

### ارزشیابی سهام عادی

با اینکه در ارزشیابی سهام عادی نیز از همان اصولی که در ارزشیابی اوراق قرضه، سهام ممتاز، یا سایر اقسام دارایی بکار می‌رود، استفاده می‌شود، ولی دو خاصیت، تجزیه و تحلیل آنها را مشکلتر می‌سازد. خاصیت اول، میزان اطمینان در پیش‌بینی دریافت‌های آینده یک سهم عادی است. در مورد اوراق قرضه و سهام ممتاز پیش‌بینی چندان مشکل نیست زیرا پرداخت بهره یا سود سهام ممتاز را با اطمینان نسبی می‌توان تعیین نمود، لیکن در مورد سهام عادی پیش‌بینی حداقل درآمدهای آینده، سود سهام، و ارزش سهام بی‌نهایت مشکل است. خاصیت دوم که تجزیه و تحلیل مسئله را مشکل می‌کند اینست که، درآمد و سود سهام عادی معمولاً بر خلاف میزان بهره یا سود سهام ممتاز ثابت نمی‌ماند و انتظار می‌رود که افزایش یابد. بنابر این در این مورد نمی‌توان از فرمولهای استاندارد پرداختهای سالیانه استفاده نمود و باید از روشهای مشکلتری استفاده نمود.

ارزش سرمایه‌ای یک سهم عادی به بازده و جوهی که در صورت خرید سهم عاید سرمایه‌گذار می‌شود بستگی دارد. حال باید دید که این بازدهی از چه اقلامی تشکیل شده‌اند. واضح است که این بازدهی تشکیل شده از سودی است که سرمایه‌گذار دریافت می‌کند (چنانچه سهم را نگهداری کند) با اضافه پولی که از فروش سهم عایدش می‌شود (ارزش نهایی برابر است با ارزش اولیه با اضافه افزایش در قیمت سهام یا منهای کاهش در قیمت سهام).

برای تشریح مطلب، فرض کنید شما درصدد خرید یک سهم از سهام عادی شرکت مزبور می‌باشید، چنانچه سهم را بخرید و آنرا یکسال نگهدارید، ارزش جاری بازار هر سهم معادل ۲۰/۰۰۰ ریال می‌باشد. شما می‌دانید که شرکت فوق به ازای هر سهم، ۵۰۰۰ ریال درآمد بدست می‌آورد که ۳۰۰۰ ریال آنرا بعنوان سود سهام تقسیم می‌کند و بعلاوه سود سهام، درآمد و ارزش سهام این شرکت، در طی ۱۰ تا ۱۵ سال گذشته سالیانه در حدود ۴ درصد افزایش داشته است. از طرفی نرخ رشد تولید ناویژه ملی و بخصوص ارزش سهام بطور عمومی نیز تقریباً معادل همین ۴ درصد بوده است. با استفاده از این اطلاعات و روشهای ارزشیابی سرمایه‌گذاری نرخ برگشت مورد

انتظار ( $K$ ) را برای سهام شرکت مزبور می‌توان محاسبه نمود:

$$\begin{aligned} \text{ارزش فعلی} &= \frac{\text{سود سهام}}{1+K} + \frac{\text{ارزش در یکسال}}{1+K} \\ \text{ارزش فعلی} &= \frac{\text{سود سهام}}{1+K} + \frac{(\text{نرخ رشد} + 1) \times \text{ارزش فعلی}}{1+K} \\ ۲۰/۰۰۰ \text{ ریال} &= \frac{۳۰۰۰}{(1+K)} + \frac{۲۰۸۰۰}{(1+K)} = \frac{۲۳۸۰۰}{(1+K)} \\ K &= ۹\% \end{aligned}$$

حال روابط بالا و مفروضات مسئله را بررسی می‌کنیم. رابطه اول نشان می‌دهد که هزینه سرمایه‌گذاری برای خرید یک سهم، معادل قیمت فعلی است و بعلاوه برگشت سرمایه حاصل از خرید یک سهم برابر است با سود سهام با اضافه قیمت نهایی پس از یکسال. رابطه دوم نشان می‌دهد که قیمت نهایی برابر است با قیمت فعلی با اضافه ۴ درصد افزایشی که انتظار می‌رود در قیمت حاصل شود. در روابط بعدی می‌بینیم که اعداد مربوط به مسئله در فرمول قرار داده شده‌اند و نرخ برگشت سهام عادی یعنی  $K$  محاسبه شده که معادل ۹ درصد می‌باشد. نرخ برگشت مورد انتظار یعنی  $K$  را می‌توان به دو مؤلفه تجزیه نمود، یک مؤلفه ناشی از افزایش قیمت سهم و دیگری ناشی از سودی که به سهام متعلق گرفته است:

$$\begin{aligned} \text{نرخ برگشت ناشی از سود سهام} &= \frac{\text{سود سهام}}{\text{قیمت جاری}} = \frac{۳۰۰۰}{۲۰/۰۰۰} = ۰/۱۵ \\ \text{نرخ برگشت ناشی از افزایش قیمت سهم} &= \frac{\text{افزایش قیمت}}{\text{قیمت جاری}} = \frac{۸۰۰}{۲۰/۰۰۰} = ۰/۰۴ \end{aligned}$$

نرخ برگشت ناشی از افزایش قیمت سهام + نرخ برگشت ناشی از سود سهام = جمع نرخ برگشت

$$\text{افزایشی که انتظار می‌رود در قیمت حاصل شود} + \frac{\text{سودی که انتظار می‌رود به هر سهم تعلق گیرد}}{\text{جمع نرخ برگشت}} = \frac{\text{قیمت جاری}}{\text{قیمت جاری}}$$

سود سهام را با  $D$ ، قیمت جاری را با  $P$ ، و نسبت افزایش در قیمت به قیمت جاری (دومین جمله معادله بالا) را با  $G$  نشان می‌دهیم. در نتیجه معادله اساسی فوق به صورت زیر در می‌آید:

$$K = \text{نرخ برگشت} = \frac{D}{P} + G \quad (1-2)$$

بنابر این نرخ برگشت یک سهم عادی برابر است با نرخ برگشت ناشی از سود سهام با اضافه رشد قیمت سهم (یا نرخ برگشت ناشی از افزایش در قیمت سهم).

در این محاسبات از دو فرض قابل انتقاد استفاده کردیم:

- ۱- فرض اینکه به سهام، سود تعلق گرفته و این سود به سهامدار پرداخت می‌گردد.
- ۲- قیمت سهم همچنان با نرخ ۴ درصد افزایش خواهد یافت. برای یک شرکت مانند شرکت روزبه که دارای موقعیت پایدار و مستحکمی است، فرض مربوط به سود سهام معقول و مناسب است ولی ممکنست فرض مربوط به افزایش قیمت سهام کاملاً تحقق پیدا نکند. قیمت نهایی، در اثر عوامل زیادی که مهمترین آنها وضع بورس سهام می‌باشد، ممکنست از ۲۳۸۰۰ ریال کمتر و یا بیشتر شود. نرخ برگشت نیز بسته باینکه قیمت نهایی از مقدار پیش‌بینی شده کمتر و یا بیشتر باشد، از مقدار پیش‌بینی شده کمتر و یا بیشتر خواهد شد. مثلاً اگر بورس سهام رونق داشته باشد و قیمت سهام شرکت به ۲۵۰۰۰ ریال برسد، ۵۰۰۰ ریال افزایش در سرمایه، با اضافه ۳۰۰۰ ریال سود سهام سبب می‌شود که نرخ برگشت به ۳۰ درصد بالغ گردد و چنانچه بورس سهام کساد باشد و قیمت سهام شرکت مزبور به ۱۵۰۰۰ ریال کاهش یابد، نرخ برگشت معادل منهای ۲۰ درصد خواهد شد. در محاسبات مربوط به شرکت یاد شده، باید نکته دیگری را نیز در نظر گرفت، و آن اینکه توجه کنید که شرکت انتظار دارد به ازای هر سهم، ۵۰۰۰ ریال درآمد کسب نماید و ۳۰۰۰ ریال آنرا بعنوان سود سهام عادی بپردازد. یعنی آنکه به ازای هر سهم ۲۰۰۰ ریال از سود را نگهدارد. فرض کنید شرکت فوق این سود نگهداری شده را در طرحی با نرخ برگشت ۹ درصد سرمایه‌گذاری کند، درآمد شرکت در آینده معادل ۱۸۰۰ ریال (۲۰۰۰ × ۹٪) افزایش خواهد یافت. اگر ارزش سرمایه‌ای این درآمد اضافی را با نرخ ۹ درصد حساب کنیم. ۲۰۰۰ ریال به ارزش سهام عادی افزوده می‌شود (۹٪ ×

