ارزشیابی سهام شرکتهایی در شرایط خاص

پرهام ضیایی

ارسال شده جهت استفاده کاربران سایت پروژه دات کام

www.Prozhe.com

مقدمه

هر دارائی اعم از مالی یا واقعی ارزشی دارد. عامل کلیدی برای موفقیت در سرمایه گذاری و مدیریت دارائی‌ها درک ارزش و منابع اثرگذار بر ارزش آن دارائی است. تمام دارائی ها را می‌توان ارزشیابی کرد اما ارزشیابی بعضی دارائی ها ساده تر و بعضی پیچیده تر است. آنچه اهمیت دارد درجه شباهت در اصول و روش های اندازه گیری است نه تفاوت آنها. به طور کلی در ارتباط با ارزشیابی دو عدم اطمینان وجود دارد:

1. عدم اطمینان نسبت به مدلهای ارزشیابی
2. عدم اطمینان نسبت به خود دارائی ها

در اینجا درباره فلسفه ارزشیابی و نحوه استفاده از مدل های ارزشیابی در حرفه های مختلف مطالبی ارائه شده، سپس درباره محرک های ارزش و چارچوب مناسب برای ارزشیابی بحث نموده و در آخر به روش های غیرمتداول در ارزشیابی اشاره می شود.

www.Prozhe.com

تاریخچه:

واژه بورس از نام خانوادگی شخصی به نام "واندر بورس" اخذ شده که در اوایل قرن چهاردهم در شهر بروژ بلژیک می-زیسته و صرافان شهر در مقابل خانه او گرد هم می-آمدند و به دادوستد کالا، پول و اوراق بهادار می‌پرداختند. این نام بعدها(1309) به کلیه اماکنی اطلاق شد که محل دادوستد پول، کالا و اسناد مالی و تجاری بوده است. رشد بورس سهام و جاافتادن آن در عملیات تجاری و اقتصادی، با انقلاب صنعتی اروپا و شکوفایی اقتصاد تازه متحول شده آن همراه بوده است. اولین بورس معتبر دنیا، در سال 1611 در شهر آمستردام تشکیل شد و کمپانی معروف هند شرقی سهام خود را در آن بورس عرضه کرد. بورس آمستردام امروزه نیز یکی از منابع مهم تأمین سرمایه در سطح بین‌المللی است. نکتهٔ قابل توجه آن است که در هنگام افزایش قابل ملاحظه معاملات سهام، کشورهای اروپایی نظیر انگلستان، آلمان، سوئیس، قوانین و مقررات ناظر بر معاملات سهام و ضمانت‌های اجرایی لازم برای آن را وضع کردند تا از هرگونه تقلب و پایمال شدن حقوق صاحبان سهام جلوگیری شود.

www.Prozhe.com

بورس اتریش در وین در سال 1771 افتتاح شد که عمدتاً به معاملات اوراق قرضه دولتی جهت تامین مالی جنگ می-پرداخت. بورس اتریش در پایان قرن 19 میلادی 2500 سهم را در تابلوی خود داشت و یکی از مهمترین مراکز مالی اروپا به شمار می-رفت.

در لندن معامله-گران در بورس جهت انجام معامله در قهوه-خانه گرد هم می-آمدند. برای نظم بخشیدن به بازار، قهوه-خانه نیوجاناتان در سال 1698 به بورس اوراق بهادار تبدیل شد. بورس نیویورک در اواخر قرن هجدهم (1792) تأسیس شده و با وجود رقبای دیگر، از نظر حجم معاملات و اهمیت در بازار سرمایه آمریکا، در مقام اول قرار دارد. درآمریکا، اولین محل شناخته شده به عنوان بورس اوراق بهادار، در نیویورک و در محوطه-ای در زیر سایه درخت نارون بزرگی در "وال استریت" بود که بعدها به قهوه-خانه-ای در همان نزدیکی انتقال یافت. بورس وال استریت با جمع-آوری مبالغی به عنوان ورودیه از دلالان (کارگزاران) و گسترش عملیات، تقویت شد و به مجتمع تجاری عظیمی مبدل گردید که بعدها به نام "بورس سهام نیویورک " به ثبت رسید. درحال حاضر تعداد کارگزاران این بورس به چند هزار شخص حقیقی و حقوقی بالغ می-گردد. در حال حاضر در اغلب کشورهای دنیا، بورس‌های اوراق بهادار فعالیت می‌کنند.

- ✓ **سابقه بورس در ایران**

فکر اصلی ایجاد بورس اوراق بهادار در ایران، به سال 1315 بر می-گردد. در این سال، یک کارشناس هلندی و یک کارشناس بلژیکی به منظور بررسی و اقدام درمورد تهیه و تنظیم مقررات قانونی ناظر بر فعالیت بورس اوراق بهادار، به ایران آمدند. اما مطالعات آن دو با آغاز جنگ جهانی دوم متوقف گردید. پس از کودتای 28 مرداد 1332، مجدداً در سال 1333 مأموریت تشکیل بورس اوراق بهادار به اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، بانک مرکزی و وزارت بازرگانی وقت محول گردید. این گروه پس از دوازده سال تحقیق و بررسی درسال 1345، قانون و مقررات تشکیل بورس اوراق بهادار تهران

www.Prozhe.com

را تهیه و لایحه مربوطه را به مجلس شورای ملی ارسال داشتند که این لایحه در اردیبهشت سال 1345 تصویب شد. با ورود سهام بانک صنعت و معدن و نفت پارس، دربهمن ماه 1346 فعالیت بورس اوراق بهادار تهران آغاز شد. متعاقب آن اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس آباد به بورس راه یافتند.

طی یازده سال فعالیت بورس قبل از انقلاب اسلامی، تعداد شرکت-ها، بانک-ها و شرکت-های بیمه پذیرفته شده در بورس از شش بنگاه اقتصادی با سرمایه 2/6 میلیارد ریال به 105 بنگاه با سرمایه ای بیش از 230 میلیارد ریال درسال 1357 افزایش یافت. همچنین ارزش مبادلات در بورس از 15 میلیون ریال به بیش از 150 میلیارد ریال در سال 1357 افزایش یافت. در سال-های پس از پیروزی انقلاب اسلامی و با تحولات پیش آمده از جمله: 1(تصویب لایحه قانون اداره امور بانک-ها، 2(ملی‌شدن شرکت-های بیمه، 3(تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع و 4(تملک بسیاری از بنگاه-های اقتصادی توسط دولت که همه آنها نشأت گرفته از روحیه مخالفت با نظام سرمایه‌داری بود که بعدها اقتصاد ما را به اقتصاد سوسیالیستی نزدیک ساخت و همچنین 5(جنگ هشت ساله، تعداد شرکت-های پذیرفته شده در بورس از 105 شرکت در سال 1357، به 56 شرکت تقلیل یافت. دوره رکود بورس که از سال مزبور آغاز گردیده بود تا سال 1367 ادامه یافت.

از سال 1368 و در چهارچوب برنامه پنج سال اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی، تجدید فعالیت بورس به عنوان پیش زمینه اجرای خصوصی سازی، جذب و گردآوری پس-اندازها و هدایت آن در جهت سرمایه‌گذاری آغاز گردید. طی سال-های پس از تجدید حیات بورس تاکنون، فعالیت بورس فراز و نشیب-های متعددی از جمله رکود سال-های 1371 تا 1373 و 1375 تا 1378 و افت و خیزهای مقطعی ناشی از بحران-های سیاسی مربوط به جنگ افغانستان و عراق را تجربه نموده است.

www.Prozhe.com

از ابتدای سال 1376، بورس اوراق بهادار تهران دور تازه ای از فعالیت را به خود دیده است. اقدام‌های انجام شده در راستای بازسازی ساختار سازمانی و مدیریتی، بکارگیری نوآوری‌های فنی و تخصصی، اصلاح رویه‌های مقرراتی و نظارتی، فراهم‌آوردن زمینه ارتقای کارآیی و اصلاح کارکرد بازار و کوشش برای هماهنگ سازی سیاست‌گذاری ها با نیازهای واقعی بازار سرمایه، در مرکز توجهات و برنامه‌های اصلاح ساختاری سازمان بورس اوراق بهادار قرار داشته است. البته برخی از این اصلاحات به دلیل نبود ظرف قانونی مناسب، متوقف مانده بود.

گام بلند اصلاح قانون بورس اوراق بهادار پس از چهل سال یعنی در آذر ماه سال 1384 با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار توسط مجلس شورای اسلامی، برداشته شد. قانون جدید بازار اوراق بهادار نسبت به قانون قبلی دارای نقاط قوت زیادی است، از جمله: تفکیک مقام عملیات از نظارت، ساماندهی بازار اولیه ، ایجاد تنوع در ابزارهای مالی و نظارت قانونمند بر ارکان و نهادهای فعال در بازار سرمایه.

در حال حاضر تعداد شرکت-های پذیرفته شده در تابلوهای بورس بیش از 336 شرکت و ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران نزدیک به 65 میلیارد دلار است.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

بورس اوراق بهادار

«بورس اوراق بهادار» به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی، تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاصی انجام می‌شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، حمایت قانون از صاحبان پس‌اندازها و سرمایه‌های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است.

بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحلیل‌گران اقتصادی می‌باشد، از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها و از سوی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی، است که دارندگان پس‌اندازهای راکد، می‌توانند محل نسبتاً مناسب و ایمن سرمایه‌گذاری را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به کار انداخته و یا با خرید اوراق‌قرضه دولت‌ها و شرکت‌های معتبر، از سود معین و تضمین شده‌ای برخوردار شوند.

بازار اوراق بهادار در واقع مکمل بخش بانکی در تأمین نیازهای مالی بنگاههای خصوصی و دولتی می‌باشد. وجود یک بازار اوراق بهادار که در چارچوب مکانیزم بازار عمل کند می‌تواند در تخصیص بهینه منابع مالی و کاراتر عمل نماید. شاهد مدعا اینکه کشورهایی که دارای بازار سرمایه(بورس) تکامل یافته‌تر بوده‌اند، توانسته‌اند رشد اقتصادی زیادتر داشته باشند. سیستم بانکی نیز با استفاده از مکانیزم اوراق بهادار می‌تواند نقدینگی مورد نیاز خود را بدست آورده و تکافوی سرمایه خود را بهبود بخشد.

وظیفه اصلی بورس اوراق بهادار، فراهم‌آوردن بازاری شفاف و منصفانه برای دادوستد اوراق بهادار پذیرفته شده و همچنین سیستمی مناسب برای نظارت بر جریان دادوستد، عملیات بازار و فعالیت

www.Prozhe.com

اعضای آن است. در این راستا، یک بورس اوراق بهادار به‌طور متعارف، مسؤولیت‌های زیر را بر عهده خواهد داشت:

1- پذیرش یا لغو پذیرش اعضا شامل کارگزاران، معامله‌گران، بازارگردانان و مشاوران و مدیران سرمایه‌گذاری.

2- پذیرش یا لغو پذیرش ابزارهای مالی قابل دادوستد در بورس.

3- فراهم آوردن یک سیستم دادوستد مناسب و کارآمد.

4- فراهم آوردن یک سیستم مناسب و کارآمد برای تسویه و پایاپای دادوستد.

5- فراهم آوردن یک سیستم مناسب برای نظارت بر جریان دادوستد، عملیات بازار و فعالیت اعضا.

6- فراهم آوردن امکانات و تسهیلات لازم برای توزیع و انتشار اطلاعات مربوط به دادوستد و نیز سایر اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری درباره دادوستد اوراق بهادار.

بورس اوراق بهادار به عنوان یک بازار منسجم و سازمان یافته، مهمترین متولی جذب و سامان دادن صحیح منابع مالی سرگردان است و با جمع‌آوری نقدینگی جامعه و فروش سهام شرکت‌ها، ضمن به حرکت در آوردن چرخ‌های اقتصاد جامعه از طریق تأمین سرمایه‌های موردنیاز پروژه‌ها، کاهش دخالت دولت در اقتصاد و نیز افزایش درآمدهای مالیاتی، منافع اقتصادی چشمگیری به ارمغان می‌آورد و در کنار آن، اثرات تورمی ناشی از وجود نقدینگی در جامعه را نیز از بین می‌برد.

از نظر اقتصاد خرد، بورس یک نمونه بسیار نزدیک به بازار رقابت کامل است. کالاها در بورس همگن‌اند و به‌دلیل وجود مقدار زیادی خریدار و فروشنده در آن و همچنین آزادی ورود و خروج نیروها، قیمت‌های تعیین شده بسیار نزدیک به قیمت‌های تعادلی هستند. بورس اوراق بهادار با ایجاد فضای رقابتی به عنوان ابزاری اقتصادی، باعث می‌شود که شرکت‌های سود ده، بتوانند از طریق فروش

www.Prozhe.com

سهام به تأمین مالی بپردازند و برعکس شرکت‌های زیان‌ده به طور خودکار از گردونه خارج شوند. بدین‌ترتیب با چنین تفکیکی، بازار می‌تواند به تخصیص مطلوب منابع بپردازد.

