. خوبانک مجبوره نده چې شرکت ته د معین حد قرضي برابرولته دوام ورکړي، که چیرې د شرکت مالي وضع یا حالت نورهم خرابیږي. د معین حد قرض موافقه اکثره وخت بانک ته اجازه ورکوي، چې شرکت ته د معین حد قرض ورکول راکم کړي او صرف نظر ترې وکړي.

د قوي مالي پایې لرونکې او د قرض د عالي پایې لرونکي شرکتونه کیدای شي وټونېږي، چې د قرض دوره لرونکي موافقه لاس ته راوړي. دوره لرونکي د قرض موافقه (Reviving credit agreement) د یو ډول تعهد (ژمني) څخه عبارت ده، چې د شرکت له پاره د معین حد قرضي د دوامداره موافقې تضمین کوي. د معین حد قرضي برخلاف، دوره لرونکي قرض موافقه د بانک له پاره قانوني مکلفیت دی، چې د لوړ تعین شوي حد سره د موافقه شوي مودې په اوږدو کې د شرکت له پاره پیسې برار کړي.

علاوه له دې چې شرکت د قرض شویو پیسو له پاره د قرض د مودې سود تادیه کړي، شرکت باید د معین حد قرض دهغه برخې پیسې چې نه دي استعمال شوي او یا د هغو پیسو چې ه روخت د شرکت له پاره آماده (on call) وي، کمیشن یا فیس تادیه کړي. د قرض دهغه پیسو فیس چې نه دي استعمال شوي، اکثره وخت د 0.25 او 0.50 ترمنځ وي.

د دې له پاره چه د دوره لرونکي موافقې (Revolving agreement) موثر مصارف سنجش کړو، نو باید د قرض شویو پیسو درېجې او د تعهد شویو پیسو د نه استعمال شوي قسمت د فیس مشترک اثرات (اغیزې) باید په نظر کې ونیول شي. داسې قرض کړی، چې د (Global) شرکت د محلي بانک سره د یو کال له پاره د یو میلیون ډالرو په ارزش د قرض دوره لرونکي موافقه لري. د دغه موافقه شوي قرض د سود کالني نرخ 9% او د په قرض نه اخیستل شوي قسمت فیس یې 0.40% دی. دغه شرکت توقع لري، چې د کال په اوږدو کې د دوره لرونکي موافقې د تعهد څخه په اوسط ډول \$300.000 د استفادې لاندې



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

راولي. د دغه استفاده شوي قرض کالني ربحه عبارت ده له:  $300,000 \times 0.09$  یا  $27,000$ . د تعهد شويو پیسو دغه قرض شوي برخې فیس یې عبارت ده له:  $700,000 \times 0.09$  یا  $2800$  څخه. د  $300,000$  د ربحې او فیس جمعې مصارف  $27,000 + 2800 = 29,800$  کېږي. او د دغې قرضې د موثرې ربحې نرخ عبارت ده له:  $29,800 \div 300,000 = 9.93\%$  یانې له  $9.93\%$  څخه.

### د طلباتو په اساس تمویل Accounts Receivable Finance

هغه شرکت چې د بانک د غیر تضمین شوي قرض په لاسته راوړلو ونه توانېږي او یا د معین حد قرض څخه اضافه په بیړني ډول پیسوته اړتیا ولري، کولای شي د طلباتو په تضمین ورکولو سره له بانک څخه قرض ترلاسه کړي. کله چې بانکونه د شرکتونو طلبات د تضمین په ډول استعمالوي، نو دغه بانکونه د غیر تضمین شويو قرضونو په شان تحقیق او پلټنه کوي. او علاوه له دې څخه بانکونه د شرکتونو د طلباتو د راټولولو تجربې او د طلباتو ځانگړو مشخصاتو ته زیاته توجه کوي. بانکونه کیدای شي د شرکتونو طلبات په تصادفي ډول او یا په نمونه یي ډول (spot-shack) انتخاب کړي او یا هم په ځینو حالاتو کې کیدای شي هر طلب په جدا ډول تحلیل او مطالعه کړي، چې وگوري د شرکت د مشتریانو طلبات څومره ژر یا په تیزی سره تادیه کوي. د بانک له پاره دا هم مهمه ده، چې د دغو مشتریانو په اړه یو څه مالومات ولري. د قرضونو د تادیه کولو په برخه کې د هغوی قابلیت پدې باره کې شدید تاثیر واردوي، چې شرکت د قرض غوښتونکي په حیث څنگه کولای شي، چې د مشتریانو څخه خپل طلبات راټول کړي.

علاوه لدې څخه بانک د هغو اجناسو (امتعې) څرنګوالی او څومره والی هم مطالعه کوي، چې د شرکت لخوا په خرڅلاو رسیږي. که چیرې د خرڅلاو اجناس (Merchandise) ادنی وي، نو کیدای شي د مشتریانو له خوا د اعتراضونو (objections) سره مخ شي او په دې ترتیب د بطني یا سستي تادیې او یا مشتریانو له خوا د خرڅ شويو اجناسو د راګرځولو (sales returns) باعث ورګرځي. طلبات د تضمین په حیث د کم ارزش لرونکي وي. ځکه

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې د خرڅ شویو اجناسو لوی مقدار د مشتریانو له خوا راوگرځول شي، نو د طلباتو منالغ هم د اول ځل په نسبت کموالی کوي.

د امریکایي بانکدارانو د ټولني د بانک د مدیریت کمیسیون داسې توصیه (سپارښتنه) کوي، هغه قرض چې د شرکت د طلباتو د تضمین په اساس ورکول کېږي، باید عموماً د غیرخالصو طلباتو د 80% څخه زیات نه وي. علاوه له دې څخه دغه ټولنه لارښوونه کوي، چې دغه مبلغ باید د شرکت لخوا مشتریانو ته د ژر تادیې د تخفیف د ورکولو په وجه او د مسترد شویو مالونو د نورمالې فیصدې په وجه را کم کړای شي. که چیرې داسې دلیل وجود ولري، چې د قرض غوښتونکي شرکت زیاتره مشتریان د خطر په لور په درجه بند کې قرار ونه لري او یا دا چې د قرض کافي نرخ د لاس رسی وړ نه وي، نو بانک کولای شي طلبات د هغوی د وجهي ارزش (face value) څخه په ټیټه فیصدی سره په تضمین واخلي.

د طلباتو د تضمین د قرض د تعهد لاندې، د عادي ربحې نرخ برعلاوه بانک د دغه ډول قرض له پاره د ضروري کارونو د پوښښ له پاره یو فیس (fee) هم اخلي. بانک باید په دوامدار ډول د شرکت حسابي کتا بونه چیک کړي، ترڅو وگوري چې شرکت د موافقې د شرایطو سره سم خپل حسابونه ثبت او درج کوي. هغه وخت چې شرکت دغه قرض تر لاسه کړي، باید د شرکت د طلباتو د هر حساب په مقابل کې په واضح ډول درج شي، چې دغه طلبات بانک ته د تضمین په حیث ورکړل شوي دي. یوازې هغه حسابونه چې د تضمین د مقاصدو لپاره مناسب وي، باید داسې وښودل شي (اشاره ورکړل شي) چې بانک ته په تضمین کې ورکړل شوي دي. کله چې دغه حسابونه په مکمله توگه تادیه کړل شي او یا دا چې د قناعت وړ نه وي، نو دغه حسابونه د نورو حسابونو پذیریه عوض کېږي. د دې حسابونو ځای نور حسابونه اشغالوي. علاوه لدې څخه چې د طلباتو حسابونه د شرکت په حسابونو کې د تضمین په حیث ښایي شي، بانک هم د ټولو طلباتو جدول (تقسیم اوقات) (schedule) او ټولو مدخولو (involved) بیلونو (invoices) یوې کاپي ته اړتیا لري. شرکت باید د تر لاسه شویو طلباتو انتقال او یا د هغوی قانوني حواله (legal Transfer) هم دا جرا لاندې ونیسي. د تعهدی یادښت (promissory Note) یو نمونوي نقل (sample copy) د دغه ډول قرض په لاندې شکل کې ښودل شوي ده.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

Figure 16.6

## Promissory Note

\$ 24,744.00	New York	October 15,	19--
Ninety days	after date we promise to pay		
to the order of Irving Trust Company			
Twenty-four thousand seven hundred forty-four no/100			Dollars
at IRVING TRUST COMPANY, NEW YORK.		Value received	
<small>If any maker, endorser or guarantor hereof shall suspend business, become insolvent, offer assignment to any creditor, commit an act of bankruptcy, make any bulk sale, assignment for the benefit of creditors, mortgage, pledge or transfer of accounts receivable or other property, in trust or otherwise, or any false representation or fail to furnish information or permit inspection of books or records on demand of the Trust Company, or fail to pay any obligation when due, or thereafter filed by or against it any petition in bankruptcy or proceeding under any law relating to the relief of debtors, or for the appointment of a receiver of its property, or if an execution or warrant of attachment be issued against any of its property, or any judgment be entered against it as if an individual, he shall die, or if a corporation it be dissolved or its rights be impaired, or if for any other cause the protection of the Trust Company in its sole discretion so requires, all liabilities of the undersigned to the Trust Company, including this note, shall, at the option of the Trust Company, mature and become due and payable without demand or notice, which are hereby waived. The undersigned further promises to pay to the Trust Company the expenses, including reasonable attorney's fees, incurred in the collection or attempted collection of this note. If this note is signed by more than one maker they shall be jointly and severally bound.</small>			
THE NOBEL CORPORATION			
Authorized Signer			

څرنګه چې مشتریان د طلباتو بیلو ته (bills) تادیه کړي، نو هغه طلبات چې د بانک د قرض له پاره ځانګړي شوي وي، نو دغه پیسې باید د شرکت د نورو پیسو څخه په جداګانه ډول بانک ته انتقال شي. بانک دا حق لري چې د شرکت د کتابونو څخه وخت په وخت مستقیم تفتیش، او پلټنه (Audit) ترسره کړي او یا دا چې یوه بهرنۍ حسابي موسسه وګماري، چې د بل شرکت حسابي کتابونه په دوره دار ډول (periodically) د پلټنې لاندې ونیسي. د بانک د حسابونو څخه په دې طریقه او چلند کنترول ددې با عث کېږي، چې د شرکت مشتریان له دې څخه نا خبره یا تې شي، چې د شرکت طلبات بانک ته د تضمین په ډول ورکړل شوي دي. هغه شرکتونه چې خپل طلبات د بانک د قرضونو په مقابل کې د تضمین په ډول استعمالوي، اکثره وخت غوره ګڼي (prefer) چې مشتریان له دې څخه خبرنشي. دا حالت کیدای شي د شرکت د فعالیتونو د ضعف یا کمزورۍ څرګندونکی وي. البته که څه هم هغه شرکتونه چې دغه ډول قرضونو څخه تکراراً استفا ده کوي، په مالي لحاظ په کمزوري حالت کې وي، اما دغه حالت د همیشه له پاره صدق نکوي (کله کله وي). ځیني هغه شرکتونه چې په مالي لحاظ په ښه او قوي حالت کې قرار لري، هم د طلباتو د تمویل څخه استفاده کوي. ځکه دوی احساسوي، چې دغه ډول قرضه ددوی له پاره د نورو قرضونو په نسبت ګټه (مزیت) لري. داسې معلومیږي چې تولیدي شرکتونه د طلباتو د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

تمویل (Receivables financing) تر ټولو نه لوی استفاده کونکي دي. په ځانگړي ډول دغه شرکتونه د غذا، نساجی، څرمنې (lather)، فرنیچر، کاغذ، اوسپنې، فولادو (steel) او ماشین الاتو تولیدي شرکتونو په برخه کې زیات صدق کوي.

### دگدام د موجودی د تضمین قرضونه Inventory loans

یو شرکت کیدای شي خپل دگدام موجودي د قرض د تضمین په حیث استعمال کړي، په عینې ډول لکه څنگه چې د طلباتو په اساس قرض ترلاسه کوي. بانک د شرکت دگدام د موجودیو فزیکي حالت او د هغوی عمومي جوړښت ارزیابي کوي. هغه اساسي امتعه چې هغې ته ثابت تقاضا موجوده وي، د تضمین په حیث ښه خدمت ترسره کوي. دستایل او فیشن شيان د قرض د تضمین په حیث نه قبلېږي (په دې استثنا چې د لنډې مودې له پاره وي). هغه شرکتونه چې د خپل گدام موجودي د تضمین په حیث استعمالوي، دا کار اکثره وخت ددې له پاره کوي، چې دوی په داسې یوه حالت کې قرار نه لري، چې بغير له تضمین قرضونه حاصل کړای شي.

بانک کیدای شي شرکت ته د قرض ورکولو په وخت کې د خپل ځان د حمایې له پاره دگدام د موجودی د تضمین د مشترک حق (blanket inventory loans) غوښتونکی شي او یا د موجودی په مقابل کې دادعا حق (claim) غوښتونکی شي، چې اشیا د یو بل څخه د توپیر وړنه وي. لکه غله جات (grain) او یا لباس (cloths).

په ځینې نورو حالاتو کې چې دگدام د موجودي شيان یو د بل څخه کاملاً تفریق کیدای شي، نو په دې صورت کې اطمینانیه رسید (trust Receipt) کیدای شي د قرض په مقابل کې د تضمین په حیث استعمال شي. اطمینانیه رسید (trust Receipt) دگدام په موجودی کې د مشخصو او د تعریف وړ شيانو په مقابل کې د تضمین (lien) څخه عبارت دی. پیسې دگدام د موجودی د مشخصو شيانو په مقابل کې په قرض ورکول کېږي. د تمویل له دغه ډول طریقې څخه د موټرو د خرید او فروش معاملاتې شرکتونه او دکورد سامان الاتو (appliance) د خرڅلاو مغازې ډېره استفاده کوي، چې د شرکتونو او دکور گدام د موجودی شيان چې د اطمینانیه رسیدونو پواسطه تمویل شوي وي- د مسلسل نمبر

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

(serial no) په واسطه تشخیص کیدلای شي. دا طمینانیه رسید د قرض معاملې په اساس هغه شیان چې بانک ته په تضمین کې ورکړل شوي دي، ترهغه وخته پوري د بانک په ملکیت کې پاتې کېږي، ترڅو چې هغه په حقیقي ډول د قرض اخیستونکي شرکت لخوا خرڅ شوي نه وي. د موجودی شیانو د مسلسلې شمیرې (serial no) کنترول او تفتیش (Audit) په ساده ډول د دې له پاره صورت نیسي، چې مالومه کړي ایا هغه شیان چې په تضمین ورکړل شوي خرڅ شوي دي او کنه؟. په ځینې حالاتو کې بانک کیدای شي ټینګار وکړي، چې هغه امتعه چې بانک ته په تضمین کې ورکړل شویده باید په ثبت شويو ثالثو گډامونو کې وساتل شي. او هغه رسید چه د درېیم گډام له خوا نشر کېږي، بیا بانک ته انتقال کېږي او بانک دغه رسید (receipt) ترهغه وخته له ځان سره ساتي، چې دغه قرض ورته بیا تادیه (repaid) شي. د ثالث (درېیم گډام) رسید (warehouse receipt) یوه نمونه وي کاپې (simple copy) په (16.7) شکل کې بنودل شوي ده. د شرکت له پاره دا مزاحمت جوړونکي ده، چې زیات مقدار امتعه د ذخیره کولو له پاره یو درېیم گډام ته تسلیم کړي. دغه ستونزه د ساحوي گډامونو (field warehouse) څخه د استفادې په واسطه حل کېږي.

د ساحوي گډام تصدې کولای شي د قرض اخیستونکي شرکت د ځمکې په ساحه کې یو ساحوي گډام تاسیس کړي. ساحوي گډام د لاندې دوه نقطو له نظره د نورو عمومي گډامونو سره فرق لري:

I. ساحوي گډام یوازي د یوه مشتري په خدمت کې وي البته دهغه مشتري په خدمت کې چې دهغه د ځمکې په ساحه کې دغه ساحوي گډام تاسیس شوي وي.

II. ساحوي گډامونه یوازې ترهغه وخت پوري موجودیت لري، ترڅو قرض بیا تادیه کړل شي.

د ساحوي گډام د تاسیسولو له پاره د ساحوي گډام تصدې باید لومړی د قرض اخیستونکي شرکت څخه د ځمکې دهغه قسمت اجاره (lease) ترلاسه کړي، کومه ځمکه چې د ساحوي گډام د مقاصدو له پاره استعمالوي. بیا د ساحوي گډام تصدې کولای شي دغه ساحه د کتارو، پنجرو او یا د دیوالو په واسطه احاطه کوي.

# د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

16.7

## Warehouse Receipt

### LAWRENCE SYSTEMS, INC.

ORIGINAL WAREHOUSE RECEIPT

NOT INSURED

NON-NEGOTIABLE

RECEIVED FROM: Wood Lumber and Moulding Company  
FOR STORAGE IN: Any Town, Any State  
LOCATED AT (STREET): 111 A Street

SUBJECT TO ALL THE TERMS AND CONDITIONS CONTAINED HEREIN AND ON THE REVERSE SIDE HEREOF FOR THE ACCOUNT OF AND TO BE DELIVERED WITHOUT SURRENDER OF THE WAREHOUSE RECEIPT UPON WRITTEN INSTRUCTION OF

FILL IN: First National Bank of Any Town

WAREHOUSE RECEIPT HOLDER

RCPT. TYPE	REG. CODE	WAREHOUSE NO.	HOLDER NO.	DATE	RECEIPT NO.	Depositor's Declared Values for which the Warehouseman Assumes No Responsibility
S1-5	02	1218A	S154	11-12-83	51734	
ITEM	CODE NO.	NO. OF UNITS	SAID TO BE OR CONTAIN		UNIT VALUES	EXTENSION (D.M.)
	0001	1,151	M. bd. ft. logs pine		105.00	120,855.00
	0002	958	M. bd. ft. logs white fir		80.00	76,640.00
	0003	1,523	M. bd. ft. logs Douglas fir		105.00	159,915.00
	0004	621	M. bd. ft. logs cedar		65.00	40,365.00
		4,253				397,775.00

CAUTION: LAWRENCE SYSTEMS, INC. WILL NOT BE RESPONSIBLE FOR THE QUANTITIES SHOWN HEREON UNLESS TOTAL NUMBER OF UNITS IS TYPED BELOW.

TOTAL > Four million, two hundred fifty-three thousand board feet

Stored under field warehousing arrangement. Subject to lien for storage, handling and other charges as per contract and terms with the industry served. A general lien is claimed for charges and expenses in regard to other goods deposited by the same depositor. Transfers of merchandise not complete unless made on the books of the warehouse company.

LAWRENCE SYSTEMS INC.

\*By agreement goods of some kind or grade may be counterweighted and where authorized by law unlike units shall be deemed fungible and treated as equivalents.

BY > BONDING WAREHOUSE MANAGER

(Do not accept this warehouse receipt if any corrections or changes appear hereon.)

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### د ژوند د بیمې په مقابل کې قرضونه life insurance loans

د کوچینو شرکتوله پاره دا امکان لري، چې د بانکونو څخه د ژوند د بیمې د پالیسیو د تسلیمې د نقدو پیسو دارزش او یا د هغه مبلغ، چې د شرکت د مالک د ژوند د بیمې د پالیسیو د ختمولو څخه یې لاس ته راوړي د تضمین په ورکولوسره، د اړتیا وړ لنډمهاله ترلاسه کړي. د بیمې د پالیسیې باید د ورکولو یا تسلیمې وړوي او د بیمې زیاتره شرکتونه هم په دې ټینګار کوي، چې د دوی خپلې د تسلیمې فورمې (assignment form) ددا ډول مقاصدو له پاره استعمال شي.

څرنگه چې بانک دغه قرضونه په اسانۍ سره د نقدو پیسو د تسلیمې ارزش (cash surrender value) پواسطه برداشت کولای شي، نو په دې وجې دغه قرضونه د شرکت د نورو تضمین شویو قرضونو د ډولونو په نسبت د سود یا ربحې ټیټ نرخ لري. د قرض د دغو ټیټواوپه زړه پوري نرخونو بل دلیل دادی، چې قرض اخیستونکي شرکت کولای شي په مستقیم ډول د بیمې د شرکت څخه قرض ترلاسه کړي. خوبیا هم په دې وروستیو کالونو کې بانک د قرض په مقابل کې د سود نرخونه د بیمې شرکتونو د سود نرخ په نسبت لوړ دي. د پایلې په ډول ویلای شو، چې د بیمې د شرکتونو ددا ډول قرضونو په ورکړه کې زیاتوالی راغلی دی.

### د شریک یا همکار د تضمین ورکولو قرضونه Co maker loans

د ځینو شرکتونو له پاره دا ضروري وي، چې بانک ته یو ضامن (guarantor) د اسنادو او یادښتونو د شریک لاسلیک کوونکي (cosigner) په شکل کې ورکړي. دا ضروري ده ضامن یا همکار لاسلیک کوونکي د قرض غوښتونکي شرکت په نسبت عالی او د قناعت وړ د قرض پایه (پایه قرضوي credit ratings) ولري.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د مشتریانو د طلب د سند یا رسید په مقابل کې قرض Acceptance د مشتریانو د مالونو د خرڅلاو د طلب (receivable) څخه عبارت دی، چې د تبادلې د یوه سند یا بیل (bill) په اساس د مشتری او یا د مشتری د بانک په مقابل کې صادرېږي.

د طلباتو یو بل ډول وسیله، چې د تجارتي مالونو (Merchandise) د خرڅلاو څخه رامنځته کېږي او په بانک باندې خرڅیدای شي د طلباتو د سند (acceptance) څخه عبارت دی. د طلب سند (acceptance) د خرڅ شویو مالونو طلب ده، چې د تبادلې د یوه سند یا بیل (bill) په اساس د مشتری یا د مشتری د بانک په مقابل کې صادرېږي. د تبادلې دغه قبول شوي سند یا بیل بیا خرڅوونکي (seller) ته واپس کېږي او هغه (seller) چې د تادیې د تاریخ تر پای ته رسیدو پورې د ځان سره ساتي. په دې موده کې، خرڅوونکی یا شرکت کیدای شي دغه دقبولي سندونه بانک ته په تنزیل سره ورکړي. یا هم خرڅوونکی د تنزیل شویو طلب سندونو له پاره مسوول ده. د بانک د طلب سندونو په استعمال باندې په شپږم څپرکي کې دا جناسو د نړیوال انتقال سره په تړاو کې به مفصل ډول بحث شوی دی.

### تجارتی قرض Trade Credit

د شرکتونو د لنډمهاله تمویل یو ترټولو مهم انفرادي شکل د هغو قرضو څخه عبارت دی، چې له یوه شرکت څخه بل شرکت ته ورکول کېږي. طلبات او نقدي قرضونه (قابل حصول) (notes receivable) چې د تولیدي تصدیو، عمده پلورونکو (wholesalers)، او نورو شرکتونو له خوا چې تولیدات او خدمات په نورو تصدیو باندې خرڅوي - اخیستل کېږي د تجارتي قرض په نوم یادېږي.

د تجارتي قرض تاسیس د تمویل په ټولو شکلونو کې ساده او بسیط ده. او په دې قرض کې یوازې د یوه شرکت له خوا دا جناسو او خدماتو فرمایش (order) او د خرڅوونکي شرکت له خوا دا جناسو تسلیمي (delivery) او یا د خدماتو اجرا شامل دي. اخیستونکی شرکت د خرید یو رسید (invoice) ترلاسه کوي، چې په هغه کې د معاملې شرایط (Terms of transaction) او د وخت موده، چې باید پیسې په کې تادیه شي درج شوي



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

وي. اخیستوونکي دغه قرض په قرضونو (واجب الاداء) Accounts payable باندې وراضافه کوي، او خرڅونکی دغه د ادعا حق د طلباتو (A/R) حساب ته وراضافه کوي. په ځینو حالاتو کې خرڅوونکی کیدای شي داخیستونکي داخیستل شویو مالونو د یوې برخې د قرض لیکل شوي سند په غوښتلو باندې ټینګار وکړي. دغه ډول لیکل شوی سند اکثره وخت د ادا کولو وړ یا د اذیت یا د ادا کولو وړ قرض (note payable) په شکل کې وي او د خرڅوونکي له خوا د قابل حصول قرض (note receivable) په حیث په نظر کې نیول کېږي. مخکې له دې چې یو شرکت یو بل شرکت ته اجناس تسلیم کړي او یا خدمات اجرا کړي، هغه باید داخیستونکي شرکت د فرمائش د پیسو د اداء کولو قابلیت او اراده یا (اماده ګي) مالومه کړي. په ډیرو شرکتونو کې د دا ډول قرضونو مسؤولیت د هغه شرکت د قرض د رئیس (Credit manager) په غاړه وي.

### د تجارتي قرض زمانې نسبتونه Terms for Trade Credit

د شرکت له خوا خرڅلاؤ کېدای شي په مختلفو نسبتونو یا شرایطو (Terms) لکه د میاشتې په اخر کې E.O.M یا (end of month)، د میاشتې په منځ کې MDM یا (middle of month) او یا هم د مالونو په رسید R.O.G یا (Receipt of Goods) سره تر سره شي یا صورت ونیسي. او یا خرڅلاؤ کېدای شي د داسې شرایطو لکه 2/30، د خالص 30 څخه وړاندې شي. پدې مانا چې اخیستونکی کېدای شي 2% د اصلي قیمت څخه کم تادیه کړي که چیرې تادیات په 10 ورځو کې تر سره کړي او که نه بغیر لدې نه خالص مبلغ باید ټول د 30 ورځو په اوږدو کې تادیه کړل شي. دا ډول تجارتي تخفیفونه (Trade Discounts) اخیستوونکو ته د مخکې تادیې په غرض عام شکل لري او ددې له پاره په کاراچول کېږي، چې اخیستونکي د بیل (bill) یا قرض د مخکې تادیې د تشویق سبب وګرځي. کله نه کله خرڅوونکي یوازې د خالص تادیې شرایط وړاندې کوي لکه خالص په 30 یا خالص 60 ورځو کې.

په نقدو خرڅلاؤ د هغه د کلیمې د مفهوم پر خلاف، اکثره وخت قرض هم په بر کې نیسي یانې په نقدو خرڅلاؤ کې هم اکثره وخت قرض شامل وي دا ځکه، چې اخیستوونکي ته

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

یو څو مالوم شمیر ورځې اجازه ورکول کېږي، چې ددغو ورځو په داخل کې تادیات وکړي. د بېلګې په توګه د مالونو خرڅلاؤ، چې په هغه کې اخیستونکي ته تر (10) ورځو پوري د تادیې اجازه وکړل شوي وي، کېدای شي په د نقدی معاملې (Cash Transaction) په ډول په نظر کې ونیول شي، خو پدې موده کې دا د اخیستونکي لپاره یو فوق العاده قرض ده. او حتی هغه شرکت تولیدات کاملاً په نقدو پیسو خریداري کوي، کېدای شي ددغه شرکت په کتابونو کې د تادیې وړ قرضونو (واجب الاداء A/P) حجم په یو وخت کې لوی وي.

### د تجارتي قرض لګښت Cost of Trade Credit

کله چه د تجارتي قرض نسبتونه یا شرایط د قرض د مخکې تادیې (early payment) لپاره کوم تخفیف وړاندې نکړي، نو د اخیستونکي لپاره ددا ډول تمویل هیڅ لګښتونه وجود نلري، حتی کله چې د قرض په مقابل کې تخفیف موجود هم وي، داسې مالومېږي چې ددغه تجارتي قرض لپاره کوم لګښت وجود نلري، ځکه د مخکې ورکړې (تادیې) د تخفیف په اخیستلو کې پاتې راتلل (Failing) د اخیستونکي څخه په ساده ډول تقاضا کوي، چې خالص قیمت تادیه کړي. په عین حال کې که چیرې له دغه تخفیف څخه استفاده صورت ونه نیسي، نو یو مصرف (لګښت) وجود درلودلای شي. د بېلګې په توګه د 2/10 په خالص 30 ورځو شرایطو سره د اخیستونکي لپاره لګښت (Cost) داده، چې 2% تخفیف به اخیستونکي شرکت تر لاسه کړای وای، که چیرې قرض د (10) ورځو په موده کې تادیه شوی وای. ددې له پاره چې د تجارتي قرض او بانکي قرض لګښتونه سره مقایسه کړو، نو د تجارتي قرض لګښت باید د سود یا ربحې د کالني نرخ اساس ته راکم کړای شي. د بېلګې په توګه که چیرې د خرڅلاؤ نسبت یا شرایط 2/10 د 30 خالص ورځو وي، د تجارتي قرض لګښت د 2% تخفیف د لاسه ورکول دي، چې اخیستونکي ددغه تخفیف په اخیستلو کې پاتې راځي. که چیرې هغه (اخیستونکي) د تادیاتو موده له (10) ورځو څخه تر (30) ورځو پوري وغځوي (اوردې کړي) د 2% تخفیف له لاسه ورکول د تجارتي قرض د 20 ورځو د لګښت څخه عبارت دی. که چیرې مونږ داسې په نظر کې

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ونیسو، چې دغه تخفیف شوی قیمت یا (discounted price) یانې (د خرید د رسید قیمت منفي د تنزیل فیصدي) چې د تمویل له پاره ورڅخه استفاده شویده، نو د تجارتي قرض تخمینی (approximate) مؤثر لګښت (EC=Effective Cost) یې عبارت ده له:

$$\text{د مؤثر لګښت (EC)} = \frac{\text{د تنزیل وړځي - د قرض موده}}{\text{د تنزیل فیصدي - 100\%}} \times \frac{\text{د تنزیل وړځي}}{\text{د قرض موده}}$$

په انگلیسي همدغه فرمول:

$$EC = \frac{\%Discount}{100\% - \%Discount} \times \frac{365 \text{ days}}{\text{Credit period} - \text{Discount}}$$

د 2/10، خالص 30 له پاره لرو چې:

$$EC = \frac{2\%}{100\% - 2\%} \times \frac{365}{30 - 10} = 2.04\% \times 18.25 = 37.2 \%$$

دغه سنجش داسې څرګند وي، چې د تجارتي قرض مصارف د بانکي قرض د سود د نرخ په نسبت ډیر زیات یا لوړ دي. نو لدې وجې دا د ارزش وړ ده، چې له بانک څخه پیسې په قرض واخیستل شي او د تجارتي قرض د نقدي تخفیف یا (Cash discount) څخه ګټه واخیستل شي. د تجارتي قرض څخه په استفاده کولو کې پاتې راتلل (Failure) عین ډول دی، لکه په پورته سنجش شوي یا د مؤثر لګښت په ډول د سود په نرخ سره د رالیږونکي یا (Vendor) څخه د قرض اخیستل دي.<sup>6</sup>

په هغه صورت کې، چې له تنزیل یا تخفیف څخه استفاده ونه شي، د تصدیګانو په زیاتره فعالیتونو کې د تجارتي قرضونو مصارف لوړ وي. په عین وخت کې داسې فکر باید ونه

<sup>6</sup> هونبیار او څیرک لوستونکي به متوجه شي، چې په دغو فارمولونو کې موده په موده مرکبه ربحه په سنجش کې نه نیول کېږي. د قرض حقیقي مؤثر مصارف په لاندې ډول سنجش کېدلای شي.

$$EC = (1+) - 1$$

$$EC = (1+) - 1$$

$$EC = 0.446 = 44.6 \%$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

شي، چې د تجارتي قرض لوړ مصارف حتماً ددې باعث کېږي، چې تجارتي قرض د لنډ مهاله تمویل یوه نه غوښتل شوي یا غیر ضروري منبع وگڼل شي. په حقیقت کې دا ډول تمویل کېدای شي د کوچنیو او ودې په حال کې (growing) شرکتونو لپاره چې له عادي طریقې څخه د بانکي قرضونو په لاس ته راوړلو باندې نشي توانیدلای، د تمویل یو مهم شکل وگڼل شي.

دهغه شرکت لپاره چې کمزوری مالي حالت لري، د بانکي قرض په نسبت به تجارتي قرض ورته ډیر د لاس رسۍ وړ (available) وي. بانک یوازې په هغه صورت کې د قرض په مقابل کې سود تر لاسه کوي، چې قرض بیا تادیه کولو باندې ونه توانېږي، نو بانک به په قرض ورکړل شوي ټولې پیسې له لاسه ورکړي. له بله طرفه تولیدي شرکتونه او یا تجاران د خرڅ شویو مالونو څخه نهایی مفاد (profit margin) لاس ته راوړي. که چیرې د مالونو اخیستونکي د خپل مسئولیت یا قرض په اداء کولو کې پاتې راشي، نو خرڅوونکي (seller) د خرڅ شویو او تسلیم شویو مالونو د مصارفو زیاتره برخه له لاسه ورکوي (یانې هم اصل سرمایه او هم مفاد له لاسه ورکوي).

تنزیل فیصدي

د تنزیل ورځي- دقرض موده /365

تنزیل فیصدي - 100

2%

365/30-10

100- 2

$$= (1.0204)^{365/20} - 1 = 1.446 - 1$$

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د تجارتي تمویل شرکتونه Commercial Finance Companies

ددې روانې پیړۍ د پیل سره سم ، په امریکا کې د تجارتي تمویل لومړنۍ شرکت تاسیس شو. له هغه وخت څخه تر اوسه ددغه ډول مالي مؤسساتو شمیر له 500 څخه زیات شویډی. ځینو له دغو مؤسساتو څخه کوچني دي او خپلو مشتریانو ته محدود مالي خدمات عرضه کوي، پداسې حال کې چه ځیني نور یې پراخه منابع لري او د تجارتي قرضو د ورکولو په مختلفو پراگرامونو کې بوخت دي .

د تجارتي تمویل شرکت یوه مؤسسه یا اداره ده، چې بانکي مشخصات نه لري او شرکتونو ته نقدې پیسې د لاندې دريو طریقو په ذریعه په قرض ورکوي :

1. د قابل حصول قرضونو یا طلباتو په تنزیل سره
2. د ماشین الاتو د گروي او یا د گدام د موجودی د تضمین په اساس د تضمین شویو قرضونو ورکول.
3. د تجارتي او صنعتي تجهیزاتو د خرڅلاؤ تمویل، چې د هغوی تادیات وروسته صورت نیسي.

دغه شرکتونه د تجارتي قرض شرکتونو ، د تجارتي طلباتو شرکتونو او د تنزیل شرکتونو په نوم هم یاد یږي. د تجارتي تمویل شرکتونه لکه (C.I.T) مالي سهامی شرکت ، تجارتي قرضوي شرکت (Commercial Cred Co) او د والتیر ای هیلر نړیوال شرکت (Walter E Heller International) په عین ډول د طلباتو او د گدام د موجودی د تمویل په برخه کې د تجارتي بانک په ډول خدمات وړاندې کوي. د طلباتو د حسابونو تمویل په اصل کې د تجارتي تمویل شرکتونو لخوا پیل او شروع شو او بیا وروسته تجارتي بانکونو هم ددغه معاملاتو (Transaction) اجراء کول شروع او پیل کړل .

د مصرف کوونکي او شرکت دواړو تمویل کېدای شي د جنرال الیکتریک سرمایوي سهامی شرکت ، د فورډ موټر قرضوي شرکت او د جنرال موټر د قبولي سند (acceptance) سهامی شرکت څخه په لاس راوړل شي .

د تجارتي تمویل شرکتونه لدې وجې تر اوسني شمیر پوري ورسیدې (یاني شمیر یې زیات شو) ځکه چې دغه شرکتونه په کامله توگه ازاد او خپلواک ؤ، چې د قرض نوي او خاص

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ډول معاملات تجربه کړي . همدارنگه دولتي قوانین هم د دغو غیر بانکي (Non banking) مؤسساتو د طلباتو د تضمیني قرض ورکولو لپاره د علاقې وړ و. درېیم فکتور یا عامل دا و، چې دغه شرکتونه توانیدل چې په لوړ خطر لرونکو قرضونو باندې د سود لوړ نرخ وضع کړي. کله نا کله به دغه د سود نرخونه د هغو نرخونو په نسبت چې بانکونو ته مجاز (permitted) و ډیر لوړ و. د طلباتو په اساس د تجارتي تمویل شرکتونو قرضونه په مجموعي ډول له څو میلیارده ډالرو څخه زیات و. دغه شرکتونه د تجارتي عراده جاتو، صنعتي او زراعتي تجهیزاتو او نورو قرضونو په شکل و شرکتونو ته په لویه اندازه مبلغ د قرض په ډول تهیه کوي. دیوې رسمي دولتي مرجع (The board of governors of the Federal Reserve System) د تخمین په اساس د تجارتي تمویل شرکتونو د تجارتي قرض حجم د \$200 میلیارده ډالرو څخه زیات بنودل شوي دي. د تجارتي تمویل شرکتونو د مالکانو د سرمایې (equity) د اقلامو حجم د بانکونو په نسبت ډیر زیات دی. که څه هم دغه شرکتونه یوازې د مالکانو په سرمایه باندې خپل قرضوي عملیات نه اجراء کوي. اضافي اوږد مهاله سرمایه د غیر تضمین شویو قرض اسنادو د خرڅلاؤ له لارې لاسته راوړل کېږي. علاوه لدې څخه تجارتي بانکونه د تجارتي تمویل شرکتونو ته د عمده فروشانو د سود په نرخ لوی مقدار پیسې په قرض ورکوي، چې بیا دغه شرکتونه په خپل وار سره دغه پیسې قرض اخیستونکو شرکتونو ته د پرچون پلورونکو په نرخ ورکوي.

د غیر بانکي مالي مؤسساتو او همدارنگه د تجارتي او صنعتي شرکتونو لپاره دا گټوره ده، چې خپلې مؤقتې اضافي پیسې د تجارتي تمویل شرکتونو په تجارتي اوراقو کې سرمایه گزاري کړي.

د نقدو پیسو دغه لنډ مهاله منابع د تجارتي تمویل شرکتونو ته اجازه ورکوي، چې د خپل اضافه قرض تقاضا پوره کړي، بدون لدې چې ډیر زیات اوږد مهاله قرض لاسته راوړي، چې د اوږد مهاله قرض یوازې د یوې برخې څخه د ارامو (Slack) قرضوي فعالیتونو په وخت کې استفاده صورت نیسي.

د تجارتي تمویل شرکتونو د قرض د 15% څخه تر 20% د لوړ متوسط لگښت په نظر کې نیولو سره دا پوښتنه پیدا کېږي، چې یو قرض اخیستونکی د دغو شرایطو لاندې بیا هم د دغو شرکتونو څخه قرض اخلي. په حقیقت کې هغه تصدی چې کافي اندازه لنډ مهاله

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

(current) دارايې ولري او د سياليت په يو لور موقف (position) کې قرار ولري ، نو بايد د لنډ مهاله قرض (تمويل) د نورو سرچينو په لټه کې شي او په هغو باندې تکیه وکړي . خو کله چې يوه تصدي ډيره سريعه او د ودې امکانات يې د پام وړ وي ، نو دغه تصدي د تجارتي تمويل شرکتونو څخه د قرض (لنډ مهاله قرض) په اخیستلو کې د فشار لاندې راځي او دا په هغه صورت کې وي ، چې ددغې تصدی مشتريان د بیلونو(قرضونو) په تادیه کولو کې بطني(سست) وي او دغه تصدي نقدو پیسو ته زیاته اړتیا ولري .

