

روش های قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار ایران

چکیده:

مهم ترین وظیفه بورس اوراق بهادار، ایجاد یک بازار کارآ برای قیمت گذاری عادلانه اوراق بهادار

می باشد. این وظیفه از طریق خبرگان مالی اعمال می شود. خبرگان مالی اطلاعات مورد نیاز برای

قیمت گذاری را براسا مدل های قیمت گذاری که بر پایه مفروضات صحیح و مطابق بازار طراحی

شده است به دست می آورند. انواع اوراق بهاداری که قابل معامله در بورس اوراق بهادار می باشند

شامل: سهام عادی، اوراق قرضه، اختیار معامله اوراق بهادار و قراردادهای آینده در بورس اوراق

بهادار، قیمت اوراق بهادار نسبت به تحولات و رویدادهای مختلف حساسیت نشان می دهد.

هدف اصلی این تحقیق بررسی روش های قیمت گذاری سهام عادی تازه پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار ایران می باشد که در ابتدا تعریف سهام عام و حقوق آن آورده شده و سپس بحث اصلی

که نحوه قیمت گذاری سهام عادی می باشد پرداخته می شود و تجزیه و تحلیل اصلی در ارزیابی

سهام، نحوه تعیین قیمت در بورس تهران و در پایان کنترل قیمت توسط بورس را بیان خواهیم کرد.

مقدمه:

بورس اوراق بهادار مکانی است که در آن انواع مختلف اوراق بهادار مانند سهام عادی، اوراق قرضه، اختیار معامله اوراق بهادار (option) و قراردادهای آینده (future contract) مورد داد و ستد قرار می گیرد.

مهم ترین وظیفه بورس اوراق بهادار، ایجاد یک بازار کارآ و مداوم برای اوراق بهادار است به گونه ای که هر لحظه بتوان اوراق بهاداری را به قیمت عادلانه و نزدیک به قیمت معامله قبلی مورد معامله قرار داد. بنابراین بورس باید بتواند نقدینگی کافی را برای سرمایه گذاران ایجاد کند. در چنین بازاری، سرمایه گذاران خواهند توانست که اوراق بهادار خود را سریعاً به نقد تبدیل و یا داراییهای نقدی خود را صرف سرمایه گذاری در اوراق بهادار نمایند.

وظیفه مهم دیگر بورس، تعیین قیمت اوراق بهادار است. قیمت در این بازار بر اساس سفارش های خرید و فروش (عرضه و تقاضا) اوراق بهادار تعیین می شود. تمام سفارش های خرید و فروش اوراق بهادار از اقصی نقاط کشور به محل بورس در سال، و با توجه به حجم عرضه و تقاضا، قیمت سهام تعیین می گردد که این وظیفه از طریق خبرگان مالی اعمال می شود. خبرگان مالی اطلاعات مورد نیاز برای قیمت گذاری را بر اساس مدل های قیمت گذاری که بر پایه مفروضات صحیح و مطابق بازار طراحی شده است، بدست می آورند.

یک بازار کارآ باید این امکان را فراهم سازد که بر اساس اطلاعات منتشر شده در بازار، اوراق بهادار مورد ارزیابی همیشگی قرار گیرد و آثار آن در قیمت اوراق بهادار منعکس گردد؛

به عبارت دیگر، در بورس اوراق بهادار قیمت اوراق بهادار نسبت به تحولات و رویدادهای مختلف حساسیت نشان می دهد.

هدف این تحقیق بررسی چگونگی تعیین قیمت پایه سهام تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و چگونگی کنترل قیمت سهام توسط بورس است. در کشورهای دیگر، شرکت هایی که قصد فروش سهام به عموم را دارند برای عرضه سهام به عموم و تعیین ارزش سهام از خدمات مؤسسات مقید سرمایه و یا بانک های سرمایه گذاری (Investment banking firm) استفاده می کنند.

اما در ایران مسئولیت تهیه قیمت پایه بر عهده سازمان بورس اوراق بهادار تهران است. متأسفانه عدم رعایت کامل مبانی علمی در قیمت گذاری سهام و اعمال نظر نهادهای دولتی عرضه کننده سهام باعث گردیده که قیمت تعیین شده برای سهام، ارتباط نزدیک و سیستماتیکی با ارزش اینگونه سهام نداشته باشد.