۰/۱۴ = ۱/۶) این ۱/۶ ریال، درست برابر افزایشی است که قبلاً فرض کردیم انتظار می‌رود در قیمت سهام بوجود آید. این شرکت در حدود ۴۵ درصد درآمد خود را نگهداری کرده و ضمناً نرخ برگشت ارزش ویژه آن برابر ۹ درصد بوده است. این حقیقت که شرکت ایران خودرو مقداری از درآمدش را نگهداری کرده و مجدداً سرمایه‌گذاری نموده است، سبب شده که قیمت سهام شرکت فوق بطور مداوم افزایش یابد.

شرح و استدلال فوق بر این اساس بود که سهم عادی را فقط یکسال نگهداشته و بعد بفروشیم، ولی می‌توان آنرا برای هر دوره نگهداری دیگر نیز تعمیم داد و همین نتایج را بدست آورد. البته روشهای تجزیه و تحلیل پیچیده‌تر خواهد بود برای مثال باید با تکنیک‌هایی خاص که در ارتباط با ارزیابی و شناسایی سهام ارزشمند وجود دارد، آشنا شویم.

حالا می‌پردازیم به بررسی عواملی که موجب تفاوت در نرخ برگشت پیش بینی شده برای اوراق بهادار مختلف می‌گردند و سپس به بررسی انواع نرخ برگشت اوراق قرضه و سهام می‌پردازیم.



## عواملی که موجب تفاوت در نرخ برگشت اوراق بهادار مختلف می شوند

### تأثیر ریسک بر نرخ بازگشت

مهمترین عاملی که موجب می شود نرخ برگشت اوراق بهادار مختلف با یکدیگر تفاوت داشته باشند، میزان ریسک آنهاست. در اینجا طبق تعریف "ریسک عبارتست از: عدم اطمینانی که در مورد بازده یک سرمایه گذاری یا دارایی وجود دارد." مثلاً اگر دارایی مورد نظر یک سند قرضه ۶۰ روزه دولتی باشد، بازده معمولی آنرا بدقت میتوان تخمین زد (احتمال اینکه درآمد تضمین شده آن بطور کامل پرداخت نگردد کم است در نتیجه ریسک این سند کم است). در صورتیکه اگر سند قرضه متعلق به یک شرکت تولیدی باشد، همیشه خطر ورشکستگی آن مؤسسه وجود دارد و در نتیجه در مورد بازده نهایی شرکت، یک عدم اطمینان وجود دارد.

اگر سهام عادی را در نظر بگیریم، می بینیم که این عدم اطمینان بیشتر است، زیرا سود سهام قابل پیش بینی نیست و ضمناً درآمد سرمایه یا افزایش قیمت سهام، کاملاً مورد شک و تردید است و به آن اطمینانی نیست. سهام عادی شرکتهای مختلف نیز از نظر میزان اطمینان با یکدیگر تفاوت زیادی دارند. شرکتهایی مانند ایران خودرر، خاور، توسعه صنعتی بهشهر، دارای سوابق قابل ملاحظه در مورد کسب درآمد، پرداخت سود سهام و قدرت مدیریت هستند. از طرف دیگر به شرکتهای جدیدالتأسیس یا مؤسساتی که در صدد ارائه محصول کاملاً جدیدی هستند، اطمینان زیادی وجود ندارد و این مؤسسات در مقایسه با شرکتهای نامبرده شده، ریسک بیشتری دارند.

گرچه برخی از افراد ذاتاً قمارباز هستند و بنظر می رسد که ریسک زیاد را به ریسک کم ترجیح می دهند، ولی سرمایه گذاران و وام دهندگان به عنوان یک گروه، به ریسک علاقهای ندارند، یا بعبارت دیگر با ریسک مخالفند، بنابراین اوراق بهاداری که ریسک بیشتری دارند باید براساس بازده مورد انتظار بیشتری بفروش برسند. مثلاً برای سهام

برخی شرکت‌ها نرخ برگشت ۲۵ درصد قابل قبول است ولی امکان دارد که سهام مؤسسات خدمات عمومی از قبیل آب و برق که وضع پایدارتری دارند، براساس نرخ برگشت ۲۰ درصد بفروش برسند. از طرف دیگر سرمایه‌گذاران فقط در صورتی اقدام به خرید سهام یک مؤسسه اکتشاف نفت یا معادن و فلزات خواهند کرد که امیدوار باشند ۵۰ درصد سود بدست آورند.

اوراق قرضه یک شرکت خاص نسبت به سهام آن شرکت، ریسک کمتری دارند، در نتیجه باید بازده مورد انتظار سهام آن بیش از بازده اوراق قرضه‌اش باشد، ریسک سهام ممتاز از اوراق قرضه کمتر و از سهام عادی بیشتر است، بنابراین نرخ برگشت این قبیل اسناد نیز باید بین نرخهای برگشت اوراق قرضه و سهام عادی باشد.

به این مسئله نیز باید توجه نمود که مؤسسات مختلف یک صنعت خاص نیز، از نظر میزان ریسک با یکدیگر تفاوت دارند. مثلاً اگر یک مؤسسه، دارای برنامه‌های تحقیقاتی و پیشرفته‌ای باشد و نیز برنامه‌هایی برای کارآموزی مدیریت و کارمندان داشته و از تنوع محصولات و وسعت بازار فروش برخوردار باشد، در صورتیکه مؤسسه دیگری هیچیک از خواص فوق را نداشته باشد، واضح است که مؤسسه اول در مقایسه با مؤسسه دوم ریسک کمتری دارد و در نتیجه می‌تواند سهام خود را براساس بازده کمتر بفروش برساند. اگر مؤسسات کوچک بخاطر آنکه تنوع محصول یا وسعت بازارشان کم است یا بودجه تحقیقاتی زیادی ندارند یا از نظر مدیریت با اشکالات بیشتری روبرو هستند و یا بهر دلیل دیگری بعنوان یک مؤسسه با ریسک زیاد تلقی شوند، در آنصورت سرمایه‌گذاران توقع دارند که نرخ برگشت اوراق بهادار این قبیل مؤسسات بیشتر باشد.

### تأثیر قابلیت فروش بر نرخ برگشت

سرمایه‌گذاران به قابلیت انعطاف و قابلیت فروش نیز اهمیت می‌دهند. چنانچه شخصی درصدد باشد پولی را که در محلی خاص سرمایه‌گذاری کرده پس بگیرد، و یا در اثر مخارجی که پیش آمده به پول احتیاج داشته باشد و یا بخواهد در محل دیگری سرمایه‌گذاری کند، بسیار علاقمند است که قادر باشد به فوریت دارایی خود را بفروش رسانده و آنرا به پول نقد تبدیل کند.