✓ مزایای بورس اوراق بهادار

الف- مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه اقتصاد کلان

1- جمع‌آوری سرمایه‌های جزئی و پراکنده و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکتها.

2- بکارگیری پس‌اندازهای راکد در امر تولید و تأمین مالی دولت و مؤسسات.

3- کنترل حجم پول، نقدینگی و تورم از طریق انشار سهام و اوراق قرضه(مشارکت).

4- بورس به مثابه بازار رقابت کامل(تعداد زیاد خریدار و فروشنده، آزادی ورود و خروج از بازار، شفافیت اطلاعات و تخصیص مطلوب منابع).

5- رشد تولید ناخالص ملی، افزایش اشتغال و کمک به حفظ تعادل اقتصادی کشور.

6- فراهم نمودن توزیع عادلانه ثروت از طریق گسترش مالکیت عمومی و ایجاد احساس مشارکت عمومی.

7- افزایش درجه نقد شوندگی ثروت افراد.

ب- مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه واحدهای اقتصادی(شرکت‌های سرمایه‌پذیر)

1- سهولت در تأمین مالی از طریق انتشار سهام و سایر اوراق بهادار

2- افزایش اعتبار داخلی و خارجی و تأمین مالی با به وثیقه گذاردن سهام شرکت در بازارهای مالی داخلی و خارجی

3- تعیین ارزش بازار بر اساس قانون عرضه و تقاضا تا زمانیکه نام شرکت در تابلو بورس درج باشد.

4- سهولت در تغییر ترکیب سهامداری و انتقال مالکیت

www.Prozhe.com

5- بوجود آمدن دیدگاهی مطلوب در سرمایه‌گذاران با کاهش ریسک واحد اقتصادی و امکان تأمین مالی با هزینه کمتر

6- برخورداری از مزایای خاص و اعتباری مانند افزایش سقف تسهیلات بانکی و انتشار اوراق مشارکت

7- انتشار اوراق مشارکت بدون اخذ مجوز از بانک مرکزی و فقط با مجوز سازمان اوراق بهادار

8- برخورداری از معافیت‌های مالیاتی

9- تبیین چشم‌انداز فعالیت شرکت در آینده و ارزیابی عملکرد شرکت

10-ارتقای سطح اعتماد عمومی و استفاده از مشارکت عمومی در توسعه شرکت

ج- مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه‌گذاران

1- خرید سهام و اوراق بهادار برای کسب بازده مناسب و پوشش درمقابل تورم

2- اطمینان از گزینه سرمایه‌گذاری بدلیل شفافیت اطلاعات

3- قابلیت نقد شوندگی اوراق بهادار و سهولت نقل و انتقال سهام و استفاده از معافیتهای مالیاتی

4- مشارکت در فرآیند تصمیم‌گیری برای اداره شرکتها

5- ایجاد یک بازار دائمی و مستمر که امکان سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت را فراهم می‌نماید.

6- وجود طیف‌های متنوع از اوراق بهادار از نظر درجه بازدهی و خطرپذیری برای سرمایه‌گذار

7- برقراری سیستمها و روشهایی که از طریق آن، خرید و فروش اوراق بهادار منظم و رسمی گردد.

8- حمایت از سرمایه‌گذاران کوچک و احساس مشارکت در امور تولیدی و تجاری

9- نظارت مضاعف بر فعالیت شرکتها درچارچوب استانداردها وآئین‌نامه‌های بازار سرمایه

نخستین بورس اوراق بهادار جهان، در سال 1460 میلادی در کشور بلژیک بوجود آمد. بورس لندن از سال 1801 آغاز به کار نمود که در ابتدای امر اوراق بهادار خارجی و داخلی در آن مورد دادوستد

www.Prozhe.com

قرار می‌گرفت. بورس نیویورک اواخر قرن نوزدهم تأسیس شد و از نظر حجم معاملات و اهمیت در بازار سرمایه امریکا، در مقام اول قرار گرفت و در حال حاضر نیز بزرگترین بورس اوراق بهادار جهان است.

آشنایی با ارکان بازار اوراق بهادار

به دنبال تحولات اقتصادی و اجتماعی دهه 1340 و شروع حرکت اقتصاد ایران به سمت اقتصاد مبتنی بر بازار و افزایش فعالیت‌های صنعتی در آن دوره که تامین مالی آن بدون شک نیازمند بازارها و ابزارهای جدید بود، ایجاد بورس اوراق بهادار در دستور کار قرار گرفت و قانون تاسیس آن در اردیبهشت 1345 به تصویب مجلس شورای ملی رسید و پس از آن، بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از ابزارهای متکی به نظام بازار آزاد با هدف تشویق بخش خصوصی در اقتصاد ایران تاسیس شد و از بهمن ماه 1346 فعالیت خود را با پذیرش سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اوراق قرضه عباس‌آباد به طور رسمی آغاز کرد. بورس اوراق بهادار تهران تا سال 1384 در چارچوب تعیین شده در قانون مزبور فعالیت کرد، در این ساختار، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها رکن اجرایی، با شخصیت حقوقی مستقل غیر انتفاعی، مسؤولیت اداره بورس را به عهده داشت. این سازمان را هیئت‌مدیره‌ی هفت نفره‌ای اداره می کرد که توسط مجمع عمومی اعضا انتخاب می‌شدند. هیئت مدیره هم دبیرکل را به عنوان بالاترین مقام اجرایی بورس انتخاب می‌کرد. نظارت بر فعالیت سازمان کارگزاران بورس تهران هم بر عهده شورای بورس، به عنوان بالاترین رکن تصمیم‌گیری و مسؤول و ناظر حسن اجرای قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، قرار داشت.

www.Prozhe.com

قانون تاسیس بورس اوراق بهادار، در سال 1384 و با توجه به عدم توان پاسخگویی به نیازهای جدید بازار اوراق بهادار، مورد بازنگری قرار گرفت و در آذرماه همان سال، قانون بازار اوراق بهادار به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید.

ارکان تشکیل بازار اوراق بهادار در قانون جدید عبارتند از:

الف) شورای عالی بورس و اوراق بهادار

این شورا بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاست کلان و خط مشی بازار در قالب سیاست‌های کلی نظام و قوانین و مقررات مربوط و همچنین اتخاذ تدابیر لازم برای ساماندهی و توسعه بازار اوراق بهادار و اعمال نظارت عالیه بر اجرای قانون بازار اوراق بهادار از مهمترین وظایف آن است.

1) اعضای شورای عالی بورس و اوراق بهادار عبارتند از:

2) وزیر امور اقتصادی و دارایی که ریاست شورا را نیز بر عهده دارد؛

3) وزیر بازرگانی؛

4) رییس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛

5) روسای اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون؛

6) رییس سازمان بورس و اوراق بهادار که به عنوان دبیر شورا و سخنگوی سازمان نیز انجام وظیفه خواهد کرد؛

7) دادستان کل کشور یا معاون وی؛

8) یک نفر نماینده از طرف کانون‌ها؛

9) سه نفر خبره مالی منحصراً از بخش خصوصی با مشورت تشکل‌های حرفه‌ای بازار اوراق بهادار به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی و تصویب هیات وزیران؛ و

www.Prozhe.com

10) یک نفر خبره منحصراً از بخش خصوصی به پیشنهاد وزیر ذی‌ربط و تصویب هیات وزیران برای هر بورس کالایی.

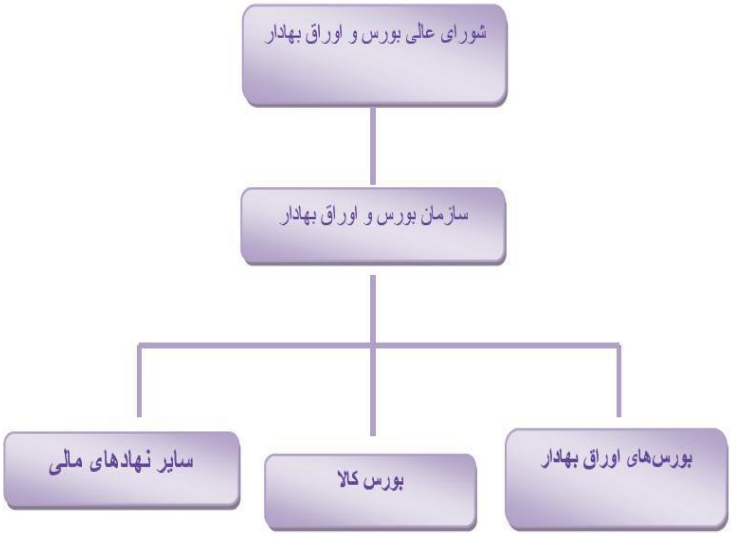
ب- سازمان بورس و اوراق بهادار(سبا)

بر اساس قانون بازار اوراق بهادار، نهاد جدیدی تحت عنوان سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد شد تا زیر نظر شورای عالی بورس به نظارت بر اجرای قوانین و مقررات، تنظیم و تدوین مقررات و انجام دیگر وظایف تعیین‌شده در قانون بپردازد. به عبارتی مقام ناظر بازار اوراق بهادار ایران به دو نهاد شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار تقسیم شد. سبا موسسه عمومی غیر دولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل است و توسط هیئت مدیره پنج نفره اداره می‌شود. اعضای هیئت مدیره از میان افراد امین و دارای حسن شهرت و تجربه در رشته مالی منحصراً از کارشناسان بخش غیردولتی به پیشنهاد رییس شورا و با تصویب شورا انتخاب می‌شوند.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

نمودار زیر ارکان بازار اوراق بهادار را نشان می‌دهد.



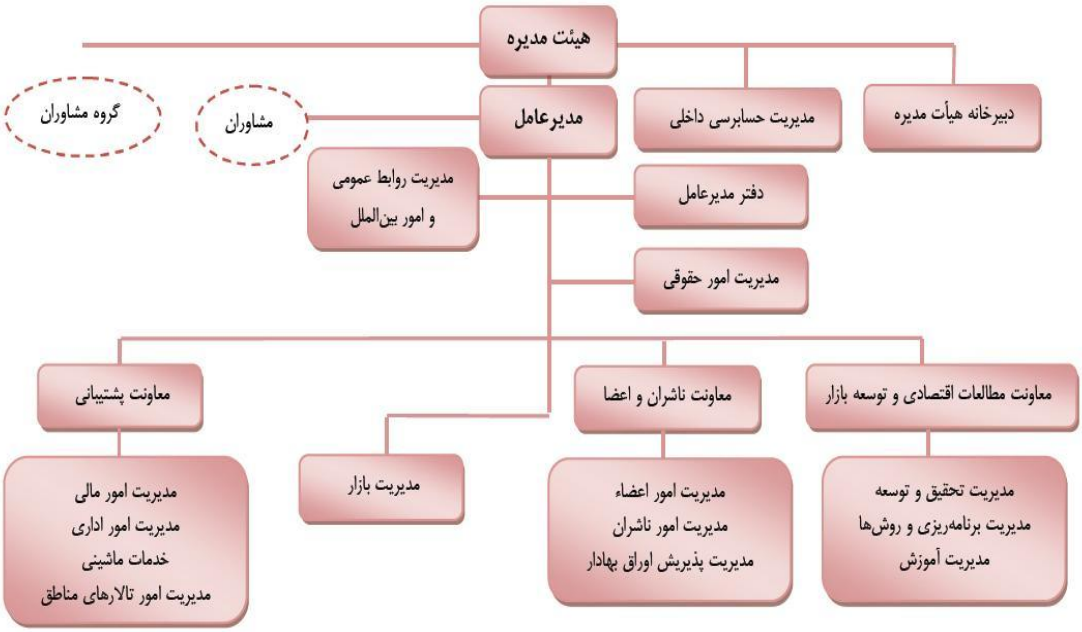
ج- بورس اوراق بهادار تهران

بر پایه قانون بازار اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار تهران نیز از سازمان عمومی غیر انتفاعی به شرکت سهامی عام انتفاعی تبدیل شد و عملیات اجرایی را بر عهده گرفت. تشکیل، سازماندهی و ادارهٔ بورس اوراق بهادار؛ پذیرش اوراق بهادار؛ وضع و اجرای ضوابط حرفه‌ای و انضباطی برای اعضاء، تعیین وظایف و مسئولیت‌های اعضاء و نظارت برفعالیت آنها؛ نظارت بر حسن انجام معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده؛ تهیه، جمع‌آوری، پردازش و انتشار اطلاعات؛ و نظارت بر فعالیت ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده از مهمترین وظایف مربوط به آن است. اداره بورس اوراق بهادار تهران بر عهده هیئت مدیره است که از هفت عضو تشکیل می شود. اعضای هیئت مدیره منتخب مجمع عمومی هستند و برای دوسال انتخاب می‌شوند.

اداره امور اجرایی شرکت هم به عهده مدیرعامل شرکت است که توسط هیئت مدیره انتخاب می شود.

www.Prozhe.com

نمودار زیر ساختار کلی بورس اوراق بهادار تهران (شرکت سهامی عام) را نشان می‌دهد.