مبانی نظری تعیین ارزش سهام عادی

سهام عادی: ورقه بهاداری است که نشان دهنده حق مالکیت صاحب سهم در شرکت است. سهامدار عادی، آخرین ادعا را بر عایدات و ارزش خالص دارایی های شرکت دارد و از این رو ریسک سهامداران عادی بیشتر از ریسک وام دهندگان به شرکت است. حقوقی که به یک ورقه سهم تعلق می گیرد، را می توان به شرح زیر خلاصه کرد:

۱- حق مشارکت در سود شرکت

۲- حق مشارکت در ارزش خالص دارایی های شرکت در زمان انحلال

۳- حق رأی در مجامع عمومی شرکت

۴- حق تقدم در خرید سهام عادی

با توجه به فرض تداوم فعالیت و بعید بودن انحلال شرکت ها معمولاً ارزش سهام را بر اساس میزان، زمان دریافت و ریسک سودهای آینده شرکت تعیین می کنند. برای آن دسته از سهامداران عمده که منافع خاصی از طریق کنترل شرکت به دست می آورند، ارزش سهام شرکت می تواند بیشتر از ارزش مبتنی بر حق مشارکت در سود جاری و آینده باشد.

مدلهای تعیین ارزش سهام عادی

در تئوری های مالی، ارزش اوراق بهادار از طریق محاسبه ارزش فعلی عایدات آینده آنها به دست می آید؛ به عبارت دیگر، برای تعیین ارزش اوراق بهادار، ابتدا باید میزان عایدات (Cash Flow) ناشی

از اوراق بهادار را همراه با زمان دریافت آنها تعیین نمود و سپس با توجه به نرخ تنزیلی که با میزان ریسک اینگونه اوراق بهادار متناسب باشد، ارزش فعلی آنها را محاسبه کرد. چون نرخ تنزیل و یا نرخ بازده مورد توقع سرمایه گذاران تابعی از میزان ریسک یا عدم اطمینان نسبت به عایدات آینده است، لذا نرخ تنزیل مورد استفاده باید با ریسک عایدات آینده آنها متناسب باشد. بنابراین برای تعیین ارزش سهام عادی، ابتدا باید سه عنصر اصلی تعیین ارزش یعنی (۱) میزان عایدات آینده، (۲) زمان دریافت

عایدات و (۳) میزان عدم اطمینان نسبت به تحقق عایدات مشخص گردد.

میزان عایدی که به یک سهم عادی تعلق می گیرد، تابعی از میزان سود خالص شرکت است. میزان سود خالص شرکت نیز تابعی از میزان فروش و حجم هزینه های ثابت و متغیر عملیاتی و غیرعملیاتی شرکت است. با توجه به متغیر بودن این عوامل و نوسان پذیری آنها از یک سال به سال بعد، امکان

تخمین دقیق سود شرکت در سالهای آینده وجود ندارد. البته می توان، توان کسب سود شرکت را با توجه به عوامل درونی و برونی شرکت تعیین کرد.

اگر درآمد متعلق به هر سهم را با EPS و نرخ بازده مورد توقع سهامداران عادی را با K نشان دهیم و

اگر شرکت صد در صد سود خود را تقسیم کند، ارزش هر سهم به طریق زیر قابل محاسبه خواهد بود:

(فرمول شماره ۱)

$$V_0 = \frac{EPS_1}{(1+K)^1} + \frac{EPS_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{EPS_n}{(1+K)^n} + \dots + \frac{EPS_\infty}{(1+K)^\infty}$$

مدل بدون رشد

اگر میزان سرمایه گذاری شرکت در هر سال را فقط به میزان استهلاک دارایی هایش فرض کنیم، در این صورت ظرفیت تولید و توان کلی کسب سود شرکت ثابت می ماند که می توان آن را با EPS نشان داد. در این صورت ارزش هر سهم برابر خواهد بود با:

$$V_0 = EPS \left(\frac{1}{(1+K)^1} + \frac{1}{(1+K)^2} + \dots + \frac{1}{(1+K)^n} + \dots + \frac{1}{(1+K)^\infty} \right)$$