یوه تصدي قاعدتاً لومړی د بانک څخه د معین حد د قرض (Bank Line of Credit) د زیاتوالي غوښتنه کوي ، که چیرې تصدي په دغه اقدام کې پاتې راشي ، نو بیا تصدي د بانک څخه اضافي قرض د گدام د موجودی او یا د طلباتو د تضمین ورکولو پواسطه لاسته راوړي . خو څرنگه چې ټول بانکونه دغه ډول د قرض مالي معاملات نه تر سره کوي ، نو لدې وجې ضرورت پیدا کېږي ، چې د قرض د لاسته راوړلو لپاره د تجارتي تمويل له شرکتونو سره معامله صورت ونیسي . د تجارتي تمويل شرکتونه کولای شي ، چې په سیمه ییزه یا ملي سطحه د نمایندگیو (څانگو) د سیستم له لارې بدون لدې ، چې د بانکي فعالیت محدودیتونه ددغو شرکتونو په مورد کې صدق وکړي ، خپل عملیات تر سره کړي .

پدې ترتیب سره دغه د مالي تمويل شرکتونه هغه تجارت (یانې د تصدیگانو د ضرورت وپقرض) لاس ته راوړلای شي ، چې کولای شي خپل عادي مصارف پوره کړي او د تمويل احتمالي خطرات په متنوع قرضونو باندې د خطر د تقسیم له لارې له منځه یوسي . زیاترو په بانک باندې تمرکز کوونکي شرکتونو یا د تجارتي تمويل شرکتونه اخیستي دي او یا دا چې تاسیس کړي يې دي ، ترڅو ددغو شرکتونو د خاصو عملیاتو څخه گټه واخلي .

د تجارتي تمويل شرکتونه د اجارې بازار (Leasing market) عمده برخه اخیستوونکي دي . په تخمینی ډول د ټولو پرچون تجارو %80 خپل تجارتي فعالیتونه د اجارې د معاملاتو له لارې لاسته راوړي . زیاتره تولیدي شرکتونه هم دا په خپله گټه بولي ، چې خپل تجهیزات او ماشین الات د اجارې له لارې تهیه کړي . د اجارې یو ډول معامله ، چې د اوږد

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

مهاله تمویل د تعویض په حیث عمل کوي، دیوه ځانگړي شرکت لپاره د تعمیراتو جوړول (ودانول) په برکې نیسي .

د مثال په توگه د (Safe Stores) د پرچون فروشی شرکت د معاملاتو د لارښوونې ( Real estate ) په سرمایې سره تشویقوي، چې د (Safe store) د مشخصاتو په مطابق تعمیرات جوړکړي .د تعمیراتو د جوړولو څخه وروسته دغه تعمیرونه د مخکې ټاکل شوي موافقې د څو کالونو لپاره د (Sate Store) شرکت ته په اجاره ورکوي ، او دغه شرکت بدون له دې، چې د ابتدایي نقدو پیسو تادیه وکړي او یا دا چې نور هم پورورپی (قرضداري) شي، له دغو تعمیراتو څخه استفاده کوي .

د اجارې معامله (Leasing) د شرکت د لنډ مهاله مالي اړتیاؤو د رفع کولو لپاره استعمالیدلای شي او ځیني وختونه د یوې تمویلي سرچینې په توگه د بانکي قرضونو ځای هم اشغالوي .

هغه نقلیه وسایط، چې شرکت ورڅخه استفاده کوي کېدای شي د اجارې په واسطه تهیه شي . او پدې ډول شرکت بدون لدې چه د نقلیه وسایلو په خریداری باندې پیسې مصرف کړي، د اجارې په واسطه د نقلیه وسایلو د څو کالو اړتیا رفع کولای شي .

تقریباً د تجهیزاتو هره برخه د کاپی ماشین څخه نیولي بیا تر کمپیوټر او درندو (ثقیلو) وزنونو انتقالوونکي یا (Forklift) پورې ټول په اوږد مهاله یا لنډ مهاله ډول اجاره کېدلای شي . اجاره-کوونه (Leasing) زیاتره وخت د خریداری په عوض یوه ډیره جالبه متبادله لاره

. ۵۵



## د خرڅلاؤ وکیلان Factors

د خرڅلاؤ وکیل (Factor) د تجارتي تمویل شرکت په ډول د شرکت له پاره د طلباتو د حسابونو د تمویل سره سروکار لري. د تجارتي تمویل د شرکت پر خلاف، د خرڅلاؤ وکیل (Factor) ټول د حصول وړ حسابونه خریداري کوي او د قرض ټول خطرات په غاړه اخلي. د رسیداتو د پای ته رسیدو (Maturity Factoring) تر عنوان لاندې هغه شرکت، چې خپل طلبات یې په خرڅلاؤ رسولي، د خرڅلاؤ وکیل څخه د طلباتو د راټولولو په عادي تاریخ او یا هم د قرض د پای ته رسیدو په خالصه نیته باندې د طلباتو پیسې لاس ته راوړي. د پیشکي رسیداتو (Advance) Factoring تر عنوان لاندې د خرڅلاؤ وکیل (Factor) و شرکت ته د طلباتو پیسې د طلباتو د ختمیدو د تاریخ څخه مخکې تادیه کوي. د خرڅلاؤ وکیل په اجراتي معاملاتو کې (Factoring) Arrangement ( هغو مشتریانو ته، چې طلبات یې خرڅ شوي دي، اطلاع ورکول کېږي چې د خرڅلاؤ رسیدات (bills) دې د خرڅلاؤ وکیل ته تادیه کړي، نو پدې ترتیب د طلباتو دراتلولو دنده د خرڅوونکي څخه د خرڅلاؤ وکیل ته انتقال مومي (shifted).

سره ددې چې د خرڅلاؤ وکیلانو فعالیتونه اوږد تاریخ لري، دغو شرکتونو (خرڅلاؤ وکیلانو) په پراخه اندازه د (1970) په لسیزه کې وده (رشد) وکړ. د خرڅلاؤ وکیل د اجرت حق (Factoring) په اصل کې د نساجی د صنعت څخه شروع شو. څرنګه چې د نساجی صنعت د خرڅلاؤ او قرض د راپور ورکولو ادارې په امریکا کې زیاتره په نیویارک ښار کې موقعیت لري، نو لدې وجې ددې هیواد زیاتره د خرڅلاؤ وکیلان هم په نیویارک ښار کې موقعیت لري. د نساجی د صنعت څخه علاوه د خرڅلاؤ وکیلان (Factors) په ځینو نورو ساحو لکه فرنیچر، بوت جوړول، بوتل جوړول، کاغذ جوړول، دلوبو سامان جوړول (toys) او نورو کې هم ګټور ثابت شوي دي. د ځینو خرڅلاؤ وکیلانو مثالونه په لاندې ډول دي:

CIT Group Holdings، ریپبلیک فکتورز (Republic Factors)، هیلیر فینانشل او همدارنګه د زیاتره لویو بانکونو ځینې برخې یا څانګې (Units) هم د خرڅلاؤ وکیلانو په حیث فعالیت کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د یوه خرڅلاؤ وکیل د فعالیتونو څخه د استفادې کولو په غرض د خرڅوونکي (seller) او خرڅلاؤ وکیل (Factor) ترمنځ یو قرارداد (Contract) تر سره کېږي، چې د دواړو خواوو (طرفونو) دندې او مسئولیتونه پکې ټاکل کېږي.

په دغه قرارداد کې هغه شرایط، چې د هغو په اساس طلبات د خرڅلاؤ په وکیل باندې خرڅیږي، د دغو طلباتو د تادیه کولو مسئولیت، د طلباتو د راټولولو طرز العمل، او د اجراء شویو حسابونو د راپور ورکول میتود ذکر شوی وي. په دغه قرارداد کې دا هم ذکر کېږي، چې د طلباتو حسابونه د خرڅلاؤ وکیل ته انتقال شي او مشتریانو د خرڅلاؤ رسیدات د باربري (ترانسپورت) د اصلي اسنادو سره یو ځای هره ورځ د خرڅلاؤ وکیل ته تحویل یا تسلیم شي.

ټولې خرڅوونې باید د اجناسو د تحویلي څخه مخکې د خرڅلاؤ د وکیل لخوا تصویب یا قبولې شي. که چېرې د مشتری د قرض نرخ (Credit ratings) د خرڅلاؤ وکیل د معیادونو سره سمون ونلري، نو کېدای شي چې دغه خرڅلاؤ د خرڅلاؤ وکیل (Factor) لخوا رد (reject) شي. د خرڅلاؤ وکیل ته باید روزانه د قرضونو، حواله جاتو (allowances) او د اجناسو د بیا راگرځولو (Return of merchandise) څخه راپور ورکړل شي. په قرارداد کې باید د خرڅلاؤ وکیل د خدماتو اجرت ذکر شي.

د قرض د تحلیل شعبه د خرڅلاؤ وکیلانو د اجرتي مؤسساتو د مهمو شعباتو څخه شمیرل کېږي. ځکه دغه شعبه باید له یوه طرفه د خرڅلاؤ وکیل دارايي حفظ کړي او له بله طرفه باید د خپلو مشتریانو سره مستقیم تماس ولري. د دغې شعبې غړي (اعضاء) نه یوازې باید د قرض په تحلیل کې د قیق او سریع (ټېز) وي، بلکې دا چې د شرکت د مشتریانو سره له نږدې څخه کار کوي، باید د هغو شرکتونو نیک شهرت (goodwill) هم وساتي، چې له خدماتو څخه یې استفاده کوي.

د خرڅلاؤ وکیلانو اجرت (charge) دوه عناصر لري: لومړی په پیشکې پیسو باندې ربحه لگول کېږي، دویم د خدماتو د اجراء کولو کمیشن یا اجرت د یوې معینې فیصدې په ډول د طلباتو د وجهې مبلغ (Face amount) په اساس ټاکل کېږي. د خدماتو دغه اجرت (مزدوري) د تمویل شویو طلباتو (Financed) د مبلغ د یو فیصد د  $\frac{3}{4}$  څخه تر  $1\frac{1}{2}$  فیصده اندازې پورې وي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د کمیشن یا اجرت اندازه د مشتري د خرڅلاؤ د مقدار، دهغه حسابونو د قرض مجموعي حالت، چې د خرڅلاؤ وکیل د ادارې لاندې قرار لري او د انفرادي حسابونو د منحنۍ اندازې په اساس ټاکل کېږي.

د زیات مالي حفاظت (حمایت protection) په خاطر، د خرڅلاؤ وکیل د طلباتو د مجموعي مبلغ څخه، چې د خرڅلاؤ وکیل تر ادارې لاندې قرار لري د 5% څخه تر 15% پورې دخپل ځان سره ذخیره کوي، ترڅو د تګیرونو له پاره د هغو څخه استفاده وشي. لکه د هغو مالونو په مقابل کې چې د مشتریانو څخه خرڅوونکي ته را واپس شويدي. د طلباتو دغه ذخیره شوي برخه بیا واپس خرڅوونکي ته ورکول کېږي، که چیرې د تګیرونو (adjustment) له پاره د هغو څخه استفاده ونه شي.

د تجارتي تمویل د شرکتونو په شان، د خرڅلاؤ وکیلان هم د خپل فعالیت لپاره مالي وسایل (سرمایه) د مالکانو د سرمایې، لنډ مهاله او اوږد مهاله قرض او د فعالیتونو څخه د لاس ته راغلي مفادو څخه تهیه کوي. که څه هم چې د خرڅلاؤ وکیلانو (Factor) د خدماتو څخه هغه شرکتونه استفاده کوي، چې د عادي چینلونو (لکه بانک) څخه د تضمیني تمویل په لاس ته راوړلو باندې قادرنه وي، خو ځیني وختونه د مالي نظره ځواکمن شرکتونه هم د خرڅلاؤ وکیلانو د خدماتو څخه د هغو د مزایاؤو (ګټو) په خاطر استفاده کوي. په حقیقت کې د خرڅلاؤ وکیلان د هغو شرکتونو لپاره زیات مفیدیت وړاندې کوي، چې د زیاتو فروشاتو (خرڅونو) څخه خوند اخلي (علاقمندوي) او د ودې (growth) په حال کې وي.

مونږ مخکې یادونه وکړه، چې په دا ډول وختونو کې شرکتونه د کاري سرمایې (Working Capital) د سخت کمښت سره مخامخ کېږي. د طلباتو خرڅلاؤ بدون لدې چې ضامن ته مراجعه وشي. (یانې دا چې خرڅوونکی مجبور نه دی، چې د بد قرضی (A bad debt) په حالت کې هغه پیسې، چې د خرڅلاؤ وکیل څخه یې لاسته راوړي دي، بیا تادیه (repay) کړي)، د طلباتو په مقابل کې د نقدو پیسو د تعویض سبب ګرځي. او دغه حالت په اوږد مهال کې زیاته وده growth او مفیدیت profitability ممکن کوي. ځینې شرکتونه بیا خپل طلبات د نورو دلایلو په اساس د خرڅلاؤ د وکیل په اداره کې ورکوي. لومړی دا چې د قرض پواسطه د خرڅلاؤ تر سره کولو لګښت واضحاً مالوم دی او

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

دغه لګښت له مخکې څخه محاسبه کیدلای شي، ځکه چې د طلباتو د راټولولو (جمع کولو) ټول خطرونه د خرڅلاؤ وکیل په خپله غاړه اخلي. داپه حقیقت کې د قرض بیمې (Credit insurance) یو ډول معامله ده.

دویم دا چې د خرڅلاؤ وکیل سره معامله ځیني لګښتونه له منځه وړي، چې په دغو لګښتونو کې د حسابداری یا د مالوماتو ساتلو (book keeping) لګښت، د قرض د شعبې د لرلو (برقرار ساتلو) لګښتونه او د هغو قرضونو چې د تادیه کولو وخت یې پوره شوی ده د راټولولو لګښتونه شامل دي. د خرڅلاؤ وکیل د معاملې یوه بله ګټه، چې لږه محسوس کېږي، دغه ده چې دا ډول معاملات د یوه شرکت اداره په مالي موضوعاتو باندې د تمرکز کولو څخه وزگار وي (free) او اجازه ورکوي، چې د تولید او توزیع په موضوعاتو باندې تمرکز وکړي.

پدې وروستیو کالونو کې د خرڅلاؤ وکیل معاملاتو په زیاتیدوونکي ډول د صادراتي امتعې د خرڅلاؤ په تقویه یا حمایه کولو کې اهمیت پیدا کړی دی. هغه شرکت چې د مالونو د نړیوال انتقال د مالي ستونزو سره بلدتیا (اشنایې) ونه لري، کولای شي په خرڅلاؤ وکیلانو باندې د خارجي طلباتو د خرڅولو پواسطه ددا ډول ستونزو څخه ځان خلاص کړي.

سره ددې چې د خرڅلاؤ وکیلانو خدمات په ځینو تصدیګانو کې په لوړه موقف کې قرار لري، خو بیا ځیني نورې تصدیګانې ددغو خدماتو په استعمال باندې اعتراض کوي. دا اعتراض دوه دلایل چې اکثره وخت ذکر کېږي، یو لګښتونه (مصارف) او بل په مالي کمزورتیا باندې دلالت دي.

د خرڅلاؤ وکیلانو د اجرت (مزد) لګښتونه بې له شکه د بانکونو د غیر تضمیني قرضونو د لګښتونو په نسبت ډیر لوړ دي. په عین حال کې دا مشکله ده چې سنجش شي، خالص لګښتونه لوړ دي او که څنګه؟ د عادي مصارفو له منځه تلل چې د طلباتو دغه خرڅلاؤ په صورت کې به یې واقع کیدل ضروري وي او دا حقیقت چې د شرکت اداره مجبوره نه ده، په مالي مسایلو کې زیاته مصروفه شي، په کامله توګه د خرڅلاؤ وکیلانو د اجرت لګښتونه جبران کولای شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د مالي وضعیت په کمزورتیا باندې دلالت کولو په وجه زیاتره قرض اخیستونکي د نه اطلاع ورکولو پلان په ګټه د خرڅلاؤ وکیلانو سره د معامله کولو څخه ډډه (صرف نظر) کوي او پدې ترتیب سره دوی دا نه خوښوي، چې مشتریان یې په مستقیم ډول د خرڅلاؤ وکیل ته تادیات ترسره کړي. د نساجی ساحې څخه په استثناء سره چې د خرڅلاؤ وکیلانو په هغه ساحه کې اوږدمهاله مهم رول لوبولای دی، نور شرکتونه ډیره هڅه کوي، چې مشتریان یې پدې خبر نه شي. ددوی حسابونه (طلبات) یې د شرکت د مالي کمزورتیا له وجې د تمویل په خاطر خرڅلاؤ وکیلانو ته په تضمین ورکړي دي. ځینې صنعتي شرکتونه هم د پرچون تجارت په شان د خرڅلاؤ وکیلانو د معاملاتو د تاثیر لاندې راغلي دي. د خرڅلاؤ وکیلان تهیه کوونکو (suppliers) ته د لویو پرچون تجارتونو د تادیاتو تضمین کوي.

په دې ډول تضمین سره تهیه کوونکي، پرچون پلورونکو ته مالونه لېږدوي او ډاډه وي، چې ددوی د مالونو پیسې تادیه کېږي. که چیرې د خرڅلاؤ وکیلان فکر وکړي، چې پرچون پلورونکی شرکت په یوه لږزنده مالي حالت کې قرار لري او تهیه کوونکي (supplier) د تادیاتو د تضمین څخه انکار وکړي، نو په دې صورت کې به پرچون پلورونکي هیڅ اجناس د خرڅلاؤ لپاره د ځان سره ونه لري، نو پدې وجه د ضعیف تمویل په اړه وړاندوینې په ریښتیا او واقعیت بدلیدلای شي.

د بانکونو سقوط هغه وخت پېښېږي، چې د بانک امانت اېښودونکي (depositors) په تهاجمي ډول په بانک کې امانت پیسې بیرته تر لاسه کول غواړي، مخکې له دې چې بانک د پیسو په تادیه کولو کې پاتې راشي. ډیر ځله د سیالیت کړکېچ (بحران) چې د امانت اېښودونکو (depositors) د تهاجم په وجه رامنځته کېږي، د بانک د سقوط باعث کېږي. په 1930 لسيزه کې د بانک د امانت اېښودونکو په شان کله چې یو د خرڅلاؤ وکیل د پرچون خرڅوونکي د قرض د تضمین په مقابل کې زړه نازړه وي، یانې په تضمین یې نه اخلي، نو بیا ټول خرڅلاؤ وکیلان ددا ډول پرچون پلورونکي د قرضونو د تضمین څخه ډډه کوي. ځکه هیڅ یو هم نه غواړي دداسې شرکت ضمانت وکړي، چې له مالي پلوه په ستونزو کې راګیر وي (د ستونزو سره مخ وي). د خرڅلاؤ وکیلان د پرچون فروش د حقیقي یا تصوري مالي حالت د خرابیدو د مخکېني (قبلي) اخطار د علامې (سېګنال) په

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

حيث عمل کوي. په جون 1995 کال کې د (Bradlees) په نوم شرکت، وروسته له هغه چې د خرڅلاؤ وکیلانو د هغه تهیه کوونکو ته ددغه شرکت د طلباتو په تضمین ورکولو څخه انکار وکړ، نو د (Bradlees) شرکت د سقوط اعلان وکړ. یو څو میاشتې وروسته په سپټمبر 1995 کال کې یو بل شرکت د (Caldor) په نوم هم د افلاس (Bankruptcy) اعلان وکړ او دا لدې سببه ؤ، چې د خرڅلاؤ وکیلانو ددغه شرکت سره د طلباتو د تضمین په برخه کې مرسته ونه کړه.

کله چې د خرڅلاؤ وکیلان د یوه پرچون فروش د قرض قبولي رد کړي (refuse)، نو د پرچون فروش تهیه کوونکي (supplier) ددې تصمیم سره مخامخ کېږي، چې ایا د مالونو لیږلو (shipping) ته ادامه ورکړي او دمالي پلوه د ستونزو سر مخامخ پرچون فروش لخوا د عدم تادیبي (Nonpayment) خطر په غاړه واخلي او که د مالونو لیږل بند کړي او یو مشتري له لاسه ورکړي. په 1990 لسيزه کې ددغو شرکتونو (Federated Department Store, Macy's, James way, Allied Stores, Caldor) د سقوط (افلاس) سره مخامخ کیدونه، وروسته داسې مالومېږي، چې تهیه کوونکي (suppliers) دوهم تصمیم انتخابوي او د خرڅلاؤ وکیلانو تصمیمونو ته غوږ نیسي.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

برخه 1: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## اووم خپرکی

### د مشتقه دارايې ګانوا اساسات

Basic Derivatives

د خرید او فروش حقوق

Options

آینده قرارداد

Future

د تبدیلیدو وړ قرض اسناد

Convertible Bonds

Origin:

اصلي منبع:

Mayo, Herberl B .Financial Institutions, and Management  
An introduction, 8th Ed, Fort Worth 2003, pages 569-587,258-265.

Further readings

B/M 562-583, B/M 642-658

## د دې فصل اهداف:

- 1- د سهم د خرید حق (call option)، د سهم د خرڅلاؤ حق (put option) او په راتلونکي کې د تحويلي قرارداد (futures contract) د مشخصاتو توضیح کول.
  - 2- په راتلونکي قراردادونو (futures) د قیمتونو د تفاوتو څخه د استفادې مقایسه کول د سهامو په مارکیت کې د قیمتونو د تفاوتو څخه د استفادې سره. او د دې توضیح کول چې د خرید او فروش حق (options) څنګه په متفاوتو قیمتونو سره د سهامو د خریداری په مقابل کې متبادل امکان وي.
  - 3- د خرید او فروش د حقوقو په اخیستلو او ثبت کولو سره د راتلونکي قرارداد د لنډمهاله او اوږدمهاله اقلامو مقایسه کول.
  - 4- د دې توضیح کول، چې څنګه یو انفرادي شخص له مشتقه دارايې (Derivative) څخه مفاد لاس ته راوړي او یا د ضرر (تاوان) متحمل کېږي.
  - 5- د دې توضیح کول، چې پانگه اچونکي او مالي مدیران څنګه د خرید او فروش له حقوقو څخه استفاده کوي، ترڅو په قیمتونو کې د نوساناتو څخه د ضرر (تاوان) خطر محدود کړي.
  - 6- د بیه لرونکو اسنادو (چې پدې فصل کې د مطالعې لاندې نیول کېږي) د مزایاؤ (ګټو) او خطراتو مقایسه کول او توپیرول.
- برنارډ برچ (Bernard Baruch) د ازادو بازارونو (free markets) په اړوند یو اساسي واقعیت څرګند کړی: بازارونه د نوسان په حال کې دي یا (Markets will fluctuate) دغه څرګندونه په یقیني ډول د مشتقه دارايې ګانو (Derivatives) په اړه صدق کوي.
- د سهم د خرید د حق (option) قیمت د (NCR) د یو سهم لپاره چې د جمعې په ورځ په \$375 تبادله کیده او وروسته له هغې چې دا اعلان شوه، چې د (NCR) شرکت د (AT&T) په شرکت باندې تبادله کېږي، نود دوشنبې په ورځ د (NCR) سهم په  $(2.6878 * 50)$  تبادله کیده. او د احم داوونۍ په اخیرو ورځو کې په قیمت کې  $(617\%)$  زیاتوالی څرګندوي.
- په مشتقه دارايې کې پانگه اچونه د لویو تاوانونو باعث هم ګرځي. او د اډول مالي ناورینوته (لوی تاوانونه) په مالي او عامه مطبوعاتو کې انعکاس کوي. که څه هم دا ډول نشرات په بیه لرونکو اسنادو (Securities) باندې په عمومي ډول او په مشتقه دارايې باندې په ځانګړي



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ډول د عامو خلکو اعتماد (confidence) راکموي، خوددغه مالي دارايې گانواهمیت کموالي نه کوي. د مشتقه دارايې په اړه اساسي پوهه له تاسوسره مرسته کوي، چې د پانگې اچونې په ستراتيژيگانو او د خطر په اداره (risk management) باندې په ډول پوهه شئ.

لکه څنگه چې دنوم څخه يې څرگند يږي، مشتقه دارايې (Derivative) دهغه دارايې څخه عبارت ده، چې دهغې ارزش يا قيمت په يوه بله دارايې پورې تړلی وي (د بلې دارايې څخه مشتق شوی وي).

په دې فصل کې مختلف ډوله مشتقه دارايې د مطالعې لاندې نيسو. لکه د سهم د خريد او فروش حقوق، او دارايې د خريد او فروش راتلونکي قراردادونه (Futures) اونور.

په هر حالت کې د يوې مالي دارايې ارزش، چې دهغې په مربوطه دارايې پورې تړلی وي، نوله دې وجې د مشتقه دارايې نښان ورکونکي وي.

مشتقه دارايې گانې کيدای شي دکاملاً مغلغو پيچيده) پانگه اچونوله جملې څخه وي او پدې فصل کې يواځې دهغې اساسات د مطالعې لاندې نيول کېږي. او همدارنگه په دغه فصل کې بيه لرونکي اسناد، د مشتق دارايې گانودايجاد ميکانيزمونه، د قيمتونو د تفاوت نقش د مشتقه دارايې او ډوډمهاله اولنډمهاله اقلام، د مشتقه دارايې او دهغود تړليو (وابسته) دارايې د قيمتونو ترمنځ ارتباط او داچې څرنگه دغه دارايې گانې د خطر دراکمولولپاره استعماليدې شي، هم د بحث او مطالعې لاندې نيسي. په دغه فصل کې هره برخه خپلواکه اوله خپلې محتوا څخه ډکه ده (يانې ضرورت نه لري، چې د بلې موضوع سره يوځای مطالعه شي) (نوله دې وجې تاسو کولای شئ داسهامود خريد او فروش د حقوقو (options) په باره کې موضوعات د پوښښ او مطالعې لاندې ونيسئ، پرته له دې چې دراتلونکي قرارداد (futures) په باره کې موضوعات ولولئ. او ددې برعکس هم صدق کوي

## د خرید او فروش حقوق Option

(option) د یوڅه (یوکار) د ترسره کولو د حق څخه عبارت ده. او کله چې دغه اصطلاح (Option) د بیه لرونکو اسنادو په برخه کې استعمالیږي، نو بیا د سهامو د خرید او فروش د حق معنی ورکوي. د حق (right) کلمه کاملاً د اهمیت نه ډکه ده. د خرید او فروش د حق مالک مجبور نه دی، چې کوم کار ترسره کړي. د سهامو د فروش د حق مالک مجبور دی، چې سهم خرڅ کړي او په دې ترتیب دغه موضوع د خرید او فروش د حق اوراتلونکي قرارداد تر منځ توپیر څرکندوي، چې وروسته به په دغه فصل کې وڅیړل شي. یوانفرادي شخص چې دراتلونکي قرارداد (futures) داخیستلو عقد (وعدۀ) یې کړیده، مجبورده چې یا د کرشوی قلم خریداري کړي او یا داچې د قرض مسؤولیت په غاړه واخلي.

په مالي برخه کې د سهامو د خرید او فروش حقوق یوازیني حقوق نه دي. د مثال په توگه زیاتره د قرض اسناد (Bonds) د اعلام وړ (callable) دي. د قرض د اعلام مشخصات د خرید او فروش د حق (option) لپاره یو مثال دی، ځکه شرکت دا حق لري، چې د قرض سند د پای ته رسیدو تاریخ څخه وړاندې بیا خریداري کړي. په زیاتره تجارتې معاملاتو کې د سهامو د خرید او فروش حق شامل وي. د مثال په توگه د ځمکې مالک کولای شي د ځمکوپه معامله کونکي باندې د ځمکې داخیستلو حق خرڅ کړي، د ځمکوپه معامله کونکي مجبورندي چې ځمکه حتماً خریداري کړي، خود ځمکې داخیستلو حق لري. د سهامو داخیستلو حقوق د (warrants) په نوم یادېږي، د تصدیگانو لخوا نشر شوي وي.

او که چیرې د افرادو لخوا نشر شوي وي، نو بیا د سهامو د خرید حقوق د (calls) په نوم یادېږي. د سهم داخیستلو د شرکت حق او د سهم اخیستلو انفرادي حق (calls) په یو ټاکلي قیمت سره او د یوې ټاکلې زمانې دورې په داخل کې د سهامو داخیستلو د حق څخه عبارت دي. د سهامو د خرڅولو حقوق د (Puts) په نوم یادېږي. او د سهامو د خرڅولو حقوق (puts) په یو ټاکلي قیمت سره او د یوې ټاکلې زمانې دورې په داخل کې د سهامو د خرڅولو له حق څخه عبارت دي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

داسه موږ د خرید د حقوقو د راګرې ورګرې په غیر مروجه (ځانګړې) اصطلاح کې د یو حق د بازار قیمت د مازاد (premium) په نوم یادېږي. هغه قیمت چې په هغه سره د حقوقو د لودونکي یو سهم اخیستلی او خرڅولی شي (د سهم د خرید د حق و عده ورکړل شوي قیمت) (Strike price) او یا د (سهم د خرڅولو د حق و عده ورکړل شوي قیمت) د exercise price په نوم یادېږي او هغه ورځ چې داسه موږ اخیستلو او خرڅولو د حقوق پای ته رسېږي د (Expiration date) په نوم یادېږي.

### د سهم د خرید حق ذاتي ارزش

#### The intrinsic value of an option to buy stock

هغه ارزش چې د شرکت د سهم د اخیستلو حق (warrant) او انفرادي سهم اخیستلو حق (Call) چې دهغو د وابسته (ټرلیو) اسهامو په ارتباط یې لري، دیو حق د ذاتي ارزش (intrinsic value) په نوم یادېږي. د سهم د خرید د حق ذاتي ارزش د دغه حق د سهم د قیمت او د و عده ورکړل شوي قیمت (strike price) ترمنځ د تفاوت څخه عبارت دی. که چېرې د سهم د خرید و عده ورکړل شوي قیمت \$30 وي او همدغه په بازار کې په (\$40) خرڅېږي، نو د سهم د خرید د حق ذاتي ارزش د  $40 - 30 = 10$  څخه عبارت ده. که چېرې سهم په بازار کې د و عده ورکړل شوي قیمت څخه په لوړ قیمت سره خرڅېږي، نو د سهم د خرید د حق ذاتي ارزش مثبت ده او دا حالت پدې مانا ده چې د خرید د حق په داخل د پیسو کې (in the money) قرار لري. که چېرې سهم په بازار کې د و عده ورکړل شوي قیمت سره په مساوي قیمت خرڅېږي، نو په دې صورت کې د خرید د حق په پیسو کې (at the money) قرار لري او که چېرې د سهم قیمت د خرید د حق د و عده ورکړل شوي قیمت څخه ټیټ وي، نو په دې حالت کې د خرید د حق هیڅ ذاتي ارزش نه لري او دغه حالت د خارج له پیسو (out of money) په نوم یادېږي. هیڅوک به هم د خرید د یو حق وانه خلی او د هغه څخه به استفاده ونه کړي، ترڅو یو سهم په (\$50) واخلي په داسې حال کې چې همدغه سهم د و عده ورکړل شوي قیمت (strike price) څخه په ټیټ قیمت (مثلاً \$40) اخیستلای شي. د سهم د قیمت، د و عده ورکړل شوي قیمت (strike price) او د سهم د خرید د حق د ذاتي

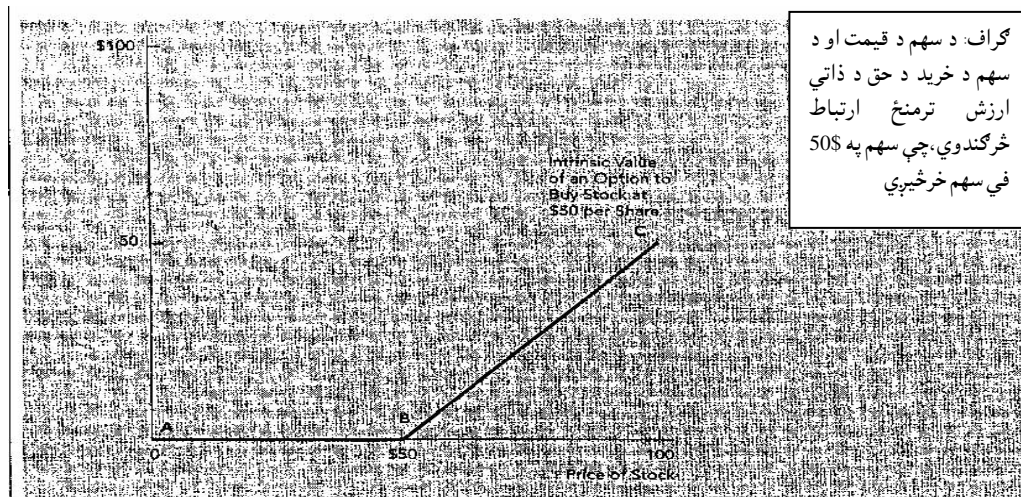
## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ارزش (Intrinsic value) ترمنځ روابط په لاندې جدول اوګراف کې بنودل شوي دي. په دغه مثالونو کې د خریدد حق وعده ورکړل شوي قیمت (50\$) دی. د جدول لومړی ستون یا (د ګراف عمودي محور Horizontal axis) د سهم مختلف قیمتونه څرګندوي، دویم ستون د سهم خرید وعده ورکړل شوي قیمت (50\$) بڼې او درېیم ستون د خریدد حق ذاتي ارزش (د اول د دویم ستون د ارزش ترمنځ تفاوت) بڼې.

د سهم د سند قیمت	د سهم د خرید وعده ورکړل شوي قیمت	د خریدد حق ذاتي ارزش
0\$	50\$	0\$
10	50	0
20	50	0
30	50	0
40	50	0
50	50	0
60	50	10
70	50	20
80	50	30
90	50	40

د دویم ستون ارزشونه (قیمتونه) په ګراف کې د (ABC) منحنی په ډول بنودل شوي دي، چې هغه د سهم د قیمت او د خریدد حق ذاتي ارزش ترمنځ روابط څرګندوي. د جدول اوګراف دواړو څخه څرګندېږي، چې د سهم د قیمت په لوړیدو سره د خریدد حق ذاتي ارزش هم لوړوالی کوي. د سهم (50\$) د ټولو قیمتونو لپاره د خریدد حق ذاتي ارزش صفر (0) دی، ځکه چې د بیه لرونکو اسنادو (securities) قیمت هیڅکله منفي کیدای نه شي. یوازې په هغه صورت کې چې د سهم قیمت د (50\$) څخه لوړ شي، نو د خریدد حق ذاتي ارزش هم مثبت کېږي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات



ذاتي ارزش له دې وجې مهم دی، چې د خرید د حق (option) د بازار قیمت باید دهغه خپل ذاتي ارزش ته ورسېږي. کله چې د خرید حق (option) د پای تاریخ (expiration date) ته نږدې کېږي، د سهم د خرید حق د پای ته رسیدو په اخیږی ورځ، دهغه د بازار قیمت یوازې هغه څه وي کوم څه چې دغه د خرید حق د سهم په حیث ارزش لري. د خرید حق کیدای شي یوازې د سهم د بازار قیمت او د خرید حق (option) د وعده ورکړل شوي قیمت (exercise price) ترمنځ د تفاوت په اندازه ارزش ولري. دا حقیقت په مانا ده چې یو پانګه اچوونکی کیدای شي د خرید د حق د ذاتي ارزش څخه د خرید د حق د راتلونکي قیمت (future price) په حیث استفاده وکړي، ځکه چې پانګه اچوونکی پوهیږي چې د خرید حق (option) د پای تاریخ ته نږدې کیدو سره دهغه د بازار قیمت باید ذاتي ارزش ته ورسېږي. ذاتي ارزش همدارنګه هغه حداقل قیمت هم تعینوي، چې د خرید حق (option) رهبري کوي.<sup>7</sup>

داسې فرض کړئ چې د سهم قیمت \$60 دی او د خرید د حق وعده ورکړل شوې قیمت \$50 ده: نو په دې صورت کې د سهم د خرید حق ذاتي ارزش \$10 دی یا په \$60-

<sup>7</sup> په لنډه ډول سهم د خرید د حق حداقل ارزش د سهم د قیمت او د خرید د حق د وعده ورکړل شوي قیمت د فعلي ارزش (Present value) ترمنځ د تفاوت څخه باید کم نه وي که چیرې د ربحي نرخ صفر نه وي او یا دا چې د خرید حق په پای ته رسیدو کې نه وي نودغه پوتنې تفاوت باید د سهم د خرید حق د ذاتي ارزش څخه زیات وي.

## د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

$10\$ = 50\$$  که چيرې دسهم دخرید حق بازارجاري قیمت (مازاد)  $6\$$  وي، نوپانگه اچوونکی کولای شي، چې دسهم دخرید حق خریداري کړي او دهغه په واسطه دسهم سند په  $50\$$  وعده ورکړل شوي قیمت سره په لاس راوړي. بیاپانگه اچوونکی کولای شي دغه دسهم سند په  $60\$$  خرڅ کړي او د  $4\$$  مفاد په لاس راوړي.

دسهم دخرید حق داخیستلو او دسهم دخرڅولو عمل به دخرید حق قیمت لوړ او دسهم قیمت راټیټ کړي. کله چې دخرید حق دهغه دذاتي ارزش څخه په ټیټ قیمت خرڅیږي، نوپانگه اچوونکی به دسهم دخرید حق خریداري کړي او دسهم سند به خرڅ کړي، نوپه دې صورت کې دسهم دخرید حق قیمت به لوړوالی او دسهم دسند قیمت به ټیټوالی وکړي.

دغه دقیمتونو تغیرات به ترهغو پورې ادامه لري، ترڅو چې دسهم دخرید حق لږ ترلږه دهغه په ذاتي ارزش سره خرڅ شي یا نې د بازار قیمت یې دذاتي ارزش سره مساوي وي، نوپه دې اساس ذاتي ارزش دسهم دخرید حق حداقل قیمت تعیینوي. ځکه کله چې دسهم دخرید حق دهغه دذاتي ارزش څخه په ټیټ قیمت سره خرڅ شي د بازار قیمتونه (Forces) به په حرکت راشي او دابه یقیني کړي، چې دسهم دخرید حق د بازار قیمت دهغه ذاتي ارزش ته بیرته راگرځي.

### د عاید نفوذ - خطر Leverage

سره ددې چې دسهم دخرید حق یو حق ده، مگر د هیڅ ډول قانوني مالکیت د حق څخه نماینده گي نه کوي. خودسهم دخرید حق پانگه اچوونکي ته یو مهم مزیت (گټه) وړاندې کوي: د عاید نفوذ - خطر څخه استفاده.

دسهم دخرید یا فروش په حق کې دپانگې اچونې بالقوه مفاد کیدای شي په هغو پورې د وابسته (ترلیو) سهامو کې دپانگې اچونې د بالقوه مفادو څخه ډیر زیات وي. د قیمت د تفاوت (Margin) په شان، دغه دخطر سره یوځای دمفادو مشخصه د عاید د نفوذ - خطر څخه د استفادې یو بڼه مثال دی.

