





دانشگاه علوم پزشکی و خدمات بهداشتی و درمانی تبریز
دانشکده مدیریت و اطلاع رسانی پزشکی



مدیریت مالی

Dr Ali Imani, Assistant Professor,
Ph.D. in Pharmacoeconomics and Pharmaceutical Management ,School
of Health Management and Information Sciences
Department of Health Services Management

ارزشیابی اوراق بهادار و
تعیین ارزش شرکت

جلسه دوازدهم

مقدمه

❖ هدف اصلی هر شرکتی حداکثر نمودن ارزش فعلی جریانات نقدی مورد انتظار است.

❖ عواملی که در بازار در تعیین ارزش شرکت موثرند شامل :

سود خالص شرکت (E)، سود تقسیمی (D)، نرخ رشد شرکت (g) و سایر عوامل دیگر.

❖ موضوعات مرتبط با تعیین ارزش شرکت شامل:

بررسی عرضه عمومی سهام بمنظور افزایش سرمایه، به حداکثر رساندن منافع سهامداران فعلی، تعیین قیمت و زمان عرضه سهام و سایر موارد مرتبط دیگر.

مفهوم ارزش

❖ ارزش یک ورق بهادار را می توان بر حسب مقدار پولی که در زمان مشخص بابت آن پرداخت می شود تعریف کرد.

❖ ارزش یک ورق بهادار در بازار آن، (البته در صورت وجود بازار یا بر حسب قواعد و رویه های قابل اعمال حسابداری برای آن) تعیین می شود.

مفاهیم ارزش

❖ چهار مفهوم اصلی ارزش عبارتند از:

۱. **ارزش با فرض تداوم فعالیت:** ارزش اوراق بهادار یک شرکت فعال و سودآور با این چشم انداز که ادامه کسب و کار آن شرکت در آینده میسر می باشد.

۲. **ارزش تصفیه (انحلال):** تعیین باقیمانده شرکت پس از فروش دارائیه‌ها و پرداخت بدهیهای خود، که باید بین سهامداران خود تقسیم نماید، یعنی مبلغی که سهامداران پس از تصفیه بدهیها انتظار دریافت آن را دارند.

۳. ارزش بازار: ارزشی که در بازار اوراق بهادار براساس آن مورد مبادله قرار می گیرد.

۴. ارزش دفتری: این ارزش با استفاده از **استانداردهای حسابداری** تعیین شده و از طریق گزارشهای مالی تهیه شده توسط شرکت به خصوص ترازنامه، گزارش می گردد.

ارزش دفتری سهام عادی عبارتست از حقوق صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام.

ارزش ذاتی (واقعی):

ارزش ذاتی یک ورقه بهادار، عبارت است از ارزش واقعی یک ورقه بدهی یا یک ورقه سرمایه ای که از «**قیمت جاری بازار**» هر یک از آنها متمایز است.

عوامل مؤثر بر ارزش ذاتی اوراق بهادار

۱. ارزش داراییهای شرکت: ارزش بازار داراییهای فیزیکی نگهداری شده شرکت در مواقعی مثل بازپرداخت دیون و یا توزیع سود بین سهامداران که از طریق نقد کردن آنان صورت می پذیرد. وجود اینگونه داراییها موجب **افزایش** ارزش ذاتی اوراق بهادار شرکت می گردد.

۲. بهره و سود سهام احتمالی آتی شرکت: میزان قطعیت پرداخت بهره و سود سهام احتمالی شرکتها دارای **ارتباطی مثبت** با ارزش ذاتی اوراق بهادار شرکت است.

۳. سودهای احتمالی آتی شرکت: میزان کسب سودهای آتی شرکت در سطحی معقول، یکی از مهم ترین عوامل مؤثر بر ارزش ذاتی اوراق بهادار است.

۴. نرخ رشد احتمالی آتی: میزان رشدهای آتی یک شرکت.

تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی

تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی، عبارت است از فرآیند مقایسه ارزش واقعی اوراق بهادار با قیمت جاری بازار یا قیمت پیشنهادی خرید.

این امر در **بازارهای ناکارا** را می توان به سادگی از اختلاف بین ارزش ذاتی و قیمت فروش اوراق بهادار تعیین نمود، زیرا در این نوع بازارها قیمت فروش اوراق بهادار لزوماً قیمت واقعی (ذاتی) آن نمی باشد.

هدف اصلی از تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی، تشخیص شرکتهایی است که قیمت سهام آنها کمتر یا بیشتر از ارزش ذاتی تعیین شده است.