با توجه به اینکه جمع کسره های داخل پرانتز برابر با $\frac{1}{K}$ است، خواهیم داشت:

$$V_0 = EPS \left(\frac{1}{K} \right) = \frac{EPS}{K} \quad \text{(فرمول شماره ۲)}$$

به عبارت دیگر برای تعیین ارزش هر سهم کافی است درآمد متعلق به هر سهم را به نرخ بازده مورد توقع سهامداران (نرخ تنزیل) تقسیم کنیم.

مدل با رشد

اگر شرکت به منظور توسعه فعالیت خود، به سرمایه گذاری تمام یا قسمتی از سود خود اقدام کند، قدرت کسب سودش افزایش یافته، سودهای آینده آن رشد خواهد یافت. نرخ رشد سودهای آینده به

میزان سرمایه گذاری، و نرخ بازدهی این سرمایه گذاری بستگی دارد. اگر درصد سود سرمایه گذاری شده را با b و نرخ بازده سرمایه گذاری را با r و نرخ رشد سود را با g نشان دهیم، نرخ رشد برابر خواهد بود با

$$g = b.r$$

و میزان سود نقدی تقسیمی (D) به سهامداران برابر خواهد بود با:

$$D = (1-b)EPS$$

اگر فرض کنیم که $K > br$ باشد (که فرض معقولی است):

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}$$

در چنین حالتی ارزش یک سهم برابر خواهد بود با:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{(1+K)^1} + \frac{(1-b)EPS_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{(1-b)EPS_\infty}{(1+K)^\infty}$$

با توجه به اینکه

$$EPS_2 = EPS_1(1+g) = EPS_1(1+br)$$

$$EPS_n = EPS_1(1+g)^{n-1} = EPS_1(1+br)^{n-1}$$

با جایگزینی معادلات فوق در فرمول تعیین ارزش خواهیم داشت:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{(1+k)^1} + \frac{(1-b)(1+br)EPS_1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1-b)(1+br)^\infty EPS_1}{(1+k)^\infty}$$

اگر فرض کنیم که $k > br$ باشد (که فرض معقولی است) فرمول ذیل بدست خواهد آمد:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{k-g} + \frac{D_1}{K-g} \quad (\text{فرمول شماره ۳})$$

در این فرمول مشاهده می شود که ارزش یک سهم، تابعی از درآمد متعلق به هر سهم (EPS)، درصد سود سرمایه گذاری شده (b)، نرخ بازدهی سرمایه گذاری (r) و نرخ بازده مورد توقع سهامداران (K) است. ارزش تعیین شده برای هر سهم طبق این فرمول در دو حالت برابر با ارزش تعیین شده طبق فرمول مدل بدون رشد است.

اول- موقعی که شرکت سود خود را سرمایه گذاری نکند (b=0) و تمام آن را تقسیم کند؛ در این صورت فرمول شماره (۳) به شکل زیر در خواهد آمد:

$$V_0 = \frac{(1-0)EPS_1}{k-0} + \frac{EPS_1}{k}$$

که شبیه فرمول شماره (۲) است.

دوم- موقعی که نرخ بازده سرمایه گذاری شرکت با نرخ بازده مورد توقع سهامداران برابر است (r=k). در این صورت فرمول شماره ۳ به شکل زیر در خواهد آمد:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{k-bk} + \frac{(1-b)EPS_1}{k(1-b)} + \dots + \frac{EPS_1}{k}$$

به عبارت دیگر برای آن دسته از شرکت هایی که نرخ بازده سرمایه گذاری شان با نرخ بازده مورد توقع سهامداران برابر است، فرمول شماره (۲) می تواند برای تعیین ارزش سهام به کار رود. با توجه به اینکه نرخ بازده مورد توقع سهامداران تابعی از نرخ بازده سایر فرصتهای سرمایه گذاری مشابه است، شرکت ها می توانند با سرمایه گذاری مجدد سود، موجبات افزایش ارزش سهام را فراهم نمایند مشروط بر این که نرخ بازده سرمایه گذاریشان بیشتر از نرخ بازده سرمایه گذاری سایر شرکتهای مشابه باشد.