مخکینی جدول چې دسهم دقیمت او دسهم دخرید حق دذاتي ارزش ترمنځ ارتباط څرگندوي، د عاید نفوذ - د بالقوه خطر د توضیح لپاره چې دسهم دخرید حق یې عرضه کوي

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

هم ترې استفاده کېږي. د مثال په ډول که چیرې دسهم قیمت د \$60 څخه \$70 ته لوړ شي، نو د سهم د خرید د حق ذاتي ارزش به د \$10 څخه \$20 ته لوړ شي. دسهم د قیمت فیصدي تغیر %16.67 یانې  $[(70-60)/60=16.67\%]$  و. په داسې حال کې چې دسهم د خرید حق په ذاتي ارزش کې فیصدي زیاتوالی %100 و. یانې  $[(20-10)/10=100\%]$  دسهم د خرید حق په ذاتي ارزش کې فیصدي زیاتوالی دسهم د قیمت د فیصدي تغیر په نسبت ډیر زیات و.

که چیرې پانګه اچوونکي دغه دسهم د خرید حق دهغه د ذاتي ارزش لپاره اخیستی وای او بیا د سهم د سند قیمت لوړ شوی وای، نو دسهم د خرید په حق کې د پانګه اچونې حاصله مفاد به دسهم په سند کې د پانګې اچوونې د مفادو په نسبت زیات و.

په هر ترتیب د عاید نفوذ - خطر په دواړو جهتونو کې مؤثر تمامېږي. سره ددې چې د پانګې اچوونکې بالقوه مفادو ته زیاتوالی ورکوي او همدارنګه که چیرې دسهم قیمت ټیټوالی وکړي، نو د زیان د زیاتوالي باعث هم کیدای شي. د مثال په توګه که چیرې دسهم قیمت د \$70 څخه \$60، ته ټیټوالی وکړي یانې (%14.3 کموالی وکړي)، نو دسهم د خرید حق ذاتي ارزش به له \$20 څخه \$10 ته کموالی وکړي (%50 به کموالی وکړي). د بلې هر ډول پانګې اچونې په ډول، پانګه اچوونکی باید پریکړه وکړي، چې د عاید نفوذ - خطر (Leverage) لخوا عرضه شوي د مفادو بالقوه زیاتوالی، دا اضافه شوي خطر د قبولولو ارزش لري او که څنګه؟ که چیرې دسهم د خرید حق دسهم د سند په نسبت زیات بالقوه مفاد وړاندې کوي، نو پانګه اچوونکی کیدای شي دسهم د خرید حق اخیستلو ته ترجیح ورکړي. دسهم د خرید حق د اخیستلو په هڅه کې پانګه اچوونکی کیدای شي دهغه د قیمت د را کمولو لپاره چنې ووهي یانې (فشار راوړي چې قیمت را کم کړي)، نو په نتیجه کې دسهم د خرید حق د بازار قیمت د ذاتي ارزش څخه اضافه کېږي. څرنګه چې دسهم د خرید حق د بازار قیمت مزاد (premium) په نوم یادېږي، دسهم د خرید حق د ذاتي ارزش څخه د مزاد قیمت اضافه توسعه د زماني مزاد (Time premium) په نوم یادېږي. یاد زماني ارزښت په نوم یادېږي. پانګه اچوونکي غواړي چې دغه زماني مزاد دهغه د عاید نفوذ - خطر چې دسهم د خرید حق یې عرضه کوي، په مقابل کې تادیه کړي. دغه زماني عاید په عینې حال کې بالقوه عاید را کموي او بالقوه زیان ته زیاتوالی ورکوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

زمانې مازاد د راتلونکې صفحې په جدول کې وړاندې شوی دی، چې دغه جدول هغه پخواني جدول ته په څلورم ستون کې دسهم دخریددحق دفرضي قیمتونوپه وراضافه کولوسره لاس ته راغلی.

دغه د بازار فرضي (hypothetical) قیمتونه دسهم دخریددحق دذاتي ارزش څخه لوی دي، ځکه چې پانگه اچوونکیوپه قیمت باندې بولی کړي دي (bid up). دسهم دخریددحق داخیستلوپاره پانگه اچوونکي باید د هغه ذاتي ارزش په عوض دهغه دبازارقیمت تادیه کړي. په دې ترتیب، په دغه مثال کې چې دسهم دبازارقیمت \$60 او دسهم دخریددحق ذاتي ارزش \$10 وي، نو دسهم دخریددحق دبازارقیمت به \$15 وي.

پانگه اچوونکي باید دسهم دخریددحق داخیستلوپاره \$15 تادیه کړي، چې دغه دخریدد حق د ذاتي ارزش څخه \$5 زیات دی. دسهم دقیمت، دسهم د خریدد حق د ذاتي ارزش او دخریددحق د فرضي قیمت ترمنځ ارتباطات چې په لاندې جدول کې راکړل شوي دي، په راتلونکې صفحه کې په گراف کې هم ښودل شوي دي.

د عام سهم قیمت	في سهم دخریددحق(وعده ورکړل شوي حق)	ذاتي ارزش	دخریددحق دبازار فرضي قیمت
10\$	50	0\$	0.00\$
20	50	0	0.25
30	50	0	0.50
40	50	0	1.25
50	50	0	6.75
60	50	10	15.00
70	50	20	23.00
80	50	30	32.63
90	50	40	41.25
100	50	50	50.00

زمانې مازاد (time premium) چې دسهم دخریددحق لپاره تادیه کېږي، په گراف کې په اسانۍ سره لیدل کېږي. دغه زمانې مازاد په گراف کې په سوري شوي (shaded) ساحه کې، چې د سهم دخریددحق دبازارقیمت دمنحنی (DE) او د خریددحق د ذاتي ارزش

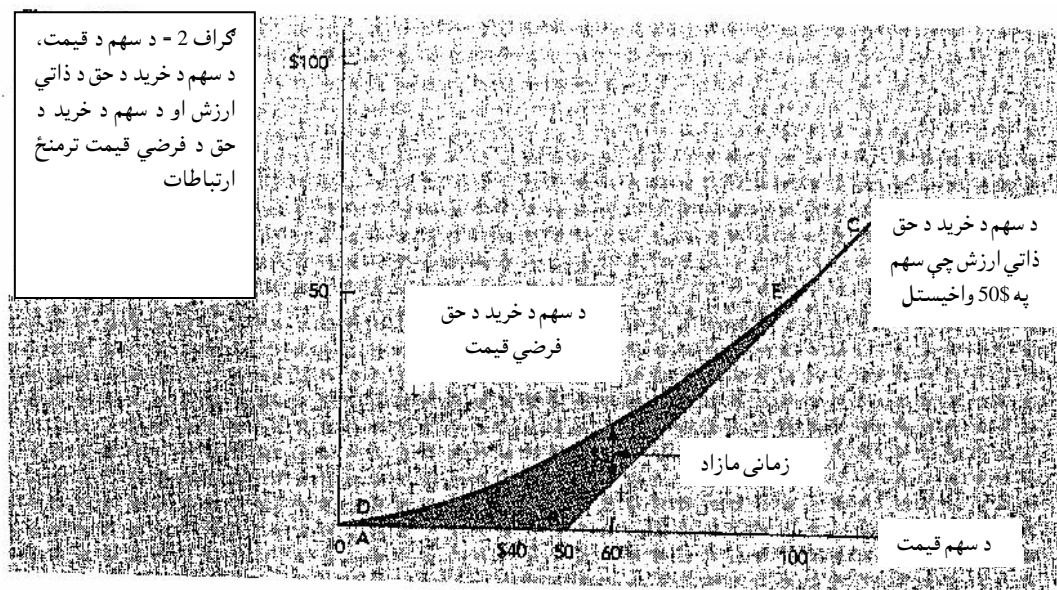


## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د منحنی (ABC) ترمنځ د تفاوت ساحه ده، بنودل شوي دي. په دې ترتیب کله چې د سهم د خرید د حق قیمت 15\$ او د سهم قیمت 60\$ وي، نو مازاد زماني (time premium) به یې (5\$) وي، ځکه  $15\$ - 10\$ = 5\$$  لکه څنګه چې په ګراف کې لیدل کېږي. د زماني ارزش مبالغ د سهم د قیمت په مختلفو سطحو سره تغیر کوي. د سهم د خرید د حق د وړکړل شوي قیمت څخه د سهم د بازار قیمت په لوړیدو سره زماني مازاد یا (time premium) کموالی کوي. کله چې د سهم قیمت ډیر لوړ شي، نو د زماني مازاد د صفر کېږي. د سهم د سند د 100\$ په قیمت سره د خرید د حق دهغه د ذاتي ارزش یانې (50\$) سره په تقریباً مساوي قیمت سره خرڅېږي. د زماني مازاد د کموالی له پاره اصلي علت داده، چې کله د سهم قیمت او د سهم د خرید حق ذاتي ارزش لوړ شي، نو د عاید نفوذ - بالقوه خطر (potential leverage) کموالی کوي. علاوه له دې څخه په لوړو قیمتونو کې، د قیمتونو بالقوه کموالی د سهم د خرید حق کې لوې وي، دا په هغه صورت کې که چیرې د سهم د سند قیمت کموالی وکړي. په دې علتونو سره پانګه اچوونکي نه غواړي، چې د سهم د قیمت په لوړیدو سره د سهم د خرید د حق د قیمت په سر بولي ورکړي، نو په دې ترتیب د زماني مازاد مبلغ کموالی کوي.

زماني مازاد د عاید نفوذ - بالقوه خطر او د سهم د خرید د حق د پانګه اچوونې څخه لاس ته راغلي عاید ته کموالی ورکوي. د مثال په توګه که چیرې د سهم قیمت د 60\$ څخه 70\$ ته لوړ شي یانې 16.7% عاید په لاس راوړي، نو د سهم د خرید د حق قیمت به له 15\$ څخه 23\$ ته لوړوالی وکړي یانې 53.3% په اندازه زیاتېږي. د سهم د خرید حق په قیمت کې فیصدي تغیر تراوسه د سهم د سند په قیمت کې د فیصدي تغیر څخه لوړه ده، خو بیا هم د دغه دوه فیصدي تغیرونو ترمنځ تفاوت کم دی. زماني مازاد هغه د عاید نفوذ - خطر ته کموالی ورکوي، چې د سهم د خرید حق یې پانګه اچوونکو ته وړاندې کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات



خو عوامل (فکتورونه) دي، چې د سهم د خرید د حق په زماني مازاد باندې اغیزه کوي. د سهم د خرید حق په پای ته رسیدوسره، دهغه (option) د بازار قیمت باید د سهم د خرید د حق ذاتي ارزش ته نږدې شي. د پای ته رسیدو نیتیه باندې، د سهم د خرید حق دهغه د ذاتي ارزش څخه د وابسته اسهامو په اساس ایجاد یږي، لور قیمت نه شي درلودلای، نو په ترتیب د خرید د سهم پای نیتیه ته په رسیدوسره هغه (د خرید حق) په یو تیت زماني مازاد سره خرڅیږي او د سهم د خرید حق د پای ته رسیدو تاریخ باندې زماني مازاد له منځه ځي.

د خرید حق په زماني مازاد کې نور ټاکنو کې عوامل (Determinants)، د نقدو مفادو تادیه، د وابسته اسهامو بې ثباتي او د ربحې نرخ شامل دي.

دهغو شرکتونو د سهم د خرید حق، چې نقد مفاد تادیه کوي، د تیت زماني مازاد میلان لري. د دې ارتباط په اړه دوه ممکنه توضیحات موجود دي: لومړی، هغه شرکتونه چې مفاد نه توزیع کوي د پانگې اچونې له پاره زیاتي پیسې په اختیار کې لري. د مفاد د نه توزیع کولو او بیا سرمایه گذاري کولو په واسطه سره یو شرکت کیدای شي په ډیره چټکۍ سره وده وکړي او د سهم د خرید په قیمت کې بالقوه مفاد کیدای شي زیات وي، که چیرې شرکت عواید ذخیره کړي او نقدي مفاد توزیع نه کړي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

دویم دا چې که چیرې یو شرکت مفاد توزیع کړي، نو د سهم د خرید د حق څښتن د مفادو د توزیع څخه عاید لاس ته نه راوړي. دا چې د سهم د خرید د حق څښتن د مفادو د توزیع څخه شئ په لاس نه راوړي، نو پانگه اچوونکي د سهم د خرید د حق له پاره د زیاتویسو د تادیه کولو اراده نه لري، نو ځکه د سهم د خرید حق په تیت زماني مازاد سره په خرڅلاؤ رسیږي.

یو بل عامل چې د سهم د خرید د حق له پاره تادیه شوي زماني مازاد باندې اغیزه کوي، د عام سهم د قیمت متغیروالي څخه عبارت دی. څرنگه چې د سهم د خرید د حق قیمت د تړلي سهم قیمت تعقیبوي، نو د سهم په قیمت نوسانات د سهم د خرید د حق په قیمت کې انعکاس کوي.

خومره چې د سهم قیمت متغیر وي، په همغه اندازه د سهم د خرید د حق قیمت د لوړوالي امکانات وړاندې کوي. نو په دې اساس د متغیر اسهامو د خرید حق ډیر جذاب وي او یو لوړ زماني مازاد وړاندې کوي، نسبت د هغه سهم د خرید حق چې د اسهامو قیمت یې ډیر ثابت او لږ متغیر وي.

د ربحې نرخ، د خرید د حق (په وعده ورکړل شوي قیمت سره) داخیستلو لپاره د ضروري پیسو په فعلی ارزش باندې د تاثیر پواسطه د خرید په حق باندې اغیزه کوي. څرنگه چې د سهم د خرید حقوق په راتلونکي کې په خرڅلاؤ رسیږي، د ربحې لوړ نرخ دا مانا لري، چې پانگه اچوونکی باید د خرید د حق د اخیستلو له پاره یوه اندازه پیسې څنګ ته (جدا یې کېږدي) کړي.

څرنگه چې د سهم د خرید د حق ذاتي ارزش عبارت ده له: د سهم قیمت منفي د خرید په حق کې د وعده ورکړل شوي سهم قیمت څخه، نو د وعده ورکړل شوي تیت قیمت به د خرید د حق ارزش لوړ کړي. په اصل کې د ربحې لوړ نرخ، د وعده ورکړل شوي قیمت فعلی ارزش راکموي، چې په نتیجه کې یې د خرید حق ډیر ارزښتناک کېږي او زماني مازاد ته زیاتوالی ورکوي.

## د اشخاصو د خرید حقوق Call options

خرنگه چې دغه پخوانی بحث په عمومي ډول د سهم د خرید په اړه و. دغه راتلونکي برخه ځيني مشخصو خرید حقوقو چې د سهم د خرید شخصي حق (Call) او د سهم د خرید د شرکت حق (warrant) څخه عبارت دي، ځانگړی شوی ده. د سهم د خرید د شخصي حق په یوه مشخص قیمت سره (وعدده ورکړل شوي قیمت)، په یوه مشخصه زماني دوره کې، د یوه مشخص شمیر (اکثره وخت 100 اسهام) د اسهامو اخیستلو د حق څخه عبارت دی.

د سهم د خرید شخصي حق د سهم د خرید د شرکت حق سره ورته، خو په ځینو مشخصاتو سره له یوه او بل څخه تفریق کېږي.

د سهم د خرید د شرکت حقوق د شرکتونو له خوا نشرېږي او د سهم د خرید شخصي حقوق د پانگه اچوونکو له خوا نشرېږي. د سهم د خرید شخصي حق د ایجادولو او نشرولو عملیه اکثره وخت د لیکلو په کلیمې سره افاده کېږي. د یوه انفرادي پانگه اچوونکي د اقابلیت، چې د سهم د خرید شخصي حق ولیکي، ډیر مهم دی. ځکه دا خبره دا مانا لري، چې پانگه اچوونکي کولای شي خرڅونکي او یا اخیستونکي شي. څرنگه چې د سهم د خرید حق یو پانگه اچوونکی په دې توانوي، چې د سهم د خرید حقوق ولیکي، نو دغه حقوق د مفادو د لاسه ته راوړلو امکانات منځته راوړي، چې دغه مفاد د سهم د خرید د شرکت حق لاس ته نه شي راوړلای.

د سهم د خرید شخصي حق او د شرکت حق ترمنځ بل توپیر د سهم د خرید د حق اعتبار د مودې څخه عبارت ده. کله چې د سهم د خرید د شرکت حقوق نشر شي، د هغوی د پای ته رسیدو تاریخ ثابت وي او عموماً په راتلونکي کې څو کاله په برکې نیسي. د سهم د خرید شخصي حقوق نسبتاً د اعتبار لنډه موده لري، لکه درې، شپږ او یا نهه (9) میاشتې وي (یو محدود شمیر د سهم د خرید شخصي حقوق چې تر دوه کالو پوري د اعتبار موده لري، هم تبادلې کېږي).

د سهم د خرید شخصي حق درېیم فرق د هغه د استفادې کولو په وخت کې را منځته کېږي. کله چې د سهم د خرید د شرکت د حق څخه استفاده صورت نیسي یانې (د خرید د حق پواسطه سهم خریداري شي)، نویدې صورت کې شرکت نوي اسهام نشر وي، خو د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

سهم د خرید د شخصي حق لیکوونکي سهم نشي ایجادولای، خو هغه کولای شي یا د ازاد بازار څخه سهم په لاس راوړي او یا د سهم د سند د مالکیت څخه صرف نظر وکړي. کله چې د سهم سند هغه پانگه اچوونکي ته وړاندې شي، چې د سهم د خرید د شخصي حق (call) څخه استفاده کوي، په دې صورت کې د سهم د خرید د حق لیکوونکي حاصله عاید په لاس راوړي، نه هغه شرکت چې سهم په هغه پوري مربوط وي. د شیکاگو د خرید حقوق د تبادلې شرکت (Chicago board option exchange) جوړیدل په عامو خلکو کې د سهم د خرید د شخصي حقوقو پواسطه د سهم د خرید د شرکت د حقوقو د تعویض کیدلو اصلي علت و.

د شیکاگو د حقوقو تبادلې هیئت (CBOE) د سهم د خرید د شخصي حقوقو د خرید او فروش دوهمي (ثانوي) بازار ده. یوه پانگه اچوونکی چې د (CBOE) له لارې د خرید شخصي حق خریداري کوي، پدې پوهیږي چې یوتیار بازار او جود لري، چې په هغې کې دغه حق خرڅ کړي. د دغه شرکت (CBOE) لومړني بریالیتوبونه ددې باعث شول، چې د سهم د خرید او فروش حقوق د امریکا په نورو بازارونو کې لکه د (American and pacific stock exchange) هم تبادله شي. د ځینو انتخاب شویو د سهم د خرید حقوقو قیمتونه روزانه په مالي نشراتو کې خپرېږي. په راتلونکي صفحه کې جدول د سهم د خرید او فروش انتخاب شویو حقوقو تبادله وړاندې کوي، چې وال سټریټ جورنال کې خپره شوي وه.

لکه څنګه چې د جدول څخه مالومېږي، د هر سهم مختلف د خرید حقوق معامله کېږي. د (ADL Time Warner) په ډول شرکتونه په جدول کې لومړی درج کېږي، چې په تعقیب یې دوعدده ورکړل شوي قیمت او د پای ته رسیدو میاشت درج کېږي. په اخري څلورو ستونو کې حجم (د تبادله شویو قراردادونو شمیر) او په وعدده ورکړل شوي قیمت او پای ته رسیدو ورځ باندې د سهم د خرید شخصي حق اخري قیمت درج شوی وي. او بیا ورپسې د سهم د فروش د حق حجم او اخري قیمت درج کېږي.

که چېرې ستون وجود ونه لري (خالي وي)، نو بیا دا مانا لري، چې د سهم د خرید حق معامله نده ترسره شوي او یا دا چې بیخي وجود نه لري. د موجوده حقوقو شمیر چې د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ازادو علايقو (open interest) په نوم په بازار کې موجود دي، د ورځې په ډير زيات ډول تبادلې شويو حقوقو له پاره په نشراتو کې خپرېږي.

### د خريد د شخصي حقوقو اخیستل Purchasing calls

دسهم د خريد شخصي حقوق اصلاً د هغو پانگو اچوونکو له خوا پيرودل کېږي، چې غواړي په اسهامو کې د نفوذ عايد-خطر څخه په استفادې سره يو بهتر موقف لاس ته راوړي. که چېرې د سهم قيمت لوړ شي، د سهم د خريد شخصي حق قيمت هم لوړېږي.

څرنگه چې د سهم د خريد شخصي حق مصارف د اسهامو له مصارفو څخه کم وي، نو د سهم د خريد شخصي حق کې فيصدي تغير کيدای شي د اسهامو د فيصدي تغير يا زياتوالي څخه لوړ يا زيات وي، او پدې ترتيب پانگه اچوونکې د ترليو اسهامو په نسبت د سهم د خريد شخصي حق زيات عايد لاس ته راوړي. که چېرې د سهم قيمت ټيټ شي، نو د سهم د خريد شخصي حقوقو ارزش هم کموالی کوي، نو پدې صورت کې پانگه اچوونکي د اسهامو په نسبت د خريد د شخصي حق څخه زيات زیان ترلاسه کوي. په عين حال کې څرنگه چې دسهم د خريد شخصي حق مصارف د اسهامو له مصارفو څخه زيات دي، نو کيدای شي د خريد د شخصي حق کې د پانگه اچوونې مطلق ضرر (absolute loss) په اسهامو کې د پانگې اچوونې د مطلق ضرر په نسبت کم وي. د سهم د خريد د حق په اخره ورځ بالقوه مفاد او ضرر، چې دغه حق د \$15 د بازار قيمت سره خريداري شي او اسهام په \$60 خرڅ شي، په لاندې گراف کې بنودل شوي دي.

کله چې د سهم قيمت \$50 او يا له دې څخه کم وي، نو د خريد شخصي حق کې ټوله مصرف شوي سرمايه (15) له منځه ځي. او کله چې د سهم قيمت د \$50 څخه زياتېږي، نو د ضرر اندازه هم راکمېږي. پانگه اچوونکي د سهم په \$65 قيمت سره ضرر نه کوي. ځکه چې د خريد د شخصي حق د ذاتي ارزش \$15 دی. پانگه اچوونکي هغه وخت مفاد لاس ته راوړي، چې د سهم قيمت د \$65 څخه لوړ وي. په یاد ولری، چې پدې مثال کې د سهم د شروع قيمت \$60 دی. قيمت بايد يوازې \$5 زياتوالی وکړي. ترڅو يوپانگه اچوونکي د خريد د شخصي حق د يو بهتر موقف په خاطر يوه اندازه مفاد لاس ته راوړي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

دغه لاندې گراف په \$60 د سهم د اخیستلو مفاد او ضررونه څرگندوي. دواړه منځني گانې اخیستنې (purchases) په برکې لري او په دې ترتیب د بیه لرونکو اسنادو د اوږدمهاله ملکیت څرگندونه کوي. که چیرې د سهم قیمت له \$60 څخه لوړ شي، نو پانگه اچوونکي مفاد لاس ته راوړي او که د \$60 څخه ټیټ شي، نو بیا پانگه اچوونکي د ضرر سره مخامخ کېږي. د هغودو خطونو، چې په دوه بیه لرونکو اسنادو اوږدمهاله ملکیت مفاد او ضرر څرگندوي، ترمنځ مهم تفاوت دهغه زیات ډالري ضرر څخه عبارت دی او د سهم اخیستلو څخه لاسته راځي.

دهغه محدود ډالري ضرر په مقایسه چې د سهم د خرید د شخصي حق څخه لاسته راځي. چې بدترین حالت کې پانگه اچوونکي \$60 د سهم څخه ضرر کوي خود سهم د خرید د شخصي حق څخه یوازې \$15 ضرر کوي.

### د اشخاصو د خرید د حق لیکل (Writing calls)

په تیره برخه کې موږ د اشخاصو د خرید حق د اخیستلو د دلایلو په باره کې مالومات وړاندې کړل. دغه برخه د اشخاصو د خرید د حقوقو د لیکلو مزایاوې (گټې) په نظر کې نیسي.

د سهم د خرید د حق د نشرولو او خرڅولو عملیه د خرید د حقوقو د لیکلو په نوم یادېږي.

# د شرکتونو د تمويل او پانگې اچونې اساسات

## LISTED OPTIONS QUOTATIONS

Exhibit 18.3  
Listing of  
Selected Options

Friday, July 19, 2002

Composite volume and close for actively traded equity and LEAPS, or long-term options, with results for the corresponding put or call contract. Volume figures are unofficial. Open interest is total outstanding for all exchanges and reflects previous trading day. Close when possible is on the underlying stock or primary market. XC Composite, P-FC, or Strike price adjusted for split.

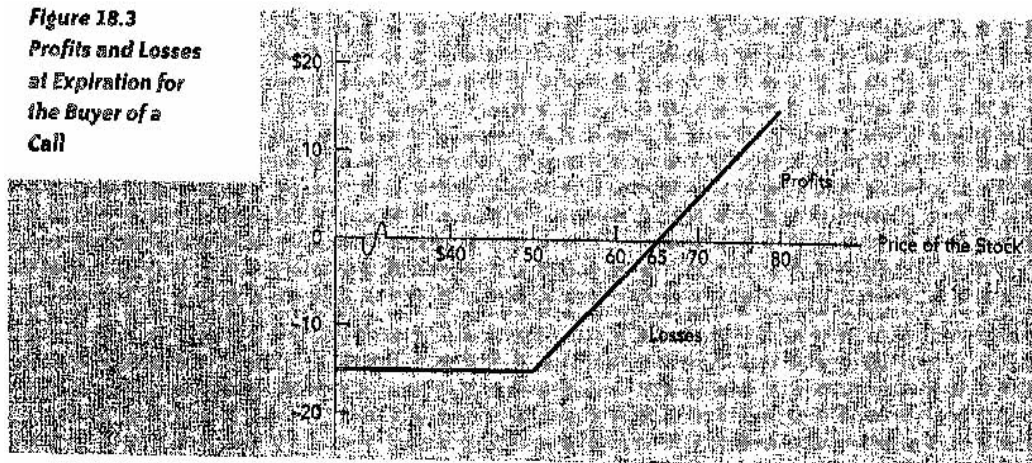
Most Active Contracts						OPTION/STRIKE					
OPTION/STRIKE	VOL	EXCH	LAST	NET CHG	OPEN INT	OPTION/STRIKE	VOL	EXCH	LAST	NET CHG	CLOSE
EricTel Jul 5 p	49,223	XC	3.80	0.30	1,76	Super Jul 10 p	7,149	XC	0.65	0.40	9.60
EricTel Oct 5 p	37,585	XC	4	0.80	1,26	Super Jul 40	7,022	XC	0.05	-1.40	59.55
Mass100Tr Aug 25	26,516	XC	3	-0.45	23,59	Super Aug 10	7,010	XC	1.40	0.20	8.60
Mass100Tr Jul 22.50	25,311	XC	0.15	-0.25	23,99	Mass100Tr Sep 25	6,791	XC	1.70	-0.35	23.99
Mass100Tr Aug 27	22,894	XC	8.10	-0.10	23,99	AT&T Aug 12.50	6,249	XC	0.10	...	9.92
Mass100Tr Jul 25	18,367	XC	0.05	-0.30	21,99	SanMicro Jul 5	4,195	XC	0.05	-0.20	4.25
Mass100Tr Sep 22.50	17,136	XC	2.20	-0.30	23,99	Jahajle Aug 50	4,043	XC	0.75	-1.65	41.85
Mass100Tr Aug 28	15,979	XC	0.35	-0.10	23,99	OpenInt'g Aug 20	6,095	XC	3.40	1.30	17.29
Mass100Tr Aug 26	15,938	XC	0.75	-0.25	23,99	SeamHtr Aug 30	5,833	XC	2.30	...	29.03
Mass100Tr Jul 25	13,862	XC	1.05	0.45	23,99	WolfsCo Jul 12.50	5,825	XC	0.45	-4.40	12.64
SanMicro Aug 5	13,781	XC	0.20	-0.90	4,35	MicroPr Jul 50	5,722	XC	0.35	-0.65	49.54
Mass100Tr Aug 22.50	13,219	XC	1.40	0.15	23,99	Sanmina Jan 5	5,480	XC	1.55	-0.50	5.30
WolfsCo Jul 45	11,376	XC	0.15	0.05	45,03	EricTel Oct 5	5,423	XC	0.05	...	1.26
Mass100Tr Sep 30	11,049	XC	0.30	-0.15	23,99	EricTel Jan 5	5,495	XC	4	0.50	1.26
SeamHtr Jan 94	10,312	XC	1.10	-0.40	26,52	Mass100Tr Aug 22.50	5,304	XC	1.45	-0.55	23.99
Mass100Tr Jul 22	10,134	XC	2.40	-0.40	23,99	Mass100Tr Sep 25	5,295	XC	2.35	0.20	23.99
EricTel Aug 10	9,840	XC	0.20	-1.20	19,86	DJA Diam Aug 120	5,288	XC	3.40	1.35	80
WolfsCo Aug 5	8,659	XC	6.50	...	14,032	MRNA Sep 17.50	5,025	XC	3.40	-1.00	16.40
						Oct 50	5,011	XC	2.05	0.35	42
						LibbyM A Jan 10	4,965	XC	0.75	-0.15	8

Stock price				Strike prices				Price of a January 2003 put				Price of a January 2003 call			
OPTION/STRIKE	EXP	VOL	LAST	OPTION/STRIKE	EXP	VOL	LAST	OPTION/STRIKE	EXP	VOL	LAST	OPTION/STRIKE	EXP	VOL	LAST
11.50	10	Aug	2345	2	2810	1		11.50	10	Oct	182	2.40	1921	1	
11.50	10	Oct	182	2.40	1921	1		11.50	10	Jan	311	1	2118	1	201
11.50	10	Jan	311	1	2118	1	201	11.50	10	Aug	135	0.90	1517	2.05	
11.50	12.50	Aug	135	0.90	1517	2.05		11.50	15	Jul	...	1841	4		
11.50	15	Jul	...	1841	4			11.50	15	Aug	127	0.20	707	4.10	
11.50	15	Aug	127	0.20	707	4.10		11.50	15	Oct	...	861	0.65	109	4
11.50	15	Oct	...	861	0.65	109	4	11.50	15	Jan	...	104	0.95	1010	5
11.50	15	Jan	...	104	0.95	1010	5	ATT Writs	5	Jul	...	829	1.05	...	
ATT Writs	5	Jul	...	829	1.05	...		5.65	5	Aug	...	806	1.40	64	0
5.65	5	Aug	...	806	1.40	64	0	AT&T	10	Jul	...	2326	0.45	3172	0
AT&T	10	Jul	...	2326	0.45	3172	0	4.92	10	Jul	...	1075	0	1086	0
4.92	10	Jul	...	1075	0	1086	0	4.92	10	Jul	...	1575	1	1	
4.92	10	Jul	...	1575	1	1		9.92	10	Jul	...	151	2.55		
9.92	10	Jul	...	151	2.55			Accredo	10	Jul	...	5	2.30		
Accredo	10	Jul	...	5	2.30			A M D	10	Jul	...	20	2.85		
A M D	10	Jul	...	20	2.85			APCo5	10	Jul	...	1340	0.10		
APCo5	10	Jul	...	1340	0.10			Altira	15	Sep	...	2417	1.15	20	3.40
Altira	15	Sep	...	2417	1.15	20	3.40	Amazon	15	Jul	...	880	0.40	418	0.20
Amazon	15	Jul	...	880	0.40	418	0.20	15.29	15	Aug	...	1388	1.75	72	1.70
15.29	15	Aug	...	1388	1.75	72	1.70	AmEx	40	Jan	...	348	1.20	2170	9.10
AmEx	40	Jan	...	348	1.20	2170	9.10	AmiCap	60	Aug	...	84	2.25	2051	4.40
AmiCap	60	Aug	...	84	2.25	2051	4.40	Amgen	15	Aug	...	1	3.99	782	1.75
Amgen	15	Aug	...	1	3.99	782	1.75	Amgen	35	Jul	...	1582	0.60	1360	0.55
Amgen	35	Jul	...	1582	0.60	1360	0.55	35.46	40	Oct	...	1623	2.40	...	
35.46	40	Oct	...	1623	2.40	...		Asper	17.50	Oct	...	370	0.30	...	
Asper	17.50	Oct	...	370	0.30	...		BayMed	17.50	Jul	...	827	0.15	678	0.65
BayMed	17.50	Jul	...	827	0.15	678	0.65	BJ Svc	12.50	Jul	...	21	0.05	740	1.25
BJ Svc	12.50	Jul	...	21	0.05	740	1.25	Boe of Am	65	Jul	...	...	1097	3.70	
Boe of Am	65	Jul	...	...	1097	3.70		61.52	65	Aug	...	1116	1.65	198	5
61.52	65	Aug	...	1116	1.65	198	5	61.52	70	Jul	...	030	0.50		
61.52	70	Jul	...	030	0.50			61.52	70	Aug	...	144	0.40	1031	8.80
61.52	70	Aug	...	144	0.40	1031	8.80	Barrick	17.50	Aug	...	2070	1.35	...	
Barrick	17.50	Aug	...	2070	1.35	...		Bomay	40	Jul	...	37	0.30	864	0.50
Bomay	40	Jul	...	37	0.30	864	0.50	Bomay	20	Jul	...	...	669	0.05	
Bomay	20	Jul	...	...	669	0.05		Bomay	20	Jul	...	472	1.65	1885	1.85
Bomay	20	Jul	...	472	1.65	1885	1.85	Bomay	20	Jul	...	1	0.05	955	2.90
Bomay	20	Jul	...	1	0.05	955	2.90	Bomay	20	Jul	...	7451	0.46	8010	0.20
Bomay	20	Jul	...	7451	0.46	8010	0.20								



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

**Figure 18.3**  
**Profits and Losses**  
**at Expiration for**  
**the Buyer of a**  
**Call**



پداسې حال کې چې د اشخاصو د خرید د حقوقو اخیستل پانګه اچوونکي ته د نفوذ عاید - خطر څخه د مفادو امکانات (موقع) ورکوي، د اشخاصو د خرید حقوقونو نشرول د هغوی د خرڅلاؤ څخه د عاید د منځته راتګ سبب ګرځي. پانګه اچوونکي د خرید د حقوقو د خرڅلاؤ د جریان څخه عاید لاس ته راوړي. داسه ما مو د خرید د حق د لیکلوله پاره دوه طریقې وجود لري:

لومړې طریقه لږ خطر لرونکې تدبیر ده، چې د پوښښ لرونکي خرید حق لیکلو یا (Covered option writing) په نوم یادېږي.

پانګه اچوونکي (د خرید د حق لیکوونکي) لومړی اسهام خریداري کوي او بیا د اشخاصو د خرید حقوق خرڅوي. که چیرې د سهم د خرید د حق څخه استفاده صورت ونیسي، نو پانګه اچوونکي هغه اسهام چې پخوا یې اخیستي وو، دوباره عرضه کوي. (په بل عبارت، د خرید حق په سهم سره پوښي) (covers). دویمه طریقه د اشخاصو د خرید حقوقو د هغوی د مالکیت د لرلو څخه پرته خرڅول دي. دغه طریقه د خرید د حقوقو د بې پوښښه لیکلو (Naked option writing) په نوم یادېږي. پدغه حالت کې پانګه اچوونکي د احتمالي خطرونو په مقابل کې قرار لري. که چیرې د سهم قیمت لوړ شي او د سهم د خرید شخصي حق پای ته رسیدلی وي، نو د خرید د حق لیکوونکي باید د بازار په لوړ قیمت سره سهم خریداري کړي، ترڅو هغه خریدار ته په وعده ورکړل شوي قیمت سره عرضه

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

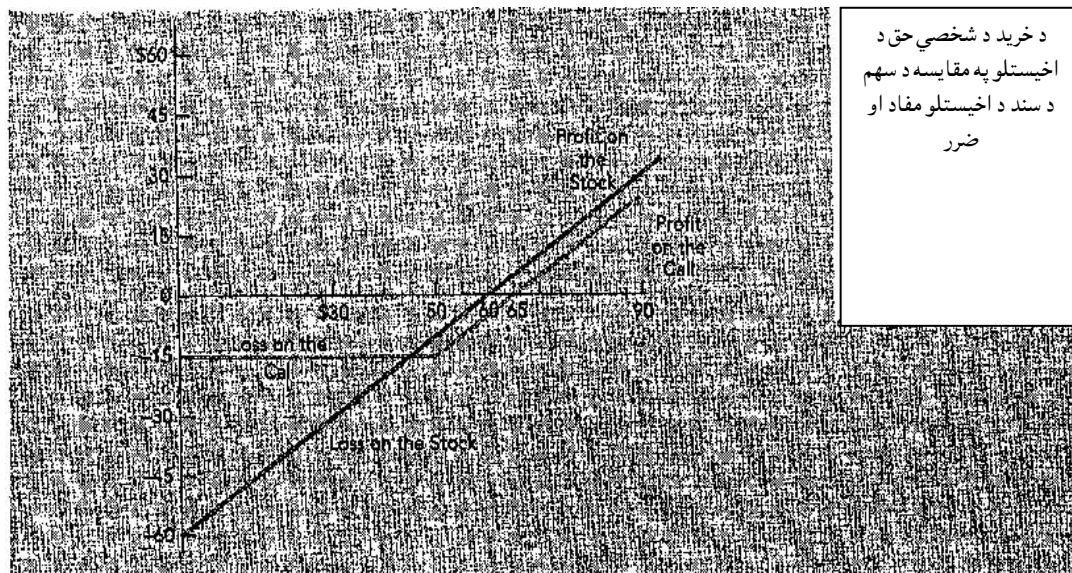
کړي. د پوښښ لرونکي خرید حقوقو د لیکلو په نسبت د بي پوښښه خرید حقوقو د لیکلو بالقوه ضرر لوی وي.

### د پوښښ لرونکي خرید حق لیکل Writing the Covered Call

د سهم د خرید د حقوقو د لیکلو دلیل هغه عاید دی، چې ددغو حقوقو د خرڅلاؤ څخه لاس ته راځي. د سهم د خرید د پوښښ لرونکي حق د لاس ته راغلي بالقوه مفاد د راتلونکي صفحې په جدول کې ښودل شوی دي. په دغه مثال کې پانگه اچوونکي (100) ته اسهام په \$50 د بازار قیمت سره اخلي، په عین حال کې د اشخاصو د خرید حق په (\$5) خرڅوي. د خرید په حق کې د سهم د اخیستلو وعده ورکړل شوي \$50 دی. په دې ترتیب پانگه اچوونکي د اشخاصو د خرید حق په \$500 یانې (اسهام\*100\*\$5) سره خرڅوي. د سهم د خرید د حق په پای ته رسیدونیته د سهم راتلونکي قیمتونه په لومړي ستون کې ښودل شوي دي.

دویم ستون د اسهامو د اخیستلو څخه له پانگه اچوونکي خالص مفاد څرگندوي. اوڅلورم ستون د اشخاصو د اسهامو د خرید د حق د خرڅلاؤ څخه د پانگه اچوونکي مفاد څرگندوي. لکه څنګه چې د جدول د څلورم ستون څخه څرگندېږي، د اشخاصو د خرید حق خرڅلاؤ هغه وخت مفیدوي، چې د عام سهم قیمت د \$55 څخه ټیټ پاتې شي. اخري ستون د اسهامو مالکیت خالص مفاد څرگندوي. کله چې د عام سهم قیمت د \$45 في سهم څخه لوړ پاتې شي، نو د کمیشن یا د خرڅلاؤ مصارفو په نظر کې نیولو سره د اسهامو مالکیت مفاد لرونکي ده. خو ددغو مفادو اعظمي مبلغ تر \$500 پوري محدود وي، نو په دې ترتیب د پوښښ لرونکي خرید حق د خرڅلاؤ په وجه پانگه اچوونکي لوی عاید له لاسه ورکوي. خویبهاهم مازاد له ځان سره ساتي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات



د مثال په توګه که چیرې د 70 \$ فی سهم ته لورشي، نو د سهم د خریدد حق درلودونکي (Holder of call) له دغو حقوقو څخه استفاده کوي او د اشخاصو د خریدد حقوقو له خرڅوونکي (لیکونکي) څخه په 50 \$ فی سهم 100 سهام خریداري کوي. د اشخاصو د خریدد حقوقو لیکونکي پدې صورت کې د دغو حقوقو د خرڅلاؤ څخه یوازې 500 \$ لاس ته راوړي.