بازارمالی

با تقسیم کل سیستم اقتصاد یک کشور به دو بخش واقعی و مالی، بخش مالی را می‌توان به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخص از طرف پس‌انداز کنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد.

بازارهای مالی نیز بازارهایی هستند که در آنها داراییهای مالی مبادله می شوند. داراییهای مالی داراییهایی مثل سهام و اوراق قرضه هستند که ارزش آنها به ارزش تولیدات وخدمات ارایه شده توسط شرکتهای منتشر کننده آنها وابسته است. تفاوت داراییهای مالی با داراییهای واقعی در این است که داراییهای واقعی ماهیت فیزیکی دارند مانند اتومبیل، املاک و مستغلات، و وسایل منزل.

www.Prozhe.com

یکی از راههای سرمایه گذاری خرید داراییهای مالی است. مزیت خرید داراییهای مالی نسبت به خرید داراییهای واقعی از دیدگاه اقتصادی این است که اولا دارایی واقعی کالای مصرفی است نه وسیله پس انداز و سرمایه گذاری. دوم اینکه خرید داراییهای واقعی و بلااستفاده نگه داشتن آنها به امید گرانتر شدن در آینده به معنای بلااستفاده نگه داشتن منابع کشور است و ارزش افزوده ای ایجاد نمی کند. مگر آنگه از آن استفاده شود. مثل اینکه شخصی اتومبیل و یا خانه‌ای بخرد و آن را اجاره دهد. چند نوع از داراییهای مالی عبارتند از: سپرده های سرمایه گذاری در بانکها، طرح های بازنشستگی که توسط صندوقهای بازنشستگی ارایه می شود، انواع بیمه نامه های شرکتهای بیمه و در نهایت اوراق بهادار قابل داد و ستد در بورس اوراق بهادار که توسط کارگزاران خرید و فروش می شود.

در اقتصاد، بازار مالی به مکانیزمی اطلاق می شود که امکان خرید و فروش سهام ، کالا یا هر محصول قابل تبادلی را برای مشارکت کنندگان با هزینه ای پایین فراهم می آورد. بازارهای مالی چند صده اخیر رشد قابل توجهی داشته و به طور مستمر درحال تکامل و افزایش نقدینگی در جهان است. وظیفه بازارها گردآوری خریداران و فروشندگان علاقه مند به مشارکت در بازار است. در واقع تمامی بازارهای مالی در پی گردآوری سرمایه و برقراری ارتباط بین جویندگان سرمایه (قرض گیرندگان) و دارندگان سرمایه (قرض دهندگان) هستند.

✓ کارکردهای بازار مالی

جذب و تجهیز پس‌اندازها و تخصیص بهینهٔ منابع (انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی)

انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی نقش اساسی بخش مالی اقتصاد است. واحدهای اقتصادی به‌طور کلی شامل واحدهای دارای پس‌انداز و واحدهای سرمایه‌گذاری هستند. نقش بازارهای مالی این است که این دو گروه مزبور را به یکدیگر نزدیک کند و راهکاری فراهم نمایند که وجوه از واحدهای دارای مازاد پس‌انداز به واحدهای مواجه با کمبود منابع یا کسری پس‌انداز انتقال یابد. بدیهی است که

www.Prozhe.com

تأثیر این نقل‌وانتقال وجوه فراهم آوردن امکانات سرمایه‌گذاری مولد است. بنابراین ملاحظه می‌شود که در صورت عدم وجود یا ضعف بازارهای مالی، امکان تحقق سرمایه‌گذاری‌های مولد در سطح وسیع وجود نخواهد داشت.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

✓ تعیین قیمت وجوه و سرمایه

قیمت وجوه و سرمایه نیز در بازارهای مالی تعیین می‌شود. بنابراین بازارهای مالی با تعیین قیمت سرمایه و وجوه، بنگاه‌ها را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی‌های مالی کمک می‌کنند. به‌طوری که قیمت بازاری سرمایه توسط بنگاه می‌تواند با بازده انتظاری ناشی از آن مورد مقایسه قرار گیرد و بدین‌ترتیب بنگاه‌ها سرمایهٔ خود را به سرمایه‌گذاری‌هایی که بازدهٔ آن‌ها بالاتر یا مساوی هزینهٔ سرمایهٔ آن‌هاست اختصاص دهند. همچنین با استفاده از هزینهٔ سرمایه که در بازار مالی تعیین می‌شود، امکان مقایسه و ترجیح سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت فراهم می‌شود. اما فرآیند کشف قیمت در بازارهای مالی زمانی به درستی و به شکل عادلانه انجام می‌گیرد که شرایط رقابتی بر بازار حاکم باشد. در این شرایط عرضه و تقاضای وجوه و سرمایه، قیمت را تعیین می‌کند و قیمت تعیین شده توسط بازار بهترین راهنما برای عرضه‌کنندگان وجوه یعنی پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران و تقاضاکنندگان وجوه یا سپرده‌پذیران خواهد بود. بدین‌وسیله تصمیم‌گیری برای هر دو گروه آسان خواهد شد و منابع سرمایه‌ای به بهترین نحو تخصیص خواهد یافت.

✓ انتشار و تحلیل اطلاعات

بازارهای مالی، اطلاعات را گردآوری می‌نمایند و از طریق قیمت‌های منتشر شده منعکس می‌نمایند. حتی افرادی که فرآیند پرهزینه ارزیابی بنگاه‌ها و مدیران و شرایط بازار سهام را طی نکرده‌اند، می‌توانند قیمت‌های سهام را که منعکس کنندهٔ اطلاعاتی است که دیگران به دست آورده‌اند، مشاهده کنند. انتشار و تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط بازارهای مالی باعث می‌شود تا جامعه منابع ناچیزی را به منظور به دست آوردن اطلاعات هزینه کند. اقتصادی شدن کسب اطلاعات دربارهٔ فرصت‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند به تخصیص بهتر منابع منجر گردد.

www.Prozhe.com

✓ تسهیل دادوستدها

سیستم‌های مالی که هزینه‌های مبادلاتی را کاهش می‌دهند، می‌توانند موجب تخصصی‌تر شدن فعالیت‌ها، نوآوری تکنولوژی و رشد اقتصادی شوند. همان‌طور که آدام اسمیت (1779) نیز ادعا می‌کند، هزینهٔ مبادلاتی کمتر باعث تخصصی‌تر شدن کارها می‌شود. وجود واسطه‌ای همانند پول، باعث می‌شود تا هزینه‌های مبادله کالا تا حد زیادی کاهش یابد و امر مبادله ساده‌تر و روان‌تر گردد. وجود نهادهای واسطه‌ای نیز خود باعث کاهش این هزینه‌ها، تقسیم کار بهتر و در نتیجه کارآیی و رشد بالاتر می‌شود.

✓ توزیع خطر و مدیریت ریسک

بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایهٔ پولی، خطرات اقتصادی را نیز توزیع می‌کنند. در واقع ریسک اشتغال به فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری، از طریق ایجاد و توزیع اوراق بهادار از هم تفکیک و توزیع می‌شود. به عبارت دیگر بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه) در ابعاد وسیع ریسک افرادی را که در فعالیت‌های اقتصادی بزرگ و پرمخاطره اشتغال دارند به پس‌انداز کنندگان که حاضر به پذیرش ریسک یک بازدهٔ غیرمطمئن هستند، منتقل و بین آن‌ها توزیع می‌کنند.

بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه‌گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری می‌کنند. ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می‌شود. کل ریسک به این علت کاهش می‌یابد که زیان در بعضی از سرمایه‌گذاری‌ها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه‌گذاری‌ها جبران می‌شود. بازارهای مالی همچنین ریسک عدم نقدشوندگی را کاهش می‌دهند. نقدشوندگی، عبارت از سهولت تبدیل دارایی‌ها به قدرت خرید در قیمت‌های مورد توافق است. هزینه‌های مبادلاتی

www.Prozhe.com

و عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش نقدشوندگی شده و ریسک را افزایش می‌دهد. بازارهای مالی از طریق انتشار و تحلیل اطلاعات و تسهیل دادوستدها به کاهش ریسک عدم نقدشوندگی کمک می‌کنند.

✓ طبقه بندی بازارهای مالی

بازارهای مالی بر پایه معیارهای متفاوتی قابل طبقه‌بندی هستند:

- طبقه‌بندی بر اساس نوع دارایی
- طبقه‌بندی بر اساس مرحله عرضه اوراق بهادار
- طبقه بندی بر اساس سررسید تعهدات مالی

بر اساس نوع دارایی، می‌توان بازار اوراق بهادار را به دسته‌های زیر تقسیم‌بندی کرد:

الف- بازار سهام در این بازار، سهام شرکت‌ها که نشانگر مالکیت دارنده آن در شرکت است، دادوستد می‌شود.

ب - بازار اوراق بدهی بازاری است که در آن ابزارهای با درآمد ثابت(اوراق قرضه) دادوستد می‌شوند.

ج - بازار ابزارهای مشتق بازاری است برای معاملات ابزارهایی مبتنی بر دارایی‌های مالی یا فیزیکی که از آن جمله می توان به اختیار معامله و قرارداد آتی اشاره کرد.

✓ طبقه بندی بر اساس مرحله عرضه اوراق بهادار:

بازار دست اول (اولیه) شرکت‌ها، مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود به مبالغ هنگفتی نیاز دارند که اغلب این منابع را در مقابل واگذاری اوراق بهادار خود، به‌دست می‌آورند. واگذاری اوراق بهادار و تأمین اعتبار برای اولین بار در بازار دست اول انجام می‌شود. به

www.Prozhe.com

عبارت دیگر در بازار دست اول، اوراق بهادار برای نخستین بار منتشر می‌شوند. براین اساس فروشنده اوراق بهادار در واقع همان ناشر اوراق بهادار است.

بازار دست دوم (ثانویه) پس از عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه و به منظور آن که این اوراق بتوانند مورد دادوستد قرار گیرند، به بازار دیگری نیاز است که به آن بازار ثانویه اوراق بهادار گفته می‌شود. در این بازار، اوراق قابلیت دادوستد پیدا می‌کنند. وجود بازار دست دوم، صرفاً به این دلیل است که قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار منتشر شده در بازار دست اول را افزایش دهد، ضمن این‌که شرایطی فراهم می‌آورد که قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان در صورت لزوم به آسانی بتوانند تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را تغییر داده، به فروش اوراق بهادار خریداری شده یا خرید اوراق بهادار دیگر اقدام نمایند.

دادوستد در بازار دست دوم به دفعات نامحدود انجام می‌شود و بنابراین با جابجا شدن مالکیت ابزارهای مالی قابل دادوستد در آن بازار، قدرت نقدشوندگی زیادی ایجاد می‌شود. در این حالت، از نقد شدن پیش از سررسید بدهی واحدهای متقاضی سرمایه یا ناشران اوراق بهادار جلوگیری می‌شود و در نتیجه ضربه‌های کمبود نقدینگی تأثیر محدودتری بر واحدهای سرمایه‌گذار خواهد داشت.

- ✓ **طبقه بندی بر اساس سررسید تعهدات مالی:**

الف) بازار پول

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک‌سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند.

www.Prozhe.com

ب) بازار سرمایه

برپایه طبقه‌بندی بازار مالی با نگرش به سررسید دارایی‌ها، بازار سرمایه به بازار دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یک سال و دارایی‌های بدون سررسید اطلاق می‌شود. این بخش از بازار مالی نقش مهمتری در گردآوری منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری واحدهای تولیدی دارد. بازار سرمایه نسبت به بازار پول بسیار گسترده‌تر است و از تنوع ابزاری بیشتری برخوردار است.

مهمترین کارکرد بازارهای مالی شامل بازارهای پول، سرمایه و بیمه در اقتصاد ملی، تجهیز منابع پس اندازی و هدایت آن به سوی فعالیتهای مولد اقتصادی است، ضمن آنکه تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی نیز اغلب در شمار کارکردهای این بازارهاست.

بـــازار پول

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک‌سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند. دلیل عمدهٔ نیاز واحدهای اقتصادی به بازار پول، عدم همزمانی دریافت پول و انجام مخارج است. هر چند این امکان برای واحدهای اقتصادی وجود دارد که مستقل از دریافت وجوه نقدی، برای انجام مخارج برنامه‌ریزی شدهٔ خود، منابع پولی نگهداری کنند. اما این امر متضمن هزینه‌ای به شکل نرخ بهره است و بنگاه‌های اقتصادی با هدف حداقل کردن این هزینه، تلاش می‌کنند که کمترین منابع مالی ممکن را برای انجام دادوستدهای روزانه نگهداری کنند. برای این منظور، آن‌ها ترکیبی از منابع نقد و ابزارهای مالی بازار پول با ویژگی نقدینگی بالا و هزینه و ریسک به نسبت اندک را مورد استفاده قرار خواهند داد. بازار پول یک بازار

www.Prozhe.com

سازمان یافته نیست. به عبارت دیگر محل جغرافیایی خاصی برای بازار پول در نظر گرفته نمی‌شود و به طور کلی بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و سایر مکان‌هایی که دادوستد ابزارهای مالی بازار پول در آن انجام می‌شود، تشکیل‌دهندهٔ بازار پول هستند. مشارکت کنندگان در بازار پول، افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که به عنوان پس اندازکننده از طریق مستقیم یا غیر مستقیم منابع خود را با سررسیدهای کوتاه مدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی قرار می دهند. به عبارتی، مهمترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی به منظور تأمین نقدینگی- به معنای کوتاه مدت آن- و نیز تأمین سرمایه در گردش است.