مدل رشد فوق العاده

برخی شرکتها می توانند فرصت های سرمایه گذاری بسیار سودآور را به لحاظ برخورداری از موقعیت های انحصاری برای مدت محدودی داشته باشند. این موقعیت های انحصاری می تواند ناشی

از مزیت های تکنولوژی، نزدیکی به مواد اولیه، برخورداری از وضعیت رقابتی مناسب در بازار و حمایت های دولتی و گمرکی باشد. لذا برای اینگونه شرکتها به جای در نظر گرفتن یک نرخ رشد باید چند نرخ رشد را که با نرخ بازدهی فرصت های سرمایه گذاری در مقاطع زمانی مختلف، متناسب است، در نظر گرفت.

اگر دوره برخورداری از فرصت های سودآور سرمایه گذاری را T سال در نظر بگیریم و بعد از T سال نرخ بازده سرمایه گذاری را برابر با نرخ بازده مورد توقع فرض کنیم، در این صورت مدل تعیین ارزش سهام به شکل زیر در می آید:

$$V_0 = \frac{EPS_1}{k} + b(EPS_1)T \left[\frac{k-r}{k(1+k)} \right]$$

ارزش سهم از دو قسمت تشکیل می شود:

قسمت اول- ارزش سهم با فرض عدم وجود رشد است و قسمت دوم ارزش اضافی است که شرکت

به مدت T سال از طریق سرمایه گذاری در طرح هایی که نرخ بازدهی فوق العاده دارند، به دست می

آورد. به عنوان مثال، فرض کنید که در شرکتی $EPS_1=1000$ ریال، $K=0/25$ ، $b=0/7$ ، $T=10$

سال و $r=0/30$ باشد، در این صورت ارزش هر سهم این شرکت برابر خواهد بود با:

$$V_0 = \frac{1000}{0/25} + 0/7(1000)10 \left[\frac{0/30/0/25}{0/25(1+0/25)} \right]$$

$$V_0 = 4000 + 1120 = 5120$$

همانطور که در مثال ملاحظه می شود به خاطر وجود فرصت های سرمایه گذاری سودآور به مدت ده سال ارزش سهام شرکت ۱۱۲۰ ریال بیشتر شده است. طبق این مدل هرچه درصد سود سرمایه گذاری شده (b)، میزان درآمد متعلق به هر سهم (EPS_1)، تفاوت نرخ بازده سرمایه گذاری و نرخ بازده مورد توقع سهامداران ($K-r$) و T بیشتر باشد، سهام شرکت با ارزشتر خواهد شد.

تجزیه و تحلیل اساسی در ارزیابی سهام (Fundamental Analysis)

تجزیه و تحلیلگران اوراق بهادار برای تعیین ارزش سهام عادی از روشی که موسوم به روش تجزیه و تحلیل اساسی است، استفاده می کنند. تجزیه و تحلیل اساسی دارای مراحل به شرح زیر است:

(۱) تجزیه و تحلیل اوضاع اقتصادی کشور

(۲) تجزیه و تحلیل صنعتی که شرکت در آن واقع شده است.

(۳) تجزیه و تحلیل شرکت

ارزش سهام بر اساس میزان سودهای آینده و درجه اطمینان نسبت به تحقق آنها تعیین می گردد. با توجه به اینکه اوضاع اقتصادی کشور در آینده تأثیر مهمی بر میزان سودآوری شرکتها خواهد داشت، لذا ضروری است که ابتدا اوضاع اقتصادی در حال حاضر و روند تغییرات آن در آینده مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

تجزیه و تحلیل اوضاع اقتصادی کشور

تجزیه و تحلیل اقتصادی شامل بررسی شاخص های مهم اقتصادی از قبیل نرخ رشد تولید ناخالص ملی (GNP) و اجزای تشکیل دهنده آن، تورم، عرضه پول، نرخ بهره، نرخ ارز، میزان تراز پرداختهای کشور، نرخ بیکاری، کسر بودجه دولت، سیاستهای پولی و مالی دولت ... است. هدف از

این بررسیها علاوه بر تعیین وضعیت فعلی اقتصاد، پیش بینی روند رشد فعالیتهای اقتصادی در کشور است.