که چیرې د سهم قیمت له 45 \$ څخه لاندې راوغورځي، نو د سهامو مالکیت به د خریدد حقوقو د خرڅوونکي په زیان تمام شي. د مثال په توګه که چیرې د سهم قیمت 40 \$ ته راټیټ شي، نو پانګه اچوونکي به د سهام د اخیستلو څخه 1000 \$ ضرر وکړي. خودا چې د اشخاصو د خریدد حقوقو د خرڅلاؤ څخه یې 500 \$ عاید لاس ته راوړی دی، نو خالص ضرر به یې 500 \$ وي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د اشخاصو د خرید حق په پای ته رسیدو تاریخ د سهم قیمت	د اشخاصو د خرید د خالص مفاد	په پای ته رسیدو تاریخ د اشخاصو د خرید د حق ارزښت	د خرید حق د خړخلاوڅخه مفاد	د سهم له ملکیت څخه خالص مفاد
40\$	-1000\$	0\$	500\$	-500\$
42	-800	0	500	-300
44	-600	0	500	-100
46	-400	0	500	100
48	-200	0	500	300
50	0	0	500	500
52	200	200	300	500
54	400	400	100	500
56	600	600	-100	500
58	800	800	-300	500
60	1000	1000	-500	500

پانگه اچوونکی لاهم د اسهامو مالک (څښتن) ده او کیدای شي ددغو اسهامو د خرید داسې د خرید نور حقوق هم وليکي. ترهغه وخته پوري، چې پانگه اچوونکی د اسهامو مالک ده، همدغه 100 اسهام خوځله د خرید د حقوق د پوښښ له پاره استعمال شي. نو بڼه سره ددې، چې د سهم قیمت ټيټوالی کوي. پانگه اچوونکی دغه اسهام د زیاتو خرید حقوقو د لیکلو له پاره استعمالولی شي. څومره چې د خرید حقوق زیات وليکل شي، په همدغه اندازه دغه طریقه له مفادو څخه ډکه وي. د هغو افرادو له پاره چې د خرید حقوق لیکي، د اسهامو د قیمت ثابت پاتې کیدل غوره او بهترین حالت دی. پدې صورت کې به پانگه اچوونکی د خرید د حقوقو د لیکلو څخه عاید لاس ته راوړي او هیڅکله به هم د خرید حق د مربوطه سهم له قیمت د ټيټوالي څخه د ضرر سره مخامخ نه شي. د سهم د قیمت او د اشخاصو د خرید د حق د لیکلو څخه د لاس ته راغلي مفاد او ضرر تر منځ روابط د راتلونکي صفحې په گراف کې ښودل شوي دي. لکه څنګه چې د گراف څخه څرګندېږي، د پوښښ لرونکو خرید حقوقو څرځلاؤ (د کمیشن په نظر کې نیولو سره) د 45\$ في سهم څخه د پورته ټولو قیمتونو له پاره مفاد رامنځته کوي. خو بیا هم اعظمي مفاد (د کمیشن د مصارفو څخه مخکې) تر 500\$ پوري محدودېږي.

د راتلونکي صفحې گراف د پورتنی جدول د لومړي او پينځم ستون د قیمتونو څخه رامنځته شوی دی.

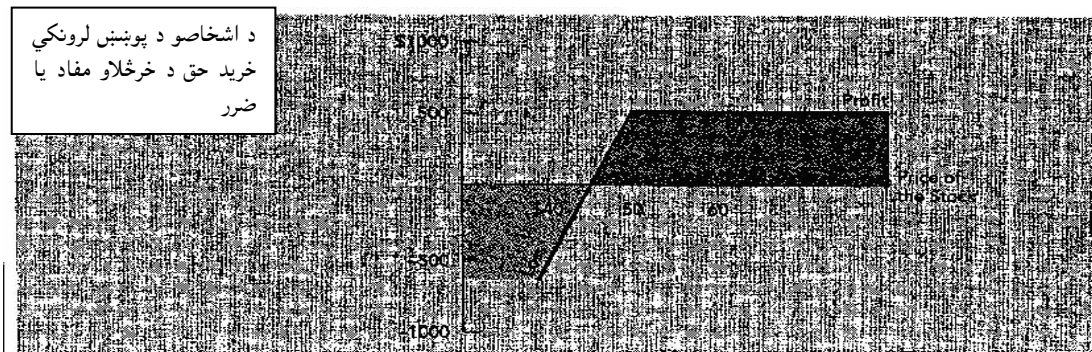
## د اشخاصو د بې پوښنبڼه خرید حق لیکنه Writing the naked call

د خرید د حق لیکوونکي مجبورنه دي، چې د هغو عامواسهامو مالک یا خاوند وگرځي له کوموله پاره چې د اشخاصو د خرید حقوق لیکي. سره ددې چې د بې پوښنبڼه خرید حقوقولیکنه پانگه اچوونکي د یو لوی خطر سره مخامخ کوي، خو بالقوه عاید یې هم زیات وي. که چیرې د اشخاصو د خرید حق لیکوونکی، چې په مخکیني مثال کې ذکر شو، د اسهامو مالک نه وای او د خرید حقوق یې په \$500 خرڅ کړي وای، نو دا حالت به د پانگه اچوونکي له پاره ترهغه پوري مفید و، چې د اشخاصو د خرید حق پای ته رسیدو په ورځ د فی سهم قیمت \$55 څخه ټیټ پاتې شوی وای. البته بالقوه ضرر یې د تیوري له نظره لایتناهي دی. ځکه د سهم د خرید حق د وعده ورکړل شوي قیمت څخه پورته د سهم د قیمت د \$1 په زیاتیدو سره د بې پوښنبڼه خرید حق \$100 ضرر کوي. د مثال په توگه که فی سهم قیمت \$70 ته لوړ شي، نو د اشخاصو د خرید حق به یې \$2000 ارزښت ولري. د اشخاصو د خرید حق خاوند د هغه حق څخه استفاده وکړي او 100 اسهام به د \$5000 په مقابل کې لاس ته راوړي. د اشخاصو د خرید حق لیکوونکی مجبورده، چې په یو بل دوهمي مارکیټ کې د \$7000 په قیمت واخلي. لکه څنګه چې د خرید حق لیکوونکي د اشخاصو د خرید حق د خرڅلاؤ څخه یوازې \$500 لاس ته راوړي او \$5000 هغه وخت لاسته راوړي، کله چې د اشخاصو د خرید څخه استفاده صورت ونیسي او د خرید حق لیکوونکی د \$1500 ضرر سره مخامخ کېږي. نوله دې وجې که چیرې د سهم قیمت لوړ شي، د بې پوښنبڼه خرید حق لیکنه ددغه حق لیکوونکی د زیات خطر سره مخامخ کوي. د سهم د قیمت او د اشخاصو د بې پوښنبڼه خرید حق د لیکلو د مفادو او ضرر ترمنځ روابط د راتلونکې صفحې په گراف کې ښودل شوي دي. په دغه صورت کې د خرید د حق لیکوونکی مفاد تر لاسه کوي (د کمیشن څخه مخکې) البته دا هغه وخت، چې د اشخاصو د خرید حق د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت د \$55 څخه لوړ نشي.

باید یادونه وشي، چې پانگه اچوونکی ټول \$500 لاس ته راوړي، که چیرې د سهم قیمت له \$50 څخه ټیټ شي، خو که چیرې د سهم قیمت لوړ شي، نو بیا لوی بالقوه ضرر لري.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

پانگه اچوونکي باید یوازې په هغه وخت کې د اشخاصو بې پوښنبه خرید حق وليکي، چې که چیرې د دوی د سهامو په قیمت کې دکموالي (یا لږ تر لږه د هیڅ زیاتوالي) توقع ولري.



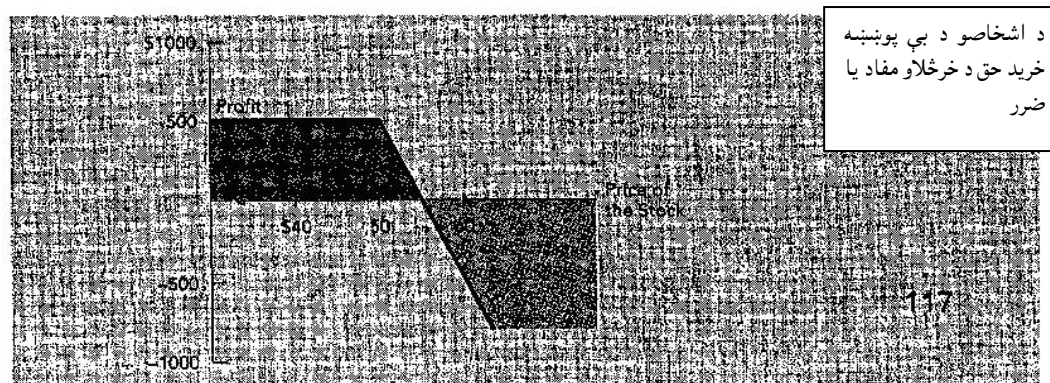
دغه پانگه اچوونکي که چیرې عقیده ولري، چې د سهامو قیمتونه کیدای شي لوړ شي، خو ددغو قیمتونو د لوړوالي څخه مطمئن نه وي، نو بیا کولای شي، چې پوښنبه لرونکي خرید حقوق وليکي. هغوی (پانگه اچوونکي) کیدای شي د سهم سند یا د خرید حق واخلي او د اشخاصو د خرید حقوق ونه لیکي، که چیرې دوی فکر وکړي، چې د سهم د قیمت د لوړوالي له پاره لوی بالقوه توان موجود وي.

### د سهامو د خرڅلاو حقوق Puts

د سهامو د خرڅلاو حق (Put option) په یوه ټاکلي قیمت سره په یوه ټاکلي زماني دوره کې د سهامو (معمولاً 100 سهام) د خرڅلاو د حق څخه عبارت دی. لکه د اشخاصو د خرید حق په شان زماني دوره یې لنډه وي. مثلاً درې (3)، شپږ (6) یا نهه (9) میاشتې وي. د ټولو حقوقو په شان د خرڅلاو حق هم ذاتي ارزښت (Intrinsic value) لري، چې دغه ارزښت د خرڅلاو په حق کې د سهم د وعده ورکړل شوي قیمت او د سهم د بازار د قیمت د تفاوت څخه عبارت دی. د سهم د قیمت او د خرڅلاو حق د ذاتي ارزښت ترمنځ روابط د راتلونکي صفحې په جدول کې ښودل شوي دي. (باید یادونه وشي، چې د سهم د خرڅلاو حق د ذاتي ارزښت د سهم د خرید حق د ذاتي ارزښت معکوس دی). راتلونکې جدول دې د سهم د خرید د حق د ذاتي ارزښت جدول سره مقایسه شي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په دغه مثال کې د سهم د خرڅلاو حق د 100 اسهامو د في سهم 30\$ قیمت سره خرڅ کړي. په لومړي ستون کې د سهم د خرڅلاو د حق د وعده ورکړل شوي قیمت (strike price) په دویم ستون کې د سهم قیمت او په درېیم ستون کې د خرڅلاو حق ذاتي ارزش (دخرڅلاو حق وعده ورکړل شوي قیمت منفي د سهم قیمت) ورکړل شوي دي. که چیرې د سهم قیمت د خرڅلاو حق د وعده ورکړل شوي قیمت څخه ټیټ وي، نو د خرڅلاو حق یو مثبت ذاتي ارزښت لري او داسې ویل کېږي، چې د خرڅلاو حق په داخل (in the money) کې دی. که چیرې د سهم قیمت د خرڅلاو حق د وعده ورکړل شوي قیمت څخه لوړ وي، نو بیا د خرڅلاو حق هېڅ ذاتي ارزش نه لري او داسې ویل کېږي، چې د خرڅلاو حق خارج له پیسو (out of money) څخه دی. که چیرې د سهم قیمت د خرڅلاو حق د وعده ورکړل شوي قیمت سره مساوي وي، نو بیا د خرڅلاو حق په پیسو (At the money) کې دی. لکه د اشخاصو د خرید د حق په شان د خرڅلاو د حق د بازار قیمت د مازاد (Premium) په نوم یادېږي.



لکه څنګه چې د جدول څخه څرګندېږي، کله چې د سهم قیمت کموالی کوي، نو د خرڅلاو حق ذاتي ارزښت لوړېږي. لکه څرنګه چې د خرڅلاو حق خاوند کیدای شي سهم د حق په قرارداد کې په ټاکل شوي قیمت سره خرڅ کړي، نو د سهم د قیمت په ټیټوالي سره د حق ارزښت لوړوالی کوي. پدې ترتیب که چیرې د سهم قیمت 15\$ وي او د خرڅلاو د حق وعده ورکړل شوی قیمت 30\$ وي، نو د خرڅلاو حق ذاتي ارزښت (البته 100 اسهاموله پاره، به 1500\$ وي. پانګه اچوونکی (د خرڅلاو د حق مالک) کولای شي د اسهامو په بازار کې 100

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

اسهام په 1500\$ واخلي او د 3000\$ په مقابل کې يې د خرڅلاو حق د حق لیکونکي (يا د خرڅلاو حق نشرکونکي) باندې خرڅ کړي. پدې صورت د خرڅلاو حق 1500\$ (د خرید او خرڅلاو د قیمتونو ترمنځ تفاوت) ارزش لري.

18.5 شکل

د خرڅلاو حق د بازار فرضي قیمت	د خرڅلاو حق ذاتي ارزش	د سهم د سند قیمت	په خرڅلاو حق کې وعده ورکړل شوي في سهم قیمت
15\$	15\$	15\$	30\$
12	10	20	30
8	5	25	30
6	0	30	30
3	0	35	30
1	0	40	30
0	0	50	30

دغه جدول په خرڅلاو حق کې د في سهم وعده ورکړل شوي قیمت، د سهم د سند قیمت او د خرڅلاو حق د بازار د فرضي قیمت ترمنځ ارتباط ښايي.

يو پانګه اچوونکی ولې د خرڅلاو حق اخلي (خریداري کوي)؟ يو دليل هم د نورو د حقوقو د دلايلوپه شان ده: د خرڅلاو حق پانګه اچوونکي ته يو بالقوه نفوذعايد-خطر (Leverage) وړاندې کوي. دغه نفوذعايد-خطر يا (leverage) په پورته ذکر شوي مثال کې راوړل شوی دی. په پورته جدول کې ليدل کېږي، کله چې د سهم قیمت له 25\$ څخه راتپت شي يانې 20\$ کموالی وکړي (20% کموالی وکړي، نو د خرڅلاو حق ذاتي ارزش له 5\$ څخه 10\$ ته لوړوالی کوي (يانې 100% لوړوالی کوي). په دغه مثال کې د سهم په قیمت کې 20% کموالی د خرڅلاو حق په ذاتي ارزش کې د لويې فيصدي د تغيرسبب ګرځي. دغه بالقوه نفوذعايد-خطر ده، چې د خرڅلاو حقوق پانګه اچوونکو ته جالب کوي.

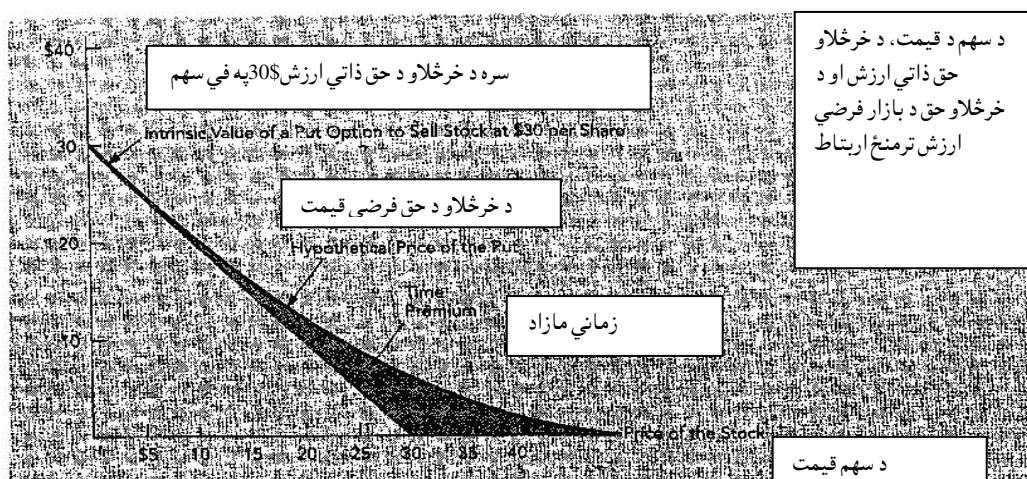
د نورو حقوقو په شان پانګه اچوونکي داسې قیمت تاديه کوي، چې د خرڅلاو حق د ذاتي ارزش څخه لوړ وي. د خرید د حق (option) په څير د خرڅلاو حق يو زماني مازاد (time premium) رهبري کوي، چې د هغه له ذاتي ارزش څخه لوړ وي. لکه د اشخاصو د خرید



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

حقوقو (calls) په شان د زماني مازاد مبلغ د ځينو عواملو (فکتورونو) تابع ده، لکه د اسهامو د قیمت بې ثباتي (متغیروالی)، د خرڅلاو د حق موده او د سهم د قیمت کموالي بالقوه توان.

د سهم د قیمت او د خرڅلاو د حق د فرضي قیمتونو ترمیخ روابط د مخکینی صفحه په جدول کې ښودل شوي دي. چې په هغه کې څلورم ستون د خرڅلاو حق قیمتونه ښيي. لکه د جدول څخه چې لیدل کېږي د خرڅلاو د حق قیمت د ذاتي ارزش څخه لوړ ده، ځکه که د خرید د حق په شان د خرڅلاو حق له ذاتي ارزش څخه اضافه زماني مازاد په برکې لري. لاندې ګراف د عام سهم د قیمت، د خرڅلاو حق ذاتي ارزش او د خرڅلاو حق د بازار د فرضي ارزش ترمنځ روابط څرګندوي، چې قیمتونه یې د تیرې صفحه د جدول څخه را اخیستل شوي دي.



دغه ګراف څرګندوي، چې د سهم د قیمت او د خرڅلاو حق د ذاتي ارزش ترمنځ معکوس روابط موجود دي.

کله چې د سهم قیمت کمالی کوي، نو د خرڅلاو حق (put) ذاتي ارزش لوړېږي (مثلاً کله چې د سهم قیمت له 25\$ څخه 20\$ ته راټیټ شي، نو د ذاتي ارزش له 5\$ څخه 10\$ ته لوړوالی کوي). دغه ګراف هغه زماني مازاد هم څرګندوي، چې د خرڅلاو حق لپاره تادیه کېږي او دغه زماني مازاد د خرڅلاو حق (put) د قیمت او د خرڅلاو حق د ذاتي ارزش

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

ترمنځ د تفاوت څخه عبارت ده. که چیرې د خرڅلاو حق قیمت \$8 او ذاتي ارزش یې \$5 وي، نو زماني مازاد یې \$3 کېږي.

لکه څنګه چې په پورته ګراف او د تیرې صفحې په جدول کې لیدل کېږي، د سهم د قیمت په ټیټوالي سره د خرڅلاو حق قیمت د خرڅلاو د حق ذاتي ارزش سره په یوه سمت حرکت کوي. که چیرې د سهم قیمت په کافي اندازه لوړ وي (مثلاً \$50 وي)، نو د خرڅلاو حق به د بازار هیڅ ارزش ونه لري، ځکه چې د سهم قیمت باید په لویه اندازه راټیټ شي، ترڅو د خرڅلاو حق ذاتي ارزش ولري. په یوه بل افراطي حالت (extreme) کې کله چې د سهم قیمت ټیټ وي (مثلاً \$10 وي)، نو د خرید د حق په شان د خرڅلاو قیمت د خرڅلاو د حق ذاتي ارزش سره مساوي وي. یوځل بیا د پورتنیو دوه منحني ګانو د یو ځای خط السیر لپاره دوه دلایل وجود لري:

لومړی دا چې: کله چې د سهم قیمت د خرڅلاو حق د وعده ورکړل شوي قیمت څخه ټیټ شي، نو د پانګه اچوونکي لپاره با لږه خطر که چیرې د سهم قیمت په لوړیدو شروع وکړي، زیاتوالي کوي. نو په دې وجه د خرڅلاو د حق اخیستونکي نه غواړي، چې د خرڅلاو حق د ذاتي ارزش څخه لوړ زماني مازاد تادیه کړي. دویم دا چې د سهم د قیمت په کموالي سره د خرڅلاو حق ذاتي ارزش زیاتوالی کوي، نو پانګه اچوونکي باید د خرڅلاو حق د اخیستلو له پاره زیاتې پیسې مصرف کړي. نو په دې ترتیب د پانګه اچوونې بالقوه عاید کموالی کوي. کله چې بالقوه عاید کموالی کوي، نو د زماني مازاد د تادیه کولو علاقه له منځه ځي.

## د مشخصه عدد لرونکي د اسهامو حقوق Stock index options

سره ددې چې د خرڅلاو حق او د اشخاصو د خرید حق په لومړي سر کې د انفرادي اسهامو لپاره رامنځته شوي وو، د مشخصه عدد لرونکو اسهامو حقوقو هم انکشاف کړیده. دغه د مشخصه عدد لرونکو اسهامو حقوق د هغو حقوقو سره ورته (مشابه) دي، چې د انفرادي اسهامو په اساس لیکل او نشر شوي وي، خو د مشخصه عدد لرونکي حقوق د بازار د مجموعي اندازې په اساس قرار پیدا کوي لکه ستانډرډ او پوور 500 مشخصه (Standard and Poor's 500 index).

همدارنگه ځیني دغه ډول حقوق کیدای شي د اسهامو د بازار د یوې برخې (subsets) په بناء هم قرار پیدا کوي لکه د کمپیوټر د تکنالوژي یا د نفتو (oil) اسهام. د ځینو انتخاب شویو مشخصه عدد لرونکو حقوقو لیست او دا چې هغوی چرته سره معامله کېږي، په راتلونکي صفحه کې په جدول کې بنودل شوي دي. مشخصه عدد لرونکو اسهامو حقوقو په ځانګړي ډول زیات عمومیت (Popularity)

پیدا کړیده او د حقوقو په روزانه معاملاتو کې د پام وړ سهم (برخه) لري.

دغه حقوق ځکه شهرت لري، چې پانګه اچوونکي کولای شي پرته له دې، چې ځانګړي بیه لرونکي اسناد انتخاب کړي، د اسهامو په بازار یا په یو ګروپ شرکتونو (کمپنیو) کې پانګه اچونه وکړي. د مثال په توګه فرض کړئ یو پانګه اچوونکی توقع لري، چې د اسهامو د بازار قیمتونه به لوړ شي، نو دغه شخص به څه وکړي؟ هغه (سرمایه ګزار) نشي کولای چې هر سهم واخلي، بلکې مجبور ده چې اسهام انتخاب کړي.

د شپږم څپرکي د خطر (Risk) له بحث څخه په یاد ولرو، چې د انفرادي اسهامو سره دوه ډوله خطرونه تړلي دي: لومړی غیر قابل تغیر (Nondiversifiable) یا سیستماتیک خطر اودویم ډول یې د تغیر وړ (Diversifiable) یا غیر سیستماتیک څخه عبارت دي. سیستماتیک خطر د سهم د قیمت د میلان څخه عبارت ده، چې د بازار سره سم حرکت کوي. غیر سیستماتیک خطر د اسهامو د قیمتونو د حرکاتو (movements) څخه عبارت دي، چې د بیه لرونکو اسنادو څخه رامنځته کېږي. دغه بیه لرونکي اسناد د اسهامو د بازار څخه ازاد او خپلواک دي. د مثال په توګه د یوه شرکت د کنترول اخیستلو

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اعلان (Take over announcement)، په عایداتو کې ډیر زیاتوالی او نور او که چیرې یو پانگه اچوونکی د سهامو د بازار د قیمتونو د لوړیدو په اراده سهام واخلي، په دې حالت کې ضرور نه ده چې د انفرادي شخص د سهامو قیمتونه دې د بازار د قیمتونو د لوړوالي سر سم لوړ شي. په دغه حالت کې پانگه اچوونکي باید مختلف نوعه بیه لرونکي اسناد په اختیار کې ولري، ترڅو د انفرادي شخص دارایی ته متوجه غیر سیسماتیک خطر راکم کړي. څرنګه چې سهام مختلف (متنوع) وي، نو غیر سیسماتیک خطر کموالی کوي او ددغو سهامو عاید له بازار څخه منعکس کېږي.

د مشخصه عدد لرونکي حقوق پانگه اچوونکي ته یوه متبادله لاره یا امکان په لاس ورکوي، ترڅو مختلف سهام په بازار کې د حرکتو مربوطه عایدو د لاس ته راوړلو د وسیلې په توګه ایجاد کړي.

د مثال په توګه که چیرې پانگه اچوونکی په نږدې راتلونکي کې د بازار د قیمتونو د لوړوالي توقع ولري، نو هغه امکان لري چې د اشخاصو د خرید حق واخلي، چې د بازار د مشخصه عدد په اساس په مجموعي طور ورکړل شوي وي.

انتخاب شوي مشخصه عدد لرونکي سهام او د دوی د راګرې ورکړې ځایونه	S&P 100 Index S&P 500 Index Russell 2000 Midcap Market Index Japan Index Pharmaceutical Index Oil Service Index Semiconductor Index Utility Index Gold/Silver Index	Chicago Board Options Exchange Chicago Board Options Exchange Chicago Board Options Exchange American Stock Exchange American Stock Exchange American Stock Exchange Philadelphia Exchange Philadelphia Exchange Philadelphia Exchange Philadelphia Exchange
--	--	---

د مشخصه عدد لرونکو سهامو حقوق پانگه اچوونکي ته د خطر د راکمولو یوه وسیله په لاس ورکوي. د سهامو یو لوی ګروپ په نظر کې ونیسی، چې ارزش یې لوړ شوی وي. که چیرې پانگه اچوونکي د سهامو د قیمتونو د ټیټوالي توقع لري او خپل سهام خرڅوي،

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

نو دغه معامله د ماليې د قانون لاندې قرار نیسي . د اسهامو د خرڅولو په عوض پانگه اچوونکي کېدای شي د مشخصه عدد لرونکو اسهامو د خرڅلاو حقوق خریداري کړي، نو بیا که چېرې د بازار قیمتونه ټیټوالی کوي، نو د خرڅلاو حقوقو ارزش لوړېږي . نو بیا د خرڅلاو د حقوقو مفاد به د انفرادي اسهامو د ضرر (تاوان) په جبرانولو (Offset) کې مرسته وکړي. د مشخصه عدد لرونکو اسهامو د خرید حقوقو او د معینو اسهامو د خرید حقوقو تر منځ یو عمده توپیر موجود ده. د IBM اسهامو د خرید د حقوقو سره د حقوقو مالک کولای شي د دغه حق څخه استفاده وکړي او اسهام واخلي. د مشخصه عدد لرونکو اسهامو د خرید حقوقو سره دا ډول اخیستنې (خرید) ممکن نه دی. د مشخصه عدد لرونکو اسهامو د خرید حقوقو په مقابل کې نقدې پیسې ورکول کېږي . د بېلگې په توگه داسې فرض کړئ، چې یو پانگه اچوونکی د (Standard & Poor's 500 index) په اساس یو د خرید حق لري . په پای ته رسیدو نیتیه د خرید حق ذاتي ارزش ټاکل کېږي او دغه مبلغ د خرید د حق د خرڅوونکي له خوا مالک ته تادیه کېږي. البته که چیرې دغه د خرید حق په پای ته رسیدو نیتیه کوم ذاتي ارزش نه لري، نو هغه بې ارزشه (worthless) وي او ختمېږي یا پای ته رسیږي . په دغه صورت کې د خرید د حق خرڅوونکی د خرید د حق د مالک په مقابل کې کوم مسوولیت نه لري . او په دغه صورت کې بیا مازاد چې د خرید له پاره تادیه شوي ( یانې د هغه قیمت ) د خرڅوونکي د مفادو څخه عبارت دي. د مشخصه عدد لرونکو اسهامو د خرید د حقوقو څخه علاوه د قرض د اسنادو په اساس د خرید حقوق (لکه د خزاني د قرض اسناد treasury bond) او د خارجي اسهارو په اساس د خرید حقوق هم وجود لري. هر یو د دغو حقوقو څخه پانگه اچوونکي ته اجازه ورکوي ، چې (1) پر وابسته (ټرلیو) دارايي گانو باندې موقف تر لاسه کړي، پرته له دې چې په رینستیا سره دارايي گانې تهیه کړي . (2) یا دا چې د قیمتونو له نوساناتو څخه د ضرر یا زیان خطر راکم کړي . د مثال په توگه که چیرې یو پانگه اچوونکی د سود د نرخ د نزول (ټیټوالي) توقع ولري ، نو هغه به وغواړي چې د اشخاصو د قرض د سند د خرید حق واخلي ، که چیرې د سود نرخ رینستیا هم نزول وکړي ، نو د قرض د اسنادو ارزش به لوړ شي او په نتیجه کې به یې د هغو د خرید حق ارزش هم لوړ شي . خو که چیرې پانگه اچوونکی د قرض اسنادو د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

خرید حقوق واخلي او د ربحې یا سود نرخ لوړ شي ، نو د پانگه اچونکي ممکنه اعظمي ضرر (تاوان) به د خرید د حق تر مصارفو پوري محدود وي .

همدغه مفاهيم یا نظر د خارجي اسعارو د خرید د حقوقو په برخه کې هم صدق کوي. که چیرې پانگه اچوونکي د برطانوی پونډ (British pound) د لوړوالي توقع لري، هغه سرمایگذار د پونډ د خرید حق اخلي. البته که چیرې پانگه اچوونکي د پونډ د قیمت د نزول توقع لري، نو په دې صورت کې به هغه د پونډ د خرڅلاو حق (put) تهیه کړي یا راوینسي. که چیرې د پونډ په قیمت کې متوقعه تغیر واقع شو، نو بیا پانگه اچونکي مفاد تر لاسه کوي ، البته که چیرې د پونډ قیمت په مخالف طرف حرکت وکړي (د خرڅلاو حق د اخیستلو څخه وروسته لوړ شي )، نو پانگه اچوونکي چې د اعظمي ضرر (تاوان) سره مخامخ کیږي ، د خرید د حق د مصارفو څخه عبارت دي .

### د تبدیلیدو وړ قرض اسناد Convertible Bonds

په دغه څپرکي کې مختلف ډوله قرض اسناد ، دهغوی قیمت گذاري او د سهم د قیمت په ورکولو سره د هغوی د پای ته د رسیدو حاصل (Yield to Maturity) محاسبه تر بحث لاندې نیول کېږي. دسهمي شرکتونو د قرضونو یو بل ډول هم موجود دی، چې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو څخه عبارت دی. ددغو قرض اسنادو قیمت د مشابه د نه تبدیلیدو وړ (Nonconvertible) قرض اسنادو د سود نرخ او د وابسته (تړلو) سهامو په قیمت پوري مربوط یا تابع دی . په دغه برخه کې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد توضیح شوي دي او دا هم څرگنده شوي ده، چې د سهم قیمت ددغه قرض اسنادو په ارزش باندې څه ډول تاثیر لري. علاوه له دې، په دې برخه کې د تبدیلیدو وړ سهامو (Convertible Stock) لنډه توضیح هم را اخستل شوي ده

### د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو ځانګړتیاوې Features of Convertible Bonds

دغه تبدیلیدو وړ قرض اسناد نه تضمین شوي قرض اسناد دي، چې کېدای شي د مالک په حق سره ددغه شرکت په سهامو باندې تبدیل شي . د تبدیلیدو دغه ځانګړتیا یو حق ده

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

، چې شرکت یې د قرض سند مالک ته ورکوي، ترڅو هغه د قرض سند اخیستلو ته وهڅوي. څرنګه چې شرکت د قرض سند مالکانو ته د هغه د تبدیلولو حق ورکړی ده، نو ځکه دغه د قرض اسناد د شرکت د نورو قرض اسنادو څخه په ټیټه درجه کې قرار لري. دغه د قرض اسناد د سود یو ټیټ نرخ (د کوپون نرخ) عرضه کوي، نسبت د نه تبدیلیدو وړ (Nonconvertible) قرض اسنادو ته. بڼه د تبدیلیدو ځانګړتیا په دې مانا ده چې شرکت کولای شي د سود په ټیټو مصارفو سره د ټیټ کیفیت قرض اسناد نشر کړي.

پانګه اچوونکي اراده لري، چې دغه ټیټ کیفیت او د سود ټیټ عاید قبول کړي، ځکه چې د دغو قرض اسنادو ارزش لوړوالی کوي، که چیرې د سهم قیمت لوړوالی وکړي. بیا دغه پانګه اچوونکي کیفیت او سود د سرمایې د ممکنه مفادو له پاره تبادله کوي.

څرنګه چې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد اوږد مهاله قرض اسناد دي، دوی د ټولو نورو قرض اسنادو په شان شریکې ځانګړتیاوې لري. دغه د قرض اسناد معمولاً د \$1000 په مبلغ سره نشریږي، په هرو شپږو میاشتو کې سود تادیه کوي او د پای ته رسیدو یوه ټاکلي نیټه لري. خو که چیرې دغه د قرض اسناد په اسهامو سره تبدیل شي، نو بیا د پای ته د رسیدو تاریخ یې اهمیت نه لري، ځکه چې په اسهامو باندې په تبدیلیدو سره دغه د قرض اسناد بیا تادیه (Retire) کېږي. تبدیلیدو وړ قرض اسناد اکثره وخت د نزولي پیسو اړتیا لري (په قسطونو سره بیا تادیه کېږي) چې هغه هم د پای ته رسیدو نیټې په شان کله چې په سهم سره تبدیل شي، اهمیت نه لري. د تبدیلیدو وړ قرض اسناد همیشه د اعلام وړ (Callable) وي، تصدې د اعلام د حق څخه استفاده کوي، ترڅو د قرض اسنادو مالکان مجبور کړي، چې دغه د قرض اسناد په اسهامو باندې تبدیل کړي. کله چې د قرض اسنادو د بیا اخیستلو اعلام وشي، نو مالک مجبور ده، چې هغه په اسهامو تبدیل کړي او پرته له دې هر هغه زیاتوالی چې د سهم د ارزش د زیاتوالي په نتیجه کې رامنځته شوی ده له لاسه ورکوي. په اسهامو باندې د قرض اسنادو دغه ډول جبري (Forced conversion) د قرض اسنادو نشرونکي تصدی له پاره د زیات اهمیت وړ دی، ځکه له دې وروسته تصدې د قرض په بیا تادیه کولو باندې مجبوره نه ده.

د تبدیلیدو وړ قرض اسناد د ځینو پانګه اچوونکو له پاره جالب دي، ځکه دغه ډول قرض اسناد د محفوظو قرض اسنادو له جملې څخه دي. تصدې مجبوره چې دغه قرض اسناد د

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

نور وقرض اسنادو په خیر د تضمین څخه پرته په نظر کې ونیسي او دغه اسناد باید بیا تادیه شي، که چیرې په اسهاموسره تبدیل نشي. د سود د عاید جریان (flow) معمولاً د هغو توزیع وړ مفادو څخه زیات وي، چې د اسهامو څخه ترلاسه کېږي. علاوه له دې څخه څرنگه چې دغه اسناد په اسهاموباندې تبدیلیدلای شي، نومالک یې د تصدی په اقتصادي رشد کې هم شریک (سهم لرونکی) وي. که چیرې د تصدی د اقتصادي رشد په عکس العمل کې د اسهامو قیمتونه لوړ شي، نو د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو ارزش هم باید لوړ شي.

ددغه قرض اسنادو د محافظوالي او د پانګې د سود (capital gain) ترکیب ده، چې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو پانګه اچوونه په زړه پوري کوي، په ځانګړي ډول هغو پانګه اچوونکو ته زیات په زړه پوري وي، چې د عاید او د پانګې د زیاتوالي علاقمند وي. د ټولوپانګه اچوونو په خیر د تبدیلیدو وړ قرض اسناد هم د پانګه اچوونکي له پاره خطر و نه په برکې لري. که چیرې هغه شرکت چې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد یې نشر کړي دي، د تادیه کولو توانیې ونه لري (ناکام شي)، نو پانګه اچوونکي هغه پیسې له لاسه ورکوي، چې په دغو قرض اسنادو کې یې سرمایه گزارې کړيدي. دغه موضوع په ځانګړي ډول د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په رابطه صدق کوي، ځکه چې دغه اسناد د تصدی د نور وقرض اسنادو څخه په ټیټه درجه بندۍ کې قرار لري. په دې ترتیب د تبدیلیدو وړ قرض اسناد د سابقه قرض اسنادو (senior debt) او د تضمیني قرض اسناد په نسبت لږ محافظ دي. د شرکت د قرضونو په تادیه کولو کې د پاتې راتلو (Default)، او یا د افلاس (Bankruptcy) په صورت کې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو مالکان کیدای شي د سرمایه گزارې شوي اصلي سرمایه یو څه برخه په لاس راوړي. خوبیا هم د دوی موقف له سهم لرونکو څخه اوس هم لوړ دی. د قرض په تادیه کولو کې د شرکت پاتې راتلل د پانګه اچوونکو په مقابل کې یوازینی خطر نه دی. د تبدیلیدو وړ قرض اسناد په فعال ډول تبادلې کېږي او قیمتونه یې نوسانات لرلای شي او لري یې. لکه چې وروسته به توضیح هم شي ددغو قرض اسنادو قیمت قسملاً (partially) د هغو اسهامو څخه مشتق یا اخیستل شوی دی، په کومو اسهامو چې دغه اسناد تبدیلیدلای شي. د سهم دارزش نوسانات، د قرض سند په قیمت کې د نوساناتو باعث کېږي. د قیمت دغه تغیرات د قیمت د حرکاتو څخه علاوه دي، چې د سود



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

په نرخ کې دتغیراتو په اثرمنځته راځي، نوپدې اساس د سود د لوړو نرخونو او داسهامود ټیټو قیمتونو په دوران کې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد دوه چنده مجازات کېږي. دتبدیلیدو وړ قرض اسناد د کوپون ټیټ نرخ د تغیر وړ نه قرض اسنادو (nonconvertible) د قیمت په نسبت د دوی (تغیرو وړ قرض اسنادو) قیمت ډیر کموالی کوي. دغه حالت، د هغه سهم چې دغه قرض اسناد په هغوی تبدیلیدلای شي، د ارزش د کموالي څخه علاوه، د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په قیمت کې د پام وړ ټیټوالي باعث ګرځي.

### د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو د ارزش ټاکنه

#### The valuation of the convertible bonds

د دغو اسنادو ارزښت مشتق شوی ده له :-

- 1- د هغو اسهاموله ارزش څخه په کومو اسهامو، چې دغه قرض اسناد تبدیلیدلای شي.
- 2- په خپله د سند ارزش د قرض د سند په صفت.