بنابراین قابلیت فروش یا قابلیت تبدیل به نقد فوری مانند سایر عوامل در نرخ برگشت موثر است و هر چه این خاصیت بیشتر باشد، سرمایه‌گذار به نرخ برگشت کمتری قانع خواهد بود. بهمین ترتیب سرمایه‌گذار انتظار دارد که سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به سهام خارج از بورس بر اساس نرخ بازده کمتری برای فروش عرضه شود و نیز سهام خزانه نسبت به سهام بدون بازار اولیه، بر اساس بازده کمتری به فروش برسند. دلیل دیگری که موجب می‌شود بازده مورد انتظار در موسسات کوچکتر کمتر باشد، آنست که قابلیت فروش (یا تبدیل به نقد فوری) آنها نسبت به مؤسسات بزرگتر، کمتر است.

### تغییرات قیمت سهام

ارزش ویژه مؤسسات مختلف با یکدیگر فرق می‌کند، زیرا میزان قابلیت فروش و ریسک آنها متفاوت است، حتی "قیمت بازار" سهام یک مؤسسه نیز در طول زمان تغییر می‌کند. چنانچه تقاضا برای پول نسبتاً زیاد باشد و در عین حال مقدار عرضه آن کم یا محدود باشد، قانون عرضه و تقاضا ایجاب می‌کند که قیمت پول (یعنی نرخ بهره وام یا نرخ برگشت مورد لزوم ارزش ویژه) بیش از حالتی باشد که عرضه پول از تقاضای آن بیشتر است. مثلاً در اواخر دهه ۱۹۴۰ در آمریکا و اروپا مؤسسات زیادی در صدد توسعه بودند و برای این توسعه احتیاج به تأمین پول از طریق ارزش ویژه داشتند ولی؛ بسیاری از سرمایه‌گذاران پیش‌بینی می‌کردند که در اثر جنگ، رکود و کساد شدیدی بوجود خواهد آمد و در نتیجه تمایلی به خرید سهام نداشتند. در نتیجه قیمت سهام عادی کاهش یافت و نرخ برگشت مورد لزوم برای صدور اوراق ارزش ویژه افزایش یافت.

به مجرد آنکه معلوم شد این جهش اقتصادی در جهت کساد بازار نیست، سرمایه‌گذاران به بازار سهام روی آوردند و پول زیادی صرف خرید سهام نمودند. در همین زمان میزان تقاضا افزایش یافت، بطوریکه از ظرفیت تولیدی مؤسسات بیشتر شد، در نتیجه احتیاج مؤسسات به پول کمتر شد. نتیجه نهایی آن شد که نرخ بهره مورد لزوم برای سهام کاهش یافت و در نتیجه قیمت آنها افزایش یافت.



قیمت سهام به دو دلیل تغییر می‌کنند: تغییر در نرخ برگشت مورد لزوم و تغییر در نرخ رشد مورد انتظار. مثلاً افزایش قیمت سهام در سالهای ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ در ایران، ممکنست بدلیل کاهش بازده مورد لزوم ارزش ویژه یا بدلیل افزایش بیش از حد انتظار در رشد و توسعه، و یا جمعی از دلایل فوق بوده‌است.

ایده فوق را با اشاره به عملکرد یکی از شرکتها مورد تجزیه و تحلیل بیشتر قرار می‌دهیم. در این شرکت هنگامیکه هر سهم به ۴۰۰۰ ریال فروخته می‌شد، سالیانه ۲۰۰ ریال سود سهام به آن تعلق می‌گرفت و ضمناً انتظار می‌رفت که در حدود ۴ درصد در طی سال بعد رشد یابد و نرخ برگشت مورد انتظار مطابق محاسبات برابر ۹ درصد بود. حال فرض کنید که شرایط عرضه و تقاضا در بازارهای سرمایه طوری تغییر نماید که نرخ بهره تعادل (نقطه برابری منحنی‌های عرضه و تقاضا) برای سهام شرکت مزبور به ۸ درصد کاهش یابد. فرض کنید که سود سهام و رشد مورد انتظار ثابت بمانند، این کاهش در نرخ سرمایه‌گذاری سبب می‌شود که قیمت جاری از ۴۰۰۰ ریال به ۵۰۰۰ ریال افزایش یابد که دلایل آن به قرار زیر است: اول باید توجه کرد که قیمت جاری به ترتیب زیر محاسبه میشود:

$$\text{ارزش جاری} \times (\text{نرخ رشد} + ۱) + \frac{\text{سود سهام}}{\text{نرخ سرمایه‌گذاری} + ۱} = \text{قیمت یا ارزش جاری}$$

اگر مقادیر معلوم (۲۰۰ ریال سود سهام، ۸ درصد نرخ سرمایه‌گذاری، و ۴ درصد نرخ رشد) را در این فرمول جانشین کنیم، قیمت جاری هر سهم بدست می‌آید.

$$\text{قیمت جاری} = \frac{۲۰۰}{۱/۰۸} + \frac{۱/۰۴ \times \text{قیمت جاری}}{۱/۰۸} = ۴۰۳۷$$

$$\text{قیمت جاری هر سهم} = \frac{۲۰۰}{۰/۰۴} = ۵۰۰۰$$

بنابراین اگر یک سرمایه‌گذار معمولی انتظار داشته باشد که شرکت مورد بحث به او ۲۰۰ ریال بابت سود سهام بپردازد و ضمناً از طریق سرمایه‌گذاری مجدد درآمدهای نگهداری شده، در قیمت سهام ۴ درصد افزایش بوجود آورد، و اگر نظر این سرمایه‌گذار این باشد که حداقلاً از سرمایه‌گذاری خود سود ببرد، در اینصورت سرمایه‌گذاری اولیه

(قیمت جاری) بایستی ۵۰۰۰ ریال باشد تا نظر وی تامین شود.

تغییر در رشد مورد انتظار نیز می تواند تغییری مشابه در قیمت سهام داشته باشد. با نرخ سرمایه گذاری ۹ درصد و نرخ رشد ۴ درصد، قیمت جاری برابر ۴۰۰۰ ریال است. حال فرض کنید در این شرکت طرح توسعه انجام شود، بطوریکه این توسعه سبب شود که سرمایه گذار، امید داشته باشد که نرخ رشد افزایش یابد (مثلاً سالیانه ۵ درصد) اگر این نرخ رشد جدید را در معادله قیمت قرار داده و آنرا حل کنیم قیمت جاری هر سهم معادل ۵۰۰۰ ریال بدست خواهد آمد.

$$۵۰۰۰ = \frac{۲۰۰}{۱/۰۹} + \frac{۱/۰۵ \times \text{قیمت جاری}}{۱/۰۹}$$

بنابراین می بینیم که قیمت جاری سهام این شرکت، بر اثر تغییر نرخ سرمایه گذاری، یا تغییر نرخ رشد مورد انتظار، و یا تغییر هر دو عامل فوق، تغییرات شدیدی می کند. این ایده را می توان بطور کلی برای بازار سهام تعمیم داد و از آن برای توجیه تغییرات در قیمت جاری سهام استفاده نمود.

### نرخ برگشت های معروف

بازده ارزش ویژه: بسیاری از محققین مالی که مدتهای متمادی در مورد نرخ برگشت سهام بانام تحقیق کرده اند، به این نتیجه رسیده اند که متوسط این نرخ ۹ درصد می باشد. هنگامیکه بازار کساد باشد نرخهای برگشت نسبتاً بالا هستند، و بالعکس هنگام رونق بازار بازده سهامداران نسبتاً پائین است. بعنوان مثال، شخصی در سال ۱۳۶۶ که بازار کساد بوده است تعدادی سهم با قیمت متوسط رایج در بازار خریداری می کند و آنها را تا سال ۱۳۶۹ نگه می دارد، نرخ برگشت مورد نظر او تقریباً ۱۵ درصد بوده است. تعداد دیگری از همان سهام که در سال ۱۳۷۰ که بازار رونق داشته است خریداری شده که بازده این سهام کمی بیشتر از ۶ درصد بوده است. در جدول (۱-۱) تخمینی از بازده سهام تحت شرایط مختلف بازار نشان داده شده است.