✓ ابزارهای بازار پول

اسناد خزانه : اسناد خزانه، اوراق بهادار کوتاه مدتی هستند که توسط دولت منتشر می‌شوند و سررسید آن‌ها به‌طور معمول سه ماه، شش ماه و یک‌سال است. این اسناد هنگام فروش به صورت تنزیل شده (به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی) به فروش می‌رسند و در تاریخ سررسید، دارندهٔ آن مبلغ اسمی سند را دریافت می‌کند. پس در ردیف ابزارهای تنزیل شده بازار پول قرار می‌گیرند.

انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی و به نمایندگی از دولت انجام می‌شود. مهمترین ویژگی اسناد خزانه، ریسک اندک آن است. سرمایه‌گذاری که وجوه خود را در اسناد خزانه سرمایه‌گذاری می‌کند مایل به پذیرش کمترین ریسک ممکن است. به همین دلیل این اسناد از بازده نسبتاً پایینی برخوردارند. اسناد خزانه عمدتاً توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری که به‌دنبال سرمایه‌گذاری موقت در مکانی مطمئن هستند، خریداری می‌شود.

پذیرش بانکی : پذیرش بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچکترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. اگر چه این

www.Prozhe.com

ابزار مالی از قرن دوازدهم مورد استفاده واقع شده است، اما تا سال‌های دهۀ شصت که حجم تجارت بین‌الملل افزایش فوق‌العاده‌ای یافت، یک ابزار مهم در بازار پول به شمار نمی‌رفت.

در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین‌ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسۀ تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را مهر نماید (یعنی بپذیرد) به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود. به عنوان مثال، فرض کنید که شرکت "الف" در ایران می‌خواهد کالایی را از شرکت "ب" در ژاپن خریداری نماید. شرکت ژاپنی از آن‌جا که شناختی نسبت به شرکت ایرانی طرف قرارداد خود ندارد، لذا تمایلی به ارسال کالا پیش از دریافت پول نخواهد داشت. از طرف دیگر، شرکت ایرانی نیز تمایلی به پرداخت پول قبل از دریافت کالا را ندارد. در چنین شرایطی، این شرکت تجاری می‌تواند با انتشار اوراق پذیرش بانکی موجبات تحقق معامله را فراهم سازد. اگر چه پذیرش بانکی، در ابتدا به منظور تأمین مالی محمولۀ کالای انتقال یافته در سطح بین‌الملل مورد استفاده قرار می‌گرفت، اما امروزه از این ابزار به منظور تأمین مالی محمولۀ کالاهای داخلی، ذخیره‌سازی اقلام اصلی کالاهای داخلی و خارجی قابل‌عرضه در بازار و تهیه اعتبار به منظور مبادلۀ دلار برای بانک‌های کشورهای معین نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. پذیرش بانکی منافع مستقیمی برای بانک‌ها نیز ایجاد می‌کند. به این ترتیب که بانک بدون استفاده از ظرفیت‌های خلق اعتباری‌اش، قادر به حمایت از نیازهای اعتباری مشتریان خود خواهد بود.

پذیرش بانکی از بازار ثانویۀ بسیار مناسبی برخوردار است، که دلالان، بانک‌های مرکزی خارجی و بانک‌های داخلی از مهمترین فعالان آن هستند.

اوراق تجاری : نوعی اوراق قرضه کوتاه مدت – با سررسید 270 روز یا کمتر – است که توسط شرکت‌های مالی و مؤسسات غیرمالی منتشر می‌شود. اوراق تجاری برای شرکت‌هایی که در کوتاه

www.Prozhe.com

مدت به وجه نقد نیاز دارند، ابزار مالی مؤثری محسوب می‌شود. همچنین این اوراق می‌توانند به عنوان راهکار تأمین مالی میان مدت و حتی دراز مدت نیز مورد استفاده قرار گیرند. در این حالت، شرکت، اوراق تجاری جدید را به قصد پرداخت بدهی‌های سررسید شدهٔ قبلی خود منتشر می‌کند. البته در سال‌های اخیر بازار اوراق تجاری به طور فزاینده توسط بانک‌های تجاری به عنوان منبع وجوه قابل استقراض مورد استفاده قرار گرفته است.

اوراق تجاری بدون پشتوانه هستند و معمولاً بازپرداخت آن‌ها به وسیلهٔ دارایی خاصی تضمین نمی‌شود. هر چند که بنگاه‌های فروشنده این اوراق، می‌بایست دارای خطوط پشتیابی کننده از طرف بانک‌های تجاری باشند. در اکثر کشورها دسترسی به این بازار قانونمند است و تنها بنگاه‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و از حداقل سرمایهٔ تعیین شده‌ای برخوردار باشند، می‌توانند به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند. اوراق تجاری همانند اسناد خزانه، به صورت تنزیل شده به فروش می‌رسند و بازدهٔ آن‌ها به روش نرخ تنزیل محاسبه می‌شود.

اوراق تجاری بر خلاف اسناد خزانه، بازار دست دوم قابل‌توجهی ندارند و این عامل باعث کاهش قدرت نقدشوندگی آن شده است. این اوراق به دو دستهٔ عمده تقسیم می‌شوند:

دسته اول، اوراقی هستند که توسط شرکت‌های بزرگ و معتبر منتشر می‌شوند. که به‌طور مستقیم و بدون نیاز به کارگزاران و معامله‌گران به خریداران ابزارهای مالی فروخته می‌شوند.

دسته دوم، که توسط شرکت‌های کوچکتر اما خوشنام و معتبر منتشر می‌شوند و از طریق معامله‌گران و کارگزاران به مشتریان فروخته می‌شوند. نرخ بهره این دسته از اوراق معمولاً بیشتر از اوراق منتشر شده توسط شرکت‌های بزرگ است که علت آن ریسک بیشتر و همچنین وجود هزینه‌های دادوستد توسط معامله‌گران است.

www.Prozhe.com

انتشار اوراق تجاری به طور معمول توسط یک فروشنده خاص، برای مثال شعبهٔ یک بانک تجاری، انجام می‌شود و بازخرید آن هم اغلب به عهدهٔ فروشنده است.

اوراق تجاری مزیت‌های عمده‌ای برای فروشندگان و خریداران به همراه دارند و به همین دلیل بازار آن در سال‌های اخیر رشد سریعی را شاهد بوده است. امتیاز مهم این اوراق برای فروشندگان، کمتر بودن هزینهٔ آن نسبت به استقراض از بانک‌های تجاری است. همچنین اوراق تجاری به دلیل بازدهٔ بالاتر نسبت به اسناد خزانه و همچنین هم‌خوانی سررسید آن با نیازهای سرمایه‌گذاران، از جذابیت خاصی برای مشتریان برخوردار است.

بزرگترین بازار اوراق تجاری در جهان مربوط به ایالات متحده آمریکاست. به طوری که حجم دادوستد در آن نزدیک به 80 درصد مبادلات جهان را تشکیل می‌دهد. پس از آن، بازار کشورهای اروپایی قرار دارند که به رغم جوان بودن، طی سال‌های اخیر رشد قابل‌ملاحظه‌ای داشته‌اند.

گواهی سپرده: گواهی سپرده جوانترین و در عین حال از مهمترین ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. این گواهی از اوایل دههٔ 1960 میلادی مطرح شد و به دلیل انعطاف‌پذیری، تنوع و بازار دست دوم سازمان یافته، به سرعت گسترش یافت. به‌گونه‌ای‌که هم اکنون از مهمترین منابع تأمین مالی بانک‌های تجاری و همچنین از اجزا مهم پرتفوی سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود.

گواهی سپرده، سندی است که توسط یک مؤسسهٔ سپرده‌پذیر – به‌طور معمول یک بانک – در قبال مبلغ مشخصی پول که نزد آن سپرده شده، منتشر می‌شود. این گواهی دارای سررسید و همچنین نرخ بهره معین است. این نوع سرمایه‌گذاری در واقع دو مزیت عمده دارد، نخست این‌که سرمایه‌گذار می‌تواند به دقت بازدهٔ پول خود را محاسبه کند. دوم، زمان سررسید اصل و بهرهٔ گواهی نیز مشخص است.

www.Prozhe.com

در یک دسته‌بندی کلی، گواهی‌های سپرده به دو بخش قابل انتقال و غیرقابل انتقال تقسیم می‌شوند. دارندهٔ گواهی سپرده قابل‌معامله می‌تواند آن را قبل از تاریخ سررسید در بازار دست دوم به فروش برساند. به همین دلیل این گواهی‌ها از نقد شوندگی بالایی برخوردار هستند، زیرا دارندهٔ آن در صورت نیاز به پول نقد می‌تواند آن را در بازار دست دوم به فروش برساند. اما گواهی‌های غیرقابل مبادله، قابل فروش مجدد نیستند و دارندگان آن در صورت نیاز به وجه نقد تنها می‌توانند به مؤسسهٔ سپرده‌پذیر مراجعه و با تحمل جریمه در نظر گرفته شده، سپردهٔ خود را از مؤسسه خارج کنند. حداقل دورهٔ سررسید گواهی‌های سپرده هفت روز و حداکثر آن نامحدود است. اما در عمل بیشتر گواهی‌های سپرده با سررسید کمتر از یک‌سال منتشر می‌شوند و در بین آن‌ها، گواهی‌های سه ماهه و شش ماهه از عمومیت بیشتری برخوردارند. گواهی‌های سپرده قابل‌معامله براساس ارزش اسمی به دو دستهٔ گواهی‌های بزرگ و گواهی‌های کوچک تقسیم می‌شوند. برای نمونه در آمریکا ارزش اسمی گواهی سپرده-ی بزرگ بیشتر از یک میلیون دلار و ارزش اسمی گواهی سپرده کوچک کمتر از یک میلیون دلار است. گواهی‌های سپردهٔ بزرگ اغلب به وسیلهٔ بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران نهادی (مؤسسات سرمایه‌گذاری) و صندوق‌های بازار پول خریداری می‌شوند، در حالی که اغلب مشتریان گواهی‌های سپردهٔ کوچک، اشخاص هستند. همچنین نرخ بهره گواهی سپردهٔ کوچک، کمتر از گواهی سپردهٔ بزرگ است.

به طور معمول گواهی سپردهٔ قابل‌معامله، براساس بازار در نظر گرفته شده برای فروش، به دو دستهٔ داخلی و خارجی تقسیم می‌شود. نوع داخلی این گواهی‌ها برای فروش در داخل کشور و نوع خارجی آن برای فروش در کشورهای دیگر به صورت ارزی منتشر می‌شوند. گواهی‌های سپردهٔ ارزی خود به دو دستهٔ بانکی و یورو تقسیم می‌شوند که این امر به دلیل اهمیت و جایگاه بازار ایالات متحده آمریکا و اروپا در بازار پول جهان است. گواهی‌های سپردهٔ ارزی که به قصد فروش در آمریکا منتشر می‌شوند

www.Prozhe.com

به نام گواهی‌های سپردهٔ بانکی و گواهی‌های سپرده‌ای که برای فروش در اروپا منتشر می‌شوند به گواهی‌های سپردهٔ یورو معروفند. بدیهی است که این گواهی‌ها برای فروش در مناطق دیگر جهان نیز منتشر می‌شوند که به دلیل اهمیت کمتر، نام استانداردی برای آن‌ها وجود ندارد. همچنین نوع دیگری از گواهی‌های سپرده وجود دارند که توسط مؤسسات اعتباری غیربانکی منتشر می‌شوند و به نام گواهی‌های سپردهٔ اعتباری معروف هستند.