هدف از این بررسی، تعیین موقعیت فعلی صنعت و روند رشد آینده آن است. سهامداران اصولاً برای شرکتهایی که در صنایع روبه رشد واقع هستند و دارای سودآوری مطلوبی می باشند، ارزش بیشتری قائل هستند.

عوامل مطلوب یک صنعت در تجزیه و تحلیل اساسی عبارتند از:

(۱) تقاضای روبه رشد برای محصولات آن صنعت

(۲) برخورداری از مزیت نسبی به گونه ای که محصولات مشابه خارجی نتوانند تهدید جدی برای

نفوذ در بازار داخلی باشند. مزیت نسبی می تواند ناشی از وجود مواد اولیه ارزان و فراوان در داخل کشور، وجود نیروی کار ارزان و ماهر و... باشد.

(۳) محدود بودن کالاهای جانشین برای محصولات آن صنعت؛ به عنوان مثال آلومینیوم می تواند

جانشینی برای آهن باشد، لذا در صورت کاهش قیمت کالاهای جانشین، مصرف کنندگان ممکن است آن را جانشین محصولات آن صنعت نمایند. هرچه تعداد کالاهای قابل جانشین محدودتر باشد،

موقعیت بازار آن صنعت قوی تر خواهد بود.

(۴) وابستگی کم به مواد اولیه خارجی و پایین بودن میزان ارزبری. با توجه به نوسان پذیر بودن

درآمدهای ارزی کشور، صنایعی می توانند ثبات تولید بیشتری داشته باشند که وابستگی ارزی آنها

کم باشد. چنین صنایعی حتی در وضعیت کمبود ارز نیز قادر به ادامه فعالیت خود هستند.

(۵) دخالت محدود ارگانهای دولتی در تعیین قیمت و چگونگی توزیع محصولات صنایع. تجربه نشان داده است صنایعی که محصولات آنها توسط دولت تعیین قیمت می گردد به علت عدم تغییر به موقع قیمت محصولات توسط مراجع دولتی، غالباً با زیان روبرو می شوند، لذا سرمایه گذاری در چنین صنایعی با ریسک بیشتری همراه است.

(۶) ثبات فروش و سودآوری صنایعی که کالاهای مصرفی تولید می کنند، اصولاً بیشتر از صنایعی است که کالاهای واسطه ای و سرمایه ای تولید می کنند. لذا ریسک سرمایه گذاری در سهام شرکت های تولید کننده کالاهای مصرفی کمتر از سهام شرکتهای تولید کننده کالاهای واسطه ای و سرمایه ای است.

(۷) استراتژیک بودن محصولات صنعت. بعضی از صنایع، محصولاتی تولید می کنند که دولت برای آنها اولویت بیشتری قائل است و تداوم تولید این محصولات مورد حمایت دولت قرار می گیرد. چنین حمایتی باعث می شود که حتی در وضعیت کمبود ارز، این صنایع امکانات لازم را به دست آورده، به تولید خود ادامه دهند.

مرحله سوم تجزیه و تحلیل شرکت: تحلیل گر پس از انتخاب صنعت مناسب باید به انتخاب شرکتی از بین شرکتهای موجود در آن صنعت اقدام نماید. عواملی که در انتخاب یک شرکت مورد توجه قرار می گیرند عبارتند از:

(۱) موقعیت رقابتی شرکت

(۲) کیفیت مدیریت

(۳) کارآیی عملیات

(۴) تجزیه و تحلیل ساختار مالی (بدهی های جاری و بلندمدت)

(۵) قابلیت سوددهی

(۱) موقعیت رقابتی شرکت: در هر صنعتی ممکن است ده ها شرکت وجود داشته باشد اما تنها یک یا

چند شرکت عمده هستند که بخش عمده بازار را در دست دارند. بررسی موقعیت رقابتی شرکت از

میزان فروش، رشد و ثبات فروش و سهم بازار آن شرکت به دست می آید. مقدار فروش یک شرکت

در مقایسه با سایر شرکتها درجه رهبری آن را نشان می دهد.