البته هر یوله دغو دوو عواملو څخه د قرض د سند د بازار په قیمت باندې اغیزه لري. د هر یوه اهمیت د بیه لرونکو اسنادو په بازار کې د شرایطو په تغیر سره بدلون مومي. بالاخره داخري تحلیل په توګه ویلای شو، چې د تبدیلیدو وړ قرض سند د ارزښت ټاکل ستونزمن دي. ځکه دغه د قرض یو مخلوط سند دی، چې دغه سند د قرض او مالکانو سرمایه (equity) څخه ترکیب شوی ده.

په دغه کې برخه د تبدیلیدو وړ قرض سند ارزش له دريو اړخونو څخه د مطالعې لاندې نیسو:

لومړی د قرض سند ارزش یوازې د سهم په حیث په نظر کې نیسو، په دویم ځل، د قرض سند یوازې د قرض د سند په حیث د پوښښ لاندې نیسو او په درېیم ځل د پورته دواړو ارزشونو ترکیب په نظر کې نیسو، ترڅو د تبدیلیدو وړ قرض سند ترکیبي ماهیت د غور لاندې ونیسو. د دې لپاره چې د سهم د سند په حیث د قرض د سند ارزښت د قرض سند په حیث د هغه له ارزښت څخه بیل کړو. د لاندې سمبولونو څخه په فارمولونو کې استفاده کېږي:

قرض یا د قرض سند = D ، سهم یا د سهم سند = S

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د تبدیلیدو وړ قرض د سهم د سند په حیث convertible bond as stock  
د تبدیلیدو وړ قرض سند ارزش پر(په نسبت) هغه سهم سند ، چې دغه دقرض سند په هغې باندي تبدیلیدلای شي (sc) تابع ده د: (1) دقرض د سند داصلي سرمايي مبلغ یا د مخ مبلغ (Face value) چې په راتلونکي کې ترلاسه کېږي (fv) ، (2) : په سهم سند باندي دقرض د سند د تبدیلیدو (conversion) قیمت او (3) دعام سهم د بازار قیمت (ps).  
اصلي سرمایه تقسیم پرد قرض د سند د تبدیلیدو قیمت د هغو اسهامو شمیر څرګندوي ، چې دغه دقرض سند په هغو باندي تبدیلیدلای شي. د بیلګې په توګه که چیرې د \$1000 سند په \$20 في سهم تبدیل کړای شي. نو دغه دقرض سند په 50 اسهامو یانې:  $1000/20=50$  باندي تبدیلیدلای شي. داسهامو شمیر ضرب د سهم د بازار قیمت دقرض د سند ارزش نسبت پرسهم راګوي. که چیرې دقرض سند په 50 اسهامو د تبدیلیدو وړ وي او دغه سهم په \$15 في سهم څرخېږي ، نو بیا د قرض د سند ارزش په \$750 نسبت پرسهامو وي. دقرض د سند دغه تبادلوي ارزش دسهم په صفت په لاندې معادله کې ښودل شوی دی.

$$Cs=fv/pc*ps$$

دغه تبادلوي ارزش د راتلونکي صفحې په جدول کې هم ښودل شوی دی.  
پدغه مثال کې د \$1000 قرض سند په 50 اسهامو سره تبادل شوی (چې تبادلوي قیمت يې \$20 في سهم دی). په لومړي ستون کې د سهم د سند مختلف قیمتونه راکړل شوي دي ، په دویم ستون کې داسهامو هغه شمیر راکړل شوی دی ، چې دغه قرض پرې تبدیلیدلای شي (پدغه حالت کې 50 اسهام). درېیم ستون دقرض د سند ارزش نسبت پرسهم ښايي (داول او دویم ستون دارزښتونو د ضرب حاصل) .

پدې ترتیب که چیرې دسهم قیمت \$15 وي ، نو دقرض د سند تبادلوي ارزش \$750 دی

$$cs=1000/20*15=750$$

لکه څنګه چې د جدول څخه مh لومړي ، دسهم د قیمت په لوریدوسره دقرض د سند ارزښت نسبت پرسهم هم لوړوالی کوي.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## د سهم د قیمت او تبدیلیدو وړ قرض اسنادو ترمنځ روابط

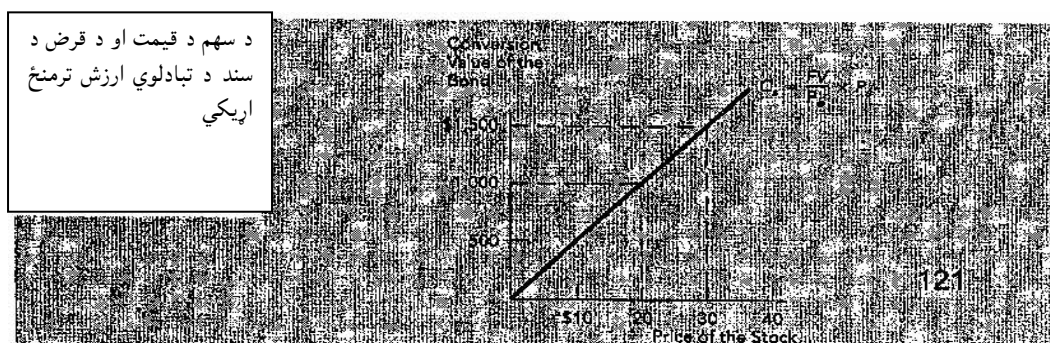
د سهم قیمت	هغه اسهام چې د قرض سند باندې متبادله کېږي	د قرض د سند ارزش نسبت پر سهم
0\$	50	0\$
5	50	250
10	50	500
15	50	750
20	50	1000
25	50	1250
30	50	1500

د سهم د قیمت او تبدیلیدو وړ قرض اسنادو ترمنځ روابط ددې صفحې په ګراف کې هم ښودل شوي دي. د سهم قیمت (ps) په افقي محور (horizontal axis) او د قرض سند تبادلوي ارزش په عمودي محور (vertical axis) باندې ښودل شوي دي. د سهم د قیمت په لوړیدو سره د قرض سند تبادلوي ارزش (cs) هم زیاتوالی کوي. دغه موضوع په ګراف کې د (cs) په کرښه یا خط سره ښودل شوي ده، چې دغه خط د قرض د سند ارزش نسبت پر سهم څرګندوي. د (cs) خط یو مستقیم خط دی، چې د ګراف د مبداء (origin) په امتداد پروت دی. که چیرې سهم هیڅ ارزش ونلري، نو د قرض د سند ارزښت نسبت پر سهم هم کوم ارزش نه لري. که چیرې د قرض د سند د وعده ورکړل شوي قیمت او د سهم د سند د بازار قیمت سره مساوي وي یا نې (ps=pe) په دغه مثال کې 20\$، د قرض د سند ارزش د سهم د سند په حیث د اصلي سرمایې د مبلغ سره معادل ده. کله چې د سهم قیمت د قرض سند د وعده ورکړل شوي قیمت څخه لوړ شي، د قرض د سند ارزښت نسبت پر سهم د قرض د اصلي سرمایې د مبلغ څخه هم زیاتوالی کوي. د تبدیلیدو وړ قرض سند د بازار قیمت د سهم په صفت د قرض د سند د تبادلوي ارزش څخه کم نشي کیدلای، که چیرې د قرض د سند قیمت، د سهم په صفت د هغه دارزش څه ټیټ وي، نو د مفادوله پاره یو فرصت ایجادېږي. پانګه اچوونکی به په دې حالت کې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد واخلي، او هغه به په اسهامو سره تبدیل کړي او هغه اسهام چې د قرض اسنادو د تبدیلی له لارې یې لاس ته راوړي، په خرڅلاو رسوي. پانګه اچوونکي په دغه صورت کې د تبدیلیدو وړ قرض سند او د قرض سند د تبادلوي ارزش تر منځ تفاوت سره معادل مفاد تر لاسه کوي. دبیلګې په توګه که چیرې په په خواني مثال کې د قرض سند په 800\$ خرڅیدلای، په داسې حال کې چې د سهم قیمت 20\$ وای، نو قرض به په دغه حالت کې 1000\$ ارزش نسبت پر سهم لري

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

(یاني  $20 \times 50$ ). پانگه اچوونکو به دقرض سند په  $800$  ډالرو خريداري کاؤ او هغه به يې دسهم په اسنادو تبديل کړي. بيا به دوی دغه  $50$  اسهام په  $20$  ډالرو خړول او په دې ډول به يې  $200$  ډالرو مفاد لاس ته راوړل (البته له کمیشن څخه مخکې).

په دغه حالت کې څرنگه چې پانگه اچوونکي دقرض اسنادو داخيستلو په هڅه کې وي، نو د قرض د سند قيمت هم لوړوالی کوي. د قيمتونو لوړوالی به تر هغه پورې دوام کوي، چې د مفادو فرصت له منځه لاړ شي. او دقرض سند داخيستلو له لارې د مفادو فرصت هغه



د سهم د قيمت او د قرض د سند د تبادلوي ارزش ترمنځ اړيکي

وخت له منځه ځي، کله چې دقرض سند قيمت دسهم په صفت دقرض سند له ارزش سره مساوي او يا له هغه څخه لوړ شي. نو په دې اساس دقرض دسند ارزش نسبت پر سهم دقرض دسند حداقل قيمت ټاکي (تعینوي). د تبديليدو وړ قرض سند د بازار قيمت به لږ تر لږه (At least) د هغه د تبادلوي ارزش سره مساوي وي. خو د تبديليدو وړ قرض سند د بازار قيمت د تبادلوي ارزش سره ډیر کم مساوي کېږي. دقرض سند اکثراً د هغه د تبادلوي ارزش څخه په يوه لوړ مازاد سره خرڅېږي، ځکه د تبديليدو وړ قرض سند کيدای شي دقرض دسند په حيث هم يو ارزش ولري. ديوه خالص (دنه تبديليدو وړ) قرض سند په شان دغه دقرض اسناد د نورو نه تبديليدو وړ (nonconvertible) قرض اسنادو سره رقابت کوي. د تبادلې د ځانگړتيا په شان، دقرض دسند دغه عنصر کيدای شي د هغه په قيمت تاثير وکړي. دغه تاثير ځکه مهم ده، چې په دغه تاثير کې د تبديليدو وړ قرض سند حداقل قيمت ايښودل کېږي او پانگه اچوونکو ته د خطر څخه د حفاظت يو عنصر په لاس ورکوي، چې دغه عنصر داسهامو په مورد کې نه ترسترگو کېږي يا موجود نه وي.

## د تبدیلیدو وړ قرض اسناد د قرض د سند په حیث

## The convertible bond as debt

د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو ارزش د قرض د سند په حیث (CD) ارتباط لري په: (1) کلنی سود یا دکویون نرخ چې د قرض د سند له پاره تادیه کېږي (PMT)، (2) د سود د جاري نرخ چې د مشابه نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو له پاره تادیه کېږي (i) او (3) ددې اړتیا چې اصلي سرمایه یا د مخ ارزش (face value) په پای ته رسيدو وعده کې (له n کالونو څخه وروسته) تادیه کېږي، البته که چیرې دغه د قرض سند په اسهامو تبدیل نشي. دفعلي ارزش د سچشونو په نظر کې نیولو سره د تبدیلیدو وړ قرض سند ارزش، دغه تبدیلیدو وړ قرض سند په حیث عبارت ده له:

$$CD = \frac{PMT}{(1+i)^1} + \frac{PMT}{(1+i)^2} + \dots + \frac{PMT}{(1+i)^n} + \frac{FV}{(1+i)^n}$$

البته دغه معادله د هغه فارمول په شان ده، چې د هر نه تبدیلیدو وړ قرض سند د ارزش ټاکلو له پاره استعمالیږي. که چیرې یو د تبدیلیدو وړ قرض سند، چې په (10) کالونو کې پای ته رسیږي، په کال کې 5% ربحه تادیه کړي او د نه تبدیلیدو وړ قرض سند حاصل یا بازدهي 8% وي، نو په دې حالت کې ددغه قرض سند ارزش د یوه خالص قرض سند په حیث د \$798.50 څخه عبادت ده:

$$\begin{aligned} CD &= \frac{50\$}{(1+0.08)^1} + \frac{50\$}{(1+0.08)^2} + \dots + \frac{50\$}{(1+0.08)^9} + \frac{50\$}{(1+0.08)^{10}} + \frac{1000\$}{(1+0.08)^{10}} \\ &= 50(\text{PVAIF } 8i, 10 \text{ N}) + 1000(\text{PVAIF } 8i, 10\text{N}) \\ &= 50(6.710) + 1000(0.463) = 798.50 \$ \end{aligned}$$

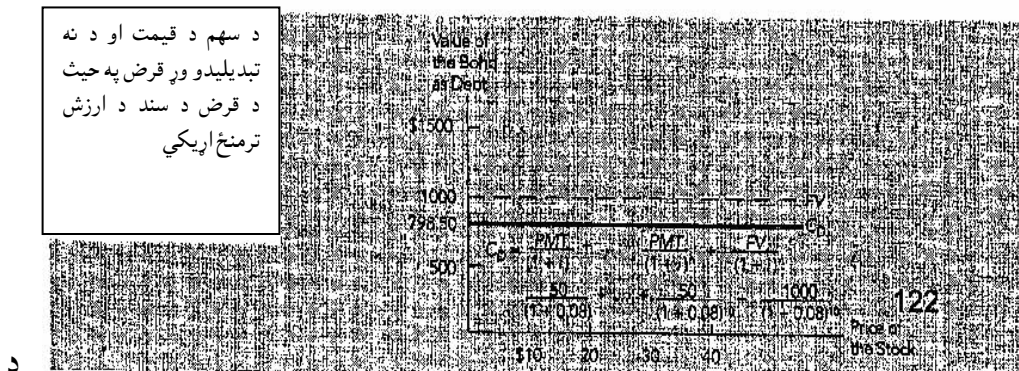
د عام سهم د قیمت او د نه تبدیلیدو وړ قرض سند په حیث ددغه قرض سند د ارزش ترمنځ ارتباط په راتلونکي صفحې په ګراف کې بنودل شوی ده. دغه ګراف یو افقي خط (CD) لري، دغه خط د اخر ګندوي، چې د سهم د سند قیمت به (\$798.50) وای، که چیرې هغه په

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اسهامو تبدیل شوی نه وای، چې په دې حالت کې دغه قیمت د سهم د ارزش څخه خپلواک یا جدا ده. په دغه گراف کې د (FV) مات یا شکسته خط په واسطه داصلي سرمايې مبلغ هم ښودل شوی ده. د (FV) خط د CD له خط څخه په پورته برخه کې واقع ده. داصلي سرمايې مبلغ د خالص قرض سند په حيث دقرض له سند څخه اضافه وي، ځکه دغه دقرض سند باید په تنزیل (discount) سره خرڅ شي، ترڅو د نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو سره رقابت وکړای شي. دقرض دسند په حيث د تبدیلیدو وړ قرض سند ارزش د بازار د سود د نرخونو په اساس تغیر کوي. دا چې د قرض سند ته تادیه کیدونکي ربحه ثابتې وي، ددغه سند ارزش دقرض دسند په حيث د ربحې د تغیراتو سره په معکوس ډول تغیرات کوي. د ربحې په نرخونو کې لوړوالی ددغه سند د ارزش د تیتوالي باعث کېږي، او د سود په نرخونو کې تیتوالي ددغه ارزش د لوړوالي سبب کېږي. دقرض د سند په حيث د تبدیلیدو وړ قرض سند د ارزش او د سود د نرخونو د تغیراتو تر منځ ارتباط دراتلونکي صفحې په جدول کې ښودل شوي دي. لومړی ستون د سود مختلف نرخونه څرگندوي، دویم ستون د سود اسمي یا دکوپون نرخ ښيي او اخري ستون د نه تبدیلیدو وړ قرض سند په حيث دقرض د سند ارزش ښيي. (دسنجش عملیه یې په مالي حسابي ماشین سره تر سره شوي ده). معکوس ارتباط یې له منځ څخه ښکاره ده، ځکه کله چې د سود نرخ له 3% څخه 12% ته لوړ شي، نو د قرض د سند ارزش له \$1170.60 څخه \$604.48 ته نزول کوي. د نه تبدیلیدو وړ قرض سند په حيث دقرض دسند ارزښت (bond value) با اهمیتته ده، ځکه چې دغه ارزښت یو بل حداقل ارزښت تعینوي، ترڅو د قرض سند په بازار کې رهبري کړي. په دغه قیمت سره دتبدیلیدو وړ قرض سند د نه تبدیلیدو وړ قرض سند سره، چې عین د پای ته رسیدو وعده او د خطر عین درجه یا گروپبندي ولري، رقابت کولای شي. که چیرې دقرض له دغه قیمت څخه په تیت قیمت سره خرڅ شي، نو دغه د تبدیلیدو وړ قرض سند به یو داسې حاصل یا بازدهي (yield) عرضه کړي، چې د نه تبدیلیدو وړ قرض څخه لوړ وي. پانگه اچوونکي به دتبدیلیدو وړ قرض اسناد واخلي، ترڅو دغه حاصل (بازدهي) لاس ته راوړي او په قیمت به یې تر هغه پوري بولی (bid up) ورکوي، چې حاصل (بازدهي) یې د نه تبدیلیدو وړ قرض سند د حاصل سره معادل شي. په دې ترتیب د نه تبدیلیدو وړ قرض سند په حيث د قرض سند ارزش دنه تبدیلیدو وړ قرض سند د قیمت سره په یوه

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

سطحه قرار پیدا کوي. حتی که د هغه سهم ارزش چې دغه د قرض سند په هغوی تبدیلیدلای شي، کموالی وکړي. دغه د قیمتونو هم سطحه والی به د تبدیلیدو وړ قرض سند د قیمت د تیتوالي څخه مخنیوی وکړي.

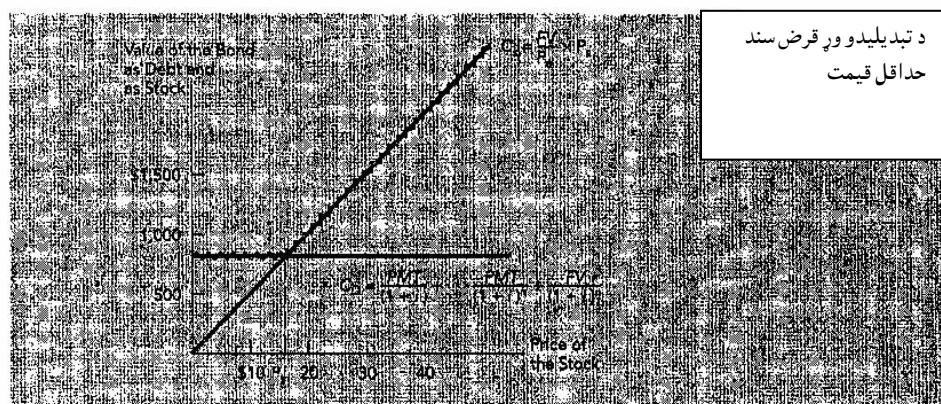


یوه تبدیلیدو وړ قرض سند حقیقي حداقل قیمت د سهم په حیث د هغه د ارزش او د قرض د سند په حیث د هغه د ارزش څخه ترکیب شوی ده. دغه موضوع د راتلونکي صفحې په ګراف کې ښودل شوي ده، چې هغه ګراف د قرض د سند ارزش نسبت پر سهم ګراف او د نه تبدیلیدو وړ قرض سند په حیث د قرض د سند د ارزش د ګراف څخه ترکیب شوی ده. د قرض د سند قیمت همیشه د لوړو دوو ارزش ټاکلو سره مساوي او یا له هغو څخه لوړ وي. که چیرې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو قیمت د یوه عام سهم په حیث د هغه له ارزش څخه تیت وي، نو پانګه اچوونکي به یې په قیمت کې بولی به ورکړي. که چیرې د قرض سند د قرض د سند په حیث د هغه له ارزش څخه په تیت سره په خرڅلاؤ رسیده، نو پانګه اچوونکي به د هغه په قیمت باندې بولی وکړي. په داسې حال کې چې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو حداقل قیمت یا د هغه ارزش پر نسبت د سهم او یا د نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په حیث د هغه له ارزش څخه عبارت ده، د دغو ټاکوونکو عواملو اهمیت تغیر کوي، د اسهامو د تیتو قیمتونو له پاره (په ګراف کې د  $p_{s1}$  نقطې څخه کمتر)، حداقل قیمت د قرض د سند په حیث د قرض د سند د ارزش پواسطه ټاکل کېږي. خو د سهم د هغو قیمتونو له پاره چې د  $p_{s1}$  له نقطې څخه لوړ وي، د سهم د سند په حیث د قرض سند ارزش، د حداقل قیمت ټاکوونکی دی.

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

د سود نرخ	د کوپون نرخ	د 10 کلن قرض سند ارزش
3%	5%	\$117.60
4	5	1081.11
5	5	1000.00
6	5	962.40
7	5	859.53
8	5	798.70
10	5	692.77
12	5	604.48

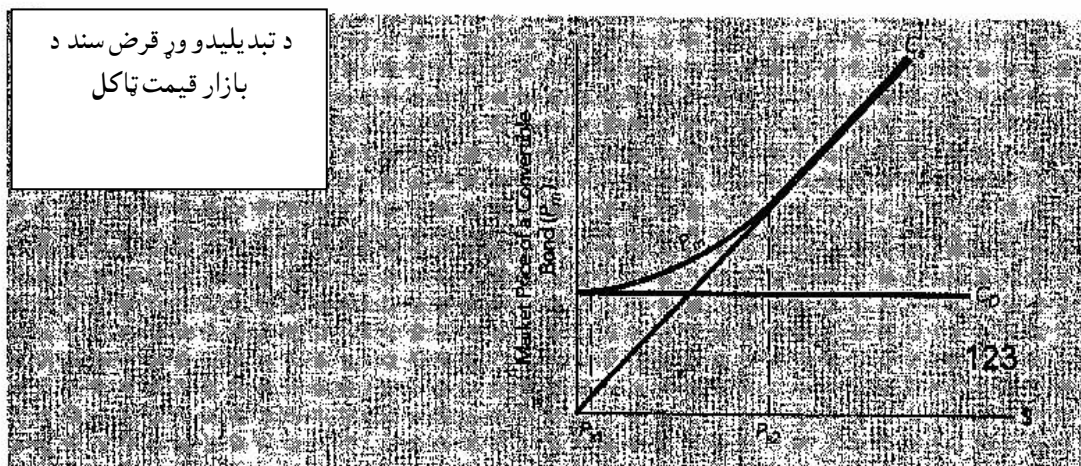
د قرض سند ارزش د بیه لرونکو اسنادو د مخلوط په حیث The bonds value as hybrid security د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو د بازار قیمت ( $P_m$ ) د قرض سند تبادلوي ارزش او دغه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په حیث د هغه له ارزش څخه تشکیل شوی ده. که چیرې د سهم قیمت د قرض سند د وعده ورکړل شوي قیمت څخه لاندې ټیټوالی وکړي، نو د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو د بازار قیمت به د نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په حیث د قرض د سند د ارزش پواسطه د تاثیر لاندې راځي. په نتیجه کې د قرض د سند قیمت داسې جوړیږي لکه هغه چې د قرض خالص سند وي. د سهم د قیمت په لوړیدو سره، د قرض سند تبادلوي ارزښت هم لوړوالی پیدا کوي، او د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو د بازار قیمت په ټاکلو کې په زیاتیدونکي ډول مهم رول لوبوي. د سهم د سند په لوړو قیمتونو کې، د قرض د سند د بازار قیمت د هغه د تبادلوي ارزش سره مطابقت لري یا یوشان وي.





## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

دغه ارتباطات په لاندې ګراف کې بنودل شوي دي. دغه ګراف د تیرې صفحې ګراف دی. خو د تبدیلیدو وړ قرض سند د بازار قیمت ( $P_m$ ) هم وراضافه شوی دی. د لاندې ګراف د ( $P_{s1}$ ) د نقطې لاندې قیمتونو لپاره، د قرض د سند قیمت د نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په



حيث د قرض سند د ارزش سره معادل یا يوشان دی. د سهم د سند ( $P_{s2}$ ) نقطې څخه پورته قیمتونو له پاره، د قرض سند قیمت د نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په حيث د هغه ارزش سره معادل یا ورته ده. د قیمتونو په دغو دوو افراطي حالاتو کې، د قرض سند کیدای شي چې تحلیل شي چې ایا هغه خالص د قرض سند ده او که د سهم سند ده. د دغو افراطي قیمتونو په منځ کې په ټولو قیمتونو سره، د قرض د سند د بازار ارزش د قرض د سند ارزش د نه تبدیلیدو وړ قرض سند په حيث او د سهم د سند په حيث د دواړو د تاثیر لاندې دراختي.

## راتلونکي قرارداد Futures

په تیره برخه کې مو د سهامو د خرید او فروش حقوق د نظر لاندې ونيول. دغه ډول حقوق د پانګه اچوونکي د عوايدو د زیاتوالي له پاره په کار وړل کېږي، او یا د نورو بیه لرونکو اسنادو سره په ترکیب کې د پانګه اچوونکي خطر ته د برېښدوالي (Exposure) د کمولو له پاره استعمالېږي. راتلونکي قرارداد هم همدغه وظیفه اجراء کوي. دغه قرارداد احتکار کوونکو (Speculators) لخوا د بالقوه عوايدو د زیاتوالي په منظور او د تامیني معاملاتو د ترسره کوونکو (Hedgers) لخوا د ضرر د خطر د راکمولو په منظور د استفادې لاندې نیول کېږي.

یوه امتعه لکه غنم او یا یوه مالي دارایی لکه د خزاني د قرض سند (Treasury Bond) کیدای شي د فوري یا سمدستي تحویلي یا تسلیمي (Delivery) او یا راتلونکي تحویلي له پاره واخیستل شي.

راتلونکي قرارداد یوه رسمي موافقتنامه ده، چې دغه موافقه د یوې امتعې د تبادلې له پاره په راتلونکي کې د اجناسو یا بیه لرونکو اسنادو د تحویلي په عرض ترسره کېږي.

تعریف: راتلونکي قرارداد په یوه ټاکلي قیمت او وخت سره په راتلونکي کې د امتعې یا بیه لرونکو اسنادو د تحویلي یا رسید د موافقې څخه عبارت دی.

یو طرف د قرارداد کوونکو څخه موافقه کوي، چې یوه مشخصه امتعه په یوه ځانګړي کیفیت سره په یوه مشخصه میاشت کې قبوله کړي. هغه بل طرف موافقه کوي، چې هغه مشخصه امتعه د هغې مشخصې میاشتي په جریان کې تحویل کړي یا وسپاري.

هغه افراد چې راتلونکي قرارداد ترسره کوي، خو د اصلي امتعې سره سروکار نلري، د محتکرانو په نوم یادېږي. دغه قرارداد دوی (محتکران) له بزګرانو، تولید کوونکو، ګدام لرونکو او له نورو سهم لرونکو څخه بیلوي (جدا کوي). دغه وروستی ذکر شوي برخه لرونکي هم په راتلونکي قرارداد کې داخل وي او د اصلي امتعې سره سروکار لري. دغه برخه اخیستونکي د تامیني معاملاتو د معامله کوونکو (Hedgers) په نوم یادېږي چې هغوی (Hedgers) دغه قرارداد څخه د قیمتونو د نوساناتو څخه د ضرر یا تاوان د خطر

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د راکمولو په منظور استفاده کوي. (تامیني معاملات Hedging) وروسته په دغه څپرکي کې توضیح کېږي.

په راتلونکي قرارداد کې د محترانو (Speculators) د سهم اخیستنې خواهش د پانگه اچونې څخه د لویه اندازه عاید د لاس ته راوړلو د توان څخه عبارت دی. په زیاته اندازه عواید د نفوذ عاید - خطر (Leverage) نتیجه ده او دغه نفوذ عاید - خطر له دې وجې وجود لري چې:

1. راتلونکي قرارداد د امتعې زیاته برخه د خپل کنترول لاندې راوړي، او
  2. پانگه اچوونکي مجبور ده چې ډیرې کمې پیسې تادیه کړي، ترڅو راتلونکي قرارداد ته داخل شي او یوه امتعه خریداري او یا خرڅه کړي (کوچنی اندازه تادیه ته اړتیا لري).
- دغه دوه نقطې په تفصیل سره وروسته په دغه څپرکي کې د بحث لاندې نیول کېږي.

د راتلونکي قرارداد د اخیستلو میکانیزمونه The Mechanics of Purchasing

Futures

د اسهامو او قرض اسنادو په څیر، راتلونکي قراردادونه هم په مختلفو بازارونو کې تبادله کېږي. لکه د Chicago Board of Trade په نوم شرکت چې د زراعتي امتعو لکه غنمو، لوبیا او مالدارۍ په برخه کې قراردادونه ترسره کوي. د امریکا او کاناډا د تبادلې په لسو بازارونو کې د امتعې پنځوسو څخه زیات ډولونه تبادله کېږي. دغه بازارونه د هغو سیمو سره نږدې رامتخته شوي دي، چرته چې دغه امتعه تولیدیږي. نېاء د غنمو بازارونه نه یوازې په شیکاگو کې بلکې د کنساس (Kansas) او مینې پولیس (Minneapolis) ښارونو کې هم موقعیت لري. د اسهامو او قرض اسنادو د خرید او فروش په څیر، راتلونکي قراردادونه هم د دلالتو (Brokers) لخوا ترسره کېږي. د دلالتو تصدیگانې او شرکتونه (Brokerage Firms) په ټاکلي اندازه امتعه د ځانه سره لري. په هر شرکت کې غړیتوب محدود وي او یوازې غړي یې دا اجازه لري، چې قراردادونه اجراء کړي.

که چیرې د پانگه اچوونې د دلالتو تصدی کومه ځانگړې امتعه ونه لري، نو دغه شرکت مجبور دی، چې له یوه بل شرکت سره اړیکه ولري، چې هغه دویم شرکت دغه ځانگړې

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

امتعہ ولري. د اسهامو او قرض اسنادو په څير د راتلونکي قرارداد د ترسره کولو له پاره دلالان (Brokers) د کمیشن فیس تر لاسه کوي.

**The Units of Commodity Contracts** د امتعې د قراردادونو واحداث  
ددې له پاره چې په تبادلې کې اسانتیاوې راشي، قراردادونه باید غیر متحول او ثابت وي. د یوې مشخصې او ځانگړې امتعې له پاره قراردادونه باید سره ورته یا یو شان وي. د امتعې د تسلیمولو د میاشتې تر څنګ په قراردادونو کې د امتعې درجه (کیفیت) او ډول هم مشخص کړي (مثلاً یو ځانگړی ډول غنم) او د غنمو واحداث هم باید مشخص کړي (لکه 5,000 تروپې یا بوجی<sup>8</sup> Bushels). نو په دې وجه کله چې یو شخص دغه قرارداد ته داخلېږي، نو د دغه شخص مسوولیت ته هیڅ شک پاتې کېدای نشي. د مثال په ډول که چیرې یو پانگه اچونکی قرارداد کوي، چې د جنوري میاشتې له پاره غنم واخلي، نو د فیبروري د میاشتې د تسلیمې له پاره د غنمو د اخیستلو د یوه قرارداد سره به هیڅ شک یا مشکوکوالی ونه لري. په عین ډول دغه دوه ډوله مختلفې امتعې دي، چې د (AT&T) شرکت عام اسهام، د AT&T خاص اسهام او د AT&T شرکت د قرض اسناد ټول مختلف ډوله بیه لرونکي اسناد دي. د قراردادونو د ډول معیاري جوړونې یا Standardization څخه پرته به په راتلونکي قراردادونو او مارکیټونو کې گډوډي او بې نظمي وي.

8د غلې او میوې پیمانې چې اته گیلنه کیږي: هغه لوبښي چې یو بوشل غله یا میوه پکې ځایږي.

## د امتعې قرارداد Commodity Positions

یو انفرادي شخص کیدای شي چې قرارداد واخلي، ترڅو راتلونکي تسلیمي قبوله کړي (په راتلونکي کې امتعه واخلي). دغه ډول قرارداد ته اوږدمهاله قرارداد یا موقف Log Position وایي، چې په هغه اخیستونکي هغه وخت مفاد لاس ته راوړي، چې که چیرې د امتعې قیمت او په دې ترتیب د امتعې ارزش لوړ شي. یو انفرادي شخص کیدای شي داسې قرارداد هم ترسره کړي، چې په راتلونکي وخت کې امتعه تسلیم یا تحویل کړي. دغه ډول قرارداد ته لنډمهاله قرارداد یا موقف Short Position ویل کېږي، په هغه کې یو شخص موافقه کوي، چې په یوه راتلونکي وخت کې اجناس تسلیم یا تحویل کړي. دغه پانګه اچونکي هغه وخت مفاد لاس ته راوړي، چې که چیرې د امتعې قیمت او په دې ترتیب د هغې ارزش راټیټ شي.

دا چې هر یو له دغو قراردادونو څخه مفاد څنګه لاس ته راوړي، په لاندې ساده مثال کې لیدل کیدای شي. داسې فرض کړئ، چې په راتلونکي قرارداد کې د فی بوشل قیمت 3.50 ډالر ده. که چیرې قرارداد په داسې ډول وشي، چې فی بوشل قیمت 3.50 ډالر سره په شپږو میاشتو کې د غنمو تسلیمي قبوله شي، نو اخیستونکی به ددغه اوږده قرارداد څخه هغه وخت مفاد لاس ته راوړي، چې د غنمو قیمتونه لوړ شي. که د فی بوشل غنم په 4 ډالرو ته لوړ شي، نو د قرارداد اخیستونکی د هغه څخه استفاده کولای شي او د فی بوشل 3.50 ډالرو په تادیه کولو سره د غنمو تسلیمي لاس ته راوړي. او احتکار کوونکی بیا فی بوشل غنم په 4 ډالرو خرڅوي او په دې توګه د هر بوشل څخه 0.50 ډالر مفاد لاس ته راوړي.

ددې برعکس واقع کېږي، که چیرې د غنمو قیمتونه نزول وکړي. که چیرې د فی بوشل قیمت 3 ډالرو ته نزول وکړي، نو هغه شخص چې په 3.50 ډالر سره یې د غنمو تسلیمي قبوله کړي وي، د ضرر سره مخامخ کېږي. خو هغه احتکار کوونکی چې د غنمو د تسلیمولو قرارداد یې کړی و، د قیمتونو د نزول څخه مفاد لاس ته راوړي. محتکر په دغه وخت کې کولای شي د بازار څخه غنم په 3 ډالرو سره واخلي او د قرارداد د قیمت مطابق یانې 3.50 ډالرو سره یې تسلیم یا تحویل کړي. او د هر بوشل څخه 0.50 ډالر مفاد لاس ته

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

راوړي. که چیرې قیمتونه لوړېږي، نو لنډمهاله قرارداد د ضرر یا تاوان سره مخامخ کېږي. که د غنمو قیمت في بوشل له 3.50 څخه 4 ډالرو ته لوړ شي، نو هغه شخص چې د غنمو د تسلیمولو یا تحویلولو قرارداد یې کړی دی په في بوشل غنمو کې د 0.50 ډالره تاوان یا ضرر سره مخامخ کېږي. ځکه دغه شخص باید د غنمو د لاس ته راوړلو له پاره 4 ډالره تادیه کړي او هغه بیا په 3.50 ډالرو سره تسلیم کړي.

په حقیقت کې دغه ضرر او مفاد د تسلیمیدونکي امتعې څخه پرته رامنځته کېږي. البته کله چې یو احتکارکوونکی په راتلونکي کې د اجناسو د قبلولو قرارداد کوي، نو دا امکان هر وخت موجود وي، چې دغه شخص به دغه اجناس تر لاسه کوي او هغه باید واخلي. برعکس که چیرې یو احتکار کوونکی داسې قرارداد وکړي، چې په راتلونکي کې به اجناس تسلیموي، نو دا امکان هر وخت موجود وي، چې ددغه شخص لخوا اجناس باید تهیه یا تسلیم شي. دغه ډول تسلیمي (Deliveries) ډیره کمه کمه واقع کېږي. ځکه چې احتکار کوونکی کولای شي د تسلیمي تاریخ څخه مخکې د هغه د قیمت په اداء کولو سره قرارداد ختم کړي. د یوه موجوده قرارداد د ختمولو یا فسخه کولو پروسه په لاندې مثال کې واضح شویده. داسې فرض کړئ، چې یو احتکار کوونکی په جنوري میاشت کې د غنمو اخیستلو قرارداد لري. که چیرې دغه شخص وغواړي، چې دغه قرارداد وتړي، نو کولای شي چې په جنوري میاشت کې د غنمو خرڅولو قرارداد ترسره کړي. دغه دوه قراردادونه د یوه بل تاثیر له منځه وړي، ځکه یو د غنمو د اخیستلو او بل د غنمو د خرڅولو قرارداد دی. که چیرې دغه احتکار کوونکی د غنمو د خرید قرارداد څخه په استفاده کولو سره غنم لاس ته راوړي، نو هغه د غنمو د خرڅولو قرارداد څخه په استفادې کولو سره هغه خرڅولی هم شي. خو څرنگه چې دغه دواړه قراردادونه د یوه بل تاثیر له منځه وړي، نو ځکه اصلاً د غنمو تسلیمي او بیا وروسته د هغو خرڅولو ضروري نه ده او ددې په عوض په غنمو کې د احتکارکوونکي قرارداد تړل کېږي او اصلي فزیکي تبادلې صورت نه نیسي.

په همدا ډول که چیرې یو احتکارکوونکی په جنوري میاشت کې د غنمو د خرڅولو قرارداد ولري، نو هغه کولای شي په جنوري میاشت کې د غنمو د اخیستلو قرارداد په ترسره کولو سره د هغه پخواني تاثیر له منځه یوسي. که چیرې د قرارداد د غنمو د خرڅولو

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د نتیجې په ډول د احتکار کوونکي څخه وغوښتل شي، چې غنم تسلیم کړي، نو هغه به د غنمو د خریداری د قرارداد څخه استفاده وکړي. دغه د غنمو د اخیستلو او خرڅولو قراردادونه د یوه بل تاثیر له منځه وړي او د غنمو فزیکي تبادلې صورت نه نیسي. یو ځل بیا دغه احتکار کوونکی د مخالف موقف په نیولو (مخالف قرارداد په کولو سره) هغه لومړنی قرارداد له منځه وړي ده. (د غنمو د خرڅولو قرارداد د خرید قرارداد په واسطه فسخه شوی ده). څرنگه چې د دغو قراردادونو تاثیر له منځه ځي یا فسخه کېږي او اصلاً تسلیمي صورت نه نیسي، نو داسې فکر باید ونه شي، چې ضرر او مفاد هم نه رامنځته کېږي. دغه دوه قراردادونه باید په عین قیمت سره اجراء نشي. د بېلگې په توګه کیدای شي یو احتکار کوونکی په راتلونکي کې په فی بوشل 3.50 ډالر قیمت سره د غنمو د خرڅولو قرارداد کړی وي، نو په راتلونکي کې د غنمو د خریداری هر یو قرارداد کولای شي د هغه پخوانی تاثیر له منځه یوسي. خو د راتلونکي تسلیمي له پاره د غنمو قیمت کیدای شي 3.60 او یا هم 3.40 ډالره وي (یا کوم بل د تفکر وړ قیمت کیدای شي). که د غنمو قیمت لوړ شي (د بېلگې په توګه فی بوشل له 3.50 څخه 3.60 ډالرو ته)، نو هغه احتکار کوونکی چې اوږدمهاله قرارداد لري، مفاد لاس ته راوړي او د لنډ مهاله قرارداد لرونکی د ضرر سره مخامخ کېږي. او که چیرې د غنمو قیمت نزول وکړي (د بېلگې په توګه له فی بوشل 3.50 څخه 3.40 ډالرو ته) نو د لنډ مهاله قرارداد لرونکی مفاد تر لاسه کوي او د اوږد مهاله قرارداد لرونکی د ضرر سره مخامخ کېږي.