✓ نهادهای بازار پول

بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی بانکی از قبیل، بانک‌های تجاری و مؤسسات اعتباری غیربانکی از مهمترین نهادهای بازار پول به شمار می‌آیند. در کنار این واسطه‌های مالی، شرکت‌های تجاری، دولت و مؤسسات دولتی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران و معامله‌گران و در نهایت سرمایه‌گذاران نیز نقش مهمی در این بازار ایفا می‌کنند.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

بازارسرمایه

در بازار سرمایه اوراق بهادار با سررسید بیشتر از یک سال به فروش می رسد. با در نظر گرفتن این واقعیت که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری برای رشد اقتصاد حیاتی هستند، بازار سرمایه پلی است که پس‌انداز واحدهای اقتصادی دارای مازاد را به واحدهای سرمایه‌گذاری که بدان نیازمندند انتقال می‌دهد. بنابراین بازار سرمایه، واحدهای پس‌اندازی و سرمایه‌گذاران را با یکدیگر ارتباط می‌دهد. از طرف دیگر سازوکارهای تعبیه شده در این بازار از طریق رشد حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را تسریع می‌کنند. استفاده از بازار سرمایه برای تأمین مالی مخارج دولت نیز از جمله قدیمی‌ترین و متداولترین شکل مبادلات مالی است. اتکای دولت‌ها به بازار سرمایه در اغلب اقتصادهای مدرن نه تنها از این جهت مهم است که دولت‌ها غالباً اوراق بدهی منتشر می‌کنند تا بخش عمده هزینه‌های خود را تأمین مالی نمایند، بلکه استقراض دولت غالباً حجم عظیمی از کل وجوه عرضه شده در بازار توسط وام‌دهندگان را جذب می‌کند.

✓ ابزارهای بازار سرمایه

الف – ابزارهای تأمین مالی دراز مدت

سهام: سهام صرف‌نظر از شکل آن، نشان‌دهندهٔ منافع مالک در شرکت است و از آن‌جاکه طلب و ادعای سهامداران در مورد دارایی‌های شرکت در مرحلهٔ آخر تمام طلب‌ها قرار دارد، منافع سهام به عنوان "منفعت باقیمانده" شناخته می‌شود.

سهام عادی: سهام عادی نوعی ابزار سرمایه‌گذاری است که نشانگر مالکیت دارندهٔ آن در یک شرکت سهامی است و به دو دستهٔ سهام با نام و سهام بی‌نام تقسیم می‌شود.

www.Prozhe.com

سهام ممتاز: سهام ممتاز نوعی اوراق بهادار است که دارندهٔ آن نسبت به درآمدها و دارایی‌های شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. این سهام زمانی منتشر می‌شود که هزینهٔ سهام عادی بالاتر باشد.

اوراق قرضه: اوراق قرضه اسنادی هستند که به موجب آن‌ها ناشر متعهد می‌شود مبالغ معینی (بهرهٔ سالانه) را در فاصله‌های زمانی مشخص به دارندهٔ پرداخت کند و در سررسید، اصل مبلغ را بازپرداخت کند.

اوراق مشارکت: اوراقی است که سود علی الحساب دارد و صادر کننده اوراق متعهد می شود اصل پول و سود قطعی را در تاریخ معین پرداخت کند.

ب – ابزارهای ویژهٔ مدیریت خطر

علاوه برکارکرد تأمین مالی واحدهای اقتصادی دارای کسری، مقابله با ریسک همراه با سرمایه‌گذاری و به ویژه ریسک ناشی از نوسان‌های قیمتی از دیگر کارکردهای مهم بازار سرمایه است. این کارکرد بازار سرمایه، از طریق به‌کارگیری ابزارهایی تحت عنوان ابزارهای مشتق انجام می‌شود. اطلاق مشتق به این ابزارها به آن دلیل است که ارزش این ابزارها براساس، ارزش اوراق یا دارایی‌های دیگر تعیین می‌شود و در واقع مشتق از دارایی‌های دیگر است. معامله‌گران این ابزارها، برآنند که با پذیرش هزینه‌ای اندک، از ریسک زیاد نوسان قیمت اجتناب کرده و آن را به سایر سرمایه‌گذاران منتقل کنند. مهمترین ابزارهای مشتق بازار سرمایه عبارتند از:

- ✓ **قراردادهای اختیار معامله**

اختیار معامله قراردادی دوطرفه بین خریدار و فروشنده است که براساس آن خریدار قرارداد حق (نه الزام و تعهد) دارد که مقدار معینی از دارایی مندرج در قرارداد را با قیمت معین و در زمانی مشخص بخرد یا بفروشد. بنابراین براساس این قرارداد، دو طرف توافق می‌کنند که در آینده معامله‌ای انجام دهند. در این معامله خریدار اختیار معامله، در ازای پرداخت مبلغ معینی، حق خرید یا فروش دارایی

www.Prozhe.com

مندرج در قرارداد را در زمانی مشخصی با قیمتی که هنگام بستن قرارداد تعیین شده است، به دست می‌آورد. از طرف دیگر، فروشندهٔ قرارداد اختیار معامله، در مقابل اعطای این حق به خریدار با دریافت مبلغ معینی هنگام عقد قرارداد، براساس مفاد قرارداد، آمادهٔ فروش دارایی مذکور است. چنان‌که از تعریف قرارداد اختیار معامله پیداست، دارنده قرارداد (خریدار) در اعمال حق خود مختار است و به عبارت دیگر هیچ تعهد و الزامی ندارد و در صورت صرف‌نظر وی از اجرای قرارداد، مبلغی را که در ازای این حق، پرداخته است از دست می‌دهد. از طرف دیگر فروشنده در صورت خواست خریدار، مجبور به اجرای قرارداد است. قراردادهای اختیار معامله به دو دسته طبقه‌بندی می‌شوند:

الف - قرارداد اختیار خرید

دارندهٔ این نوع اختیار معامله، حق دارد که مقدار معینی از دارایی مندرج در قرارداد را با قیمت مشخصی – به قیمت توافقی – در دورهٔ زمانی معینی بخرد.

ب - قرارداد اختیار فروش

این قرارداد به دارنده حق می‌دهد که مقدار معینی از دارایی مندرج در قرارداد را با قیمت توافقی در دورهٔ زمانی مشخصی بفروشد. درحالی‌که خریدار قرارداد اختیار خرید، به امید افزایش قیمت آن را می‌خرید، خریدار قرارداد اختیار فروش پیش‌بینی می‌کند که قیمت در آینده کاهش خواهد یافت.

✓ قراردادهای آتی

تمامی انواع کالا را می-توان هر روز در بازار آنی (نقد) دادوستد کرد. در این بازارها، خریدار و فروشنده برای تحویل آتی کمیت و کیفیت مشخصی از یک کالا، با یکدیگر به توافق می‌رسند. وقتی قیمت آتی دادوستد، نوسان داشته باشد، معامله‌گران با ریسک (خطر) روبرو خواهند بود؛ زیرا ارزش موجودی آن‌ها ممکن است به‌طور چشمگیری تغییر یابد. برای ایمن شدن در برابر تغییرات ناگهانی قیمت، خریداران و فروشندگان می‌توانند به بازار تحویل آتی روی آورند که در آن قراردادهای

www.Prozhe.com

تحویل آتی برای تحویل کمیت و کیفیت مشخصی از یک کالا با یک قیمت مشخص در یک زمان معین تنظیم می‌شود.

براساس این قرارداد، خریدار متعهد می‌شود که مقدار مشخصی از یک کالا را در تاریخ معین با قیمت معینی از فروشنده تحویل بگیرد و فروشنده متعهد می‌شود که کالای مورد نظر را براساس مفاد قرارداد در همان تاریخ و با همان قیمت به خریدار تحویل دهد. در سررسید قرارداد تحویل آتی، فروشنده با دریافت قیمت، کالای موضوع قرارداد را به خریدار تحویل می‌دهد و تسویه انجام می‌شود. به عبارت دیگر، تسویهٔ قراردادهای آتی به صورت تحویل فیزیکی کالا است.

- ✓ **نهادهای بازار سرمایه**

الف) نهادهای خودتنظیم‌گر: بورس‌های اوراق بهادار، بورس کالا، مؤسسات سپرده‌گذاری و نگهداری اوراق بهادار.

ب) واسطه‌های بازار: شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری)، کارگزاران، معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، بازارگردانان، شرکت‌های سرمایه گذاری.

ج) سایر فعالان بازار سرمایه: مؤسسات رتبه‌بندی خطر و اعتبار، پردازشگران حرفه‌ای اطلاعات یا فروشندگان حرفه‌ای اطلاعات.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

ارزشیابی

ارزش هر دارایی تابعی از جریان های نقدی است که آن دارایی ایجاد می کند.

قاعده ارزش فعلی شاید سابقه ای بیش از هزار سال داشته باشد (نیوگیبائز، 1951) اما اولین جدول نرخ بهره به زعم پارکر (1968) برای اولین بار توسط فرانسیسکو بالدوچی پگولوتی از تجار و سیاستمداران فلورینتینا تهیه شد. برای اولین بار استیون اولین کتاب ریاضیات مالی را در سال 1852 نوشت و جداول ارزش فعلی را به پیوست آن ارائه کرد. قاعده ارزش فعلی مرهون زحمات ریاضیدانان و بازرگانان آن زمان بود. رشد خط آهن در ایالات متحده طی نیمه دوم قرن نوزدهم باعث شد تا تحلیل های بلندمدت برای سرمایه گذاری معنادار شود. ویلینگتون یکی از مهندسین شهرسازی بود که به اهمیت ارزش زمانی پول پی برد. وی متوجه شد که باید ارزش فعلی پروژه ها را با هزینه های سرمایه گذاری آن ها مقایسه نمود. او به پیروی از والتر پنل (از مهندسین ساوت وسترن) معادله ارزش فعلی مستمر را توسعه داد و برای بررسی نصب ماشین آلات جدید یا نگهداری از ماشین آلات فعلی به کار گرفت. بعدها مبانی بنیادین تنزیل جریان‌های نقدی توسط آلفرد مارشال و بام باورک در اوایل قرن بیست و یکم مطرح گردید.

اولین بار بام- باورک (1903) با مثالی روشن نحوه محاسبه ارزش فعلی را برای خرید یک واحد مسکونی ارائه کردند. در همان سال‌ها اصول ابتدایی برای ارزشیابی مدرن توسط اروینگ فیشر در کتاب‌های معروف وی بنام های نرخ بهره (1907) و تئوری بهره (1930) پایه ریزی شد. بلدینگ (1935) برای سرمایه گذاری‌ها نرخ بازده داخلی را به دست آورد و کینز (1936) مفهوم «کارایی نهایی سرمایه» را با انجام عملیات تنزیل معرفی کرد. ساموئلسن (1937) تفاوت بین نرخ بازده داخلی (IRR) و ارزش فعلی خالص (NPV) را مورد توجه قرار داد و نتیجه گرفت که باید ارزش فعلی

www.Prozhe.com

خالص را حداکثر کرد تا سرمایه گذاری مطلوب تر شود. طی 50 سال گذشته محققان زیادی برروی عوامل موثر بر ارزشیابی تحقیق کرده‌اند. نتایج این تحقیقات در 4 عبارت زیر خلاصه شده است:

1. جریان های نقدی ناشی از دارایی ها باید براساس نرخ تنزیلی به دست آید که مبتنی بر ریسک آن دارایی باشد.
2. این جریان های نقدی باید در شرایط اطمینان کامل برآورد شوند.
3. شرایط اهرمی (بدهی) و غیراهرمی باید مدنظر قرار گیرد، یعنی رویکرد ارزش فعلی باید تعدیل شود.
4. ارزش تابعی از «بازده مازاد» یا «سود باقیمانده» است.

مبانی فلسفی ارزشیابی

اسکاروایلد می گوید: «قیمت همه چیز را می دانیم اما ارزش آنرا نمی‌دانیم».

فرض زیربنائی در سرمایه گذاری این است که در سرمایه گذاری نباید مبلغی بیش از ارزش آن پرداخت کرد. ارزش از دیدگاه افراد متفاوت است، قیمت نیز تابعی از آرزو و امیال سرمایه گذاران است اما همواره سرمایه گذاران تابع احساسات و هیجانات خود نیستند. دارائی مالی با هدف دریافت جریانات نقدی آتی (مورد انتظار) خریداری می شود پس قیمت‌ها تابعی از جریانات نقدی مورد انتظار (آتی) هستند. در این مقاله ارزش تابعی از جریانات نقدی آتی مورد انتظار دارائی است.

اسطوره های ارزشیابی

مانند تمام حوزه های تحلیلی و دانش های متعارف، ارزشیابی نیز از اسطوره دور نیست، در بخش زیر اسطوره هایی که در رابطه با ارزشیابی وجود دارد تشریح می شود.

www.Prozhe.com

اسطوره (1): مدلهای ارزشیابی کمی هستند اما ارزشیابی عینی و قضاوتی است.

ارزشیابی نه علم است و نه یک جستجوی صرف برای یافتن ارزش ایده آل. مدل هایی که در ارزشیابی از آن استفاده می کنیم ممکن است کمی باشد اما بسیاری از متغیرهای ورودی مدلهای ارزشیابی از طریق قضاوت تعیین می شوند یعنی نیاز به قضاوت حرفه ای دارند. به دلیل اعمال قضاوت حرفه ای، ارزش به دست آمده ازاین مدلها ممکن است با تورش همراه باشد. در حقیقت در بسیاری از ارزشیابی-ها در قدم اول قیمت را مدنظر قرار می دهیم، سپس از فنون ارزشیابی استفاده می کنیم.