(۲) کیفیت مدیریت شرکت: موفقیت یک شرکت مرهون کیفیت مدیریت آن است. مدیریت

محصولات جدید را بوجود می آورد، بازارهای جدید می آفریند، پروژه های سودآور را اجرا می

کند و سرانجام، شرکت را در نزاع رقابت برای بقا، رهبری می کند. با وجودی که مدیریت از اهمیت

زیادی برخوردار است، اما تعیین کیفیت آن کار آسانی نیست. برای تشخیص توانایی مدیریت معمولاً

دو نوع اطلاعات مورد استفاده قرار می گیرد:

نوع اول- اطلاعاتی است که به خصوصیات و ویژگی های فردی مدیران ارتباط دارد مانند میزان

تحصیلات، تجربه، موفقیت های قبلی، پشتکار و علاقه مندی.

نوع دوم- اطلاعاتی است که چگونگی اعمال مدیریت را در طول زمان ارزیابی می کند. این بررسی

شامل موارد زیر است:

الف- وجود برنامه ریزی استراتژیک در فعالیتهای سازمان

ب- توانایی حفظ موقعیت رقابتی شرکت (روند رشد فروش شرکت)

ج- توانایی توسعه شرکت و بهبود موقعیت رقابتی آن

د- توانایی حفظ حاشیه سود

ه- توانایی بهبود و کارآیی عملیات

و- توانایی تامین مالی

ز- توانایی کار با کارمندان و اتحادیه های کارگری

ح- توانایی به کارگیری تکنیک های جدید

۳) تجزیه و تحلیل کارآیی عملیات: کارآیی عملیات شرکت، یکی از عوامل اساسی در سوددهی شرکت است و می توان آن را بر اساس معیارهایی همچون درصد استفاده از ظرفیت تولیدی، تولید سرانه، فروش سرانه، سود سرانه، نسبت فروش به حجم داراییها سنجید. این تجزیه و تحلیل باید هم به صورت روند زمانی انجام شود و هم به صورت مقایسه با سایر شرکتهای مشابه.

۴) تجزیه و تحلیل بدهی های جاری و بلندمدت: هدف از این تجزیه و تحلیل، بررسی توانایی مالی شرکت در پرداخت به موقع بدهی های سررسید شده آن است. در این رابطه، نسبتهای نقدینگی شامل نسبت جاری، نسبت سریع، و نسبتهای بافت مالی شامل نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت حقوق صاحبان سهام به کل داراییها، نسبت پوشش هزینه بهره باید مورد بررسی قرار گیرند.

۵) تجزیه و تحلیل سودآوری: هدف از این تجزیه و تحلیل، بررسی روند رشد سودآوری شرکت در طول زمان است. در این زمینه نسبتهای حاشیه سود، نرخ بازده سرمایه گذاری، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت سود نقدی به قیمت هر سهم، نسبت درآمد هر سهم به قیمت هر سهم مورد بررسی قرار می گیرد.

نحوه تعیین قیمت در بورس تهران

در بورس تهران، کمیته قیمت گذاری، مسئولیت تعیین قیمت پایه برای سهامی که در بورس پذیرفته می شوند را به عهده دارد. فرمول مورد استفاده برای تعیین قیمت پایه به شرح زیر است:

$$\text{ارزش هر سهم} = \frac{EPS_1}{k}$$

در این فرمول EPS_1 ، پیش بینی درآمد هر سهم در سال بعد و K نرخ تنزیل و یا نرخ بازده مورد توقع سهامداران است. برای محاسبه سه نرخ متفاوت ۱۲٪، ۱۵٪ و ۱۸٪ برای تعیین قیمت پایه، متوسط و سقف به کار می برند. برای محاسبه EPS_1 ابتدا میانگین EPS برای سه سال قبل محاسبه می گردد و سپس بر اساس نرخ رشد EPS در سه سال گذشته میانگین نرخ رشد سالانه و قیمت پایه به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$g = \frac{g_0 + g_1 + g_2}{3}$$

$$EPS = \frac{EPS_0 + EPS_1 + EPS_2}{3}$$

$$EPS_1 = EPS(1+g)$$

$$\text{قیمت پایه} = \frac{EPS_1}{k}$$

کمیته قیمت گذاری در تعیین قیمت پایه به عامل رشد سودهای آینده توجه کرده، ولی در تعیین ارزش سهم از مدلی استفاده کرده که فرض می کند سودهای آینده رشدی ندارند.