کارایی بازار

اقتصاددانان در حوزه امور مالی اعتقاد دارند که سرمایه را باید به نحو بهینه تخصیص داد. وجود بازار کارا به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا بتوانند به آسانی وجوه مورد نیاز را گردآوری نمایند. کارایی را به کارایی درونی و بیرونی تقسیم می‌کنند. در **کارایی بیرونی بازار** (که **کارایی اطلاعاتی** نیز نامیده می‌شود)، فرض بر این است که اطلاعات به سرعت و همه جانبه منتشر می‌شود. قیمت سهام با ورود اطلاعات جدید بلادرنگ تغییر می‌کند و در زمان کوتاهی ارزش **سرمایه‌گذاری** **تعدیل می‌شود. در مقابل، کارایی درونی** (که **کارایی عملیاتی** نیز نامیده می‌شود) بر این موضوع تأکید دارد که کارگزاران و معامله‌گران با هزینه‌ای کم و به سرعت معامله را برای مشتری اجرا می‌کنند.

الگوی بازارهای کارا

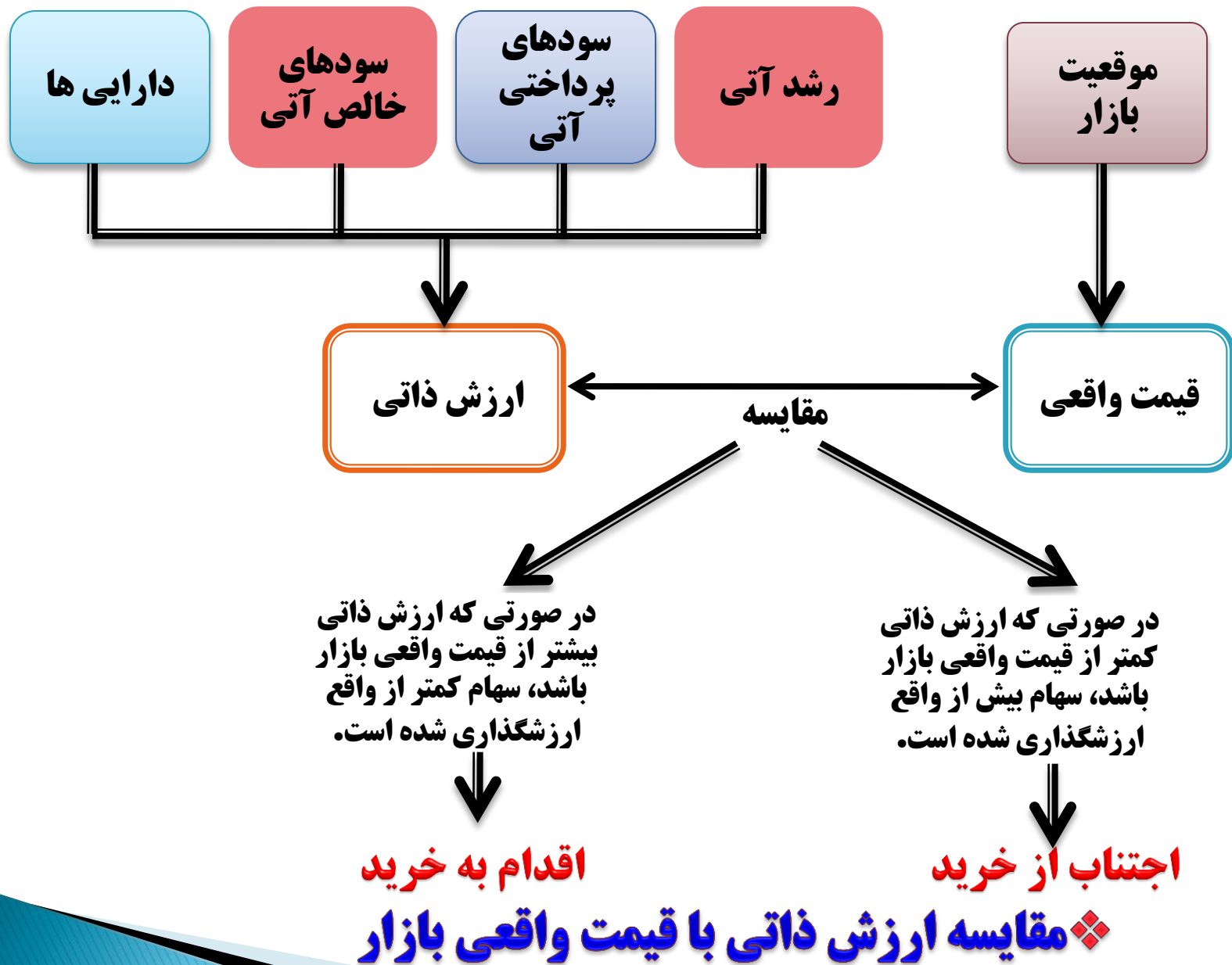
- ▶ بازار اوراق بهاداري را در نظر بگیرید که؛
- ▶ (۱) تمام سرمایه‌گذاران به اطلاعات جاري درباره آینده بدون تحمل هزینه دسترسي دارند،
- ▶ (۲) تمام سرمایه‌گذاران قادر به تحليل اطلاعات هستند،
- ▶ (۳) تمام سرمایه‌گذاران به قيمت‌هاي بازار دسترسي و سعي مي‌کنند پرتفوي خود را تعديل کنند.