Reporting on Futures Trading د راتلونکي قراردادونو د تبادلې راپور ورکونه  
د راتلونکي قرارداد قیمت او د هغوی شمیر د اسهامو او قرض اسنادو د معاملو په شان په مالي چاپي مطبوعاتو کې خپرېږي. دغه موضوع په 18.7 جدول کې راوړل شوي ده، چې دغه جدول د Wall Street Journal څخه را اخیستل شوي و. لکه څنګه چې د جدول څخه مالومېږي غنم په Chicago board of Trade او د Kansas City Board of trade کې تبادلې کېږي. د غنمو د تبادلې واحد پنځه زره بوشلونه او قیمتونه په فی بوشل سینټونو (Cents per bushels) سره رانقل شوي دي. د سپتمبر د میاشتې د تسلیمي له پاره د شیکاګو غنمو د شروع قیمت 332.50 سینټه یا 3.32 ډالر فی بوشل و، پداسې حال کې لوړ، ټیټ او د پای (the settle) قیمتونه یې 332.50 سینټه، 326.00 سینټه او 330.75

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

سینټه وو. دغه د پای قیمت له پای قیمت څخه په مخکې ورځ باندې له 2.50 څخه ټیټ وو.

لوړ او ټیټ قیمتونه (د تبادلې د مخکې ورځې څخه هم مخکې) د قرارداد د ټول عمر له پاره 337.00 او 271.00 سینټه وو. هغه د پیل ربحه (open interest) چې د موجود قراردادونو شمېر هم ده، 47,567 ډالره وو. دغه د پیل ربحه د قرارداد د عمر په اوږدو کې تفاوت کوي. په لومړۍ شروع کې کله چې اخیستونکي او خرڅونکي قراردادونه ترسره کوي، نو د پیل ربحه هم لوړیږي. بیا کله چې د تسلیمې تاریخ رانږدې کېږي او قرارداد تړل کېږي، نو د پیل ربحه هم نزول کوي. د قراردادونو دغه متغیره شمیره په 18.8 شکل کې راوړل شوي ده، چې په هغه کې په سپتمبر میاشت کې د کنساس بنار د غنمو د اخیستلو د قرارداد جاري او راتلونکي قیمتونه او د پیل ربحه ترسیم شوي دي. کله چې دغه قراردادونه په شروع کې په (November XI) کې تبادلې کیدل، نو هلته له پخوا څخه ډیر کم قراردادونه موجود وو. د جون په X2 یا June X2 کې د قراردادونو شمیر له 10,000 څخه زیات شمیر ته لوړ شوی و. کله چې د قراردادونو پای عمر نزول وکړ، نو د قراردادونو شمیر هم کم شو، ځکه ډیرو برخه اخیستونکو خپل قراردادونه بند کړل. او د سپتمبر په اخر کې یوازې یو څو قراردادونه برحال پاتې وو.

دغه 18.8 شکل د کنساس بنار د غنمو جاري قیمت (Spot price) او راتلونکي قیمت هم څرګندوي.

په دغه صورت کې د قرارداد د راتلونکي قیمت په عمومي ډول له جاري قیمت څخه کم و. ددغو دوو قیمتونو ترمنځ روابط هغه وخت رامنځته کېږي، کله چې محتکران پوه شي، د امتعې قیمت به کموالی وکړي.

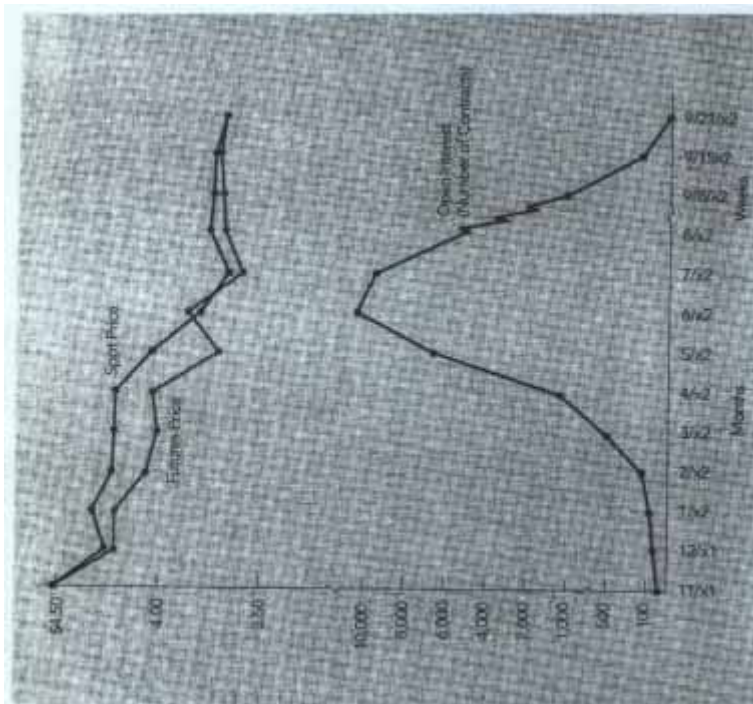


## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

### د قراردادونو انتخاب شوي قیمتونه 18.7 شکل

This table provides a comprehensive overview of commodity prices. It is organized into several main sections: **Grain and Oilseed Futures**, **Gasoline**, **Natural Gas**, **Crude Oil**, **September wheat** (traded in Chicago and Kansas City), **Wheat**, **Soybean**, **Soybean Oil**, **Wheat**, and **Livestock Futures**. Each section lists various grades and types of commodities along with their corresponding prices and market movements (up/down) for the current day. The data is presented in a dense, multi-column format typical of financial market reports.

د Kansas City wheat له پاره د سپتمبر د میاشتي په قرارداد کې جاري قیمتونه، د پیل ربحه او همدا شان د قراردادونو قیمتونه وجود لري. 18.8 شکل



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اوس مهال محترکین خپل قراردادونه په لوړ نرخ سره پلوري، بنسې په راتلونکي کې يې بيرته په ټيټ نرخ سره واخلي. ددغو قراردادونو خرڅلاو د قراردادونو قیمت را ټيټوي. که چيرې محترکینو د قیمت د لوړیدو هیله درلودای، نو دوی به د خرید له پاره قراردادونه ترسره کړي وای (په دې مانا چې دوی به د غنمو راتلونکي ليرېد په خپله غاړه واخلي). دغه کار به قراردادونه د جاري قیمت په پرتله لوړ کړي.

د پير او پلور د قرارداد ارزش به صرف هغه وخت گټور ثابت شي، چې د امتعې ارزش د پای ته رسیدو د نيتې سره يو ځای وي. نباء جاري قیمتونه او د پير او پلور قیمتونه باید د امتعې د پای ته رسیدو د نيتې سره موازي رفتار وکړي. د قیمت ددا ډول چلند نمونه په 18.8 شکل کې هم بنودل شويده. د مارچ، اپريل او می په میاشتو کې د یادو دوو قیمتونو ترمنځ يو توپير موجود و، لکین نوموړی توپير د سپتمبر په وروستيو کې له منځه ولاړ.

### د پور شويو پیسو کارونه (دعايدنفوذ - خطر) Leverage

د امتعو ورکړه د انتقال له کبله صورت نیسي. که چيرې واقعي ليرېد صورت ونه نیسي، نو هغه شخص چې قرارداد ته د بعدي ليرېد په موخه داخليږي اړ نه دی ترڅو د امتعې کمښت تادیه کړي. کله چې قرارداد تیار شي، نو پانگه اچونکي یو احتیاطي ډاډمن فنډ (Margin) د قرارداد د تضمین په خاطر وړاندې کوي. نوموړی فنډ په دواړو اخیستونکي او هم په خرڅونکي باندې د تطبیق وړ دی. د یادونې وړ ده، چې په احتیاطي ډاډمن فنډ باندې داسهامو او د قرض اسنادو د پير او پلور گمان ونه شي، بلکې دلته دغه اصطلاح د احتیاطي ډاډمن فنډ په خیر کارول کېږي. د اسهامو او د قرض اسنادو د پير او پلور په برخه کې Margin د مالک د سرمایې د موقف څخه نماینده گي کوي. څرنگه چې د امتعې د قرارداد په برخه کې احتیاطي ډاډمن فنډ ایښودل د پانگه اچونکي هغه صداقت او رینستنوالي څرگندوي، چې دلال او تبادله د امتعې په قیمت کې د یو لوی تغیر څخه ژغوري. د اسهامو په مارکېټ کې Margin تحول او بدلون د اسهامو په قیمت پوري تړلی وي، مگر د امتعې په مارکېټونو کې د احتیاطي ډاډمن فنډ په معامله پوري نه دي تړلي،

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

بلکې هر قرارداد د احتیاطي ډاډمن فنډ ثابت حداقل شرایط لري. د بېلگې په توگه پانگه اچوونکي غواړي د کوکاکولا د رانیولو له پاره 1,000 ډالره د احتیاطي ډاډمن فنډ په حیث کیرډي، چې د احتیاطي ډاډمن فنډ دغه شرایط د امتعې د تبادلې په اساس رامنځ ته شوي. بنایي انفرادي دلان نورو شرایطو ته اړتیا محسوسه کړي. د احتیاطي ډاډمن فنډ شرایط د قرارداد د ارزش صرف یوه کوچنی فیصدي جوړوي. مثلاً هغه پانگه اچوونکي چې د لسو تنو د کوکاکولا د رانیولو په خاطر 1,000 ډالره د احتیاطي فنډ په حیث ږدي. که چیرې د کوکاکولا یو تن په 1400 ډالره خرڅ شي، نو د قرارداد ټولیز ارزش به 14,000 ډالره حساب شي. د احتیاطي فنډ شرایط د قرارداد د ارزش د فیصدي په لحاظ 7.14 سلنه کېږي (1000/14000). د احتیاطي فنډ دغه کوچنی اندازه دا علت په گوته کوي، چې د امتعې قرارداد ولې په دومره زیات احتمال سره د پور شویو پیسو د کارونې وړاندیز کوي. د امتعې په قراردادونو کې به نوموړی احتمال په یوه ساده مثال سره روښانه شي.

د مثال په توگه د یوه قرارداد له مخې د فی بوشل قیمت 3.50 ډالره دی، همدا شان د غنمو قرارداد چې 5,000 بوشله دي او ټولیز ارزش یې 17500 ډالر کېږي، په خپل بر کې نیسي. که چیرې پانگه اچوونکی د یاد شوي قرارداد د خپلولو تکل لري، نو دی باید 1000 ډالر د احتیاطي فنډ د شرایطو په توگه اداء کړي. د امتعې د فی بوشل په قیمت کې د 0.2 ډالر زیاتوالی د قرارداد په ارزش کې د 1000 ډالرو په اندازه سره د زیاتوالي باعث کېږي. په ښکاره ډول مالومېږي، چې 1000 ډالره د قیمت د تغیر حاصل په قرارداد کې د 5000 واحدونو حاصل دی او کومه گټه چې د قرارداد له اړخه رامنځ ته شوي له 1000 ډالرو څخه عبارت ده. د پانگې اچونې د حاصلاتو فیصدي څو ده؟ د 1000 ډالرو احتیاطي فنډ حاصل سل فیصده دی، ځکه چې پانگه اچونکي 1000 ډالر سرمایگزاري کړي او 1000 ډالر یې لاس ته راوړي. د غنمو په قرارداد کې د 6% څخه کم زیاتوالی محتکرینو ته ددې فرصت برابر وي، ترڅو د خپلو پیسو پر اساس سل فیصده گټه په لاس راوړي. دغه ډول حاصل د پور شویو پیسو د کارونې په پایله کې له دوو خواوو څخه تشکیلېږي. یوه کوچنی برخه د احتیاطي فنډ او بله لویه برخه د امتعې څخه لاس ته راځي. نو طبیعي ده، چې د پور شویو پیسو کارونه د دواړو طریقو څخه استفاده وکړي. په تیر مثال کې که چیرې د امتعې قیمت د 0.10 ډالرو په اندازه کموالی وکړي، نو د قرارداد

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ارزش به 17000 ډالره شي. په قیمت کې یوازې 2.9 فیصده کموالی ددې باعث کېږي، چې د پانگې اچونې احتیاطي فنډ د 1000 څخه 5000 ډالرو ته کموالی وکړي. ددې له پاره چې پانگه اچونکی خپل موقف برقرار وساتي باید د دلال په لرلو سره اضافي احتیاطي فنډ ځای پر ځای کړي. د دلال غوښتنه د احتیاطي فنډ په باره کې د احتیاطي فنډ غوښتنې څخه عبارت دی. په دې مانا کله چې دلال د پانگه اچونکي څخه د احتیاطي فنډ غوښتنه وکړي، هغه یې باید غوښتنه پرځای کړي. که چیرې د دلال غوښتنه ونه منل شي، نو نوموړی به دندې پرېښودو ته اړ کړي. که چیرې پانگه اچونکی د دلال غوښتنه د قرارداد مطابق پوره کاندې، نو پدې صورت کې به دلال هم د قرارداد پر مخ بیولو مسوولیت ته غاړه کېږدي. نو احتیاطي فنډ اړیکه هغه اړیکه ده، چې د دلال ژغورنه کوي. په واقعیت کې احتیاطي فنډ دوه ډوله شرایط منعکسوي، چې لومړی ته یې حداقل رومبي احتیاطي فنډ سپارل او دوهم ډول ته یې د مراقبت احتیاطي فنډ وايي.

د مراقبت احتیاطي فنډ Maintenance Margin: کله چې پانگه اچونکی دلال ته اضافي احتیاطي فنډ د قرارداد په ارزش کې د کسر د جبران په موخه وسپاري، نو د هغه څخه دلته د مراقبت احتیاطي مراد وي. د بېلگې په توګه د غنمو له پاره د احتیاطي فنډ شرایط 1000 ډالر دي او د مراقبت احتیاطي مطمین فنډ شرایط 750 ډالره دي. که چیرې پانگه اچونکی د غنمو د اخیستلو قرارداد پرځان کړي او د قرارداد ارزش د 250 ډالرو په اندازه سره د مراقبت احتیاطي فنډ سطحې ته را ټیټ شي، نو پداسې ډول حالاتو کې دلال د اضافي فنډ غوښتنه کوي. اوس دلته اړتیا لیدل کېږي، چې پانگه اچونکي حساب ته 250 ډالر د اضافي فنډ په نوم سره ور جمع کړي، چې دغه پیسې به هغه 1000 ډالره چې د رومبي احتیاطي ډاډمن فنډ په نوم سره ښودل شوي وو د ځان سره ذخیره کړي. دغه اضافي فنډ چې دلال ته ورکول کېږي، له یوه طرفه به د قرارداد په ارزش کې د کسر څخه مخنیوی وکړي او د بله طرفه به پانگه اچونکی رامنځ ته شوی نقص جبران کړي. څرنګه چې د لومړي احتیاطي ډاډمن فنډ شرایط په دواړو اخیستونکي او هم په خرڅونکي باندې د تطبیق وړ وو، نو په همدې شان به د مراقبت احتیاطي فنډ شرایط هم په دواړو لورو باندې د تطبیق وړ وي. د تیر مثال په څیر که چیرې د غنمو قیمت د 250 ډالرو په اندازه سره پورته لاړ شي، نو محتکرین چې د بعدي لېږد په منظور یې قرارداد کړی، وبه

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

ویني چې د دوی لومړی احتیاطي فنډ د 1000 ډالرو څخه 750 ډالرو ته را ټیټ شوی چې پدې ځای کې به دلال مجبور شي ترڅو د اضافي فنډ په اړه د پانگه اچونکي سره اړیکه ټینګه کړي.

او همدا شان لنډمهاله پلورنکي به اړ شي ترڅو 1000 ډالره د ذخایرو په شکل وساتي. یو ځل بیا دلته لیدل کېږي، چې نوموړی اضافي فنډ د دلال حمایت وکړ، پداسې حال کې چې د قرارداد په ارزش کې مازاد راغلی او لنډمهاله پلورنکي را منځ ته شوی تاوان تامین کړی. د احتیاطي ډاډمن فنډ تعدیل او تنظیم روزانه صورت نیسي. د مارکېټ د ټرل کیدو وروسته د هر حساب ارزش مجموعه مالومېږي او د بعدي معاملاتو له پاره د مارکېټ هر حساب پر نښه کېږي. که چیرې حساب ددې جوګه نه وي، چې د مراقبت احتیاطي ډاډمن فنډ مشبوع کړي، نو پدې صورت کې دلال د فنډ د زیاتوالي غوښتنه کوي، چې دغه غوښتنه یې باید پوره شي، ګني د خپلې دندې څخه به لاس په سر شي.

### ژغورنه Hedging

د قراردادونو په ټولو مارکېټونو کې د پرمختګ لومړی علت دا و چې تولیدونکو هیله درلوده، ترڅو د قیمت په نوساناتو کې د تاوان ګواښ کچه را ټیټه شي. ددغه ګواښ د کمښت په موخه د ځانګړي کړنلارې په کار اچونه د ژغورنې (Hedging) په نوم سره یادېږي، چې په عین وخت کې نوموړي کړنلاره د معکوسو دریځونو د تعقیب څخه تشکیل شویده. د یوې خاصې امتعې په برخه کې ژغورنکي (hedgers) په هممهاله ډول اوږدمهاله او لنډمهاله دریځونه غوره کوي. د ژغورنې Hedging اصطلاح د نمونو او بېلګو په وړاندې کولو سره ښه تشریح کېږي. په لومړی بېلګه کې یو بزګر غواړي، چې په ځانګړي وخت کې خپل حاصل راټول کړي. بزګر په دې هڅه کې دی، چې ډیره ګټه لاس ته راوړي ځکه چې نوموړي ته د مارکېټ قیمت مالوم دی. که څه هم د حاصل د راټولو په وخت کې د غنمو تادیه کیدونکی قیمت نه مالوم دی، خو د قرارداد جاري قیمت د غنمو د بعدي لېږد په مورد مالوم دی، چې پدې صورت کې بزګر د خرڅلاو په منظور قرارداد کوي. دغه ډول قرارداد د ژغورنې د موقف یو ډول دی، ځکه چې بزګر ضیمناً اوږدمهاله

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

موقف ( غنم لاهم پر ځمکه ولاړ دي ) او لنډمهاله موقف ( د بعدي ليرې په موخه د قرارداد پلورل ) اختياري وي. د داسې يو موقف په اختيارولو سره د بزگر د خطر گراف را ټيټيدلی شي او همدارنگه د قيمت د رابښکته کيدو څخه يې ژغوري. فرض کړئ چې د غنمو د في بوشل د توليد لگښت 3.50 ډالر دی او د سپتمبر د مياشتې د غنمو في بوشل د جون په مياشت کې 3.75 ډالره خرڅیږي. که چيرې بزگز خپل غنم د سپتمبر په مياشت کې خرڅ کړي، نو په في بوشل کې ورته 0.25 ډالره گټه پاتې کېږي، ځکه پيرونکي پدې توافق کړي، چې دی به د غنمو في بوشل د سپتمبر په مياشت کې په 3.75 ډالره اخلي. که چيرې د غنمو قيمت 3.50 ډالرو ته رابښکته شي لاهم بزگر ته د 3.75 ډالرو د نرخ په رابطه ډاډ ورکړل شويدي.

اضافي گټه د قرارداد مالک ته د غنمو د انتقال له کبله په لاس ورځي، چې د نوموړو غنمو في بوشل په 3.75 ډالره اخلي، مگر اوس هم کولای شي، چې في بوشل په 4.10 ډالرو وپلوري. ايا دغه معامله غير مناسبه ده؟ په ياد مو وي، چې بزگر غوښتل ترڅو د غنمو د قيمت د ټيټوالي څخه ځان وژغوري. که چيرې د غنمو قيمت 3.40 ډالرو ته را ټيټ شوی وای او بزگر ځان نه وای ژغورلی، نو بزگر په في بوشل کې 0.10 ډالره ( 3.40 منفي 3.50 ډالره ) تاوان کړی وای.

ددې له پاره چې د خطر څخه مخه ونيول شي، نو بزگر په في بوشل کې 0.25 ډالره گټه قبوله کړه او د ممکنه زياتې گټې څخه يې صرف نظر وکړ. محتکر چې د غنمو د اخيستو قرارداد يې کړی وو د قيمت د ټيټوالي له کبله د نقص د گواښ سره مواجه شو او صرف هغه گټه په لاس ورغله، چې د قيمت د لوړيدو په نتيجه کې رامنځ ته شوي وه. په معکوس جهت کې د غنمو کارونکي پدې هڅه کې دي ترڅو خپل ځانونه وژغوري. د غنمو کارونکي غواړي ترڅو د غنمو په بعدي لگښت باندې ځانونه پوه کړي او هيله مند دي، چې د هغو توليداتو په قيمتونو هم ځان پوه کړي، چې د هغوی لگښتونه به په ويشونکو باندې راشي.

پداسې حال کې اړتيا محسوسیږي، ترڅو د غنمو جاري قيمت راتلونکي ته وځنډول شي. شرکتونه قرارداد په دې موخه ترسره کوي، چې بعدي ليرې پر ځان ومني او د ژغورلو

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

موقف اختیار کړي. د ژغورلو په خاطر دغه ګام ځکه اخیستل کېږي، چې غنم اوږدمهاله او لنډمهاله دريځونه لري.

که چیرې د غنمو قرارداد د جون په میاشت کې وشي او د غنمو د فی بوشل لیرد د سپتمبر په میاشت کې په 3.75 ډالره ترسره شي، نو د غنمو بعدي لګښت به وپیژندل شي. شرکت ته د قیمت د لوړوالي له امله (که قیمت د 3.75 ډالرو څخه 4.10 ډالرو ته پورته شي) کوم زیان نه دی مواجې، ځکه چې د غنمو د لیرد قرارداد په 3.75 ډالرو سره شوی دی. سره ددې چې د غنمو د فی بوشل قیمت د 3.75 څخه 3.40 ډالرو ته راټیټیږي، چې دا په خپله د شرکت د مفادو د لاسه ورکولو یو بل بعدي چانس ګڼل کېږي. په عوض ددې چې د غنمو د قیمت د ټیټوالي له کبله ګټه تر لاسه شي، نو محتکرین باید د نوموړي ګټې د تر لاسه کولو له پاره خپل مسوولیت د غنمو د لیرد د قرارداد په ترسره کولو سره اداء کړي. که چیرې د غنمو قیمتونه په را لویدو وای، نو محتکر کولای شوی، چې د سپتمبر په میاشت کې یې غنم په ټیټ قیمت سره اخیستي وای او هغه یې مارکېټ ته انتقال کړي وای او په قرارداد کې تعین شوی 3.75 ډالره یې لاس ته راوړي وای. لیکن محتکر به هغه وخت د تاوان څخه رنج وړی وي، که چیرې د سپتمبر په میاشت کې د غنمو قیمت د 3.75 ډالرو څخه پورته تللي وي. او بیا به دغه لګښت ددې باعث شوی وای، چې په قرارداد کې وضع شوي د لیرد قیمت پورته بوځي. دغه دوه مثالونه څرګندوي، چې د امتعې تولیدونکي او کارونکي ولې د ګواښ څخه ځانونه ژغوري او دوی ډیر ځله د ژغورنې د موقف معکوس لوری تعقیبوي. که چیرې ټولو تولیدونکو او کارونکو د بعدي لیرد قیمتونو ته غاړه یښودلې وای، نو محتکرینو ته به هیڅ اړتیا نه وای لیدل شوي، خو دا یو حالت دی چې رامنځ ته کېږي.

محتکرین هغه وخت قراردادونو ته شاملېږي، کله چې لوړه او خود کفا عرضه موجوده وي. په راتلونکي مثال کې ښکاري که چیرې بزګر قرارداد ته د شاملیدو په عرض داسې کارونکي نه وي پیدا کړي، ترڅو د غنمو بعدي لیرد ته غاړه کېږدي، نو محتکر به هغه خطر په ځان منلی وای، چې د قرارداد د قیمت د راټیټیدو له امله رامنځ ته کېږي. طبعاً بزګران، کارونکي او محتکرین هممهاله قراردادونو ته ور داخلېږي، نو هیڅوک پدې نه پوهیږي، چې په یوه خاص وخت کې څوک پیر او پلور ترسره کوي. سره ددې چې د یوه ډول

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

قراردادونو د کموالي یا زیاتوالي اندازه د بعدی قیمت د نوساناتو له مخې چې د خاص چالند پر اساس رامنځ ته کېږي، مالومه او څرګنده وي. د بېلګې په توګه که چیرې د سپتمبر په میاشت کې د غنمو د فی بوشل قیمت 3.75 ډالره وي، مګر پدې نرخ سره هیڅوک دې ته تیار نه دي، چې نوموړي غنم واخلي. د قیمتونو ټیټوالي ددې باعث کېږي، چې ځینې احتمالي پلورونکي مارکېټ ترک کړي او بنایي ځینې احتمالي پیروونکي مارکېټ ته داخل شي.

د دغه پروسې پذیرعه د قراردادونو د عرضه او تقاضا غیرې متوازن حالت د لیرد د ځانګړي تاریخ په موخه له منځه ځي. دا د ژغورونکو او محتکرینو هغه اړیکه ده، چې د هر قرارداد له پاره بعدی قیمت ټاکي.

### مالي او پولې قراردادونه Financial and Currency Futures

په تیر بحث کې د امتعې د هغه قراردادونو څخه هدف وو، چې د فزیکي اجناسو د حمل او نقل په خاطر یې صورت نیو. مګر دلته مالي قراردادونه هغه قراردادونه دي، چې د اسهامو د بعدی لیرد له پاره وجود لري. لکه د خزانې بیلونه او پولې قراردادونه: هغه قراردادونه دي، چې د پیسو یا پول د بعدی لیرد له پاره وجود لري لکه د بریتانیا پونډ او د اروپا ایرو.

د مالي قراردادونو مارکېټ د امتعې د قراردادونو د مارکېټ په څیر ګډونوال لري، چې د محتکرینو او ژغورونکو څخه عبارت دي. دغه د دوی د تقاضا او عرضه ترمنځ هغه اړیکه ده، چې د ورکړل شویو مالي قراردادونو قیمت تعیینوي. پداسې حال کې چې بنایي محتکرین د مالي او پولې قراردادونو د مارکېټونو د جملې څخه په یوه مارکېټ کې برخه واخلي، ولې د ژغورونکو ډله د محتکرینو د ډلې سره فرق کوي. پدې مانا چې دوی د اسهامو په برخه کې او یا د پیسو په برخه کې په خپله معامله ترسره کوي. د پولې قراردادونو د ژغورونکو حضور په ابتدایي توګه په ګڼ ملیتیزه شرکتونو کې زیات وي، چې دوی ته تادیات په بهرنیو پیسو سره صورت نیسي.



## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

څرنگه چې د پیسو په ارزش کې تغیر رامنځ ته کېږي، نو د هغه تادیاتو په ارزش کې هم تغیر شونی دی، چې شرکتونو ته صورت نیسي او یا شرکتونه یې نورو اشخاصو او شرکتونو ته صادروي.

شرکت له دې کبله د ژغورنې یا مخنیوی موقف غوره کوي، چې د پیسو یا اسعارو قیمت ثابت وساتل شي او پدې ترتیب د هغه خطر څخه، چې د اسعارو په ارزش کې را منځ ته کېږي، مخه ونیول شي.

مالي موسسات او قرض اخیستونکي مالي قراردادونه د خپلو حاصلاتو د برقرار ساتلو په منظور کار وي. څرنگه چې د ربحې په نرخونو او د قرض د پاڼو په قیمتونو کې تحول راځي، د قرض شویو پیسو په لگښت او پور ورکړل شویو پیسو په برخو کې هم تغیر شونی دی.

ددې له پاره چې د ربحې په نرخونو کې د تغیراتو له کبله د گواښ درجه ټیټوالی ومومي، بنیایي پور اخیستونکی او پور ورکونکی د ژغورنې د موقف په اختیارولو سره د ربحې نرخ په خپل حال وساتي. پدې پروسه کې محتکرین دې ته پام نه کوي، ترڅو د زیان گواښ راکم کړي، بلکې د گواښ په قبلولو سره په لویه پیمانته د مفادو د ترلاسه کولو هیله لري. محتکرین د هغه گواښ څخه رنج وړي، چې ژغورونکی تل پدې هڅه او هاند کې وي ترڅو د هغې سره مخامخ شي. محتکرین د هغه تغیراتو ارزو لري، چې د ربحې د نرخونو او د اسهامو قیمتونو په برخو کې رامنځ ته کېږي او کوشش کوي، چې هغه موقف اختیار کړي، چې پر بنیاد یې گټه لاس ته ورځي. محتکرین د خپل موقف د ساتلو له پاره هغه مفاد کاروي، چې د احتیاطي ډاډ من فنډ له خوا دوی ته په واک کې ورکړل شوي وي. څرنگه مالي قراردادونه محتکرینو ته گټه په لاس ورکوي؟ دا به د یوه مثال په ذریعه سره روښانه شي.

پدې مثال کې د امریکا متحده ایالاتو د خزاني د قرض پاڼو د خپرولو یا لیرد له پاره مالي قراردادونه په کارول کېږي. فرض کړئ، چې محتکر د ربحې د نرخونو د رالویدو او د قرض د پاڼو د قیمت د پورته کیدو هیله لري. نوموړی شخص قرارداد ته په دې منظور داخلېږي، چې په آینده کې د خزانې د قرض اسناد واخلي او د لیرد مسوولیت ته هم غاړه کېږدي. که چیرې د نوموړي شخص خبره درسته وي، چې د ربحې نرخونه رابښکته شي او

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

د قراردادونو قیمتونه پورته شي، چې په دې صورت کې به د قرارداد ارزش لوړوالی پیدا کړي. ځکه چې محترک هغه تړون د ځان سره لري، چې په کوم کې یې د قرض پانې په ټیټ نرخ سره اخیستي وي. (په بل عبارت، لوړ حاصل به لاس ته راوړي) بیا هم که چیرې د ربحې نرخونه لوړ شي او د قرض د پانې قیمتونه راښکته شي، نو د قرارداد په ارزش کې به هم تنقیص راشي. د قرارداد په ارزش کې تنقیص د محترک نقص یا تاوان منعکسوي، چې نوموړي په هغه وخت کې قرارداد پیروالی وو کله چې حاصلات نسبتاً ټیټ وو.

که چیرې محترکین د ربحې نرخونو د لوړوالي هیله لري، نو دوی سم د لاسه د خزانې بیل د بعدی انتقال او خرڅلاو په موخه قراردادونو ته خپل ځانونه داخلوي او لنډمهاله موقف خپلوي. که چیرې د ربحې نرخونه په واقعي توگه پورته شي او د قرض پانې قیمتونه ښکته شي، نو هر ورو به د قرارداد په ارزش کې ټیټوالی رامنځ ته شي.

لنډمهاله پلورنکي کولای شي، چې د قرض پانې په ټیټ نرخ سره واخلي او نوموړي ته د قرض پانې په هغه قیمت وړاندې کېږي، چې په قرارداد کې یې ذکر شوی دی. او پدې طریقه محترکین کولای شي، چې مفاد د ځان کړي.

که چیرې د محترکینو خیال ناسم ثابت شي، پدې مانا چې د ربحې نرخونه کموالی پیدا کړي او د قرض پانې ارزش پورته وخیږي، نو دا به د محترکینو تاوان منعکس کړي. او دوی به اړ شي، چې د قرارداد د جبران له پاره زیات شمیر د قرض پانې خریداري کړي. پداسې حال کې چې محترکین مالي قراردادونه د هغو وسایلو او امکاناتو په صفت کاروي، چې پر اساس یې هغه مفاد چې د ربحې په نرخونو او د اسهامو په قیمتونو کې د تحولاتو له کبله رامنځ ته کېږي، تر لاسه کوي.

ولې مالي مدیران او پانگه اچوونکي بنایي مالي قراردادونه د هغه تاوان د خطر د کمیدو په موخه وکاروي، چې د قیمت د نوساناتو له کبله رامنځ ته کېږي. مثلاً یو شرکت تصمیم نیولی، چې د تجهیزاتو او لویو ماشینونو په برخه کې پانگه اچونه وکړي. د تجهیزاتو ځای پر ځای کول او د ماشین الاتو جوړول وخت نیسي، بنیي پدې جریان کې د سرمایې د ربحې نرخ هم تغیر ومومي یانې هغه مهال چې د ربحې د نرخونو او د قرض د پانې په قیمتونو کې تغیر رامنځ ته کېږي. که چیرې د سرمایې لگښت (Cost of capital) ټیټ شي، نو بنایي پانگه اچونه زیاته مفیده تمامه شي. خو که چیرې د ربحې نرخونه لوړ شي او د

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

اسهامو قیمتونه ټیټ شي (د سرمایې لگښت زیاتوالی)، نو هغه پانگه اچونه چې په تیر کې مفیده اټکل شوي وه او بنایي غیر مفیده وگڼل شي. دا هغه خطر دی، چې مالي مدیران پدې لټون کې وي ترڅو د ربحې د نرخونو او د اسهامو په قیمتونو کې د نوساناتو سره مل خطر رابښکته کړي. پانگې اچونې د تصمیم نیونې پر مهال د یاد خطر څخه د مخنیوي په موخه یوه وسیله شته، چې هغه د پانگې د تمویل له پاره د فنډ پیدا کول دي. کیدای شي دا شوني نه وي، ځکه چې د فنډونو زیاتوالی وخت ته اړتیا لري.

شاید مالي مدیر د سرمایې د لگښت د تاوان د خطر څخه د مخنیوي په منظور مالي قراردادونو څخه د یوې وسیلې په توگه استفاده وکړي. طبیعي ده چې د ژغورنې هڅه ممکنه گټه راکم کړي، چې دغه هڅه باید د سرمایې لگښت هم رابښکته کړي. سره ددې چې د خطر په تنقیص باندې تاکید کېږي، خو د فنډونو د لگښت په ترڅ کې د تغیراتو له کبله په مفیدیت باندې تاکید صورت نه نیسي. کله چې مالي مدیر د بعدي لیرې له پاره قرارداد ته داخل شي، نو د خطر گراف په راتیتولو بریالی کېږي (د لنډمهاله موقف په غوره کولو سره) ددغه د ژغورنې تاثیر شاید په اړوند مثال کې څرگند شي.

شرکت پلان لري، چې د شلو کالونو د قرض پانې د یو میلیون ډالرو په قیمت سره د شپږو میاشتو په جریان کې مارکېټ ته عرضه کړي. که چیرې د ربحې په نرخونو کې زیاتوالی رامنځ ته شي، نو شرکت مجبور دی، چې د ربحې د نرخ د هر یوه فیصد د زیاتوالي په خاطر په کالني ډول 10,000 ډالره اضافي تادیه کړي.

که چیرې د ربحې نرخونه لوړوالی ومومي، نو مالي مدیر په قرارداد کې د لنډمهاله موقف په غوره کولو سره د خزانې بیل عرضه کوي، ترڅو د احتمالي تاوان په مقابل کې ژغورنه صورت ونیسي. که چیرې د ربحې نرخونه لوړوالی وکړي او د قراردادونو ارزشونه ټیټ شي، نو کیدای شي مالي مدیر په یوې گټې سره ددغو قراردادونو د موقف څخه تیر شي، چې دغه لاس په سر کیدل به د هغه تاوان د جبران کولو په برخه کې مرسته وکړي، چې د فنډونو د لگښت په پایله کې راغلي. دغه تیر مثال د پور اخیستونکي د تاوان د کمښت چې د ژغورنې پر اساس رامنځ ته شوی، یوه نمونه گڼل کېږي. همدارنگه پور ورکوونکي د هغه خطر څخه، چې د ربحې د نرخونو د تغیراتو له کبله رامنځ ته کېږي، رنج وړي. لکین د ربحې د نرخونو په برخه کې لوموړی گواښ ټیټ نه بلکې لوړ وي. د بېلگې

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

په توګه یوه مالي اداره غواړي، چې د شپږو میاشتو په جریان د ربحې په عین نرخ سره یو پور واخلي ممکن دغه نرخ د جاري نرخ په پرتله ټیټ وي. که چیرې د ربحې یا سود نرخ زیات شي، نو قرض ورکونکی به یوه لویه ګټه د ورکړل شوي پور په اساس تر لاسه کړي، خو که چیرې د ربحې نرخ کموالی پیدا کړي، حاصل یا ګټه به یې هم کمه وي.

پدې بهیر کې پور ورکونکي کولای شي، چې خپل ځانونه د سود د نرخ د کمښت څخه د مالي قراردادونو د کارونې له لارې وژغوري. برخلاف پوروړي یا پور اخیستونکي مالي قراردادونه د ځان ژغورنې او یا د عرضه کولو له پاره تر سره کوي، خو پور ورکونکي مالي قراردادونه د خرڅلاو د عرضه په موخه تر سره کوي.

که چیرې د ربحې نرخونه ټیټ شي او د قرارداد ارزش زیاتوالی پیدا کړي، نو د قرارداد په ارزش کې دغه زیاتوالی به په قسمي ډول هغه ربحه جبران کړي، چې د ټیټ نرخ په پایله کې له لاسه وتي ده. که چیرې د ربحې نرخونو په لوړیدو پیل کړی وای، نو پور ورکونکو به هر ورو د ممکنه لوړ حاصل د تر لاسه کولو څخه خپل تصمیم بدل کړی وای.

## د اسعارو د مالي قراردادونو سره د مله ګواښ کموالی

## Risk Reduction with Currency Futures Contracts

کله چې د ربحې نرخ د مالي قراردادونو سره یو ځای قرار ولري، نو د تبادلې د نرخ په تغیر کې د تاوان د خطر څخه د مخنیوي په منظور یوه وسیله د قرارداد ترسره کول دي، چې نوموړي وسیله د اسعارو بعدی قیمت رامنځ ته کوي. د بېلګې په توګه یو شرکت قرارداد پدې مقصد ترسره کوي، ترڅو د جرمني په هیواد کې په راتلونکو شپږو میاشتو کې یو ماشین د 40,000,000 ډالرو په مقابل کې وپیري. که چېرې د Euros موجوده قیمت 0.80 ډالر وي، په ماشین باندې به 32,000,000 ډالر لګښت راشي (  $0.80 \times 40,000,000$  ). که چېرې د یورو موجوده قیمت 0.75 ډالرو ته راټیټ شوی وي، نو د نوموړي ماشین لګښت به 30,000,000 ډالرو ته راغلی وي او شرکت به د ځان سره 2,000,000 ډالره سپما کړي وي. مګر که چېرې د یورو قیمت 0.85 ډالرو ته لوړوالی کړی وي، نو د ماشین لګښت به 34,000,000 ډالرو ته لوړ شوی وي. اوس خالص زیاتوالی چې 2,000,000 ډالر دی څرګند شو.