جدول (۱-۱) تخمین نرخ برگشت سهام عادی

وضع بازار سهام			مشخصه‌های مؤسسه
کساد	معمولی	روتن	
۹/۵	۷	۶/۵	قابلیت فروش زیاد، ریسک کم
۱۲-۱۵	۸-۱۰	۷-۸	قابلیت فروش و ریسک متوسط
۲۰	۱۲	۹	ریسک زیاد، قابلیت فروش کم

از روی ارقام گذشته تا حدود زیادی می‌توان آینده را تخمین زد، و بعلاوه سرمایه‌گذاران براساس ارقامی که در گذشته به تحقق پیوسته (به پول نقد تبدیل شد)، بازده یا سودی را که انتظار دارند در آینده بدست آورند تعیین می‌کنند. ارقام جدول فوق ایده‌ای در مورد نرخ برگشت مورد انتظار سهامداران تحت شرایط مختلف بازار، ریسک، و قدرت پرداخت فوری بدست می‌دهد.

### بازده‌های اوراق قرضه

بازده‌های اوراق قرضه یا نرخهای برگشت نیز در طی زمان تغییر می‌کنند. برای اثبات این مدعا، استاتیستیکهای بیشماری وجود دارد، ولی جدول (۱-۲) آنرا به طور موثری شرح داده و توصیه می‌کند.

جدول (۱-۲) نرخهای بانکی وامهای تجارتي در ۱۹ شهر بزرگ

میزان وام (واحد: هزار دلار)				سال
۲۰۰ و بیشتر	۱۰۰-۲۰۰	۱۰-۱۰۰	۱-۱۰	
٪۴/۱	٪۴/۶	٪۵/۵	٪۵	۱۹۸۳
۴/۸	۵/۲	۵/۵	۵/۹	۱۹۹۱

در سال ۱۹۸۳ پول در بازار زیاد بوده است، سال ۱۹۹۱ را می‌توان از این نظر یک

سال معمولی در نظر گرفت.

تشریح دلایل تغییر نرخ مذکور در هر سطر از جدول فوق قدری مشکل است. یکی از دلایل آنکه نرخ بهره وام، با افزایش میزان وام کاهش می‌یابد، هزینه ثابت عملیات مربوط به تصویب و پرداخت وام است. یکی دیگر از دلایل کاهش نرخ مذکور آنست که وامهای کوچکتر معمولاً از طرف موسسات کوچک دریافت می‌شود و ریسک ذاتی این قبیل موسسات، از موسسات بزرگ بیشتر است. واضح است که در هر نرخ، بازده یا بهره وامها مانند سهام عادی در طی زمان و همراه با تغییر خصوصیات وام‌دهنده، تغییر می‌کند.

مفاهیم مربوط به ارزشیابی و نرخهای برگشت اوراق بهادار (وامها و ارزش ویژه) که در این قسمت مورد بحث قرار گرفت، اساساً به مفهوم هزینه سرمایه بستگی دارد.

### خلاصه بحث

روش بودجه‌بندی سرمایه‌نرخ تنزیلی که در محاسبات بکار می‌رود، اهمیت و تاثیر بسزایی دارد. در حال حاضر ما فرض می‌کنیم که هزینه سرمایه (نرخ تنزیلی که در روش فعلی بکار می‌رود) معلوم و مشخص است و از این نرخ در محاسبات خود استفاده کردیم. در این قسمت به تئوری هزینه سرمایه نیز توجه کردیم.

از آنجایی که هزینه سرمایه تا حدود زیادی بستگی به بازده سرمایه‌گذاران دارد، اصول اساسی مربوط به تئوری ارزشیابی را در مورد بحث قرار دادیم و تعاریف متعددی از "ارزش" ارائه دادیم از جمله:

۱- ارزش نقدینه در برابر ارزش دارایی در حال ادامه کار.

۲- ارزش دفتری در برابر ارزش بازار.

۳- ارزش بازار در برابر ارزش ذاتی.

ارزش ذاتی اصولاً بستگی دارد به مفاهیم مربوط به ارزش فعلی جریان‌ات نقدی و روشهای محاسبه آن، که مستلزم تخمین زدن جریان‌ات نقدی در آینده و پیدا کردن ارزش فعلی آنها بایک نرخ سود مناسب می‌باشد. این نرخ سود، که بعنوان "نرخ سود مورد لزوم" تعریف شده، تابعی است از ریسک سرمایه‌گذاری و *investor's opportunity costs*.

درک و محاسبه نرخ‌های بهره اوراق قرضه و سهام ممتاز تقریباً ساده است. ولی نرخ برگشت سهام عادی مشکلتر است. نرخ سود سهام عادی تشکیل شده از:

۱ - سود سهام.

۲ - افزایش قیمت سهام.

که بر خلاف اوراق قرضه و سهام ممتاز بصورت یک نوع پرداخت نیست. این حقیقت ایجاب می‌کند که فرمولی برای نرخ سود سهام عادی در نظر بگیریم که هم شامل سود سهام و هم شامل افزایش قیمت آن باشد، بنابراین این نرخ سود سهام عادی از جمع دو جمله زیر بدست می‌آید:

بازده افزایش قیمت سهام + بازده سود سهام = نرخ برگشت

یکی دیگر از خواص پیچیده سهام ممتاز، میزان ریسک یابی اطمینانی آنست. پرداختها (درآمد) سهام ممتاز و اوراق قرضه نسبتاً قابل پیش‌بینی هستند، لیکن پیش‌بینی سود سهام و بخصوص تغییر قیمت آن با عدم اطمینان زیادی همراه است.

همچنین باید توجه نمود که دو نوع ریسک وجود دارد:

۱ - ریسک اصولی تجارت که به طبیعت صنعت و مؤسسه بستگی دارد.

۲ - ریسک مالی که به میزان استفاده از اهرم<sup>\*</sup> مالی بستگی دارد.

موسسه‌ای که تولیدکننده کالاهای سرمایه‌ای و بادوام (مثلاً لوکوموتیو) می‌باشد، طبیعتاً نسبت به یک مؤسسه تولید و توزیع نیروی برق یا مؤسسه خواروبار فروشی، ریسک بیشتری دارد. ولی در هر صورت مؤسسات قادرند که میزان ریسک خود را بوسیله استفاده کمتر از اهرم مالی (و حتی اهرم عملکرد)، کاهش دهند. در نتیجه مؤسسه‌ای که در یک صنعت نسبتاً پایدار فعالیت می‌کند، بدلیل استفاده بیش از حد از اهرم مالی، ممکنست نسبت به مؤسسه دیگری که جزو یک صنعت ناپایدار است در موقعیت خطرناک‌تر قرار گرفته و با ریسک بیشتری مواجه شود.

چون سرمایه‌گذاران معمولاً به ریسک علاقه‌ای ندارند، نرخ برگشت مورد لزوم برای اوراق بهاداری که ریسک بیشتری دارند، بالاتر است. اوراق قرضه نسبت به سهام ممتاز

\* - **Leverage** یا اهرم مالی: یعنی میزانی که یک شریک می‌تواند با استفاده از اوراق قرضه و سهام ممتاز تغییرات متناسب در بازده سهام عادی بوجود آورد. به طوری که این تغییرات بیش از تغییرات حاصل از درآمدهای عملیاتی باشد.

---

ریسک کمتری دارند و ریسک سهام ممتاز از سهام عادی کمتر است و در نتیجه نرخ برگشت مورد لزوم، برای اوراق قرضه کمترین مقدار را دارد. مقدار ریسک هر نوع از این اوراق بهادار برای مؤسسات مختلف متفاوت است. در نتیجه نرخ برگشت مورد لزوم مؤسسات مختلف با یکدیگر فرق دارد. چون شرایط عرضه و تقاضا در بازار سرمایه و پول در طی زمان تغییر می‌کند، بنابراین این اوراق بهادار یک مؤسسه خاص نیز در زمانهای مختلف، نرخ بهره مورد لزوم متفاوتی دارند.



