



# به نام خدا

**نام درس: تصمیم گیری در مسائل مالی**

**استاد: سرکار خانم دکتر خسروی پور**

**تهیه کننده: مهر علی قنبرپور**

**زمستان ۹۳**

# تعیین ارزش شرکت

## 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، سود تقسیمی، نرخ رشد شرکت 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. به بیان دیگر همان ارزش بدهی یا حقوق مالکانه ای است که در قالب برداشت بازار از ارزش اوراق قرضه یا سهام شرکت منعکس می گردد.

**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 دارائیا 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.

## 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 سطحی 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 بالاترین 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. بدهیهای 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**



## بدهیهای با نرخ بهره متغیر

شرکتها 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.

**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

# تکنیک سرمایه ای کردن (Capitalization Technique)

**روش تبدیل جریان‌ات نقدی آتی اوراق بهادار به ارزش فعلی یا ارزش ذاتی آن.**

❖ بهره‌ها یا سود سهام آتی برای بدهیها یا اوراق بهادار با بازده ثابت نیز سرمایه ای می‌شوند.

❖ برای سهام عادی نیز با یک استثناء به همین ترتیب عمل می‌شود و آن استثناء این است که جریان‌ات نقدی سهام عادی بطور بالقوه رشد می‌کنند و این مسئله می‌بایست در تجزیه تحلیل ارزش ذاتی آن مورد توجه قرار گیرد.

# 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 گوردون (جهت ارزشیابی سهام عادی)

این مدل می تواند بمنظور توضیح چگونگی استفاده از یک مدل ریاضی برای مسائل مربوط به ارزش ذاتی به کار رود.  
عوامل مؤثر در مدل گوردون:

۱- بازده صاحبان سهام

۲- بازده مورد انتظار و بازده واقعی

۳- وجود عامل رشد



## بازده صاحبان سهام

❖ بازده سهام تنها شامل سودهای تقسیمی آتی می باشد.  
در مدل تک دوره ای بازده سهامداران تنها شامل سود تقسیمی و سودهای سرمایه ای می باشد. در مدل گوردون سودهای انباشته شرکت بخشی از عامل رشد می باشد که در جهت افزایش مقدار سود تقسیمی آتی عمل می نماید، اما تنها سودهای تقسیمی آتی به عنوان بازده در نظر گرفته می شود.

## بازده مورد انتظار و بازده واقعی

❖ مدل گوردون بر مبنای بازده مورد انتظار و بازده واقعی بنا نهاده شده است:

► **بازده مورد انتظار (ke):** بازده معینی که سرمایه گذاران در مقابل ریسک مشخصی برای یک سهم انتظار دارند. با استفاده از نسبت سود هر سهم به قیمت بازار سهم عادی مشابه (P/E) که سرمایه گذار انتظار آن را دارد، می توان بازده مورد انتظار را محاسبه نمود.

## ► بازده واقعی:

عبارت است از نسبت واقعی سود هر سهم به قیمت بازار سهام برای هر یک از شرکتها. این نسبت در بر گیرنده بخشی از نرخ رشد (g) می باشد، زیرا  $g$  برابر است با حاصلضرب نسبت سود هر سهم به قیمت بازار سهام، در درصد سود انباشته.

## وجود عامل رشد

در مدل گوردون علی رغم وجود یک دیدگاه بلند مدت، نرخ رشد ثابتی را برای سود تقسیمی در نظر می گیرد و آن به صورت یک عامل در درون مدل ارزشیابی قرار دارد.

## تحلیل مدل گوردون

به منظور درک کامل مدل گوردون، باید تأثیر تغییر در میزان پرداخت سود تقسیمی بر بازده سهام را در شرایط مختلف و با توجه به بازده حقوق صاحبان سهام بررسی کنیم.

$$\text{ارزش ذاتی} = \frac{D_1}{K_{e(req)} - [K_{e(act)}][\%RE]}$$

۳

۳-

۳

۳

}  $D_1$ }  $K_{e(req)}$ }  $K_{e(act)}$ }  $\%RE$

**فرض کنید:**

**سود هر سهم شرکتی ۲ دلار  
بازده واقعی حقوق صاحبان سهام ۱۰ درصد**

**سه حالت ممکن است وجود داشته باشد:**

**۱- بازده مورد انتظار کمتر از بازده واقعی باشد:  $K < I$**

در صورت سرمایه گذاری سهامدار، نسبت به بازده مورد انتظار خود در این سطح از ریسک، سود بیشتری کسب می نماید. از آنجا که پرداخت بیشتر سود تقسیمی نرخ رشد یک شرکت با سود آوری بالا را کاهش می دهد، بنابراین انتظار می رود که افزایش در پرداخت سود سهام، ارزش ذاتی کمتر در پی داشته باشد.

## ۲- بازده مورد انتظار برابر بازده واقعی باشد: $K=I$

در این حالت شرکت مطابق پیش بینی عمل کرده و احتمالاً سهامدار نگران سود تقسیمی نمی باشد. چنانچه سود تقسیمی اعلام گردد، مجدداً در همان شرکت یا شرکتهای مشابه سرمایه گذاری خواهد شد و انتظار خواهیم داشت که ارزش ذاتی تحت تأثیر میزان پرداخت سود تقسیمی قرار نگیرد.

## ۳- بازده مورد انتظار بیشتر از بازده واقعی باشد: $K>I$

در این حالت شرکت نتوانسته به خوبی آنچه انتظار داشته عمل نماید. در نتیجه ارزش ذاتی چنین شرکتی کمتر از شرکت دیگری می باشد. اما از آنجا که سهامداران تمایل دارند که وجه نقد بیشتری برای سرمایه گذاری در فرصتهای دارای بازدهی بیشتر در اختیار داشته باشند، بنابراین، انتظار ارزش ذاتی بیشتری را برای شرکتی خواهیم داشت که سود سهام پرداختی آن افزایش یافته است.



## روشهای مقایسه ای برای ارزشیابی:

شرکتهایی با ویژگی های عملیاتی مشابه و ریسک همسان، ارزش ذاتی مشابهی دارند.

سه روش مقایسه ای در این خصوص عبارتند از:

۱-مقایسه نسبت  $P/E$

۲-ارزش مقایسه ای با مدل گوردون

۳-ارتباط ارزش دفتری و ارزش بازار

مقایسه نسبت  $P/E$ :

بسیاری از تحلیل گران به این نسبت به عنوان یک عامل تعیین کننده ارزش، تاکید زیادی می کنند. آنها به دنبال سرمایه ای کردن سودهای خالصند. در این فرمول ارزش ذاتی عبارت است از سود هر سهم / قیمت بازار سهام. در موارد بسیار محدود این روش دارای اعتبار است.

## **ارزش مقایسه ای با مدل گوردون:**

در صورتی که قیمت بازار شرکتهای مشابه برابر همان ارزش ذاتی شرکتهای مذکور باشد این مدل برای ارزشیابی مناسب است.

## **ارتباط ارزش دفتری و قیمت بازار:**

ارزش دفتری یک شرکت فعال را نمی توان برای تعیین ارزش بازار یا ارزش ذاتی آن مورد استفاده قرار داد، اما شرکتهای مشابه می توانند نسبت های ارزش بازار به ارزش دفتری مشابهی داشته باشند.

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

پاس