در مورد آن دسته از سهامی که به خاطر سرمایه گذاریهای آینده، انتظار می رود سودشان افزایش

یابد، فرمول تعیین ارزش به شرح زیر است:

$$\text{ارزش هر سهم} = \frac{EPS_1}{k - g}$$

ملاحظه می گردد که در صورت کسر به جای در آمد مورد انتظار (EPS)، سود تقسیمی مورد انتظار هر سهم (DPS_1) منظور شده و در مخرج کسر نرخ رشد کسر گردیده است. ایراد وارده بر تعیین قیمت پایه سهام، عدم توجه به ویژگی شرکتها و عدم استفاده از تجزیه و تحلیل اساسی در تعیین قدرت کسب سود شرکت و ریسک سرمایه گذاری در سهام است. به خاطر متفاوت بودن شرکتها از نظر ساختار مالی، مدیریت، مزایای رقابتی، وابستگی آنها به ارز، درجه ریسک و خطر سرمایه گذاری آنها نیز متفاوت خواهد بود و لذا نرخ بازده مورد توقع سهامداران این شرکتها نیز متفاوت خواهد بود. متأسفانه مشاهده گردیده به جای اینکه K تابعی از فاکتورهای اساسی باشد، بیشتر تابعی از قدرت چانه زنی نهاد و یا سازمان فروشنده سهام می باشد.

کنترل قیمت سهام توسط بورس

بورس باید زمینه ای را فراهم آورد که قیمت اوراق بهادار به صورت عادلانه تعیین گردد. همچنین بورس، برای تعیین عادلانه قیمت باید اطلاعات مورد نیاز سرمایه گذاران را سریعاً در اختیارشان قرار دهد. باید در بازار سهام افراد حرفه ای بسیاری وجود داشته باشند که کارشان تجزیه و تحلیل این اطلاعات و تعیین اثر آنها بر ارزش سهام باشد. همچنین بورس باید به متخصصان (Specialists) اجازه دهد که روی سهام پذیرفته شده در بورس، ایجاد بازار کنند و آنها را وادار نماید که در هر لحظه پیشنهاد قیمت خرید و فروش خود را اعلام و بر اساس این قیمتها اقدام به خرید و فروش سهام نمایند. الزام متخصصان به خرید و فروش سهام باعث می گردد که آنها همیشه به دنبال تعیین قیمت عادلانه سهام باشند قیمتی که متناسب با ریسک و بازدهی سهام باشد.

لذا مشاهده می شود که در بورسهای مهم دنیا کنترلی بر قیمت سهام اعمال نمی شود مگر در مواقعی که به خاطر وقوع حادثه مهم مثل سوء قصد به مقامات بلندپایه دولتی، جنگ، اعتصاب در کارخانه و... مردم عکس العمل شدید در مدت کوتاه از خود نشان دهند و باعث تغییرات شدید قیمت می گردند. در چنین مواقعی معمولاً بورس، معاملات آن سهام را به مدت چند ساعت برای ارزیابی صحیح عواقب حادثه متوقف می نماید و یا اینکه دامنه تغییرات قیمت را محدوده به عددی مثلاً ۱۰٪ می نماید.

در بورسهای مهم دنیا، قیمت سهام بدون کنترل و دخالت مسئولان بورس تعیین می گردد. اما در بورس تهران حتی در اوضاع عادی نیز مسئولان بورس قیمت سهام را مورد کنترل قرار می دهند و برای تغییر قیمت سهام روند خاصی را در نظر گرفته اند.