محدودیت‌های موجود در مسیر تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی

❖ بازار ارزش واقعی را به کندی تشخیص می دهد.

❖ سهام شرکتهای پر مخاطره (ریسکی) را نمی توان با تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی به سرعت مورد بررسی قرار داد. (سهام شرکتهای نفتی، استخراج طلا یا شرکتهای در زمینه اختراعات).

❖ سهام دارای نرخ رشد بالا، به علت ابهامات آتی در خصوص مدت زمان ادامه رشد آن و همچنین انتظارات سرمایه گذاران از ادامه روند رشد شرکت، بررسی آنان از طریق تجزیه و تحلیل ارزش ذاتی دشوار می باشد.



رویکرد ارزش جاری بازار

دومین تکنیک در ارزشیابی اوراق بهادار و تعیین ارزش شرکت می باشد. این رویکرد با **قیمتهای بازار** سر و کار دارد نه با ارزش ذاتی آن. در واقع در این تکنیک قیمت بازار سهام با شاخصهای دیگر بازار مورد ارزیابی و مقایسه قرار می گیرد.

عمده عوامل مؤثر در این رویکرد:

۱. رکود کلی بازار
۲. مقایسه صنعت
۳. قواعد چرخه ای

رکود کلی بازار

یک سرمایه گذار تنها هنگامی می تواند اقدام به خرید اوراق بهادار نماید که به نظر **رسد** قیمت بازار اکثر اوراق بهادار موجود در بازار، در **سطح پایینی** قرار دارد.

منطق پشتوانه تکنیک مزبور بر این است که در حالت رکود کلی بازار، تقریباً **ارزش جاری بازار** تمامی اوراق بهادار موجود، **کمتر از ارزش جاری معمول** می باشد، از این رو **انتظار می رود** که قیمت‌ها به زودی **افزایش** یابند.

مقایسه صنعت

شرکتها یا سرمایه گذاران بدنبال فرصتهای خریدی خواهند بود که بنظر رسد **در مقابل سایر** شرکتهای فعال در صنعت مورد نظر، دارای **قیمت خرید کمتری** باشند.

این حالت در زمانی است که قیمت سهام شرکتهای مشابه افزایش یافته در حالیکه قیمت سهام شرکت مورد نظر **بدون دلیل** از قیمت سایر شرکتها **پایین تر** باشد.

قواعد چرخه ای

قیمتهای بازار تعدادی از اوراق بهادار از **الگوی چرخه ای** تبعیت می کنند.

در واقع تحلیل گر می تواند با استفاده از **اطلاعات تاریخی**، اوراق بهاداری را که نزدیک به **پایین ترین نقطه مورد انتظار قیمت** می باشد، خریداری کرده و سعی کند که آن را در نزدیکی **بالا ترین نقطه مورد انتظار قیمت**، به فروش برساند.

ارزش اوراق بهادار دارای بازده ثابت

اکثر شرکتها برای تأمین مالی بخشی از داراییهای خود عمدتاً از اوراق قرضه یا اوراق بهادار استفاده می نمایند که هر یک دارای نرخهای متفاوتی بوده، اما **برای دارندگان آنها بازده ثابتی** دارند.

به منظور تعیین ارزش این اوراق بهادار یا وامها **سه فرآیند جداگانه** به شرح زیر وجود دارد:

۱. بدهیهایی با نرخ بهره متغیر
۲. اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و دارای سررسید مشخص
۳. اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و بدون سررسید مشخص

بدهیهایی با نرخ بهره متغیر

شرکتهای می توانند وجوه مورد نیاز خود را از طریق پرداخت بهره هایی که متناسب با تغییر و تحول برخی شاخصها تغییر می کنند استقراض نماید.

دو شاخص در این خصوص شامل «نرخ پرایم» و «نرخ بهره لیبور» می باشند.

نرخ پرایم؛ به عنوان مقیاس نرخ بهره بوده که توسط بانکها از مشتریان معتبر اخذ می گردد.

نرخ بهره لیبور؛ شاخصی که برای محاسبه بهای تمام شده در تامین مالی بین المللی استفاده می شود.

نرخ بهره پرایم و لیبور

- ▶ **نرخ بهره پرایم** نرخ بهره‌ای که بانک‌های تجاری برای وام‌های خود به بهترین مشتریان مطالبه می‌کنند. نرخ بهره پایه یا ممتاز طبیعتاً اندکی پایین‌تر از نرخ بهره متداول بانک‌ها است.
- ▶ لایبور برابر با **میانگین نرخ بهره بین بانکی** است که بانک‌ها برای دوره‌های کوتاه مدت یک ماهه، سه ماهه، شش ماهه و یک ساله به یکدیگر وام می‌دهند.