لډې سببه چې د نوموړي ماشین تادیه په راتلونکي کې صورت نیسي، نو ضروري ده، چې د یورو په نرخ کې تغیر د عرضه او تقاضا په پام کې نیولو سره راشي. ددې له پاره چې د هغه احتمالي تاوان چې په قیمت کې د یوه زیاتوالي له مخې رامنځ ته کېږي، مخه ونیول شي، نو مالي مدیر کوشش کوي ترڅو د شپږو میاشتو وروسته په ځانګړي قیمت سره یورو خریداري کړي. که چېرې د موجوده شپږو میاشتو د یورو قیمت 0.805 ډالره وي، نو مالي مدیر پدې موخه قرارداد کوي، چې د شپږو میاشتو په جریان کې د لېږد یا نقل له پاره په 0.805 ډالره قیمت سره یورو واخلي. په دې ځای کې ټولیز لګښت چې د ماشین له پاره باید اداء کړل شي، هغه به 32,000,000 ډالره ( 18.8 شکل په 7 کرښه کې ) وي.

که چېرې شرکت د ژغورونکي موقف په اخیستارولو سره پداسې ډول قرارداد وکړي، چې 40,000,000 یورو د 32,200,000 ډالرو په مقابل واخلي، نو شرکت به ددې جوګه وي، چې یاده اندازه یورو د ماشین د رانیولو په مقابل کې تادیه کړي. خالص تاثیر دلته دادی،

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

چې د ماشین لګښت به د 200,000 ډالرو ( 18.8 شکل په 8 کربنه کې ) په اندازه سره زیاتوالی ومومي.

د ژغورنې په اختیارولو سره مالي مدیر پدې هڅه کې دی، ترڅو شرکت د یورو په قیمت کې د زیاتوالي څخه وژغوري. ځکه چې اوس شرکت د قرارداد په درلودلو سره کولای شي، چې یورو په 0.805 ډالره قیمت سره واخلي. که چیرې د یورو په ارزش کې 0.85 ډالره زیاتوالی راغلی وای، نو لدې وجې د یورو قیمت او د ماشین قیمت 32,200,000 ډالرو څخه زیاتوالی نشي کولی. د ژغورنې د لارې په غوره کولو سره مالي مدیر وتوانیدو ترڅو د اسعارو قیمت په خپل حال وساتي. د شرکت د ژغورلو پر مهال که چیرې د یورو قیمت په لوړیدو وای، نو شرکت به د یورو د ارزش د ټیټوالي له کبله کومه خالصه ګټه نه وای تر لاسه کړي. که چیرې د یورو قیمت 0.75 ډالرو ته راټیټ وای، نو د قرارداد ارزش به هم د بعدی خرید له پاره رابښکته شوی وای. له دې سببه د شرکت ګټه د یورو د قیمت د ټیټوالي له کبله جبران کېږي. شرکت د بعدی تادیې د لاس ته راوړولو په منظور غواړي، چې د معکوسې کړنلارې څخه استفاده وکړي. د مثال په توګه که چیرې شرکت داسې هیله ولري، چې تادیه دې د دریو میاشتو وروسته په پونډ ( Pounds ) سره تر لاسه کړي، نو قرارداد به د پونډ د خرڅلاو په موخه اجراء شي. که چیرې د پونډ جاري قیمت 1.95 ډالره وي او بعدی قیمت یې 1.94 ډالره وي، پدې صورت کې شرکت ډاډمن دی، چې د یو پونډ په مقابل کې به 1.94 ډالر لاس ته راوړي. له دې وجې په فی پونډ کې د یوه سینټ د لګښت په خاطر د تبادلې په نرخ کې د تغیر څخه ژغوري. که چیرې د پونډ قیمت 1.75 ډالرو ته رابښکته شوی وای او شرکت به برعکس د ګټې لاهم 1.94 ډالر لاس ته راوړي وای. که چیرې د پونډ ارزش 2.18 ته لوړ شوي وای، نو شرکت به طبیعي ده، چې قرارداد د اسعارو د تبادلې په نرخ کې د نقص څخه د مخنیوی په منظور صورت نیسي. نو پدې موخه چې د شرکت د خطر ګراف را ټیټ شي، شرکت باید د هغه بعدی ګټې څخه تیر شي، چې د قیمت د لوړوالي له مخې رامنځ ته کېږي.

د بعدی پیر او پلور له پاره د قراردادونو تر سره کول د اسعارو په ارزش کې د غیرمترقبه تغیراتو د زیان خطر را ټیټوي. که چیرې د یوه پولې واحد د قیمت تغیر په لویه پیمانه سره اټکل شي، بنایي بعدی قیمت پدې موافق شي، چې یاده هیله څرګنده کړي. په راتلونکي

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

مثال کې مالومېږي، چې د پونډ جاري قیمت 1.95 ډالره وو او بعدي لگښت يې 1.94 ډالره و. که چيرې داسې عقیده موجوده وای، چې د پونډ په ارزش کې به کموالی راشي او بعدي قیمت به رابښکته شي، نو هيڅوک به دې ته آماده نه وای، چې يو پونډ په 1.94 ډالره سره واخلي. البته په دې هيله، چې د پونډ ارزش به د دريو مياشتو وروسته 1.80 ډالرو ته راشي، که چيرې اساسي قیمت اټکل شوی وای، نو هيڅ پيرونکي به د پونډ د بعدي عرضې له پاره آماده نه وای، يا بنایي پلورنکو د قیمت د سست تګ له امله د اسعارو رانیولو او د گواښ منلو ته يې غاړه ایښودلی وای.

18.8 شکل: هغه گټه او تاوان چې د یورو په ارزش کې د نوساناتو له مخې د ډالرو سره په تړاو کې رامنځ ته شوي.

د ماشین فعلي لگښت :

1. د ماشین لگښت په یورو سره 40,000,000
  2. د ماشین لگښت په ډالر سره (د یورو قیمت د 0.80 ډالرو پر بنیاد) 32,000,000  
د یورو په ارزش کې د کمښت له امله ممکنه گټه:
  3. د ماشین لگښت په ډالر سره (که چيرې د یورو قیمت 0.75 ډالرو ته راټیټ شي) 30,000,000
  4. د یورو په ارزش کې د کمښت له امله د لگښت کموالی (2 لیکه منفي 3 لیکه) 2,000,000  
د یورو په ارزش کې د زیاتوالي له امله ممکنه تاوان :
  5. د ماشین لگښت په ډالر سره (که چيرې د یورو 0.85 ډالرو ته لوړ شي) 34,000,000
  6. د یورو په ارزش کې د کموالي له امله د لگښت زیاتوالي (25-) 2,000,000
- د ژغورنې تاثیر:
7. د ماشین لگښت په ډالر سره (د بعدي قرارداد د یورو په قیمت سره) 32,200,000
  8. د ژغورنې لگښت (27 - لیکه) 200,000

## د سهم د شاخص قراردادونه

## Stock Index Futures

په تیره برخه کې هغه مالي قراردادونه تر بحث لاندې ونيول شول، چې د هغوی په ارزش کې تغيرات د ربحې او تبادلې د نرخونو د تغير له امله واقع کيدل. په دغه برخه کې د سهم د شاخص قراردادونه او هغه قراردادونه تر بحث لاندې نيول کېږي، چې په هغوی کې ټول تغيرات د اسهامو د بازار د تغيراتو له امله رامنځ ته کېږي. نو د سهم د شاخص قراردادونه هغه قراردادونه دي، چې د اسهامو د بازار په مجموعي مقياس او اندازې باندې ولاړ وي. لکه د نيويارک د اسهامو د بازار د تبادلې د سهم شاخص S&P 500 يا Value line د سهم شاخص. دغه د سهم شاخص قراردادونه محتکرينو او ژغورونکو ته د گټې يا د خطر د کموالي په موخه داسې فرصتونه وړاندې کوي، چې بنيادي فرصتونه د اسهامو د انفرادي پيږولو له لارې ممکن نه وي. د مثال په ډول د NYSE Composite (د نيويارک د اسهامو د بازار د تبادلې د سهم شاخص کمپوزيت) يو خاص ارزش لري، چې د SYSE د شاخص د ارزش او کيفيت په لحاظ 500 ځله دی. په دې ترتيب کې چېرې د SYSE شاخص 100 وي، نو د قرارداد ارزش به 50,000 ډالره وي. که چېرې د مارکېټ نرخ په لوړېدو وي، مالک قرارداد پدې منظور کوي، ترڅو گټه لاس ته راوړي. که چېرې د SYSE شاخص 105 ته لوړ شوی وي، نو د قرارداد ارزش به 52,500 ډالرو په اندازه سره په مازاد راغلی وي، چې پدې صورت کې به پانگه اچوونکي توانيدلی وي، ترڅو 2,500 ډالرو په اندازه سره گټه ترلاسه کړي. که چېرې د SYSE شاخص بنکته راغلی وي، طبيعي ده چې اخیستونکي به د نقص سره مخامخ شوي وي. همدا شان د يادو قراردادونو پلورنکي د مارکېټ په نوساناتو کې برخه اخلي، مگر د دوی موقف د اخیستونکو په مقابل کې برعکس وي.

که چېرې د SYSE شاخص ارزش د 100 څخه 95 ډالرو ته راښکته شوی وي، نو د قرارداد ارزش به 50,000 څخه 47,500 ډالرو ته راټيټ شوی وي او لنډمهاله پلورونکي به 2,500 ډالره گټه ترلاسه کړي وي. که چېرې يو شخص د مارکېټ د بهبود يا غوړيدو هيله وکړي، بايد پانگه اچوونکي د اسهامو د شاخص د مالي قراردادونو په برخه کې اوږدمهاله موقف تعقيب کړي. برعکس کې چېرې پانگه اچوونکي د مارکېټ د اوضاع د خرابوالي په ارتباط مالومات ترلاسه کړي، بايد لنډمهاله موقف تعقيب کړي. بنيادي د اسعارو مسلکي مالي مديران هم ددغه ډول قراردادونو څخه استفاده وکړي، چې دوی پدې برخه کې د قيمت د خوځښتونو پر سر د احتکار څخه ځانونه ژغوري. ليکن دوی صرف د هغه لارو په لټه کې وي، چې پر اساس يې د قيمت د خوځنده تغير څخه ځانونه ژغوري. د مثال په ډول فرض کړئ، چې د قرض د پانېو څخه د يوې



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

نمونې مدیر د اسهامو د جملې څخه د شرکت یوه لوی برخه د تقاعدی د معاش په حیث د ځان سره ساتي. که چیرې په مارکېټ کې نرخ لوړ شي، د قرض د پاڼو د یوې نمونې ارزش هم لوړېږي. پداسې حال کې چې د زیان خطر به هلته موجود وای، که چیرې په مارکېټ کې نرخ کموالی پیدا کړی وای. د Portfolio مدیر کولای شي، چې د خطر کچه د SYSE د شاخص د مالي قراردادونو او په مالوم قیمت سره د Portfolio د خرڅلاو له لارې را ټیټه کړي. که چیرې په مارکېټ کې نرخونه ټیټه شي، نو د هغه زیانونو سره چې Portfolio مخامخ کېږي د لنډمهاله موقف د ارزش د لوړوالي پر اساس به جبران شي. د SYSE د اسهامو شاخص مالي قراردادونه د نورو مالي قراردادونو په څیر دي. پیروونکي او پلورونکي احتیاطي ډاډمن فنډ اداء کوي، پداسې حال کې چې د فی قرارداد احتیاطي ډاډمن فنډ به 3,500 وټاکل شي. دغه ډول قراردادونه د پام وړ پور شویو پیسو کارونه Leverage وړاندې کوي. که چیرې داسهامو قیمتونه د پانګه اچونکو په مقابل کې په حرکت پیل وکړي، د پانګه اچونکي د سرمایې موقف به هم ټیټوالی ومومي، چې پدې صورت کې فرد مجبور او مکلف دی، چې د قرارداد د حمایې په منظور احتیاطي ډاډمن فنډ په خپل حساب کې ځای پر ځای کړي. لدې سببه چې د قراردادونو په کتګوری کې فعاله مارکېټ هم شته دی، بنایي پانګه اچونکی خپل موقف د معکوس موقف د غوره کولو په موخه اختیار کړي. نو له دې سببه که چیرې پانګه اچونکی د اخیستو قرارداد ولري، نو په قرارداد کې به اوږدمهاله موقف وتړل شي او خرڅلاو به تر سره نه شي. که چیرې پانګه اچونکی د خرڅلاو قرارداد ولري، نو په قرارداد کې د لنډمهاله موقف په تړلو سره خرڅلاو نشي ترسره کیدای. دلته د اسعارو د مارکېټ او مالي قراردادونو تر منځ یو توپیر موجود دی، چې هغه د قرارداد په پای کې حساب په نقدي ډول تر سره کېږي، پدې مانا چې کله قرارداد د پای مرحلې ته ورسېږي، نو ټولې پیسې یې نقدې ورکول کېږي. دلته د اسهامو لېږد یا عرضه کول په فزیکي ډول صورت نه نیسي. لکه څنګه چې د امتعې قراردادونو له مخې د غنمو او جوارو لېږد یا حمل و نقل صورت نیولو. بلکې په عوض یې د مفادو او ضرر مجموعه رایستل کېږي او یا په خپل وار سره د ګډونوالو حسابونو ته ور جمع یا ترې منفي کېږي، چې په دې ترتیب سره لنډمهاله او اوږدمهاله دریځونه او موقفونه هم تړل کېږي.

## لنډيز Summary

پدې ځای کې اصلي منشاء مالي دارايي ده، چې د نوموړي مالي دارايي ارزش په يوه بله مالي دارايي پورې اړه لري. دغه څپرکي د پير او پلور هغه حقوق (Options) په خپله لمن کې رانغاړلي وو، چې پر اساس يې د اسهامو د قراردادونو له مخې د اسهامو پير او پلور او د مالي قراردادونو له مخې د امتعې خريد او فروش صورت نيوه. په هر حالت کې د مالي دارايي ارزش په بله تعين شوي مالي دارايي پورې تعلق لري. د پير او پلور حق هغه حق دی، چې په ځانګړي وخت کې په ټاکلي قيمت سره د سهم پير او پلور صورت نيسي. تضمين (Warrant) هغه حق دی، چې د شرکت لخوا د سهم د پيروولو په موخه پيروونکي ته ورکول کېږي. کله چې پير او پلور تمرين شي، نو شرکت مجدد اسهام د عايد د لاس ته راوړلو په منظور خپروي. اړيکه د پير او پلور هغه حق دی، چې د يوه فرد پواسطه خپره شوي اسهام اخيستل کېږي. کله چې دغه د پير او پلور حق تمرين شي، نو پلورونکي بايد ياد سهم د عايد د لاس ته راوړلو په موخه عرضه کړي. د پير او پلور حقوق بنيادي يو حقيقي ارزش ولري، چې دغه ارزش د سهم د مارکېټ د قيمت او د پلورونکي ثابت قيمت تر منځ يو توپير په ګوته کوي.

کله چې د مارکېټ د قيمت څخه د پلورونکي ثابت قيمت (Strike price) منفي شي، اصلي يا حقيقي ارزش په لاس راځي. هغه چې په يوه وخت کې د حقيقي ارزش څخه زيات مفاد ترلاسه کېږي، نو د اسهامو حق بايد خرڅلاو ته تمايل پيدا کړي.

د يادونې وړ ده، چې په پای کې د پير او پلور د حق قيمت بايد د حقيقي قيمت سره مساوي شي. افراد او اشخاص د پير او پلور حقوق ددې له پاره ترلاسه کوي، ترڅو خپل موقف پرې وساتي. په عموم کې د ټاکل شوي سهم د قيمت په پرتله د پير او پلور د حق قيمت د زيات سلنه تغيراتو او بدلونونو سره مخامخ کېږي. افراد او اشخاص د خپلو موقفونو د ژغورلو يا د ټاکل شوي قيمت د تغير په منظور د پير او پلور حقوق پلوري. د سهم د شاخص د پير او پلور د حقوقو شتوالی افرادو ته ددې اجازه ورکوي، ترڅو خپل موقف بدون له دې چې د انفرادي اسهامو اخيستونکو سره اړيکه ونيسي، وساتي. نو لدې لارې افراد کولای شي، چې د خاصو اسهامو سره د مله ګواښ مخه ونيسي. د امتعو

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

مالي قراردادونه هغه قراردادونه دي، چې د بعدي امتعو لکه د غنمو او جوارو د حمل او نقل له پاره تر سره کېږي. د ليرېد او راليرېد د قرارداد په ترسره کولو سره يو فرد (محتکر) اوږدمهاله موقف غوره کوي، برعکس يو فرد (محتکر) د بعدي خرڅلاو او ليرېد او راليرېد د قراردادونو په ترسره کولو سره لنډمهاله موقف غوره کوي. که چيرې د امتعې قيمتونه لوړوالی ومومي، نو د اوږدمهاله گټې يا مفادو څخه مستفيد کېږي. ځکه چې محتکر د قرارداد په درلودلو سره په ټيټ نرخ سره پير ترسره کوي. که چيرې د امتعې قيمتونه ټيټوالی ومومي، نو د لنډمهال مفادو څخه مستفيد کېږي، ځکه چې محتکر د قرارداد په درلودلو سره په لوړ نرخ سره پلور ترسره کوي.

پداسې حال کې چې محتکرين د قيمتونو په تغيراتو کې خپله گټه گوري، خو توليدونکي، متصديان او د امتعې نور کارونکي بيا غواړي، چې هغه گواښ چې د قيمت د تغير له اړخه رامنځ ته کېږي، رابنکته کړي. توليدونکي او متصديان د غلې دانې او فلزاتو په مالي قراردادونو کې د اوږدمهاله موقف په درلودلو سره خپل موقف (Position) ساتي. دا هغه لنډمهاله خرڅلاو دی، چې د مالي قراردادونو قيمتونه ثابت ساتي او د قيمت د ټيټوالي له کبله د رامنځته کيدونکي گواښ کچه را ټيټوي. هغه توليدونکي چې د غلې دانې او فلزاتو څخه استفاده کوي، نو ددې برعکس گامونه پورته کوي. پدې مانا چې دوی مالي قراردادونه پدې موخه اخلي، ترڅو قيمتونه ثابت پاتې شي او د قيمت د لوړوالي له کبله رامنځ ته کيدونکی گواښ را ټيټ کړي. دا په باربار ترسره شوي او ترسره کېږي، چې کوم وخت محتکرين قراردادونه عرضه کړي، نو د ژغورونکو (Hedgers) لخوا په کلکه څارل کېږي.

د مالي قراردادونو د پير او پلور دغه پروسه د قيمت د نوساناتو سره مل گواښ د ژغورونکو څخه محتکرينو ته ليرېدوي. برسیره پردې د امتعې د قراردادونو په برخه کې هم مالي قراردادونه، اسعارو نرخونه او د اسهامو د مارکېټ قراردادونه وجود لري. مالي قراردادونه د امتعې قراردادونه دي، چې د مالي دارايی د ليرېد په خاطر صورت نيسي لکه د خزاني بيلونه او د قرض پانې.

پولي قراردادونه هغه قراردادونه دي، چې د بهرنيو پيسو د بعدي ليرېد له پاره صورت نيسي لکه اروپايي يورو او بریتانيایي پونډ. د اسهامو د مارکېټ قراردادونه هغه

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

قراردادونه دي، چې د مارکېټ د لوی مقیاس پر بنیاد صورت نیسي لکه New York Stock Exchange. محتکرین د ربحې د نرخونو، د بهرنیو اسعارو او یا د سهامو په مارکېټ کې د تغیراتو د هیلې سره یو ځای کولای شي، چې مالي قراردادونو کې د یو مناسب موقف په خپلولو سره د نوموړي اټکل شوي قیمت تحول احتکار کړي. همدا شان مالي مدیران بنیایي دغه قراردادونه د هغه وسایلو په صفت وکاروي، چې پر اساس یې د ربحې نرخونه، د سهامو قیمتونه او د اسعارو په ارزش کې د تغیراتو او تحولاتو سره مل ګواښ را کم کړي.

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

برخه 1: د سهامی شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## **د پوښتنو او ستونزو بیا کتنه**

### Review Questions and Problems

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

---

### مقدمه Introduction :-

1. تمویل څه شی دی؟ د ماکرو تمویل (Macro Finance)، د تصدی تمویل (Business Finance) او د شخصي تمویل (Personal Finance) ترمنځ توپیر څه دی؟
2. د تمویل د مطالعه کولو یو څو د لایل راویژنی او په لنډ ډول یې توضیح کړئ؟
3. په هغو عمده مقاصدو باندې بحث وکړئ، چې خلک یې د پانگې اچونې له پاره لري او همدارنگه پانگه اچونه تعریف کړئ؟
4. د یوه زده کړیال په صفت ایا تاسو پس انداز کوی او که قرض اخلئ؟ ولې؟
5. د یوه نفر عمر له 20 کالو څخه 70 کالو پورې په 10 کلنو برخو وویشئ او په هره دوره کې د پس انداز او قرض اخیستلو د علاقې وړ طرح باندې بحث وکړئ؟
6. په دې باندې بحث وکړئ، چې د پس انداز-قرض طرحه ولې د وظایفو په ارتباط سره توپیر لري. (د مثال په توگه یو ډاکټر د نل دوان (Plumber) په مقابل کې.

## لومړۍ څپرکي

7. د مجموعي پرداخت ( lump-sum payment ) او قسط (Annuity) ترمنځ توپیر څه دی؟ د شروع قسط او پای دورې قسط ترمنځ توپیر څه دی؟ د مرکبي ربحې (Compounding) او تنزیل (Discounting) ترمنځ توپیر څه دی؟ دغه جمله «په لوړ نرخ سره د پیسو د بعدي ارزش تنزیل کول څه مانا لري؟»
8. لکه څرنګه چې په راتلونکي فصلونو کې توضیح کیږي، د ربحې لوړ نرخونه د دارايي ګانو د ارزش د کموالي باعث کیږي. تاسو ولې ددغې رابطې د معکوس (Inverse) حالت توقع لری؟
9. د لاتدي برخو ترمنځ څه ډول اړیکي شتون لري:
- a. د ربحې د نرخ زیاتوالي او د قسط د فعلي ارزش ترمنځ
- b. د دورو د شمیر (Number of Periods) د زیاتوالي او د ډالر د فعلي ارزش ترمنځ
- c. د مرکبي ربحې د تکرار د زیاتوالي او د قسط د راتلونکي ارزش (FV) ترمنځ
- d. د ربحې د نرخ کموالی او د مجموعي مبلغ (Lump-sum) د فعلي ارزش ترمنځ
- e. د ربحې د نرخ کموالی او د یو ډالر د راتلونکي ارزش (Future Value) ترمنځ
- f. د کالونوپه شمیر کې کموالی او د قسط د فعلي ارزش ترمنځ
- g. د یوه فعلي ارزش د ورکړل شوي معیاري ارزش د کموالي او سود نرخ او یا د عاید ترمنځ روابط څه ډول دي؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

10. یو پس انداز کوونکی 1,000 ډالر په بیه لرونکو اسنادو کې چې 10 کاله وروسته پای ته رسیږي او 5% ربحه تر لاسه کوي سرمایکډاري کوي، چې دغه ربحه د سند تر پای ته رسیدو پوري هر کال مرکبه کیږي:
- a. دغه پس انداز کوونکی به څومره ربحه لاسته راوړي، که چیرې هر کال ربحه تر لاسه نکړي؟
- b. دغه پس انداز کوونکی به څومره ربحه لاس ته راوړي، که چیرې هر کال ربحه لاسته راوړي؟
- c. د a او b ځوابونه ولې تفاوت لري، علت یې روښان کړئ؟
11. د کال 7% مرکبې ربحې سره، څو کالونو ته ضرورت دی چې:
- a. 200 ډالر تر 245 ډالرو پوري زیاتوالی وکړي؟
- b. 2500 ډالره 4295 ډالرو ته زیاتوالی وکړي؟
- c. او 10,000 ډالره 19670 ډالرو ته زیاتوالی وکړي؟
12. یو مستقل شخص په کال کې 3,000 ډالر په خپل تقاعدي حساب کې پس انداز کوي، چې 8% سود لاس ته راوړي:
- a. که چیرې د پس انداز دغه پروګرام د دغه شخص له 45 کلنۍ څخه شروع وي، نو کله چې دغه شخص په 65 کلنۍ کې تقاعد کیږي، په تقاعدي حساب کې به یې څومره مبلغ موجود وي؟
- b. که چیرې دغه شخص خپله تقاعدي تر 70 کلنۍ پوري وځنډوي، نو څومره اضافي مقدار پیسې به دده په حساب کې موجودي وي؟
- c. که چیرې دغه پس انداز کونکی تر 70 کلنۍ پوري تقاعد نشي او د تقاعدي حساب ته خپل سالانه سهم یانې 3,000 ډالر د 65 کلنۍ څخه وروسته تادیه نه کړي، نو په حساب کې به څومره اضافي پیسې ولري؟
13. یوه 45 کلنه ښځه تصمیم لري، چې د تقاعد په پلان کې نقدې پیسې کیږدي. نوموړې ښځه په کال کې 2,000 ډالر پس انداز کوي او د دغه پس انداز



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

څخه 9% سود لاس ته راوړي. که چیرې دغه بنځه په 65 کلنۍ کې تقاعد شي، نو څومره مبلغ به یې جمع کړي وي؟ د تقاعدی په عمر کې د 20 کالو له پاره هر کال څومره مبلغ اخیستلای شي، که چیرې د سود نرخ لاهم 9% وي؟

14. که چیرې یو پلار وغواړي، چې 100,000 ولري، ترڅو خپل نوی زیږیدلی زوی پوهنتون ته واستوي. نوموړی پلار باید هر کال د 18 کالو مودې له پاره څومره پانګه اچونه وکړي، که چیرې نوموړی له دغو پیسو څخه 9% ربحه لاس ته راوړي؟

( هر فعلی شاګرد چې بیا وروسته پلار کیږي او غواړي چې خپل ماشوم پوهنتون ته واستوي، باید دغه محاسبه د ماشوم د ژوند په لومړیو کې ترسره کړي)

15. یوې کونډې شخې فعلاً 93,000 ډالر سرمایه‌گذاری کړي دي او د کال 9% ربحه لاس ته راوړي، ایا هغه کولای شي د راتلونکو 10 کالونو له پاره هر کال 16,000 ډالر له حساب څخه واخلي؟

16. یوه پانګه اچوونه د 25 کالونو له پاره په کال کې 10,000 عاید لاس ته راوړي. که چیرې یو پانګه اچوونکی د یوې بلې پانګې اچونې څخه 10% عاید لاس ته راوړلای شي، نو ددغې پانګه اچونې فعلی ارزش څومره دی؟ که چیرې ددغې پانګه اچونې فعلی قیمت 120,000 ډالره وي، ایا پانګه اچونکی باید هغه واخلي او که څنګه؟

17. د نقدو پیسو ددخولي جریان سره، یو شرکت د سرمایه‌گذاری دوه ممکنه حالتونه لري:

درېیم کال	دوهم کال	لومړی کال	
1,800	1,700	1,400	A
1,500	1,500	1,500	B

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې دغه تصدې له نورو پانگو اچونو څخه %7 عاید لاس ته راوړي، نو د A او B پانگه اچونو فعلی ارزش څه دی؟ که چیرې هره پانگه اچونه 4000 ډالره مصارف ولري، نو ایا د هرې پانگې اچونې فعلی ارزش د پانگې اچونې د مصارفو څخه زیات دی؟ (دغه پوښتنه د سرمایې د بودجه بندۍ یوه ساده مثال دی). دغه تخنیک تصدې ته اجازه ورکوي، ترڅو مختلفې ممکنه پانگې اچونې په ردیفونو وویشي او همدارنګه د زیات منفعت لرونکې پانگې اچونې په انتخاب کې هم مرسته کوي.

.18

a. که چیرې یو نفر فعلاً 10,000 عاید لاس ته راوړي او د انفلاسیون د قیمتونو د نرخ لوړالی، په دوامدار ډول %4 د 10 کالونو له پاره دوام وکړي، نوموړی شخص باید څومره مبلغ ولري، ترڅو خپل د خرید قدرت برقرار وساتي؟

b. که چیرې یو شخص یو کور په 50,000 زره ډالره په 1970 کال کې اخیستی وي او په 2000 کال کې یې خرڅ کړی وي. د کور ارزش به څومره وي، که چیرې په تیرو 30 کالونو کې د قیمتونو د لوړوالي کالنی نرخ %5 وي؟

19. تاسو د سهم یو سند په 20 ډالره اخلئ او توقع لرئ، چې د هغه قیمت په کال کې د %8 نرخ سره لوړ شي:

a. پنځه کاله وروسته د کوم قیمت توقع لرئ؟

b. که چیرې د قیمت د لوړوالي نرخ د %8 څخه %16 ته دوه چنده شي، ایا دا به د سند قیمت دوه چنده کړي؟ ولې؟

20. تاسو 25 کلن یاست او د خپلې نیا څخه درته 65,000 زره ډالر په میراث پاتې دي.

## د شرکتونو د تمویل او پانگې اچونې اساسات

که چیرې تاسو هیله ولرئ، چې 100,000 ډالره یوه تفریحي بیړۍ واخلي، ترڅو خپله 30 مه کلیزه ولمانځئ، تاسو باید د مرکبې ربحې څومره اندازه کلنۍ نرخ ولرئ؟

21. یوه پانگه اچونه تاسو ته د کال 10,000 ډالره د پنځو کالو له پاره عرضه کوي. که چیرې دغه پانگه اچونه 33,520 ډالره مصارف ولري، نو ستاسو د پانگې اچونې د سود نرخ به څومره وي؟

22. یوه پانگه اچونه چې 61,446 ډالره مصارف لري د 10 کالونو له پاره د کال 10% عواید لاس ته راوړي. په کال کې ددغې پانگې اچونې له پاره د څومره نقدو پیسو ددخلي جریان لري؟

23. تاسو ته پنځه کاله وروسته 900 ډالره یا په کال کې 150 ډالره د پنځو کالونو له پاره عرضه کیږي. که چیرې تاسو له خپلو پیسو څخه 6% عواید لاس ته راوړلای شئ، نو په پورته دوه انتخابونو کې به کوم یو غوره کړئ؟  
که چیرې تاسو 14% عواید لاس ته راوړلای شئ، نو بیا به کوم یو انتخاب وکړئ؟ ستاسو ځوابونه ولې مختلف دي؟

24. تاسو یو بناري کور په 85,000 ډالره اخلئ. د 18000 ډالره پرداخت یا تادیبې وروسته تاسو د ګروې یو قرض په 9% ربحې سره، چې تر 15 کالونو پوري کالني تادیبې ته ضرورت لري، ترلاسه کوئ:

a. کلني تادیات څومره مبلغ کیږي؟  
b. د لومړي پرداخت څخه څومره مبلغ د ربحې د تادیبې کولو له پاره استعمالیږي؟

c. د لومړي پرداخت څخه وروسته د ګروې د قرض څومره مبلغ باقي پاتې کیږي؟

25. تاسو ته یو قسط چې هغه د لسو کالو له پاره هر کال 10,000 تادیبې کوي (10 پرداختونه) عرضه کیږي او دغه پرداخت د پنځو کالو تیریدو څخه وروسته

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- شروع کېږي. که چیرې تاسو د کال د 8% عاید په لټه کې وي، نو هغه اعظمي مبلغ چې تاسو یې د دغه قسط له پاره تادیه کوئ، هغه به څومره وي؟
26. تاسو غواړئ چې خپل معاش په شپږو کالونو کې دوه چنده کړئ. ستاسو معاش باید د ودې یا رشد په څه نرخ سره زیاتوالی وکړي، ترڅو خپل هدف لاس ته راوړئ؟
27. تاسو په خپل حساب کې هر کال 2,000 ډالره سرمایګذاري کوئ، چې د کال 10% سود درکوي. څومره وخت به ونیسي، ترڅو تاسو 50,000 ډالر جمع کړئ؟
28. Auntie Bea خپل کور په 100,000 خرڅوي او هغه د کال په 7% سود سره سرمایګذاري کوي. که چیرې د دغې بنځې د ژوند توقع 10 کاله وي، نو هغه به د کال څومره اعظمي مبلغ ددې د حفاظت، په کور، ډاکټر او مالیاتو باندې مصرفولی شي؟
29. تاسو د موټر په ټکر کې د 100,000 بیمې محکمه ګټئ. تاسو سمدستي 25,000 ترلاسه کوئ، خو باید د خپل وکیل 15,000 فیس تادیه کړئ. علاوه له دې تاسو به د 20 کالو له پاره په کال کې 2,500 ترلاسه کوئ، چې مجموعاً 50,000 کېږي. او 20 کاله وروسته 25,000 باقی مانده هم تاسو ته تادیه کېږي. که چیرې د سود نرخ 7% وي، نو ستاسو د حساب فعلي ارزش څومره دی؟

## دوهم څپرکی

30. هر یو د دغو لاندې کمیټونو څخه د یوې پانګې اچونې په خالص فعلي ارزش باندې تاثیر لري؟
- a. د ربحې په نرخ کې زیاتوالی
- b. په جاري دارايې کې زیاتوالی، چې د سرمایګذاری د یوې برخې په ډول ورته اړتیا ده
- c. په تخمینی قیمت کې زیاتوالی، چې ماشین الات کیدای شي په هغه قیمت سره وپلورل شي
- d. د مالګانو سرمایې څخه د سرمایګذار په غوښتل شوي عاید کې زیاتوالی
31. لاندې درکړل شوی هر یو جزء د پانګې اچونې په فعلي ارزش باندې څه تاثیر اچوي؟
- a. د ربحې په نرخونو کې زیاتوالی
- b. په سیارو دارايو کې زیاتوالی، چې د پانګې اچونې د یوه جزء د تر سره کیدو له پاره اړینې وي
- c. په هغه تخمینی قیمت کې زیاتوالی د کوم په اساس چې کیدای شي تجهیزات خرڅ شي
- d. د پانګه اچوونکو په اړینو حاصلاتو کې زیاتوالی
32. هر یو د دغو لاندې کمیټونو څخه د یوې پانګې اچونې د ذاتي سود په نرخ باندې څه تاثیرات واردوي؟
- a. د تصدی د پانګې په مصارفو کې کموالی
- b. د پانګې اچونې د تهیه کولو په مصارفو کې زیاتوالی
- c. له خطي استهلاک څخه د صعودي استهلاک په لوري بدلون (تغیر یا برگشت)

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

33. په فعالیتګاه او ماشین الاتو کې پانګې اچونې او په بیه لرونکو اسنادو کې پانګې اچونې ترمنځ څه توپیر دی؟ کله چې د ربحې نرخونه ټیټ شي، نو د پانګې اچونې ارزش ولې لوړوالی کوي؟
34. یو شخص ماشین الات په 23,985 خریداري کوي او په کال کې 60,000 د نقدو پیسو جریان د پنځو کالونو له پاره په لاس راوړي. ددغې پانګې اچونې د ذاتي سود نرخ به څومره وي؟
35. د یوې تصدی له پاره د پانګې مصارف 10% دي. دغه تصدی د لاتدې نقدو پیسو د داخلي جریان سره د پانګې اچونې دوه امکانات لري:

B	A	کال
200	300	1
200	200	2
200	100	3

- a. هره یوه له دغو پانګه اچونو څخه 480 مصارف لري. تصدی باید د خالص فعلي ارزش په نظر کې نیولو سره په کومه برخه کې پانګه اچونه وکړي؟
- b. ددغو دوو پانګو اچونو د ذاتي سود نرخ څومره دی؟ تصدی باید کومه یوه پانګه اچونه وکړي؟ ایا دا هماغه ځواب دی، چې تاسو په a ځواب کې لاس ته راوړی و؟
- c. که چیرې د پانګې مصارف 14% ته لوړ شي، نو تصدی باید کومه پانګه اچونه وکړي؟
36. یوه تصدی د پانګې اچونې لاتدې مختلفې لارې لري:

د نقدو پیسو جریان د تصدی داخلي محیط ته Cash in flows			
C	B	A	کال
-	3,600	1,100	1
-	-	1,100	2
4,562	-	1,100	3

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- هره یوه له دغو پانګو اچونو څخه 3000 مصارف لري، د B او C پانګې اچونې د یوه بل په مقابل کې قرار لري. او د دغې تصدی د پانګې مصارف 8% دي:
- a. د هرې یوې پانګې اچونې خالص فعلی ارزش مالوم کړئ
- b. د خالص فعلی ارزش په نظر کې نیولو سره، تصدی باید کومه یوه پانګه اچونه ترسره کړي؟ او ولې؟
- c. د هرې پانګې اچونې د پانګې د ذاتي سود نرخ څومره دی؟
- d. د پانګې اچونې د ذاتي سود نرخ په نظر کې نیولو سره، دغه تصدی باید کومه پانګه اچونه ترسره کړي؟ او ولې؟
- e. د پانګې اچونې د ذاتي سود د نرخ او د خالص فعلی ارزش میتودونو د دواړو په نظر کې نیولو سره، دغه تصدی باید کومه یوه پانګه اچونه ترسره کړي؟
- f. که چیرې دغه تصدی د B پانګه اچونې څخه په یوه کال کې لاس ته راغلي 3,600 مبلغ په 10% سود سره سرمایه‌گذاری کړي، دغه مالومات به د ستاسو د e برخې په ځواب باندې څه ډول تاثیر ولري؟ ایا ځواب به یې متفاوت وي، که چیرې د سود نرخ 14% وي؟
- g. که چیرې د تصدی د پانګې مصارف 10% وي، د A پانګې اچونې د پانګې د ذاتي سود نرخ به څومره وي؟
- h. د پانګې د بودجه بندۍ د دوباره تادیې میتود به کومه یوه پانګه اچونه انتخاب کړي؟ ولې؟

## درېم څپرکی

37. د دوو تصمیمونو په اړه چې د مالي صورت حسابونو تحلیل ته اړتیا لري ، په لنډ ډول تر بحث لاندې ونیسئ؟
38. مالي تحلیل کوونکي ولې د مطلقو اعدادو په پرتله د مالي نسبتونو څخه استفاده کوي؟ یو مثال وړاندې کړئ؟
39. د شرکت د فعالیتونو مقایسه د مجموعي صنعت سره ددې په څنګ کې نور کوم مقایسات باید د صنعت په داخل کې په نظر کې ونیول شي؟
40. د Shamrock Vegetable Co لاندې ارقام په خپل اختیار کې لري:

6.000.000	خالص خرڅلاو
4.000.000	خالصه مجموعي دارايي
160.000	استهلاک
400.000	خالص عايد
2.000.000	اوږدمهاله قرض
1.160.000	د مالکانو سرمایه
160.000	د مفادو توزیع

Shamrock شرکت د مالکانو د سرمایې عايد (Return on Owner Equity) مستقیماً سنجش کړئ؟ د DuPont د دريو اجزاو په استعمالولو سره دغه سنجش تائيد کړئ؟

a. د a ځواب د ROE څخه په استفادې سره، ددغه شرکت د دوامداره متوقعه ودې نرخ څومره دی؟

b. که داسې فرض شي، چې خالص نهايي مفاد 0.04 وي، نو ددغه شرکت په ROE کې څه تغير راجي؟