مقامات بورس تهران اعتقادی به تعیین قیمت سهام توسط عرضه و تقاضای آن ندارند و یا معتقدند به خاطر مشکلات و موانعی که در بورس تهران وجود دارد، عرضه و تقاضا قادر به تعیین قیمت عادلانه (نزدیک به ارزش واقعی) برای سهام نیست و مسئولان بورس خود رأساً نسبت به تعیین قیمت سهام و تغییرات آن اقدام می نمایند. این عمل بورس نه تنها از لحاظ تئوری های مالی دارای ایراد است بلکه باعث می گردد که مردم مقامات بورس را مسئول هرگونه تغییر قیمت و زیان ناشی از آن بدانند.

روش پیشنهادی بورس تهران برای کنترل قیمت :

۱- ابتدا ارزش فعلی هر سهم را با استفاده از فرمول زیر به دست می آورند:

$$P_0 = \frac{EPS + RPS}{K} \quad \text{فرمول (الف)}$$

که P_0 = ارزش فعلی هر سهم

EPS = درآمد متعلق به هر سهم

RPS = اندوخته های آزاد متعلق به هر سهم

K = نرخ تنزیل

۲- سپس ارزش هر سهم را در پایان سال مالی و تاریخ تشکیل مجمع از طریق فرمول زیر محاسبه می نمایند:

$$P = P_0 (1+K) + DPS \quad \text{فرمول (ب)}$$

که DPS برابر با سود نقدی هر سهم است.

۳- تفاوت بین P_1 , P_0 را به تعداد ماه در سال (۱۲) تقسیم تا میزان افزایش قیمت ماهانه به دست آید.

ایرادهای روش پیشنهادی در بورس تهران

$$P_0 = \frac{EPS + RPS}{K}$$

الف- فرمول تعیین ارزش پیشنهادی غلط است:

ایراد این فرمول این است که طبق تئوری های مالی ارزش هر سهم برابر است با ارزش فعلی عایدات آینده هر سهم. چنانچه میزان عایدات هر سهم را در سال های آینده ثابت فرض کنیم ارزش هر سهم برابر خواهد شد با:

$$P_0 = \frac{EPS}{K}$$

اضافه کردن اندوخته های آزاد متعلق به هر سهم در صورت کسر و تلقی نمودن آن به عنوان نوعی جریان نقدی که هر ساله به سهامدار پرداخت می گردد، صحیح نیست. چنین اقدامی باعث می گردد که سهام بیش از ارزش واقعیشان ارزش گذاری شوند.

$$P_1 = P_0(1+K) +$$

ب- تعیین قیمت سهام در پایان سال طبق این فرمول

DPS

و اجازه دادن افزایش تدریجی قیمت هر سهم به این سطح کار صحیحی نیست.

یکی از ویژگیهای سرمایه گذاری در سهام عادی وجود ریسک سرمایه گذاری است. سهامداران به

خاطر ریسک بیشتر نرخ بازده بیشتری را مطالبه می کنند. اگر بورس تهران قیمت هر سهم را ماهانه با

میزان ثابت و مشخصی افزایش دهد دیگر سهامداران ریسکی را متحمل نشده اند که مستحق بازده

بیشتری باشند.

ج- روش پیشنهادی بورس تهران بر این فرض استوار است که قیمت جاری سهم در بازار برابر با

ارزش واقعی آن در ابتدای سال است. اگر این دو با هم برابر نباشند معلوم نیست که در فرمول (۲) به

جای P_0 آیا قیمت بازار سهام در ابتدای سال باید منظور شود یا ارزش آن طبق فرمول (۱).

د- اگر فرض کنیم که در فرمول (۱) قیمت جاری سهم در ابتدای سال منظور شود (که فرض درستی

است) در این صورت اگر قرار باشد افزایش بعدی آن مطابق روش پیشنهادی بورس باشد، در این

صورت مردم هیچ کوششی برای کسب اطلاعات بیشتر و تجزیه و تحلیل آنها به منظور تعیین ارزش

واقعی سهام نخواهند کرد و اگر قیمت ابتدای سال قیمت صحیحی نباشد، قیمت های بعدی آن نیز

صحیح نخواهد بود؛ به عبارت دیگر بازار هیچ گاه فرصت تصحیح اشتباهات خود را نخواهد یافت.

در چنین حالتی بازار بورس تهران هیچ گاه به سمت کارآ شدن حرکت نخواهد کرد.