هدف در ارزشیابی خنثی کردن یا حذف این تورش است ولی کاهش خطا آسان نیست.

معمولاً برای کاهش تورش دو راهکار وجود دارد:

1. خودداری از طرز تلقی عموم نسبت به ارزش شرکت قبل از انجام ارزشیابی (نظر عموم تحلیل گران را دخالت ندهیم)
2. قبل از ارزشیابی این تلقی که ارزش آتی دارائی کمتر یا بیش از واقع است را در نظر نگیریم. (به عنوان ارزشیاب پیش داوری نکنیم)

اسطوره (2): ارزشیابی با بررسی و تحقیق زیاد و صرف زمان بی فایده است.

ارزش شرکت در مدل های ارزشیابی تابع دو منبع عمده است: (1) رویدادهای مربوط به شرکت (2) اطلاعات مربوط به بازار

ارزش با تغییر در اطلاعات تغییر می کند یعنی خود ارزش تابعی از اطلاعات است. ارزش شرکت متاثر از اطلاعات مرتبط با شرکت، صنعت و بازار است. اگر جریان ورودی اطلاعات به بازار ثابت و سریع باشد ارزشیابی بسرعت قابل انجام است و با ورود اطلاعات جدید ارزش تغییر می کند. پس هرچقدر اطلاعات بیشتر و دقیق تر باشد ارزشیابی با خطای کمتری انجام می‌شود؛ اما باید توجه داشت که ارزشیابی در زمان مناسب اهمیت دارد، بنابراین جمع آوری اطلاعات زیاد زمان را قربانی خواهد کرد.

www.Prozhe.com

اسطوره (3): ارزشیابی خوب ارزشیابی با برآورد دقیق است.

حتی دقیق ترین مدلهای ارزشیابی نیز با خطا و عدم اطمینان مواجه هستند زیرا مدلهای ارزشیابی براساس مفروضات آینده شرکت با عدم اطمینان طراحی می شود و نمی توان بطور مطلق و با اطمینان کامل این مفروضات را صحیح دانست یعنی تمام مدلها نیاز به برآورد متغیرهای احتمالی دارند:

ارزش بر طبق مدل های ارزشیابی $\pm$ خطای ارزشیابی = ارزش واقعی

درجه دقت در ارزشیابی سرمایه گذاری های مختلف، متفاوت است. مثلاً ارزشیابی شرکتهای بزرگ و با قدمت خیلی دقیق تر از ارزشیابی شرکتهای تازه تاسیس یا نوپا است. در کشورهای جهان سوم بعلت نداشتن اطلاعات این کار بسیار مشکل است، علاوه بر آن چرخه عمر سازمان نیز در ارزشیابی تاثیر بسزایی دارد.

اسطوره (4): هر چقدر مدل کمی تر باشد بهتر است.

بعضی ها فکر می کنند مدلهای پیچیده تر کامل تر هستند و خطای کمتری دارند اما این طرز فکر صحیح نیست زیرا هرچقدر مدلها پیچیده تر باشند ورودی های مدل خطای اندازه گیری بیشتر می شود پس باید به سه اصل زیر توجه کنیم:

1. اصل سادگی: هر مدلی که ورودی ها و مفروضات آن کمتر باشد بفرض ثبات سایر عوامل بهتر است.
2. اصل منفعت: باید بین منافع حاصل از پیچیدگی مدل و هزینه ناشی از خطای اندازه گیری مدل توازن برقرار کرد.
3. اصل محوریت فردی: مدلها ارزشیابی نمی کنند بلکه شما هستید که ارزشیابی می کنید.

www.Prozhe.com

اسطوره (5): وقتی فرض کنیم بازار ناکارا است مدلهای ارزشیابی سودمند هستند.

این اعتقاد وجود دارد که بازار خطاپذیر است پس ما می توانیم با استفاده از اطلاعاتی که هزاران سرمایه گذار دیگر به آن دسترسی دارند آن اشتباهات را کشف کنیم. آن گروه از افرادی که به ناکارائی بازار اعتقاد دارند بر ارزشیابی تاکید دارند و آن ها که اعتقاد به ناکارائی ندارند از ارزشیابی استفاده نمی کنند زیرا می گویند قیمت تابعی از ارزش است.

هر دو ایده می تواند صحیح باشد، آن دسته که به کارائی بازار اعتقاد دارند می توانند از ارزشیابی استفاده کنند مخصوصاً زمانی که می خواهند اثر یک اطلاعات را بر ارزش شرکت تحلیل کرده یا درک خوبی از تغییرات قیمت سهام داشته باشند. پیش شرط کارایی بازار وجود هزاران سرمایه گذاری است که به کارائی بازار اعتقاد نداشته باشند. آن گروه که اعتقاد دارند بازار اشتباه می کند می دانند که در نهایت بازار به اشتباهات خود آگاه شده و خود را تصحیح می کند. با این استدلال انگیزه برای کشف قیمت (ارزش ذاتی) و سود غیرمتعارف بوجود می‌آید.

اسطوره (6): نتیجه نهائی ارزشیابی مهم است نه فرایند ارزشیابی

بعضی اعتقاد دارند که ارزشیابی نتیجه محور است در حالی که در ارزشیابی فرایند ارزشیابی از خود نتیجه می تواند مهم تر باشد. نتیجه تابعی از فرایندی است که خود وابسته به مفروضات و پیش بینی متغیرهایی گوناگونی است. فرایند ارزشیابی کمک می کند تا:

1- بدانیم چه قیمتی مناسب است؟

2- کدام نام تجاری ارزشمند است؟

3- چطور حاشیه سود افزایش می یابد؟

4- اثر افزایش سود چیست؟

www.Prozhe.com

هرچند فرایند ارزشیابی اطلاعات ارزشمندی ارائه می‌کند اما نتیجه ارزشیابی مهمتر است زیرا فردی که اعتقاد به کارایی بازار دارد با فرایند ساده‌تر، نتیجه بهتری به دست می‌آورد.

کاربرد و نقش های ارزشیابی

ارزشیابی نقش مهمی در حوزه های مختلف ایفا می کند. در هریک از حوزه های کاری نقش ارزشیابی متفاوت است. دراین بخش نقش ارزشیابی در حوزه مدیریت سبد سرمایه گذاری، تجزیه و تحلیل تملک دارایی‌های مالی و امور مالی شرکت ها ارائه می شود.

1- ارزشیابی و مدیریت سبد سرمایه گذاری

نقشی که ارزشیابی در مدیریت سبد سرمایه گذاری ایفا می کند بستگی به فلسفه سرمایه گذاری دارد. ارزشیابی نقش کمی در مدیریت منفعل سبد سرمایه گذاری ایفا می کند اما برای مدیریت فعال سرمایه گذاری‌ها نقش عمده ای دارد. در روش منفعل فرض می شود که بازار را نمی توان شکست داد پس بازده غیرعادی و غیرمتعارف برای سرمایه گذاری وجود ندارد. تحلیل گران تکنیکی پیرو این فلسفه سرمایه گذاری هستند. با این طرز تفکر میزان استفاده از ارزشیابی حداقل است زیرا ارزش واقعی در قیمت ها مستتر است. هنگامی که فرض شود بازار ناکارا است با استفاده از روش های ارزشیابی قادر خواهیم بود تا ارزش واقعی را به دست آوریم و از تفاوت آن با قیمت واقعی سود غیرعادی به دست آوریم. تحلیل گران بنیادی اعتقاد دارند که بازار کارایی قوی ندارد پس با روش های ارزشیابی می توان شکاف قیمت ها و ارزش را به دست آورده و بازار را مغلوب کرد. براساس این دو نگرش می‌توان سرمایه گذاران را به صورت‌های زیر طبقه بندی نمود:

www.Prozhe.com

الف) تحلیل گران بنیادی

در تجزیه و تحلیل بنیادی فرض می شود که ارزش واقعی در ویژگی‌های بنیادین مانند چشم انداز رشد، ریسک و جریان نقدی است. هرگونه انحراف از ارزش واقعی علامتی است که نشان می دهد شرکت بیش از یا کم‌تر ارزش است. در استراتژی سرمایه گذاری بلند مدت 3 فرض مهم زیر وجود دارد:

1. بین ارزش و عوامل بنیادین مالی رابطه وجود دارد و این رابطه قابل اندازه گیری است.
2. این رابطه در طول زمان ثابت است.
3. انحراف از این رابطه در زمان مناسب اصلاح می شود.

کانون توجه در تجزیه و تحلیل بنیادی «ارزشیابی» است. هرچند بسیاری از تحلیل گران بنیادی از روش‌های گوناگونی استفاده می کنند اما این مفروضات همواره در تحلیل آنها غالب است.

ب) سرمایه گذاری در ارزش یا خریداران فرانشیز

وارن بافت بنیانگذار این فلسفه سرمایه گذاری است. عامل کلیدی در این دیدگاه این است که در کسب و کارهایی سرمایه گذاری شود که اولاً بتوان آن ها را به درستی درک کرد، ثانیاً کسب و کارهایی را برگزید که هم ساده و هم با ثبات باشند. اگر کسب و کاری پیچیده باشد خطای پیش بینی بیشتر می شود (چون درک کمتری نسبت به آن داریم).

سرمایه گذاری در ارزش در جستجوی کسب و کارهایی است که زیر ارزش است. در این روش میزان تاثیر سرمایه گذاران بر نحوه مدیریت شرکت و تغییر در سیاست های سرمایه گذاری و مالی آن زیاد است. (نفوذ موثر) در این استراتژی و با فرض سرمایه گذاری بلندمدت دو فرض مهم زیر وجود دارد:

1. سرمایه گذار درک صحیحی از وضعیت کسب و کار شرکت دارد و فرض می کند که شرایط موجود بهبود می‌یابد.

www.Prozhe.com

2. می‌توان شرکت زیر ارزش را بدون آنکه قیمت آن نزدیک به ارزش واقعی باشد خریداری کرد.

در این روش ارزشیابی نقش کلیدی دارد زیرا فرض می‌شود که کسب و کار دارای ویژگی‌های ثابت و ساده است و برآورد جریان نقدی شرکت آسان است. اگر کسب و کار پیچیده باشد جریان نقید به شرکت بهش سختی قابل برآورد است.

ج) چارت گرایان

چارت گرایان اعتقاد دارند که روان شناسی بازار قیمت سهام را تعیین می کند نه متغیرهای بنیادین مای. به عقیده این گروه با علائم روانی بازار مانند حرکات قیمت، حجم مبادلات و روند بازار و... حرکات آتی قیمت را می توان برآورد کرد. دراین دیدگاه فرض می شود که تغییر در قیمت‌ها دارای الگوهایی قابل پیش بینی است پس ارزشیابی در فرایند سرمایه گذاری سودمند نخواهد بود.

د) معامله بر مبنای اطلاعات ویژه

قیمت اوراق بهادار تابعی از اطلاعات است. اگر اطلاعات شرکت تغییر کند قیمت آن نیز تغییر خواهد کرد. مبادله گران اطلاعات ویژه (رانت خواران اطلاعاتی) سعی می کنند با خرید اطلاعات جدید سرمایه‌گذاری نمایند. اگر اطلاعات خوبی درباره شرکت وجود دارد اقدام به خرید و اگر اطلاعات بدی داشته باشند اقدام به فروش نمایند. فرض بنیادین در این دیدگاه این است که مبادله گر می‌تواند براساس اطلاعاتی که منتشر می‌شود واکنش بهتری نسبت به میانگین افراد سرمایه گذار در بازار داشته باشد. در این دیدگاه ارتباط بین اطلاعات و تغییر در ارزش از خود ارزش مهم تر است. این سرمایه گذاران ممکن است سهام شرکتی را که بیش از ارزش است بخرند زیرا اطلاعات بیشتر باعث افزایش قیمت ها می شود، بعد از خرید و پس از رشد قیمت‌ها می‌توان در یک زمان مناسب آنرا فروخت. در این نگرش ارزش اهمیت زیادی ندارد فقط چگونگی واکنش بازار به اطلاعات مهم است.

www.Prozhe.com

ذ) فرصت شناسان بازار

این گروه اعتقاد دارند که بازده نوسان کل بازار مالی بیشتر و مهم تر از بازده یک سهم زیر ارزش است. آنها استدلال می‌کنند که راحت تر می توان حرکات بازار را پیش بینی کرد و معتقدند که این پیش بینی براساس عوامل قابل پیش بینی شو عینی انجام می‌شود. هرچند ارزشیابی در این دیدگاه نقش زیادی ندارد اما در دو گزینه زیر مفید خواهد بود:

1. ارزشیابی کل بازار و مقایسه با ارزش جاری آن می تواند زمان رکود یا رونق را مشخص نماید.
2. ارزشیابی کل بازار می تواند نشان دهد که بازار زیر ارزش یا بیش از ارزش است. به عنوان مثال در بازار تعدادی شرکت زیرارزش و تعدادی بیش از ارزش معامله می‌شوند، اگر تعداد شرکت‌های زیر ارزش بیش تر از شرکت هایی باشد که بیش از ارزش هستند بنابراین بازار زیر ارزش است.