## فصل ششم

شیوه‌های ارزیابی قیمت سهام شرکتها

(مفاهیم ارزشیابی سهام و روشهای ارزشیابی سهام در سازمانهای  
واگذارنده سهام، بورس و اوراق بهادار تهران، شورای اقتصاد)





## شیوه‌های ارزیابی قیمت سهام شرکتها

در اقتصاد، ارزش یک ماشین بستگی به عملکرد کلی آن دارد، نه ارزش یکایک قطعات آن. در یک واحد اقتصادی یا یک شرکت، ارزش آن واحد عبارت است از: مجموعه داراییها منهای بدهیها، ولی چون در یک فضای وسیع‌تر، نیروی انسانی شامل مدیریت و نیروی کار، جزء اجزاء اصلی شرکت می‌باشند، و نیروی انسانی مهمترین عنصر موفقیت یک مؤسسه می‌باشد، لذا ارزش کل مؤسسه یا شرکت، معمولاً بیش از داراییها منهای بدهیها است.

با توجه به مراتب فوق، ارزش نه کاملاً عینی است و نه صددرصد ذهنی، بلکه عناصری از هر دو دارد. بنابراین، ارزش یک مفهوم بی‌نهایت سیال است که بر حسب زمان، مکان و فرد تفاوت می‌کند.

برای مثال ارزش‌گذاری سهام شرکتهای خارج از بورس یا شرکتهایی که سهامشان برای اولین بار وارد بورس اوراق بهادار می‌شوند، مستلزم قضاوت نهایی در مورد چشم‌انداز اقتصاد آن صنعت خاص و خود شرکت است.

بنابراین، در ارزش‌گذاری سهام شرکتهایی که برای اولین بار وارد بورس می‌شوند ارزیاب می‌باید قبل از ارزش‌گذاری همواره این سؤال را از خود بکند که سهم مزبور «به چه کسی؟» و «برای چه منظوری؟» فروخته می‌شود، تا او بتواند ارزش منصفانه‌ای برای سهام شرکت بنماید. برای مثال او باید در ارزش‌گذاری سهام حالتهای زیر را در نظر بگیرد:

۱- اگر سهام دارای «ارزش سرمایه‌گذاری» باشد، او باید ارزش سرمایه‌گذاری آنها را تابعی از سودهای مورد انتظار آتی، درجه ریسک و فقدان بازارپذیری (Marketability) بداند. در مواردی نیز، او می‌تواند ارزش بیشتری را برای سهام بالای

۳۴ درصد که مانع تصمیم‌گیریهای مجمع عمومی فوق‌العاده می‌شوند، قائل شود.

۲ - اگر سهام مورد ارزش‌گذاری برای سهامداران شرکت، ارزش خاصی علاوه بر ارزش سرمایه‌گذاری دارد، ممکن است هر یک از سهامداران جزء با خرید سهام مورد ارزش‌گذاری، اکثریت را در مدیریت شرکت به دست آورند و کنترل شرکت را به دست گیرند، لذا رقابت سختی بین آنها بوجود می‌آید. در این حالت او در ارزش‌گذاری سهام، نباید صرفاً به سود سهام آتی متکی باشد.

۳ - اگر پیشنهادی برای خرید کل سهام صادره شرکت، تحت شرایط مورد قبول سایر سهامداران و یا تعدادی از آنها که کنترل شرکت را میسر می‌سازد، دریافت شود، در این حالت او در ارزش‌گذاری سهام علاوه بر در نظر گرفتن ارزش شرکت برای پیشنهاد دهنده، سودهای آتی شرکت را هم در نظر می‌گیرد.

بطور خلاصه، ارزش سهام را نمی‌توان به صورت مجرد یا مطلق بیان کرد، بلکه ارزش سهام را باید در مکان خاص، زمان خاص، و شرایط خاص ارزشیابی نمود. در این قسمت سه مفهوم اصلی و بنیادی و چهار مفهوم ضمنی ارزش به شرح زیر مورد بررسی قرار خواهند گرفت:

#### الف - مفاهیم اصلی و بنیادی ارزش

۱ - ارزش برای مالک .

۲ - ارزش بازار .

۳ - ارزش منصفانه .

#### ب - مفاهیم ضمنی ارزش

۱ - ارزش سرمایه‌گذاری .

۲ - ارزش انحلال .

۳ - ارزش با فرض تداوم .

۴ - ارزش ذاتی .

## ۱- ارزش برای مالک

ارزش برای مالک، مفهومی است که صرفاً به حقوق اموال مربوط می‌گردد و صرفاً به مالک فعلی محدود نیست و هر کسی که علائق مالکانه در مال داشته باشد را در بر می‌گیرد.

ارزش برای مالک، با تغییر شرایط می‌تواند کاملاً نوسان پیدا کند، مثلاً در شرایطی که قطع برق زیاد باشد. ارزش ژنراتور برق برای یک مؤسسه تولیدی بیشتر می‌شود. مطمئناً اگر ارزش داراییها برای شرکت به این روش عنوان گردد، ارزش مجموع اموال خیلی بیشتر از ارزش کل شرکت خواهد بود، اما اگر ارزش اجزاء، جدای از کل و به طور مجرد تعیین گردد، ارزش مجموع اجزاء احتمالاً کمتر از ارزش کل می‌باشد. نکته کلی این است که الزاماً ارزش جایگزینی با ارزش شرکت یا ارزش برای مالک یکی نیستند. هر چند ارزش برخی از اموال برای مالک آنها بیش از ارزش بازار است، رابطه مقداری نزدیکی بین آن دو وجود دارد، به طوری که یکی را می‌توان شاخصی برای تعیین ارزش دیگری فرض کرد. مطمئناً ارزش بازار حد پایین ارزش برای مالک را نشان می‌دهد، زیرا اگر مالک از مال خود به عنوان وسیله‌ای برای کسب پول استفاده نکند، برای وی ارزش نخواهد داشت.

## ۲- ارزش بازار

مبنای ارزش بازار این است که، اگر سهام مشابهی به قیمت مشخص معامله شود، سهام مورد نظر قیمتی نزدیک یا مشابه آن خواهد داشت. اعتبار این مبنای بستگی به تداوم بازاری دارد که قیمت از آن به دست آمده است. در این رابطه بین بازار سطحی و بازاری که عمق دارد، اختلاف عمده‌ای می‌تواند وجود داشته باشد. بازاری عمق دارد که سهام مورد نظر در آن به دفعات زیاد مورد تقاضا قرار بگیرد و معاملات متعددی در آن صورت پذیرد و مشخصه بازار سطحی این است که، معاملات در آن پراکنده است. ارزش بازار، به عنوان قیمت معاملاتی سهام، نیازمند تأیید آن از جنبه‌های متعدد است. به عنوان مثال قیمت فروش اجباری را نمی‌توان به عنوان قیمت پایه بازار پذیرفت. بین فروش نقدی و مبادله‌ای تفاوت وجود دارد. همچنین ممکن است خریدار خاص بر

ارزش بازار تأثیر بگذارد. لذا، همواره در ارزش‌گذاری، فرد ارزیاب باید مفروضات خود را بیان کند. در مورد سهام خارج از بورس، تفاوت بین فروش اجباری و فروش عادی به راحتی قابل تشخیص نیست و معمولاً مدت زمانی که برای حصول ارزش بازار لازم است، ممکن است خیلی طولانی باشد. شرایط پرداخت نقدی و غیرنقدی نیز بر ارزش تأثیر می‌گذارند.