- ▶ کلمه **LIBOR** از حروف اول **London Inter Bank Offered Rate** گرفته شده است. لایبور توسط موسسه **(The British Bankers Association)** هر روز ساعت ۱۱ صبح انتشار می‌یابد. این موسسه یک نظر سنجی از ۱۶ بانک بزرگ دنیا نسبت به نرخ وامی که بین آنها رد و بدل می‌شود انجام می‌دهد.

ارزش این قبیل بدهیها عبارت است از **مبلغ اصل وام** که به سادگی قابل محاسبه است و برای آن انجام هیچ گونه محاسباتی مورد نیاز نیست.

چنانچه شرکتی مبلغ ۱۰ میلیون دلار بدهکار باشد و بهره آن را با نرخهای رایج پرداخت نماید، ارزش بازار این وام معادل ۱۰ میلیون دلار خواهد بود.

اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و دارای سررسید مشخص

در صورتی که اوراق بهادار دارای تاریخ سررسید مشخص باشند، ارزش فعلی کلیه بهره ها یا سودهای سهام آتی و همچنین ارزش فعلی اصل مبلغ بازپرداخت در سررسید باید مد نظر قرار گیرد.

اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت و بدون سررسید مشخص

در اکثر موارد سهام ممتاز منتشر شده دارای تاریخ سررسید مشخصی نمی باشند.

چنین اوراق منتشر شده ای عموماً دارای **ویژگی بازخرید** می باشد که شرکت انتشار دهنده مجاز به باز خرید یا تبدیل آنها به سهام عادی می باشد. **ارزش ذاتی این جریان دائمی وجوه** با استفاده از فرمول زیر بدست می آید:

$$PV = \frac{PMT}{i}$$

متغیرهای آن:

PMT = دریافت یا پرداخت سالانه وجه نقد به دلار

i = نرخ بازده

روشهای متداول ارزشیابی سهام عادی

۱- مدل تک دوره ای

۲- وجود سود سهام دائمی - بدون نرخ رشد

۳- وجود سود سهام دائمی - با نرخ رشد ثابت

مدل تک دوره ای

در این مدل نرخ بازده سرمایه گذاری می تواند **منحصراً برای یک دوره** (معمولاً یکساله) بیان گردد.

در این حالت فرض می شود که اوراق بهادار در دوره صفر خریداری شده است و در مقطع زمانی یکساله فروخته شده اند. وجه نقد دریافت شده طی سال به اضافه هرگونه افزایش ارزش بیانگر **بازده سرمایه گذاری** بوده که با استفاده از فرمول ذیل محاسبه می گردد:

D_1 هر گونه وجه نقد دریافتی بین دوره صفر و پایان دوره ۱

P_1 ارزش اوراق بهادار در پایان دوره ۱

P_0 ارزش اوراق بهادار در ابتدای دوره صفر

$E(r_i)$ نرخ بازده کسب شده اوراق بهادار i در دوره ۱

$$E(r_i) = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

می

سود سهام دائمی - بدون نرخ رشد

افق زمانی بیش از یک سال. سود سهام در اینجا برابر است با همان سود خالص شرکت که هیچ گونه رشدی نداشته است.

$$PV * \frac{PMT}{i}$$

سود سهام دائمی - با نرخ رشد ثابت

سود خالص و سود تقسیمی با نرخ ثابتی رشد می کنند. در چنین موقعیتی، شرکت بخشی از سود خالص را به منظور تأمین منابع مالی لازم برای رشد، انباشت می کند، اما نسبت پرداخت سود سهام را ثابت نگه می دارد.

$$\text{نسبت پرداخت سود سهام} = \frac{DPS}{EPS}$$

فرمول ارزشیابی در این حالت عبارت است از: (مدل گوردون)

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g} \quad g = \frac{E}{P} (\% RE)$$

g عبارتست از نرخ رشد ثابت سود خالص و سود تقسیمی.

▶ مثال:

سود سهمی شرکت ۵ ریال درصد پرداخت سود ۴۴ درصد
نرخ بازده مورد انتظار ۱۶ درصد نرخ رشد برابر ۱۲ درصد

▶ سود هر سهم برابر است با:

$$p_0 = 5 * 0.44 / 0.16 - 0.12 = 55$$

از نظر گاندی هفت چیز بدون هفت چیز دیگر خطرناک هستند:

ثروت بدون زحمت

دانش بدون شخصیت

علم بدون انسانیت

سیاست بدون شرافت

لذت بدون وجدان

تجارت بدون اخلاق

و عبادت بدون ایثار