هـ) سرمایه گذاران با بینش کارایی بازار

براساس این دیدگاه قیمت بازار در بلند مدت به سمت ارزش نیل می‌کند، یعنی بازار نسبت به اطلاعات واکنش سریع و صحیح نشان داده و فرصت آربیتراژ وجود ندارد. این گروه معتقدند که در زمانی مشخص قیمت بازار با ارزش واقعی برابر خواهد شد و هرگونه تلاش برای کسب سود در بازار کارا بی‌فایده است. این سرمایه گذاران معتقدند که هر تلاشی در بازار ناکارا برای کسب سود در شرایط آربیتراژ با هزینه های معاملات جبران می شود. برای این سرمایه گذاران مهم است که بدانند چرا شرکتی خریده یا فروخته می شود، پس مدل‌های ارزشیابی از این منظر قابل استفاده است. هدف یافتن شرکت‌هایی است که با اطلاعات موجود کم‌تر یا بیش‌تر از ارزش معامله می‌شوند.

www.Prozhe.com

2- ارزشیابی در تحلیل‌های تملک

ارزشیابی نقش مهمی را در تحلیل تملک یا خرید سایر شرکتها ایفاء می‌کند. معمولاً زمانی که شرکتها می‌خواهند شرکت دیگری را به تملک خود در آورند در ابتدا ارزش ذاتی آنرا محاسبه و به عوامل زیر توجه می‌کند:

1. هم افزایی (سینرژی) ترکیب دو شرکت باید قبل از ادغام شناسائی و اندازه گیری شود. این اندازه‌گیری نیاز به مدلهای ارزشیابی دارد.
2. باید اثر تغییر در مدیریت و تجدید ساختار را بر عوامل بنیادی ارزش شرکت برآورد کرد. این برآورد از طریق مدلهای ارزشیابی انجام می شود.
3. مشکل اساسی در ارزشیابی تملک، تورش زیاد در اثر برآوردهای خوش بینانه است که باعث می شود شرکتهای تملک شده گران خریداری شوند. تجارب گذشته نشان داده است که نتایج ادغام ها مطلوب نبوده اند.

3- ارزشیابی در مدیریت مالی

هدف مدیریت مالی حداکثر کردن ارزش شرکت است. ارتباط بین تصمیمات مالی، استراتژی مالی و ارزش شرکت بسیار مهم است. در سالهای اخیر مدلهایی مثل ارزش افزوده اقتصادی برای اندازه گیری خلق ارزش در شرکتها مطرح شده است آن چه که در این مدلها وجود دارد منابع خلق ارزش است؛ آیا تصمیمات استراتژیک شرکت باعث خلق یا از بین رفتن ارزش می‌شود؟ آیا تامین مالی یا تقسیم سود به خلق ارزش منجر می‌شود؟ فرایند ارزشیابی در این تصمیمات سودمند است.

www.Prozhe.com

ارزشیابی شرکت های تازه تاسیس و نوپا

اغلب شرکت هایی که آنها را بررسی کردیم شرکت هایی بودند که کمابیش با فعالیت هایشان آشنایی داشته ایم. اکثر ارزشیابی ها برای شرکت هایی ارائه شده که سال هاست از فعالیت های آنها می گذرد و محصولات آنها در بازارهای موجود شنخته شده است و غلب در بازار سهم دنیز معامله می شوند. در این فصل به بررسی شرکت هایی می پردازیم که بسیار جوان بوده یا تازه تاسیس اند و تاکنون در دنیای پیچیده کسب و کار فعالیت‌های موثری نداشته اند. خیلی از تحلیل گران اعتقاد دارند که به دلایلی مانند عدم وجود سابقه کافی، نامشخص بودن نوع محصولات یا عدم ارائه خدمات مشخص امکان ارزشیابی این شرکت ها وجود ندارد. ما معتقدیم که ارشیابی شرکت های جوان و تازه تاسیس پیچیده است ولی اصول ارزشیابی این شرکت ها با شرکت های دارای سوابق کافی و محصولات مشخص و شناخته شده در بازارهای موجود تفاوتی ندارد.

ارزش شرکت های جوان و تازه تاسیس همان ارزش جریان های نقدی مورد انتظاری است که از عملیات شرکت ایجاد می شود و می توان با استفاده از منابع اطلاعاتی متعارف مانند صورتهای مالی و همچنین داده های برآوردی شرکت های مشابه و قابل مقایسه این شرکت ها را ارزشیابی نمود. در این فصل روش ارزشیابی مناسب برای شرکت های جوان و تازه تاسیس را بصورت گام به گام ارائه و با یک نمونه ساده چارچوب تحلیلی این شرکت ها را ترسیم می نماییم.

محدودیت های اطلاعاتی

معمولاً برای ارزشیابی شرکت از سه منبع اطلاعاتی استفاده می شود. اولین منبع اطلاعاتی، صورتهای مالی شرکت می باشد که در تعیین نحوه ایجاد سود از محل سرمایه گذاری های موجود و سرمایه گذاری های جدیدی که بازده آنها در دوره های بعد محقق می گردد نقش دارد. اطلاعات مربوط به نوع سرمایه گذاری ها و منابع تامین مالی راه های رشد جریان های نقدی به شرکت را نشان می دهد.

www.Prozhe.com

در بسیاری از تحلیل ها بیشترین داده های ارزشیابی از صورتهای ملی اساسی و یادداشتهای توضیحی آن استخراج می گردد.

دومین منبع اطلاعاتی مربوط به روند سودآوری و اثر آن در ارزش بازار شرکت می باشد. سابقه درآمدزایی و کسب سودآوری شرکت می تواند مبنایی را فراهم سازد تا با روند فعالیت های تجاری آشنایی بیشتری حاصل شود. این گونه سوابق تصویری از شرکت را به نمایش گذاشته و باعث سهولت قضاوت درباره نحوه رشد آتی براساس شناخت بیشتر چرخه فعالیت می شود و با بررسی رفتار قیمت سهام شرکت در بازار می توان مبنایی برای ارزیابی ریسک فراهم نمود. سومین منبع اطلاعاتی برای ارزشیابی منابعی است که باعث شناخت بیشتر ماهیت رقابت می گردد. با نگاهی به رقبای شرکت و گروههایی که فعالیت مشابه دارند داده های کلیدی ارزشیابی مانند ریسک، رشد و جریان های نقدی را می توان تعیین نمود.

شرکت های زیادی وجود دارند که در حوزه های جدید اقتصادی فعالیت می کنند. شناخت شرکت های جدید ما را با محدودیتهای جدی اطلاعاتی مواجه می سازد. مشکل اول این است که معمولاً این شرکت ها تازه وارد بوده و بیش از یک یا دو سال از عمر آنها نگذشته است. دومین مشکل اساسی مربوط به صورتهای مالی این شرکت‌هاست. در صورتهای مالی این شرکت ها دارایی ها مبلغ کمی است و رشد مورد انتظار آنها در صورتهای مالی بسیار نازل است. سومین مشکل این است که معمولاً این شرکت ها به عنوان پیشگامان در صنعت مورد نظر هستند. در خیلی از موارد هیچگونه رقیبی وجود ندارد و گروه‌های قابل مقایسه ای که بتوان براساس آن برآوردهایی را فراهم کرد بسیار محدود است. هنگام ارزشیبای شرکت های تازه تاسیس و جوان با سه محدودیت لطلاعاتی، عدم سوابق کافی در بازار، عدم ارائه صورتهای مالی و محدود بودن رقبا و شرکت مشابه مواجه هستیم. با توجه به این محدودیت های اطلاعاتی واکنش سرمایه گذاران برای شناخت این شرکت ها چگونه است؟ بسیاری از

www.Prozhe.com

سرمایه گذاران معتقدند که این شرکت ها بی ارزش بوده و نبایستی در سبد سرمایه گذاری نگهداری شوند. خیلی از سرمایه گذاران نیز براین نظریه تاکید دارند که با مدل های سنتی ارزشیابی نمی توانیم این شرکت ها را ارزشیابی نماییم زیرا مدل های سنتی برای ارزشیابی شرکت های تازه تاسیس که جریان های نقدی آن با عدم اطمینان فراوان همراه است کاربرد ندارد. این گروه معتقدند که بایستی با ابداع روش های جدید و براساس اطلاعات محدودی که در دسترس است ارزش شرکت به دست آید. در این فصل تلاش می کنیم که نشان دهیم با مدل های ارزشیابی سنتی (مدل تنزیل جریان های نقدی) می توان چنین شرکت هایی را ارزشیابی نمود.

پارادایم جدید یا اصول قدیمی: رویکردی برای چرخه حیات شرکت ها

ارزش شرکت تابعی از جریان های نقدی ایجاد شده براساس ظرفیت های موجود است و این جریان های نقدی همواره با عدم اطمینان همراه هستند. بطور کلی این فرض که شرکت های سودآور ارزش بیشتی را نسبت به شرکت هایی با سودآوری کم دارند همواره مورد قبول اکثر تحلیل گران بوده اما باید توجه نمود که شرکت هایی که جوان یا تازه تاسیس اند و حتی در شریط فعلی زیان می دهند ممکن است ارزش بالایی داشته باشند. نمی توان برای همه شرکت ها رابطه سودآوری و ارزش را یک فرض مطلق دانست. برای بررسی بیشتر این فرضیه می توان شرکت های جوان و تازه تاسیس را با سایر شرکت ها مقایسه کرد.

شرکت های جوان و تازه تاسیس در دارایی های ثابت مانند زمین، ساختمان و تجهیزات و... سرمایه گذاری های هنگفتی نمی کنند و بیشتر سرمایه گذاری آنها در دارایی های نامشهود است.

وجود دو عامل زیاندهی و دارایی های نامشهود باعث شده که بسیاری از تحلیل گران بکارگیری مدل های سنتی را برای ارزشیابی شرکت های نوپا و تازه تاسیس منطقی ندانند و تلاش دارند روش جدیدی را ابداع نمایند. برای مثال در ارزشیابی شرکت هایی که خدمات اینترنتی ارائه می دهند تعداد

www.Prozhe.com

بازدیدکنندگان را منبعی برای درآمد شرکت های فوق در نظر می گیرند. اگر سهم بازار شرکت را از طریق تعداد بازدیدکنندگان محاسبه کنیم و فرض نماییم که در آینده به تعداد بازدید کنندگان فعلی افزوده می شود درآمد فروش و سودآوری آتی رشد چشم گیری خواهد داشت. دقت کنید که روش ارزشیابی می تواند همان مدل های سنتی باشد ولی همواره باید از مفروضیاتی که غیرقابل آزمایش و دستیابی است و منجر به ارزشیابی های غیرواقع بینانه می گردد، پرهیز شود.

ما معتقدیم که یافتن پارادایم تازه برای ارزشیابی این شرکت ها غیرمنطقی است. مشکل ارزشیابی شرکت های نوپا و تازه تاسیس زیان گزارش شده آنها نیست بلکه سوابق ناکافی و عدم وجود دارایی های ثابت و مشهود است که باعث پیچیدگی ارزشیابی و ابهام بیشتر در برآوردها می گردد. اگر به چرخه حیات شرکت‌ها به درستی نگریسته شود مشکلات ارزشیابی را می توان در مراحل اولیه چرخه حیات شرکت های تازه تاسیس و نوپا درک کرد. در حقیقت شرکت ها در یک مرحله از زمان ایجاد می شوند، رشد می کنند و به حد بلوغ می رسند و اگر نتوانند بازار خود را حفظ کنند در مرحله افول قرار می گیرند. در مراحل اولیه حیات، شرکت ها باید ایده های تجاری را به محصولات و خدمات تبدیل نمایند. مشکل ما در ارزشیابی شرکت‌های تازه وارد در مرحله اولیه حیات درک و فهم مساله نیست بلکه در نحوه برآوردها است. ارزش شرکت به مجموع ارزش فعلی جریان های مورد انتظار ورودی از طریق دارایی های موجود یا جدید اتلاق می شود اما برآورد این جریان های نقدی برای شرکت های نوپا و تازه تاسیس دشوار و پیچیده است.