تأثیر خریدار خاص روی قیمت می‌تواند بسیار مهم باشد. به عنوان مثال اگر در شرکتی یکی از سهامداران علاقه‌مند به در اختیار داشتن ۶۷ درصد از سهام منتشره باشد، تا بتواند تصمیمات مجمع فوق‌العاده را در اختیار بگیرد، ارزش سهام سایر سهامداران از قیمت بازار بیشتر می‌شود. البته وجود یک خریدار خاص همواره مشخص نیست و اگر هم باشد، ممکن است برآورد تأثیر وی بر قیمت، امکان‌پذیر نباشد. اگر ارزش بازار قیمتی باشد که سهام را بتوان فروخت، اثرات تعداد سهامی که قرار است فروخته شود، باید به حساب گرفته شود. در بازار بورس سهام معمولاً تعداد زیادی سهام به قیمتی کمتر از قیمت جاری بازار فروخته می‌شود.

### ۳- ارزش منصفانه

مفهوم ارزش منصفانه بطور زیاد در اساسنامه شرکت‌های خصوصی (خاص) ذکر شده است، به ویژه در مورد پیش‌بینی تعیین قیمت منصفانه جهت انتقال سهام، بوسیله حسابرس شرکت به این اصطلاح بر می‌خوریم.

ارزش منصفانه با ارزش بازار فرق می‌کند ولی در اساسنامه‌ها و قراردادها مفهوم ارزش بازار رایج‌تر است و بیشتر بکار می‌رود، همچنین اساس مفهوم ارزش منصفانه تمایل به رعایت عدالت در مورد طرفین است.

یکی از محدودیتهای موجود در این مورد این است که معامله در بازار آزاد انجام نمی‌گیرد. خریدار و فروشنده در اثر عملیات یک توافق‌نامه الزام‌آور به نحوی در برابر هم قرار گرفته‌اند که سایر خریداران و فروشندگان بالقوه حذف شده‌اند. لذا ارزیاب باید ارزش سهام را برای هر دو طرف خریدار و فروشنده برآورد کند.

اگر خریدار و فروشنده هر دو سهامدار جزء باشند، تفاوت اندکی احتمالاً بین ارزش

سهام از دیدگاه طرفین وجود خواهد داشت.

## مفاهیم ضمنی ارزش

در این قسمت مفاهیم ضمنی ارزش از جمله ارزش سرمایه‌گذاری، ارزش انحلال، ارزش با فرض تداوم و ارزش ذاتی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### ۱- ارزش سرمایه‌گذاری

مفهوم ارزش سرمایه‌گذاری، مفهوم مستقلی نظیر مفهوم ارزش بازار یا ارزش برای مالک نیست، بلکه؛ دلالت بر ارزش برای منظور خاص، یعنی سرمایه‌گذاری در پور تفوی دارد. قیمت سهام در بورس اوراق بهادار، نشان‌دهنده ارزش بازار مجموعه سهام کوچک است و معمولاً نشان‌دهنده ارزش سرمایه‌گذاری می‌باشد.

سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، بدنبال بازدهی به صورت سود سهام یا رشد ارزش سرمایه‌گذاری می‌باشند. این سرمایه‌گذاران معمولاً سهامداران جزء هستند که در مدیریت یا اداره شرکتی که در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند، نقشی ندارند.

به علت تفاوت ریسک و بازارپذیری هر یک از سرمایه‌گذارها، سرمایه‌گذاران در برخی موارد بیشتر و در برخی موارد کمتر پرداخت می‌کنند.

وجه افتراق بین ریسک و بازارپذیری همه جا رعایت نمی‌گردد و این دو مفهوم به کرات مترادف یکدیگر بکار گرفته می‌شوند، ولی در ارزیابی سهام خارج از بورس این تمایز آشکار می‌گردد. از مشخصه‌های سهام خارج از بورس عدم بازارپذیری آنها است که ارتباطی با ریسک عملیات شرکت ندارد، لذا ارزش سرمایه‌گذاری سهام خارج از بورس، می‌بایستی با اعمال تخفیفی بابت عدم بازارپذیری، تعیین گردد.

### ۲- ارزش انحلال

ارزش انحلال هم نظیر ارزش سرمایه‌گذاری، از یک مفهوم بنیادی ارزش برخوردار نیست. این اصطلاح دلالت بر تعیین ارزش بر مبنای فرض برچیده شدن شرکت دارد.

محاسبه ارزش انحلال ساده نیست، در محاسبه ارزش انحلال بایستی هزینه‌های

انحلال و وضعیت مالیاتی به دقت برآورد گردد و مواردی نظیر مطالبات وصول نشده و ضایعات موجودیها نیز محتمل خواهد بود، لذا انحلال شرکتها، حتی شرکتهای کوچک، کار پر زحمت، پیچیده و مشکلی است. خریدار سهام شرکتی که قرار است برچیده شود، کل مبلغ قابل تحقق طی انحلال تدریجی را پرداخت نخواهد کرد، زیرا این کار موجب می‌گردد که وی روی سهام خود بازدهی نداشته باشد. در این مورد بایستی هم ارزش زمانی پول و هم ریسک مربوطه را در نظر گرفت.

ارزش انحلال در نظر غالب افراد، حداقل ارزشی است که ارزش سهم از آن پایین‌تر نمی‌رود. هر چند این نظر برای تمام سهام یا ۷۷ درصد سهام و بیشتر قابل قبول است. ولی نمی‌توان آن را در مورد سهام اقلیت تعمیم داد. البته ارزیابی سرمایه‌گذار باید فقط بر مبنای چشم‌انداز شرکت به عنوان یک واحد فعال متکی باشد، لذا امید بستن به ارزش انحلال شرکت سبب می‌گردد که توجه سرمایه‌گذار از آنچه که باید مدنظر قرار گیرد، یعنی آینده محصولات و خدمات شرکت و کیفیت مدیریت و نیروی کار آن، منحرف گردد.

### ۳- ارزش با فرض تداوم فعالیت شرکت

این نوع ارزش هم یک مفهوم ارزش بنیادی نیست، بلکه بر مبنای فرض تداوم فعالیت شرکت استوار است. در یک اقتصاد با ثبات مالی، اکثریت شرکتها، در حال تداوم فعالیت هستند و در نتیجه اکثر ارزشیابی‌ها بر مبنای فرض تداوم فعالیت صورت می‌گیرد. شرکت به دلیل آنکه در خطر انحلال قرار ندارد، تعهدات مالی خود را در سررسید ایفا خواهد نمود.

علیرغم آنکه در اقتصاد سالم، فرض بر اصل تداوم فعالیت شرکتهاست، ولی نباید تداوم را بدیهی فرض کرد، و باید در این مورد بررسیهای لازم انجام گیرد. چنانچه تداوم شرکتی قابل اثبات نباشد، و یا آینده تداوم فعالیت آن مورد تردید قرار گیرد، نتایج ارزشیابی بی‌اعتبار می‌گردد.

در مواردی لازم است که شرکت در حال تداوم فعالیت را، بر مبنای عدم تداوم ارزشیابی کرد. به عنوان نمونه شرکتی که دارای ساختار سرمایه‌ای نامناسب است و در

صورت بازپرداخت وامها و بدهیها ورشکست خواهد گردید. در این موارد ارزیابی باید کاملاً هوشیار باشد.

نمونه دیگر این گونه شرکتها، شرکت کوچکی است که فعالیت آن بستگی مطلق به یکی یا چند شخص کلیدی دارد، مانند شرکت پیمانکاری که به یک مدیر خاص بستگی دارد، و یا شرکتی که متکی به یک یا چند مشتری بزرگ انحصاری است.