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

c. د c ځواب د ROE څخه په استفادې د شرکت دوامداره متوقعه ودې نرخ خودی؟

څه به پېښ شي که چېرې د مفادو توزیع 40,000 وي؟

41. لاندې بیلابیلې شیتې در کړل شويدي. د لاندې درکړل شويو نسبتونو قیمتونه د 2003 کال له پاره سنجش کړئ او همدارنگه توضیح کړئ، چې څه ډول د هغه پایلې د صنعت د اوسط نسبت او د Eddies د تیرو فعالیتونو او کړنو سره پرتله کيږي او د نسبتونو سنجش شوي پایلې د دواړو سره پرتله کړئ.

a. فعلی نسبت (Current Ratio) (2.00 : Eddies average اوسط نسبت) د

صنعت اوسط نسبت (2.20 Industry average)

b. تیز (کړندی) (Quick Ratio) (1.00 ، 1.10)

c. د طلباتو واپس کیدنه (Account Receivable Turnover) (18.00 ، 18.00)

d. د مالکانو د سرمایې حاصل (ROE) (0.118 ، 0.126)

e. د مجموعي سرمایې حاصل (0.128 ، 0.135)

f. قرض / د مالکانو سرمایې نسبت (0.50 ، 0.60)

g. قرض / مجموعي سرمایې نسبت (0.37 ، 0.40)

h. د ربحي پوښښ (4.00 ، 4.50)

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

### EDDIES ENTERPRISES CONSOLIDATED BALANCE SHEET: YEARS ENDED DECEMBER 31, 2002 AND 2003

ASSETS (DOLLARS IN THOUSANDS)		
	2003	2002
Cash	\$ 100	\$ 90
Receivables	220	170
Inventories	330	230
Total current assets	650	490
Property, plant, and equipment	1,850	1,650
Depreciation	350	225
Net properties	1,500	1,425
Intangibles	150	150
Total assets	2,300	2,065

LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		
	2003	2002
Accounts payable	\$ 85	\$ 105
Short-term bank notes	125	110
Current portion of long-term debt	75	—
Accruals	65	85
Total current liabilities	350	300
Long-term debt	625	540
Deferred taxes	100	80
Preferred stock (10%, \$100 par)	150	150
Common stock (\$2 par, 100,000 issued)	200	200
Additional paid-in capital	325	325
Retained earnings	550	470
Common shareholders' equity	1,075	995
Total liabilities and shareholders' equity	2,300	2,065

### EDDIES ENTERPRISES CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME: YEARS ENDED DECEMBER 31, 2002 AND 2003

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

42. درې شرکتونو په دا وروستی دوره کې لاندې نتایج درلودل:

M	L	K	
0.10	0.06	0.04	د خالص مفادو تفاوت
1.40	2.00	2.20	د مجموعي دارايي لاس ته راتلل
1.50	2.20	2.40	د مالکانو مجموعي دارايي/سرمایه

a. د ډیویډنټ د دريو اجزاوو په اساس د هر یوه د مالکانو د سرمایې سود سنجش کړئ؟

b. د لاندې درکړل شویو عوایدو او مفادو توزیع په نظر کې نیولو سره، د هر یوه شرکت د دوامدارې متوقفه ودې نرخ سنجش کړئ؟  
د پورتنیو دريو شرکتونو عواید او د مفادو توزیع

M	L	K	
4.50	3.00	2.75	عاید / سهم
1.00	1.00	1.25	د مفادو توزیع / سهم

43. د لاندې بیلابیلو شیتونو په نظر کې نیولو سره ، د 2003 کال له پاره د نسبتونو لاندې قیمتونه سنجش کړئ، او دا هم توضیح کړئ چې دغه نتایج د صنعت د اوسط او د دغه شرکت د فعالیتونو سره څرنگه مقایسه کېږي؟

a. فعلي نسبت (2.00; 2.20)

b. چټک نسبت (1.00; 1.10)

c. د طلباتو واپس کیدنه (18.00; 18.00)

d. د مالکانو د سرمایې عاید (0.118; 0.126)

e. د عامه سرمایې نسبت Return on common Equity (0.128; 0.135)

د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- f. د قرض سرمایهي نسبت Debt/ Equity Ratio (0.60; 0.50)  
g. قرض/ مجموعي سرمایهي نسبت Debt/ total-capital ratio (0.40; 0.37)  
h. د ربحي پوښنې (Interest Coverage) (4.00; 4.50)

**EDDIES ENTERPRISES CONSOLIDATED BALANCE SHEET:  
YEARS ENDED DECEMBER 31, 2002 AND 2003**

ASSETS (DOLLARS IN THOUSANDS)		
	2003	2002
Cash	\$ 100	\$ 90
Receivables	220	170
Inventories	330	230
Total current assets	650	490
Property, plant, and equipment	1,850	1,650
Depreciation	350	225
Net properties	1,500	1,425
Intangibles	150	150
Total assets	2,300	2,065
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		
	2003	2002
Accounts payable	\$ 85	\$ 105
Short-term bank notes	125	110
Current portion of long-term debt	75	—
Accruals	65	85
Total current liabilities	350	300
Long-term debt	625	540
Deferred taxes	100	80
Preferred stock (10%, \$100 par)	150	150
Common stock (\$2 par, 100,000 issued)	200	200
Additional paid-in capital	325	325
Retained earnings	550	470
Common shareholders' equity	1,075	995
Total liabilities and shareholders' equity	2,300	2,065

**EDDIES ENTERPRISES CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME:  
YEARS ENDED DECEMBER 31, 2002 AND 2003**

(DOLLARS IN THOUSANDS)		
	2003	2002
Net sales	\$3,500	\$2,990
Cost of goods sold	2,135	1,823
Selling, general, and administrative expenses	1,107	974
Operating profit	258	193
Net interest expense	62	54
Income from operations	195	139
Income taxes	66	47
Net income	129	91
Preferred dividends	15	15
Net income available for common shares	114	76
Dividends declared	40	30

## خلورم خپرکی

44. د خاص اسهامو په مقابل کې د عام اسهامو ځانگړتیاوې څه دي؟
45. ایا یوه تصدې مجبوره ده، چې خاص اسهامو ته مفاد توزیع کړي؟ او تجمع شوي خاص اسهام د پانگه اچوونکي له پاره څه گټه لري؟
46. د سهامې شرکت له نقطه نظره، د قرض سند Bond په نسبت خاص اسهام کم خطر لرونکي دي، خو د پانگه اچوونکي له نقطه نظره خاص اسهام د قرض د سند په نسبت د زیات خطر لرونکي دي. د خطر په ارتباط دغه دوه جملې ولې درستې دي؟
47. ولې في خاص سهم عواید د خاص اسهامو له پاره د محفوظوالي د اندازه گیری واحد دی؟
48. که چیرې تاسو د اقلیت اسهامو مالک وای، نو تاسو به ولې د تجمعي رایه ورکونې (Cumulative Voting) څخه ملاتړ کاوو؟
49. د اشخاصو په عوایدو مالیات، د مفادو د ذخیره کولو په تصمیم باندې څه ډول اغېزه لري؟
50. یو متقاعد انفرادي شخص به د مفادو د توزیع کولو سیاست ته ثابت پرداختونه او یا که مستقر ډالر ته ترجیح ورکړي؟
51. د 10% مفادو د توزیع څخه وروسته د سهم قیمت ولې کموالی کوي؟
52. که چیرې تاسو د مفادو د توزیع څخه یوه ورځ مخکې سهم واخلي، ایا تاسو د سهم د مفادو توزیع لاس ته راوړئ شی؟
53. د مفادو د دوباره سرمايگذاري پلان څه ته وايي؟ او پانگه اچوونکي ته څه گټې وړاندې کوي؟
54. د West Wind Inc. په نوم شرکت 5.000.000 خپاره شوي عام اسهام لري، چې د في سهم بازار قیمت یې 60 ډالره دی. د راتلونکي کال له پاره د 6.900.000

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

خالص عوایدو توقع کیږي. د اسهامو درې د یوه له پاره (Three-for-one) انشقاق یا ماتیدنه به پر فی سهم عاید او د سهم په قیمت باندې څه تاثیر واچوي؟

55. د Sharon Bohnette په نوم یو شخص د Northern China Co شرکت 1,000 اسهام لري. په مدیره هئیت کې د څلورو څوکیو له پاره اشخاص ټاکل کیږي او Sharon Boh هم یو له نوماندانو څخه دی. د رایې اچونې د عنعنوي میتود لاندې به دغه شخص د ځان له پاره څومره رایې واچوي؟ او د رایې اچونې د مجموعي میتود cumulative method لاندې به دغه شخص د خپل ځان له پاره څومره رایې واچوي؟

56. د Jersy Mining په نوم شرکت فی سهم 9.50 ډالره عاید لاس ته راوړي او هغه سهم په 90 ډالره خرڅوي او فی سهم 6 ډالره مفاد توزیع کوي. دغه اسهام د دوه د یوه له پاره Two-for-one انشقاق یا ماتیدنه لري او فی سهم 3 ډالره نقد مفاد اعلان شوي دي.

a. د سهم نوی قیمت به څو وي؟

b. که چیرې د دغه شرکت مجموعي عواید تغیر ونه کړي، نو د سهم د انشقاق څخه مخکې او وروسته د پرداخت نسبت payout Ratio به څومره وي؟

57. د A په نوم شرکت په خپل بیلابیلو شیبې کې لاندې انتخابي اقلام درلودل:

کسه (نقدې پیسې)	28.000.000
عام اسهام (2.000.000 خپاره شوي دي. اسمي ارزش یې 50 ډالره)	100.000.0.00
اضافي تادیه شوي سرمایه	10.000.000
نه ویشل شوي مفاد Retained Earnings	62.000.000

هر یو له دغو اقلامو څخه به څه ډول را څرګندېږي، وروسته له:

a. د فی سهم 1 ډالر نقدو مفادو د توزیع څخه؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- b. د اسهامو د 5% مفادو توزیع (د هر سهم د بازار ارزش 100 ډالر)؟
- c. د یو د دوه له پاره One for Two د اسهامو د برعکس ماتیدنې څخه وروسته؟
58. د Jackson Enterprises په نوم شرکت د مالکانو د سرمایې لاندې حسابونه لري:

	100.000	عام اسهام (100.000 اسهام خپاره شوي، اسمي ارزش یې 1 ډالر)
200.000		اضافي تادیه شوي سرمایه additional paid-in capital
		نه ویشل شوي مفاد 225.000retained earnings

- مدیره هیئت د جنوري په اول تاریخ د اسهامو په ذریعه د 20% مفادو او د مارچ په اول تاریخ د 0.25 ډالره نقدي مفادو د توزیع اعلان کړی دی. د پورتنی هرې معاملې (د مفادو د توزیع د اعلان) څخه وروسته به د شرکت په حسابونو کې څه تغیر راشي، که د سهم قیمت به 4 ډالرو وي؟
59. د یوه شرکت په بیلابیلو شیت کې لاندې اقلام شامل دي:

	10.000.000	کسه
	30.000.000	مجموعي قرضونه
10.000.000		عام اسهام (2.000.000 اسهام خپاره شوي، اسمي ارزش 5 ډالر)
	3.000.000	اضافي تادیه شوي سرمایه
	42.000.000	نه ویشل شوي مفاد

- د دغه بیلابیلو شیت هر یو قلم به څه ډول وي وروسته له:
- a. د اسهامو د درې د یوه له پاره Three-for-one انشقاق څخه؟
- b. د فی سهم 1.25 ډالر نقدي مفادو د توزیع څخه؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

- c. د اسهامو په ذریعه د 10% مفادو د توزیع څخه ( د فی سهم جاري قیمت 15 ډالری؟
60. د اسهامو د دوه د یوه له پاره Two-for-one انشقاق به د یوه شرکت په لاندې ذکر شویو اقلامو باندې څه تاثیر واچوي؟
- a. د فی سهم 4.20 ډالر عواید
- b. د مالکانو مجموعي سرمایه 10.000.000 ډالر
- c. اوږدمهاله قرض 4.300.000 ډالر
- d. اضافي تادیه شوي سرمایه 1.534.000 ډالر
- e. د نشر شویو اسهامو شمیر 1.000.000 اسهام
- f. عواید 4.200.000 ډالر



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

## پینځم څپرکی

61. لاندې جدول راکړل شوی دی:

د قرض سند نښونکي	د پای ته رسیدو تاریخ	د قرض درجه بندي	تر پای ته رسیدو پوري بازدهي
د ABC Inc شرکت	10 کاله	AAA	6.2%
د GEF Inc شرکت	20 کاله	A	8.0
د GHI Inc شرکت	20 کاله	B	9.5
د JKL Inc شرکت	10 کاله	B	8.8

د سود په نرخونو کې تفاوت څنګه توضیح کوي؟ د قرض د سند بازدهي Yield د a د وخت د تاثیر او b د خطر د تاثیر په اړه څه ډول مفهوم افاده کوي؟

62. د جاري حاصل Current Yield او د پای ته رسیدو حاصل Yield to maturity ترمنځ توپیر څه دی؟ دغه دوه حاصلونه څه وخت سره مساوي وي؟ د پای ته رسیدو حاصل له جاري حاصل څخه څه وخت زیات وي؟ که چیرې تاسو فکر کړی وي، چې د سود نرخونه نزول کوي، ایا تاسو به د قرض اسناد واخلي او که څرخ به یې کړی؟

63. قرض debt باید بالاخره تادیه شي. د دوامدار نشرکيدونکي Serial bond issue او د نزولي فنډلرونکي يا Sinking fund قرض اسنادو ترمنځ څه توپير دی؟

64. د ماشين الاتو او تجهيزاتو اطمینانیه اسناد د غیر تضمیني قرض اسنادو Debentures په نسبت ولې زیات محفوظ دي؟ د پانګه اچوونکي له نظره په عاید پوري تړلي قرض income bonds ولې د غیر تضمیني قرض په نسبت زیات محفوظ دی؟

65. که چیرې تاسو د سود د نرخونو د لوړوالي توقع لری، ایا تاسو باید د قرض اسناد واخلي او که په لاس کې موجود قرض اسناد به څرخ کړی؟

66. که چیرې د قرض د سند د نشریدو څخه وروسته د سود نرخونه لوړ شي، تاسو ولې دا توقع لری، چې نشرکوونکي تصدي دي د قرض سندونو د راټولولو اعلان Call وکړي؟

67. د قرض اسنادو د بیا راټولولو مشخصات د نزولي پیسو sinking fund سره څه تفاوت لري؟ د تصدی له نقطه نظره کوم یو یې د ترجیح وړ دی؟ که چیرې د قرض اسناد د بیا

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

راټولولو مشخصه ونه لري، نو تصدې څنګه کولای شي، چې د پای ته رسیدو څخه مخکې د قرض اسناد بیا تادیه retire کړي؟

68. د دغو کمیټونو څخه کوم یو د یوه 20 کلن قرض سند د قیمت په ټاکلو کې زیات مهم دی:

د سود تادیه کول که د اصلي سرمایې بیا تادیه کول؟ که چیرې دغه د قرض سند په 5 کالو کې پای ته رسېدل، نو ایا ستاسو ځواب به مختلف وي؟

69.

a. یوه د قرض پانډه چې 1000 ډالر ارزش لري، هرې شپږ میاشتې وروسته 37.50 ډالر تادیه کوي (7.5% کلنی نرخ) او 10 کاله وروسته پای ته رسېږي. که چیرې د ربحې فعلي نرخ 10% وي، نو د قرض پانډې قیمت به څو وي؟

b. که چیرې 6 کاله وروسته د ربحې نرخونه همداسې 10% وي، نو د قرض پانډې قیمت به څو وي؟

c. که چرته د a او b په جزونو کې د ربحې نرخونه تغیر ونه خوري، نو ولې د قرض پانډې قیمت تغیر خوري؟

d. د a او b جزونو د ربحې نرخ 6% ته تبدیل کړئ او په پورته عملیه دوباره کار وکړئ او د خپلو ځوابونو سره یې مقایسه کړئ. که څه هم په دواړو سنجشونو کې د ربحې نرخ 6% دي، نو ولې د قرض پانډې قیمتونه یو او بل ته مختلف دي؟

70. یو 1,000 ډالرو د قرض سند لاندې کمیټونه لري:

- د سود د کوپون نرخ 6%

- د شپږ میاشتني تادیه کیدونکي سود

- د پای ته رسیدو وعده 10 کاله

a. د دغه قرض سند قیمت به څو وای، که چیرې د دغه قرض مشابه د یوه بل قرض حاصل 8% وي؟

b. د دغه قرض سند قیمت به څو وای، که چیرې د دغه قرض مشابه د یوه بل قرض حاصل 8% وي او په پنځو کالو کې پای ته رسېږي؟

c. په a او b ځوابونو کې قیمتونه ولې مختلف وي؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

d. a او b په ځوابونو کې د قرض د سند د قیمتونو څومره تناسب proportion د سود په پرداختونو او د اصلي سرمایې په بیا تادیه کولو پورې ارتباط پیدا کوي؟  
e. په a او b ځوابونو کې جاري حاصل او د پای ته رسیدو حاصل څومره دی؟

.71

a. یو د 1,000 ډالرو د قرض سند په هرو شپږو میاشتو کې 350 ډالر (د کال 75% نرخ) سود تادیه کوي. او دغه د قرض سند په 10 کالو کې پای ته رسیږي. که چیرې د سود جاري نرخ 10% وي، نو د قرض د سند قیمت به څو وي؟  
b. که چیرې شپږ کاله وروسته د سود نرخونه بیا هم 10% وي، نو د قرض د سند قیمت به څو وي؟

c. سره ددې چې په b ځواب کې د سود نرخونو تغیر نه دی کړی، نو د قرض سند قیمت ولې تغیر وکړ؟

d. په a او b ځوابونو کې د سود نرخ 6% ته تبدیل کړئ او په خپلو ځوابونو باندې بیا کار وکړئ. سره ددې چې د سود نرخ 6% دی (په دواړو سنجشونو کې)، نو د قرض سند قیمتونه ولې مختلف دي؟

.72. د قرض یو سند چې په 15 کالونو کې پای ته رسیږي په شپږو میاشتو کې 40 ډالر ربحه تادیه کوي. که چیرې دغه د قرض سند په خپل اسمي ارزش سره خرڅ شي، نو د قرض سند جاري حاصل او د پای ته رسیدو حاصل به څو وي؟

.73. د Blackstone په نوم یو شرکت له 60 ډالر کلنۍ ربحې سره پنځه کلن خپاره شوي قرض اسناد لري. د هر قرض سند د مخ ارزش 1000 Face value ډالردی او دغه د قرض سند په 890 ډالر پلورل کیږي:

a. د دغه قرض سند د کوپون نرخ Coupon rate به څو وي؟

b. جاري حاصل یې څو دی؟

c. د پای ته رسیدو حاصل یې څو دی؟

.74. د 1000 ډالرو یو د قرض سند چې په 10 کالو کې پای ته رسیږي او 5% کوپن (50 ډالر په کال کې) لري په 690 ډالر خرڅیږي:

a. جاري حاصل یې څو دی؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

b. د پای ته رسیدو حاصل یې خودی؟

c. که پنځه کاله وروسته یې د پای ته رسیدو حاصل 10% وي، نو د قرض سند قیمت به څو وي؟

75. که چیرې یو مالي دلال Broker وغواړي، چې د قرض یو سند چې د AAA د خطر د محفوظیت درجه بندي لرونکي ده او د کوپون نرخ یې 10% ده، چې په شپږو میاشتو کې تادیه کیږي او په 8 کالونو کې پای ته رسیږي په 1200 ډالر خرڅ کړي. د یوه بل مشابه قرض د سود نرخ 8% دی. ددې په نظر کې نیولو سره ایا دغه دلال ستاسو د قرض سند قیمت مناسب ټاکلی دی که څنگه؟

76. لس کاله پخوا ستاسو نیکه ستاسو له پاره یو د قرض سند 1000 ډالر خریداري کړ. ددغه قرض سند د کوپون نرخ 10% دی یانې 50 ډالر چې په شپږو میاشتو کې تادیه کیږي. تاسو غواړئ چې دغه د قرض سند خرڅ کړئ او د هغه حاصل 8% دی. نو تاسو به ددغه قرض سند په عوض کې څومره قیمت ترلاسه کړئ؟

77. د A په نوم د قرض سند لاندې ځانګړتیاوې (کمیتونه) لري:

- د سود د کوپون نرخ 10%

- اصلي سرمایه 1000 ډالر

- د پای ته رسیدو دوره 8 کاله

د B په نوم د قرض سند لاندې ځانګړتیاوې (کمیتونه) لري:

د سود د کوپون نرخ 5%

اصلي سرمایه 1000 ډالر

د پای ته رسیدو دوره 8 کاله

a. که چیرې د ربحې نرخونه 10% وي، نو د هر یوه قرض سند قیمت به څومره وي؟

b. که چیرې د پنځو کالونو د تیریدو څخه وروسته د سود نرخونه 10% وي، نو د هر یو قرض سند قیمت به څومره وي؟

c. که چیرې د 8 کالونو د تیریدو څخه وروسته د سود نرخونه 8% وي، نو بیابانه د هر یوه قرض سند قیمت څومره وي؟

78. د قرض یو سند لاندې ځانګړتیاوې لري:

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- د سود د کوپون نرخ 8% (په شپږو میاشتو کې 4%).

- اصلي سرمایه 1000 ډالر

- د پای ته رسیدو دوره 10 کاله

a. کله چې د قرض سند پای ته ورسېږي، نو د قرض سند مالک به څه شی ترلاسه کړي؟

b. که چیرې د یوه بل مشابه قرض سند د سود جاري نرخ 12% وي، نو د قرض سند قیمت به څو وي؟

ایا تاسو به د تصدی څخه ددغه قرض سند د راټولولو د اعلان توقع ولرئ؟ ولې؟

c. که چیرې دغه د قرض سند یو نزولي فنډ ولري، چې د هغه په اساس شرکت باید په

سالانه ډول په کافي اندازه پیسې په یوه اطمینانیه شرکت کې څنګ ته کړي، ترڅو د پای ته

رسیدو په وخت کې به ټول نشر شوي قرض اسناد بیا تادیه کړي. دغه شرکت باید هر کال

د لسو کالونو له پاره څومره مبلغ څنګ ته کیږدي؟ په داسې حال کې چې دغه پیسې په کال

کې 9% عاید لاس ته راوړي او 10 ملیونه ډالرو قرض اسناد نشر شوي وي؟

79. ولې د قرض سند زیاتره قراردادونه شرایط Covenants د ځان سره لري؟ که چیرې

کوم شرایط نه وي وضع شوي، نو دغه د قرض د سند د قیمت له پاره څخه مانا لري؟

80. د قرض د قرارداد کوم مختلف ډولونه وجود لري؟ له هغوی څخه درې یې په تفصیل

سره تشریح کړئ؟

## شپږم څپرکی

81. معین حد لرونکی قرض bank line of credit څه ته وايي توضیح یې کړئ؟
82. د تنزیل او جبران بیلابیلو Compensating balances د بانک د تمویل په موثرو مصارفو باندې څه تاثیر لري؟
83. د دوره لرونکي قرض Revolving credit agreement توضیح کړئ او هغه د معین حد لرونکي قرض سره مقایسه کړئ؟
84. یو شرکت کیدای شي په کوم وخت کې د طلباتو د تمویل په لټه او هڅه کې شي؟
85. یو بانک کیدای شي د کومو محافظوي اقداماتو څخه استفاده وکړي. خو د خپل ځان ساتنه وکړي. کله چې یوه شرکت ته د مشتریانو د طلباتو د تضمین په مقابل کې قرض ورکوي؟
86. کله چې یوه تصدې خپله د ګدام موجودي د بانک د قرض په مقابل کې په تضمین ورکوي، نو د بانک لخوا د ګدام د ساتلو او د ذخیره کولو ستونزې څه ډول حل کېږي؟
87. تجارتي قرض Trade credit څه مانا او مفهوم لري؟ ددا ډول قرض ځیني کمیتونه یا شرایط په لنډ ډول توضیح کړئ؟
88. د لنډ مهاله تمویل په منظور د تجارتي قرض څخه د استفاده کولو اصلي دلایل څه دي؟
89. د کومو شرایطو لاندې به یوه تصدې د تجارتي تمویل د شرکت پواسطه د خپل تمویل حفاظت وکړي؟
90. د خرڅلاو نماینده (Factor فکتور- عامل)، د تجارتي تمویل د شرکتونو سره د طلباتو پواسطه تمویل سره څه توپیر لري، توضیح یې کړئ؟
91. شرکتونه ولې د خرڅلاو نماینده د خدماتو څخه استفاده کوي؟

## اووم خپرکی

92. د شرکت د خرید حق Warrant او د اشخاصو د خرید حق call ترمنځ توپیر څه دی؟ او ددغو دواړو او خرڅلاو حق put ترمنځ څه توپیر دی؟ یو پانګه اچونکی ولې یو ددغو څخه اخلي یا خریداري کوي؟

93. د خرید یا خرڅلاو حق ذاتي ارزش، زماني مازاد او په پای ته رسیدو کې د هغه ارزش څه ته ویل کېږي؟ زماني مازاد د خرید د حق په بالقوه نفوذ عاید-خطر باندې څه تاثیر لري؟

94. د پوښنې لرونکي حقوقو لیکل او د بې پوښنې حقوقو لیکلو ترمنځ څه توپیر دی؟ که چیرې یو پانګه اچونکی د خرید حقوق ولیکي، نو دغه پروسه څنګه پای ته رسېږي؟

95. که چیرې یو پانګه اچونکی د سهامو د قیمتونو د لوړوالي توقع ولري، ولې دغه پانګه اچونکی کیدای شي د یوه شرکت د سهامو د اخیستلو په عوض د مشخصه عدد لرونکي سهامو حقوق واخلي؟

96. که چیرې یو پانګه اچونکی د AT&T د سهامو د قیمت د نزول یا تیتوالي توقع ولري، دغه پانګه اچونکی کیدای شي د خرڅلاو حق put واخلي او یا د اشخاصو د خرید حق call خرڅ کړي. ددغو دوو حقوقو د بالقوه ضررونو او بالقوه مفادو ترمنځ څه توپیر دی؟

97. د راتلونکي قرارداد Futures د لنډ مهاله او اوږدمهاله موادو ترمنځ توپیر څه دی؟ څوک مفاد تر لاسه کوي که د امتعې قیمت نزول وکړي؟ د spot او راتلونکي قرارداد د قیمتونو ترمنځ توپیر څه دی؟

98. د اشخاصو د خرید یوه حق په 20 ډالر باندې د یوه سهم د اخیستلو وعده کړي ده. فعلاً دغه د سهم سند په 22 ډالر خرڅېږي او د خرید حق په 5 ډالر خرڅېږي. تاسو 100 سهام اخلي (2200 ډالر) او د خرید حق خرڅوئ (د خرید د حق د خرڅلاو څخه 500 ډالر لاس ته راوړئ).

a. ایا د اشخاصو د خرید دغه حق یو پوښنې لرونکی حق دی او که پوښنې نه لرونکی حق دی؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- b. که چیرې د خرید د حق په پای ته رسیدو نیته کې د سهم سند قیمت 29 ډالرو وي؟ په دغه لاس ته راغلي حالت کې ستاسو مفاد څه دي؟
- c. که چیرې د خرید د حق د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 19 ډالرو وي. په دغه حالت کې به ستاسو مفاد څه وي؟
99. د خرڅلاو یو حق په 50 ډالر باندې د یوه سهم د خرڅلاو وعده ورکړیده. دغه حق درې میاشتې وروسته پای ته رسیږي او فعلاً 3 ډالره قیمت لري او د سهم د سند قیمت 52 ډالره دی:
- a. که یو پانګه اچوونکی دغه د خرڅلاو حق واخلي. نو درې میاشتې وروسته به یې مفاد څومره وي که چیرې د سهم قیمت 50 ډالر؟ 55 ډالر؟ او یا 45 ډالر وي؟
- b. درې میاشتې وروسته به د دغه خرڅلاو حق د خرڅولو مفاد څومره وي، که چیرې د سهم قیمت 50 ډالر، 55 ډالر او یا 35 ډالر وي؟
100. د سهم د سند قیمت 39 ډالره دی او یو شپږ میاشتې د خرید حق چې د سهم وعده ورکړل شوي قیمت یې 35 ډالر دی او دغه حق په 8 ډالر خرڅیږي:
- a. د خرڅلاو حق ذاتي ارزش څومره دی؟
- b. د خرید حق زماني مازاد څومره دی؟
- c. که چیرې د سهم قیمت لوړ شي، نو د اشخاصو د خرید حق ته څه ورپېښیږي؟
- d. که چیرې د سهم قیمت 36 ډالرو ته راټیټ شي، د اشخاصو د خرید د حق د اخیستلو ضرر به څومره وي؟
- e. د بې پوښېنه د اشخاصو خرید حق د خرڅولو څخه لاسته راټلونکي حداکثر مفاد به څومره وي؟
- f. که د پای ته رسیدو په ورځ د اشخاصو د خرید حق قیمت 35 ډالره وي، نو د بې پوښېنه اشخاصو د خرید حق د خرڅولو مفاد (یا ضرر) به څومره وي؟
- g. که چیرې د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 46 ډالره وي، نو د بې پوښېنه د اشخاصو خرید حق د خرڅولو مفاد یا ضرر به څومره وي؟
- h. که چیرې د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 35 ډالره وي، نو د اشخاصو د خرید حق د اخیستلو مفاد یا ضرر به څومره وي؟



## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

- i. که چیرې د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 46 ډالره وي، نو د بې پوښښه اشخاصو د خرید حق د اخیستلو مفاد یا ضرر به څومره وي؟
101. تاسو هیله لرئ، ترڅو د سهم مارکېټ زیاتوالی وکړي، مګر که تاسو د سهم د ترلاسه کولو په عوض تصمیم ونیسئ ترڅو د سهم د شاخص هغه بعدي قرارداد، چې د نیویارک د اسهامو د تبادلې د کمپوزیت د شاخص پر نییاد ولاړ وي، ترلاسه کړئ. د نوموړي شاخص فعلي ارزش 58.8 ډالره دی او د قرارداد ارزش 500 ډالر ضرب یې د شاخص مقدار څخه عبارت دی. او د مفاد (تفاوت) شرط د 2,500 ډالرو څخه عبارت دی.
- a. کله چې تاسو قرارداد ترسره کړئ، نو څومره پیسې باید تادیه کړئ؟
- b. د شاخص پر اساس د قرارداد ارزش څومره دی؟
- c. که چیرې د شاخص ارزش یو فیصد زیاتوالی وکړي (59.39)، نو د پانګې اچونې ګټه به څومره وي؟
- او د هغو پیسو، چې تاسو تادیه کړي، د ګټې فیصدي څومره وي؟
- d. که چیرې د شاخص ارزش یو فیصد کموالی وکړي (58.2)، نو ستاسو پیسې او فنډ به څو فیصده تاوان وکړي؟
- e. که چیرې د شاخص قیمت 51.8 ته راټیټ شي، نو تاسو به څو فیصده ګټه (یا تاوان) تر لاسه کړئ؟
102. د یوه سهم سند قیمت 61 ډالره ده، او یو شپږ میاشتني د اشخاصو د خرید حق چې د سهم وعده ورکړل شوي قیمت یې 60 ډالر دی، په 5 ډالره خرڅیږي؟
- a. د سهم د سند ذاتي ارزش به څو وي؟
- b. د خرید حق زماني مازاد به څومره وي؟
- c. که د سهم قیمت ټیټ شي، نو د اشخاصو خرید حق ته څه ورپېښیږي؟
- d. که د سهم قیمت 45 ډالرو ته ټیټوالی وکړي، نو د اشخاصو د خرید حق د اخیستلو اعظمي ضرر به څومره وي؟
- e. د اشخاصو د بې پوښښه خرید حق د خرڅولو څخه لاس ته راتلونکي اعظمي مفاد به څومره وي؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

f. که د سهم د سند د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 66 ډالره وي، نو د اشخاصو د خرید حق د اخیستلو مفاد یا ضرر به څومره وي؟

g. که د سهم د سند د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 66 ډالره وي، نو د اشخاصو د بې پوښنه خرید حق د خرڅولو مفاد یا ضرر به څومره وي؟

h. که د سهم د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 46 ډالره وي، نو د اشخاصو د خرید حق د اخیستلو مفاد یا ضرر به څومره وي؟

i. که د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 46 ډالره وي، نو د بې پوښنه اشخاصو د خرید حق د خرڅولو مفاد یا ضرر به څومره وي؟

103. په 25 ډالر وعده ورکړل شوي قیمت سره د سهم د اخیستلو یو اوږدمهاله، حق چې یو کال وروسته پای ته رسیږي په 4 ډالره خرڅیږي. او د سهامو د خرڅلاو قیمت 26 ډالره دی. a. د دغه اوږدمهاله حق ذاتي ارزش او زماني مازاد څومره دی؟

b. د دغه اوږدمهاله حق ارزش به څو وي، که چیرې د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 20؟ 25؟ 30؟ او یا 40 ډالره وي؟

c. که چیرې د دغه اوږدمهاله خرید حق د پای ته رسیدو په ورځ د سهم قیمت 45 ډالره وي، نو د عاید هغه فیصدي به څو وي، چې یو پانګه اچونکی یې د سهامو څخه او یو پانګه اچونکی یې د دغه اوږدمهاله حق څخه لاس ته راوړي؟ په دغه سوال کې د خرید حق ولې د مالي نفوذ عاید - خطر (Financial Leverage) د کامیاب استعمال څرګندونه کوي؟

104. تاسې توقع لرئ، چې د سهامو د بازار قیمت لوړ شي، د سهامو د اخیستلو په عوض تاسو د مشخصه عدد لرونکي راتلونکي قرارداد د اخیستلو تصمیم نیسئ. دغه قرارداد د نیویارک د سهامو د تبادلې مارکېټ د مشخصه عدد (Index) په اساس دی. جاري مشخصه عدد 588 ده او دغه قرارداد یو ارزش لري، چې 500 ډالر ضرب مشخصه عدد ده:

a. کله چې تاسو دغه قرارداد عقد کوی، نو څومره مبلغ باید تادیه کړئ؟

b. د مشخصه عدد په اساس د قرارداد ارزش څومره دی؟

## د شرکتونو د تمویل او پانګې اچونې اساسات

---

c. که د مشخصه عدد ارزش په یوه فیصد (1%) سره 5939 ډالرو ته لوړ شي، نو د دغې پانګې اچونې مفاد به څومره توي؟ ستاسو د تادیه شویو پیسو څخه به څو فیصده عاید لاس ته راوړي؟

d. که چیرې د مشخصه عدد ارزش 1% په اندازه 582 ته کموالی وکړي، نو څو فیصده خپلې پیسې به له لاسه ورکړي؟

e. که مشخصه عدد 518 ته کموالی وکړي، نو ستاسو د عاید (یا ضرر) فیصدي به څومره وي؟

105. د تبدیلیدو وړ قرض سند نسبت پر سهم ارزش څنګه ټاکل کیږي؟ او د تبدیلیدو وړ قرض سند نسبت پر قرض څنګه ټاکل کیدای شي؟ دغه متحولین د قرض د سند په قیمت څه تاثیر لري؟

106. د پانګه اچوونکي له نقطه نظره، ولې د تبدیلیدو وړ قرض اسناد د اسهامو په نسبت لږ خطر لرونکي او د نه تبدیلیدو وړ قرض اسنادو په نسبت ډیر خطر لرونکي دي؟

107. یو شرکت ولې د تبدیلیدو وړ قرض اسنادو د بیا راټولولو اعلام صادروي؟ او د دغه اعلام د صدور له پاره کومو شرایطو ته ضرورت دی؟

**Prof. Dr. Stephan Paul**

Finance and Banking  
Ruhr- Universität Bochum

**References:**

Alexander, Gordon J./ Sharpe, William F. / Bailey, Jeffer V.:  
Fundamentals of Investments, 3<sup>th</sup> Ed., Upper Saddle River, 2000.

Brealey, Richard A. / Myers, Stewart C.: Principles of Corporate  
Finance, New York 2003.

Copeland, Thomas E. / Weston, T. Fred: Financial Theory and  
Corporate Policy, 4<sup>th</sup> Ed., Reading, MA 2003.

Haugen, Robert A.: Modern Investment Theory, 5<sup>th</sup> Ed., Upper Saddle  
River 2001.

Mayo, Herbert B.: Financial Institutions, Investments, and  
Management- An introduction, 8<sup>th</sup> Ed., Fort Worth 2003.

Melicher, Ronald W. / Norton, Edgar A.: Finance- Introduction to  
Institutions, Investments, and Management, 10<sup>th</sup> Ed., Cincinnati, OH  
2000.

Reilly, Frank K. / Brown, Keith C.: Investments Analysis and  
Portfolio Management, 7<sup>th</sup> Ed., Fort Worth 2002.

## Vorwort

Dieses pashtu-sprachige wirtschaftswissenschaftliche Lehr- und Lernbuch gehört zu einer Serie von insgesamt elf umfangreichen Textbüchern, auf denen das neue, an afghanischen Universitäten gelehrte wirtschaftswissenschaftliche Bachelor-Curriculum basiert. Es ist eines der vielen Produkte der Zusammenarbeit zwischen afghanischen Wirtschaftsfakultäten und der Ruhr-Universität Bochum (RUB), die in den 1960er Jahren – damals auf Kabul beschränkt – begonnen hat und seit dem Jahr 2002 fortgeführt wurde.

Die Kooperation zwischen der RUB und ihren Partnern dient der Heranführung der wirtschaftswissenschaftlichen Ausbildung in Afghanistan an internationale Standards und ruht auf drei Säulen. Dies sind

- die Stabilisierung und Vereinheitlichung der wirtschaftswissenschaftlichen Bachelor-Curricula an allen Standorten durch inhaltliche und strukturelle Anpassungen,
- die Unterfütterung dieser Bachelor-Curricula durch Lehr-/Lerntexte in englisch/dari/paschtu und
- die Befähigung möglichst aller jungen afghanischen Wirtschaftsdozenten, diese neuen Lehrinhalte zu vermitteln, die durch modular aufgebaute Trainingsaufenthalte in Bochum sowie durch ein eigens aufgelegtes Master-Programm erreicht wird.

Die Zusammenarbeit zwischen der RUB und afghanischen Wirtschaftsfakultäten ist mittlerweile flächendeckend und erstreckt sich heute auf die Universitäten von Kabul (seit 1967), Balkh, Herat Nangarhar (alle seit 2004), Kandahar, Khost, Bamyan (seit 2008) und Faryab (seit 2009) und wendet sich seit 2008 explizit den paschtu-sprachigen Hochschulen im Land zu. Für diese wurden, wie zuvor schon für die überwiegend dari-sprachigen Universitätsstandorte, alle das neue, einheitliche Bachelor-Curriculum abdeckenden Lehr-/Lerntexte aus dem Englischen ins Paschtu übersetzt. Sie werden den afghanischen Dozenten und ihren Studierenden zur Verfügung gestellt und ermöglichen es nun auch paschtu-sprachigen Studierenden sich die moderne Wirtschaftswissenschaft in ihrer Muttersprache zu erschließen.

Bochum im Frühjahr 2011

Prof. Dr. Wilhelm Löwenstein  
Geschäftsführender Direktor  
Institut für Entwicklungsforschung und Entwicklungspolitik  
Ruhr-Universität Bochum

**Get more e-books from [www.ketabton.com](http://www.ketabton.com)  
Ketabton.com: The Digital Library**