#### ۴- ارزش ذاتی

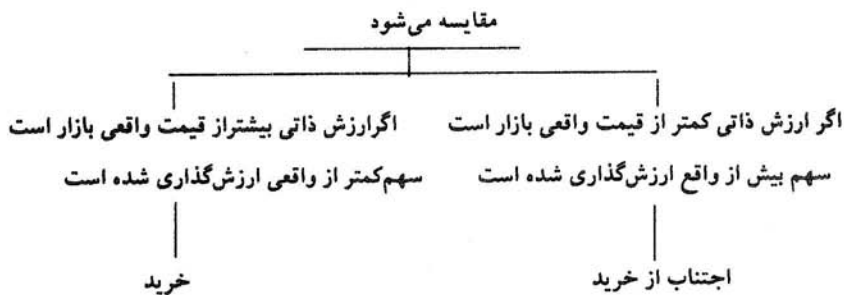
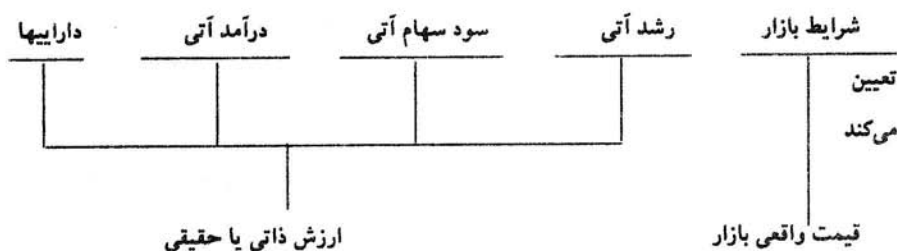
این اصطلاح برای افراد مختلف مفهوم متفاوتی دارد. تعریف ارزش ذاتی عبارت است از: ارزشی که یک سهم از نظر یک سرمایه‌گذار باید داشته باشد. تفاوت بین ارزش جاری بازار و ارزش ذاتی غالباً مبنای تصمیمات خرید یا فروش سهام است. تعریف جدیدتر ارزش ذاتی عبارت است از: بهترین برآورد ارزش یک سهم با توجه به مجموعه کل اطلاعات موجود. ارزش ذاتی با توجه به حقایق مرتبط با سهام توجیه‌پذیر است. این ارزش را می‌توان به عنوان «ارزش واقعی سهام» یا «ارزش تئوریک» نامید.

معمولاً برای ارزشیابی سهام شرکتهایی که قصد دارند سهام خود را برای اولین بار به عموم عرضه نمایند، از روش ارزشیابی با فرض تداوم فعالیت استفاده می‌کنند. در این روش برای تعیین ارزش واقعی و یا تئوریک سهام، از تجزیه و تحلیل اصولی استفاده می‌کنند. در تجزیه و تحلیل اصولی، ارزیاب به عوامل بنیادی و مؤثر بر ارزش سهام مانند قدرت سودآوری و کسب درآمد شرکت، برنامه‌های آتی سرمایه‌گذاری شرکت، میزان ریسک فعالیت شرکت، ساختار سرمایه و میزان ریسک مالی شرکت و غیره توجه می‌کند. در این روش ارزش سهام از طریق ارزش فعلی عایدات آتی متعلق به هر سهم و با توجه به عوامل دیگر تعیین می‌گردد.

یک تصویر کلی از ارزش ذاتی و موارد استفاده از آن در شکل زیر نشان داده شده

است:





شکل مقایسه ارزش ذاتی و قیمت واقعی بازار

تحلیل ارزش ذاتی در تمامی حالات قابل اعمال نیست، زیرا دارای سه محدودیت عمده است:

- ۱- بازار در شناخت ارزش حقیقی کند است؛ اگر سرمایه‌گذاران ارزش ذاتی سهم عادی را کشف نکنند، سهام شرکت ممکن است برای مدت زمانی طولانی بیش از واقع یا کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده، باقی بماند.
  - ۲- سهام شرکت‌های پرریسک را نمی‌توان با تحلیل ارزش ذاتی بررسی کرد.
  - ۳- سهام شرکت‌های با سابقه رشد بسیار سریع در بازار، قیمت‌های بسیار بالایی دارند. به دلیل اطمینان نداشتن به تداوم رشد، نمی‌توان روش ذاتی را به گونه‌ای مناسب برای شرکت‌های با رشد سریع مورد استفاده قرار داد.
- معهدا با توجه به محدودیتهای فوق در مورد ارزش سهام عادی، اغلب تحلیلهای ارزش ذاتی به کار گرفته می‌شوند.

## روشهای ارزشیابی سهام در سازمانهای واگذارنده سهام، بورس اوراق بهادار تهران، شورای اقتصاد

سوابق تاریخی موجود در زمینه روشهای ارزشیابی سهام شرکتهای ایران را می توان به شرح زیر طبقه بندی نمود:

- ۱- روش قیمت گذاری سهام طبق قانون تأسیس سازمان گسترش و نوسازی صنایع
- ۲- روش قیمت گذاری سهام طبق قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی
- ۳- روش قیمت گذاری سهام در سازمان صنایع ملی ایران
- ۴- روش قیمت گذاری سهام در بانک صنعت و معدن
- ۵- روش قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران
- ۶- روش قیمت گذاری سهام، مصوب شورای اقتصاد طبق آیین نامه نحوه تعیین قیمت پایه سهام شرکتهای قابل واگذاری متعلق به دولت (قابل اجرا از ۱/۱/۷۳).

### ۱- روش قیمت گذاری سهام طبق قانون تأسیس

#### سازمان گسترش و نوسازی صنایع

برابر ماده ۶ قانون تأسیس سازمان گسترش و نوسازی صنایع که در تاریخ ۱۳۴۶/۴/۲۶ تصویب گردید، دولت در مورد انتقال واحدهای صنعتی و معدنی متعلق به خود به سازمان و یا ایجاد واحدهای جدید تولیدی صنعتی و معدنی توسط سازمان به ترتیب زیر عمل می نماید:

الف - واحد را بر اساس سودآوری بطریقی که مورد تصویب شورایی سازمان باشد ارزشیابی و قیمت واقعی روز آن را تعیین می نماید و سپس آن واحد را به صورت شرکت سهامی مستقل که اساسنامه آن طبق اصول قانون تجارت تنظیم و به تصویب شورایی سازمان رسیده باشد به ثبت رسانده و سهام آن را به سازمان واگذار می نماید.

ب - در موقع انتقال واحد زیان آور به سازمان و همچنین در صورتی که به منظور خاص مملکتی ایجاد صنعتی در نواحی مخصوصی از کشور ضروری تشخیص داده شود، لیکن بهره برداری از این قبیل واحدها سود آور نباشد، دولت باید قبلاً پرداخت زیانهای احتمالی را براساس مطالعات شورایی عالی سازمان و تأیید سازمان برنامه تقبل و سپس دستور انتقال یا تأسیس این گونه واحدها را صادر کند.

توضیح این که نحوه ارزیابی سهام واحدهای مورد نظر با توجه به قانون فوق، دخالتی در بازار سرمایه ندارد.

## ۲ - روش قیمت گذاری طبق قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی

براساس این قانون (مصوبه ۵۴/۴/۹) مقرر گردید که ۴۹ درصد سهام هر واحد تولیدی در بخش خصوصی و ۹۹ درصد واحد تولیدی در بخش دولتی برای فروش به عموم عرضه شده و در دسترس عامه قرار گیرد. طبق ماده ۵ آیین نامه اجرایی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی که در تاریخ ۵۵/۸/۱۰ به تصویب رسید. ارزش سهام واحدهای مشمول توسط شورای گسترش مالکیت بر اساس گزارش حسابرسی که توسط مؤسسات حسابرسی مورد قبول دولت تنظیم شده باشد، براساس عوامل زیر تعیین می گردید:

- الف - روند سود و زیان ناشی از فعالیتهای اصلی شرکت طی (سه تا پنج سال گذشته)
  - ب - متوسط نسبت سود ویژه به سرمایه طی (سه تا پنج سال گذشته)
  - پ - ارزش هر سهم در بورس اوراق بهادار و مؤسسات آن (در مورد واحدهایی که در بورس پذیرفته شده اند)
  - ت - متوسط نسبت سود ناویژه بفروش خالص (طی سه تا پنج سال گذشته)
- نکات دیگری که بر طبق این قانون در تعیین ارزش سهام واحدهای تولیدی مورد توجه قرار می گیرد عبارتند از:

- ۱ - وضع واحد از نظر مدیریت، نوع تکنولوژی و سایر عوامل کیفی
- ۲ - برآورد سوددهی آتی با توجه به سیاست قیمتها، خط مشی گذارهای اقتصادی دولت و سایر عوامل مؤثر

- ۳- میزان اندوخته‌ها، دارایی ثابت، بدهیهای جاری و دارایی جاری
- ۴- درصد سود پرداختی هر سهم به ارزش تعیین شده هر سهم (بازده سود سهام)
- ۵- نسبت قیمت بردرآمد هر سهم با توجه به نوع فعالیت واحد تولیدی
- مواردی که قیمت‌گذاری سهام برابر آیین‌نامه اجرایی قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی که با سیاست اخیر دولت در امر واگذاری شرکتهای مشمول خصوصی سازی مشابهت دارد، عبارتند از:
- ۱- قیمت‌گذاری سهام در یک مرحله امکان‌پذیر نبوده و اجرای قانون برای یک شرکت مراحل مختلفی داشت، در نتیجه برای یک سهم، قیمت‌های متفاوت اعلام می‌گردید که با قیمت‌های اعلام شده در بورس اختلاف زیادی داشت. این حالت برای شرکتهای مشمول خصوصی سازی در حال حاضر با توجه به تفاوت زیاد قیمت سهام اعلام شده و معامله شده آنها در بورس مشابه است.
- ۲- حداکثر ضریب قیمت‌گذاری سهام  $2/7$  تعیین گردیده که با قیمت بورس متناسب و هماهنگ نبود. (۱)
- این ضریب در ارزش دفتری سهام شرکت مورد واگذاری ضرب شده و قیمت اولیه عرضه سهام بدست می‌آید. این روش در اوایل سال ۶۹ برای قیمت‌گذاری سهام شرکتهای مشمول خصوصی سازی در بورس استفاده گردید و ضریب مورد استفاده آن عدد  $2/55$  محاسبه گردیده بود. عدد فوق از تقسیم ارزش متوسط معاملاتی چند شرکت در بورس که بالاترین حجم معامله سهام را در بورس داشتند، به ارزش متوسط دفتری آنها بدست آمد.

### ۳- روش قیمت‌گذاری سهام در سازمان صنایع ملی ایران

با سیاست‌گذاری دولت و شروع واگذاری سهام، روش قیمت‌گذاری سهام در سازمان صنایع ملی ایران در سالهای مختلف با توجه به شرایط مختلف به شرح زیر بوده

۱- مینا اخلاقی، مریم رثوف، تحلیلی بر سیاستهای اخیر دولت مبنی بر واگذاری سهام شرکتهای دولتی به عموم مردم و تعیین قیمت پایه جهت عرضه سهام مذکور در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، آذر ۶۹، ص ۷

است. (۱)

در سالهای ۶۸ و اوایل سال ۶۹ به علت رکود طولانی بورس و عدم فعالیت آن، ابتداء ۱۰ شرکت که بالاترین حجم معامله سهام را در بورس داشتند، انتخاب شدند و نسبت ارزش متوسط معاملاتی آنها به ارزش دفتری محاسبه شده، عدد ۲/۵۵ بدست آمد. این ضریب در ارزش دفتری سهام شرکت مورد واگذاری ضرب گردید و قیمت اولیه عرضه سهام بدست آمد.

در مرحله بعد، که سهام شرکتهای معلق شده یا جدید پذیرفته شده وارد بورس گردید و نسبتاً بورس رونق گرفته بود، مبنای بازدهی مطرح گردید. در آن زمان (سال ۶۹ و ۷۰) بازدهی بین ۱۰-۱۵ درصد بر حسب نوع شرکت و رشته فعالیت آنها پذیرفته شده بود و معمولاً سود آخرین سال و یا متوسط سود سه ساله یا دو ساله آخر عملکرد فعالیت شرکت، ملاک محاسبه سود قابل انتظار قرار گرفت و به شرح فوق تقسیم می شد. با گذشت زمان مسأله بدهی مالیاتی و تعهدات احتمالی شرکت (از قبیل دعاوی و غیره) مطرح شده و در این مورد قیمت پایه اعلام شده، مشروط به قبول یا کسر برخی تعهدات توسط دستگاه واگذار شده می بود. در تعیین قیمت پایه، سازمان برخی اقسام اتفاقی نظیر زیانهای غیر مترقبه ناشی از حوادث و غیره را به رقم سود قبل از مالیات می افزود تا سود عملیاتی واقعی محاسبه شود.

البته برخی موارد فرعی از قبیل داراییهای غیر مولد و ارزش آنها، واریز نقدی بابت افزایش سرمایه و سود عملیاتی در زمانی که واگذاری متقارن با پایان سال مالی یا بعد از آن انجام می گردید، در تعیین قیمت پایه در نظر گرفته شده و حسب مورد با بدهی مالیاتی ثبت نشده شرکتهای تهاثر می گردید.

با گذشت زمان و کاهش التهاب بورس، در معیار درصد سود مورد انتظار توسط بورس تجدید نظر گردید. بدو به ۱۵-۲۰ درصد و سپس در اواخر سال ۷۱ به ۲۰-۲۵ درصد افزایش یافت که با برخی سخت گیریهای جانبی در مورد بدهیهای احتمالی و محدودیتهای موجود در مورد اعمال حاکمیت در داراییهای ثابت شرکت همراه بود.

آخرین تحول در قیمت‌گذاری توسط سازمان، بررسی سودآوری آتی بر مبنای توان تولیدی قابل دسترسی در آینده، و استفاده مطلوب و منطقی از ظرفیت است که بر این اساس نیز شاخص جهت رسیدن به قیمت پایه منطقی محاسبه می‌گردد. در حال حاضر قیمت پایه سهام شرکتهای قابل واگذاری، طبق مفاد آیین‌نامه نحوه تعیین قیمت پایه سهام شرکتهای قابل واگذاری متعلق به دولت، سازمانها و شرکتهای دولتی که از تاریخ ۷۳/۱/۱ قابل اجرا است، انجام می‌شود.

#### ۴ - روشهای قیمت‌گذاری سهام در بانک صنعت و معدن

بانک صنعت و معدن بر قیمت‌گذاری سهام از روشهای زیر و با توجه به شرایط و ویژگی هر یک از شرکتهای بسته به مورد، استفاده می‌نماید:

- ۱ - روش بازدهی که در آن سودآوری شرکت مبنای تصمیم‌گیری قرار می‌گیرد.
- ۲ - روش جایگزینی که در آن قیمت روز داراییهای شرکت ملاک محاسبه قیمت پایه سهام را تشکیل می‌دهد.
- ۳ - روش سود مورد انتظار که در آن سود قابل دستیابی از سرمایه‌گذاری بانک در شرکت مورد ارزیابی، مبنای محاسبه قیمت پایه سهام قرار خواهد گرفت.
- ۴ - قیمت دفتری داراییها که در آن ارزش دفتر داراییها مبنای محاسبه و ارزشیابی می‌باشد.

بطور کلی بانک به منظور تصمیم‌گیری و رسیدن به قیمت پایه مناسب که در آن منافع بانک و خریدار مد نظر قرار می‌گیرد، ممکن است با در نظر گرفتن پیش‌بینی خود از آینده صنعت، به یکی از روشهای چهارگانه و یا تلفیقی از دو یا چند روش فوق متوسل شود. (۱)

#### ۵ - روش قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران

تعیین قیمت پایه در بورس اوراق بهادار توسط کمیته‌ای به نام کمیته قیمت‌گذاری، بعد از پذیرش شرکت در بورس انجام می‌گیرد. اصولاً قیمت‌گذاری در بورس، رویه‌ای است