نمودار (1) دیدگاه کلی را از چرخه حیات شرکت ها و نحوه دسترسی به اطلاعات و منابع تغییر در ارزش در طی چرخه حیات ارائه می کند.

www.Prozhe.com

درآمدها / سود (مبالغ)	شرکت‌های تازه تأسیس و دارای ایده تجاری	گسترش سریع	رشد بالا	رشد بالغ	افول
درآمدها و سود در حال کاهش است	درآمدها با رشد آهسته همراه است: سود عملیاتی هنوز در حال رشد است	درآمدها رشد بالایی دارد؛ سود عملیاتی رشد چشم گیری دارد	درآمدها در حال افزایش است؛ سود در سطح پایین یا وجود زیان	عدم وجود درآمد یا پایین بودن سطح درآمدی؛ وجود زیان‌های عملیاتی	درآمدها/ عملیات جاری
سابقه عملیاتی زیاد است	از سابقه عملیاتی می‌توان در ارزشیابی استفاده نمود	سابقه عملیاتی بیشتر می‌شود	خیلی محدود	ندارد	سابقه عملیاتی / تولید
تعداد شرکت‌های مشابه در حال افت است و فقط شرکت‌های بالغ می‌مانند	تعداد شرکت‌های مشابه خیلی زیاد است و با مراحل دیگر متفاوت است	شرکت‌های مشابه در حال افزایش است ولی مراحل فعالیت آن متفاوت است	کم است اما در حال افزایش است	ندارد	شرکت مشابه
تماماً با دارایی‌های موجود	عمدتاً از طریق دارایی‌های موجود	بیشتر براساس دارایی‌های موجود: هنوز برای شرکت جای رشد وجود دارد	بیشتر از طریق دارایی‌های آتی	تماماً از دارایی‌های آتی	منابع ارزش

نمودار 1. چرخه حیات شرکت و منابع ارزش

1. مرحله آغازین: این مرحله پیش از شروع شکل گیری فعالیت های تجاری است. محصولات آزمایش نشده و بازاری برای فروش آنها ایجاد نشده است. عملیات جاری این شرکت ها محدود بوده، سابقه عملیاتی و شرکت های مشابه و قابل مقایسه نداریم. ارزش این شرکت ها تماماً بر رشد بالقوه آتی متکی است. ارزشیابی این شرکت ها همواره چالش انگیز است زیرا اطلاعات محدودی در دسترس می باشد. اطلاعات موجود برای این شرکت ها ممکن است باعث افزایش خطای برآورد گردد. تخمین رشد آتی به ارزیابی مزیت مدیران موجود و ظرفیت تبدیل ایده های جذاب به محصولات موفق تجاری وابسته است. اغلب شرکت هایی که در مراحل آغازین هستند به دنبال جذب مدیران کارآمد برای تبدیل این ایده ها به

www.Prozhe.com

محصولات تجاری می باشند و در دنیای تجارت مدیران کارآفرین قادرند که این ایده ها را خلق کرده و باعث موفقیت سازمان شوند.

2. گسترش: هنگامی که شرکت موفق شود تا مصرف کنندگان را شناسایی و تبدیل به شمتری بالفعل نماید بازار محصولات ایجاد می گردد با ایجاد بازارها درآمد به سرعت رشد می کند ولی ممکن است هنوز سودآوری ایجاد نشده باشد. امکان دارد که عملیات جاری موفقیت-هایی در بهبود قیمت گذاری و حاشیه سود و رشد مورد انتظار بهمراه داشته باشد اما حاشیه سود فعلی را نمیتوان برای سالهای آتی پیش بینی نمود. سابقه عملیات شرکت هنوز محدود است و از دوره ای به به دوره بعد تغییرات چشم گیری دارد. سایر شرکت های فعال در حوزه کاری همانند یکدیگر در حال گسترش هستند و بیشتر ارزش این شرکت ها در این مرحله از رشد مورد انتظار ایجاد می شود. در این مرحله ارزشیابی راحت تر از مرحله آغازین است اما هنوز در اطلاعات محدودیت وجود دارد و قابلیت اتکا پایین است و ممکن است داده های ارزشیابی با مرور زمان تغییرات اساسی نمایند.

3. مرحله رشد فوق العاده: در حالیکه درآمدهای شرکت به سرعت در حال افزایش است امکان دارد که سود شرکت با درنگ‌ها و وقفه هایی مواجه شود. در این مرحله سابقه عملیاتی و کارکرد عملیات جاری دارای محتوی اطلاعاتی است و می توان در ارزشیابی از آن استفاده کرد. تعداد شرکت های قابل مقایسه بیشتر از شرکت های مرحله گسترش است. این شرکت ها در مرحله گسترش با تغییرات چشم گیری در آینده همراه خواهند بود. برخی از این شرکت‌ها که رشد بیشتری دارند و کوچک هستند بزرگتر می شوند و شرکت های کوچکتری که رشد کمتری دارند و از گردونه رقابت خارج می شوند. دارایی های موجود این شرکت ها از ارزش قابل اهمیتی برخوردار است اما منابع عمده ارزش منوط به رشد آتی

www.Prozhe.com

است. اطلاعات زیادی در این مرحله در دسترس قرار دارد و برآورد ناشی از این داده ها از دقت بیشتری برخوردار است.

4. رشد بالغ: رشد درآمدها به سمت ثبات نزدیک می شود و شرکت ها در این مرحله با دو پدیده مواجه می شوند؛ سود و جریانهای نقدی بصورت مستمر و سریع افزایش می یابند و این افزایش ناشی از سرمایه گذاری های گذشته است و نیازهای سرمایه گذاری برای پروژه های جدید کاهش می یابد. در این مرحله از لحاظ فرایند عملیات جاری می توان چشم انداز آتی را به تصویر کشید و سابقه عملیاتی می تواند اطلاعاتی اساسی درباره نوع تحرک بازار این شرکت ها بدهد. تعداد شرکت های قابل مقایسه در این مرحله از چرخه حیات نسبت به مراحل و دیگر بیشتر است. دارائیهای موجود منبع عمده ارزش و رشد مورد انتظار بوده و داده های ارزشیابی در این مرحله احتمالاً ثابت است.

5. مرحله افول: آخرین مرحله از چرخه حیات شرکت ها مرحله افول است. در این مرحله درآمدها و سود شروع به کاهش می نماید، کسب و کار بالغ شده و رقبای جدید دیگر اندیشه ای برای ورود به این حوزه کاری ندارند. احتمالاً سرمایه گذاریهای موجود باعث استمرار جریان های نقدی به شرکت می شوند اما روند رو به کاهش دارند و این بنگاهها نیاز کمی به سرمایه گذاری های جدید احساس می کنند، بنابراین ارزش این شرکت ها تماماً به دارایی های موجود بستگی دارد. در این مرحله تعداد رقبا و شرکت های قابل مقایسه در حال کاهش است و احتمال میرود که شرکت به بلوغ کامل رسیده باشد و رو به افول نماید. در این مرحله ارزشیابی شرکت بسیار ساده تر از مراحل دیگر است.

آیا اصول ارزیابی برای مراحل مختلف چرخه حیات متفاوت است؟ خیر، واضح است که ارزشیابی در مراحل اولیه چرخه حیات چالش انگیزتر از مراحل بعدی است و برآورد ارزش ممکن است به دلیل

www.Prozhe.com

خطی اطلاعاتی در مراحل آغازین و رشد فوق العاده با چالش هایی مواجه باشد اما اصول ارزشیابی این شرکت ها با همان شرکت های مرحله بعدی برابر است. به دو دلیل باید این شرکت ها را مورد توجه قرارداد:

اولین دلیل این است که به دلیل عدم وجود اطلاعات قابل اتکا بسیاری از تحلیل گران از ارزشیابی چنین شرکت هایی هراس دارند و از روش های تحلیلی دیگر و برآوردهای نامتعارف استفاده می کنند. بدون چنین هراسی، ارزشیابی را می توان با داده های شرکت های در مراحل گسترش و افول انجام داد و به تصمیم گیری در انجام معامله کمک نمود. دوم آن که این شرکت ها به زودی وارد بازار خواهند شد و جنبه عمومی پیدا می کنند و برای عام شدن و پذیره نویسی سهام جدید نیاز به برآورد ارزش دارند بنابراین مدل های سنتی ارزشیابی در این زمینه بکار گرفته می شوند.

ارزشیابی سرمایه گذاری پرمخاطره

بسیاری از شرکت های نوپا و تازه تاسیس برای رسیدن به حد مطلوب فعالیت های خود نیازمند سرمایه گذاری هستند این سرمایه گذاریها را پرمخاطره می نامند. نحوه ارزیابی سرمایه گذاری های پرمخاطره می تواند برای درک بیشتر ارزشیابی شرکت های نوپا مفید باشد. بیشتر سرمایه گذاران خطرپذیر از مدل تنزیل جریان های نقدی برای ارزشیابی در شرایط مختلف سرمایه گذاری استفاده می کند و نوع ارزشیابی سرمایه گذاری های پرمخاطره بیشتر با حوزه های کاری خصوصی سروکار دارد. روش ارزشیابی سرمایه گذاری های پرمخاطره بدین ترتیب است که ابتدا سود شرکت های مورد نظر (سهامی خاص، مسئولیت محدود و...) برای سال های آینده پیش بینی می شود. هنگامی که انتظار می رود که شرکت بتواند سهامی عام شود سود ناشی از عمومی شدن را محاسبه می کنند. این سود با نسبت قیمت به سود برآوردی شرکت های مشابه (سهامی) قابل معامله در بازار سهام مورد ارزیابی قرار می گیرد.

www.Prozhe.com

فرض کنید که می خواهید یک شرکت خدمات کامپیوتری را که انتظار می رود تا سه سال دیگر عرضه عمومی شود ارزشیابی کنید. سود خالص این شرکت در طی سه سال انتظار می رود به 4 میلیارد ریال برسد. اگر نسبت قیمت به سود شرکت های مشابه و قابل معامله در بازار سهام 15 باشد بنابراین ارزش شرکت مورد نظر شما 100 میلیارد ریال خواهد بود. سرمایه گذاری که می‌خواهد اقدام به یک سرمایه گذاری پرمخاطره نماید در حال حاضر با چه مبلغی بهتر است در این شرکت مشارکت نماید؟ سرمایه گذاران خطرپذیر معمولاً با یک نرخ تنزیل متناسب با ریسک سرمایه گذاری و بازده قابل قبول اقدام به سرمایه گذاری می کنند. این نرخ مورد انتظار معمولاً بیش تر از نرخ هایی است که برای هزینه سرمایه صاحبان سهام بصورت سنتی بدست می آید:

$$\text{ارزش نهایی تنزیل شده} = \frac{\text{ارزش برآوردی}}{(1 + \text{نرخ هدف})^n}$$

برای مثال اگر سرمایه گذار مخاطره پذیر بخواهد با نرخ هدف 30٪ اقدام به سرمایه گذاری کند، ارزش سرمایه گذاری پرمخاطره 45/52 میلیارد ریال خواهد بود (3 ساله):

$$\text{ارزش نهایی تنزیل شده} = \frac{۱۰۰}{(۱/۳)^۳} = ۴۵/۵۲$$

این رویکرد برای سرمایه گذاری در فعالیت های پرمخاطره است و سرمایه گذاران عادی که می خواهند شرکت های تازه تاسیس و جوان را ارزشیابی کنند به دو دلیل از این روش استفاده نمی کنند. اولاً سرمایه گذاران عادی نمی توانند به دنبال کسب بازدهی بسیار بالا مانند بازدهی 30٪ تا 40٪ باشند زیرا در فعالیت های سرمایه گذاری می کنند که در یک سطح ریسک معین بازدهی موجهی بدهد. دلیل تفاوت در نرخ بازده هدف، تفاوت بین اهداف سرمایه گذاران عادی و سرمایه گذاران مخاطره پذیر است. سرمایه گذاران عادی به دنبال یافتن سهامی با سطح ریسک قابل قبول در یک سبد سرمایه گذاری هستند و با متنوع سازی سبد سرمایه گذاری و استفاده ترکیبی از دارایی ها ارزشیابی می نمایند.

www.Prozhe.com

سرمایه گذاران خطرپذیر تلاش می کنند تا با قرار دادن منابع مالی خود در یک فعالیت دارای مخاطره و با کنترل مدیریت آن نقشی کلیدی در فعالیت های درونی شرکت بازی کنند و هنگامی که شرکت به زمان عرضه به عموم برسد از آن خارج شده، اقدام به سرمایه گذاری در فعالیت های پرمخاطره دیگر نمایند.

در بسیاری از مدل های ارزشیابی برای سرمایه گذاری در فعالیت های مخاطره آمیز براوردهایی اغراق آمیز حاصل می شود. مثلاً در بحران دات کام که به دلیل بالا رفتن بیش از حد شرکت های اینترنتی در آمریکا صورت گرفت ارزشیابی سرمایه گذاری های پرمخاطره بسیار بیشتر از رویدادهای معاملاتی صورت گرفته بود.

چارچوب تجربه و تحلیل شرکت های تازه تاسیس و جوان

ارزش شرکت هایی که سود خالص آن مثبت نیست و دارای داده های تاریخی و تعداد شرکت های قابل مقایسه نیستند براساس همان مراحل ارزشیابی که برای هر انواع دارایی ها در نظر می گیریم. انجام می شود. در این بخش هریک از مراحل ارزشیابی را برای شرکت های تازه تاسیس و نوپا ارائه می دهیم.

گام ۱. ارزیابی وضع موجود؛ ماهیت بروزرسانی اطلاعات

هنگام ارزشیابی شرکت ها متداول است که با آخرین صورتهای مالی شرکت تحلیل را آغاز کنید. شرکت هایی که زیان دارند اما رشد درآمدهایشان بالا است احتمال می رود که در یک شرایط ایده آل تغییراتی داشته باشند. نتیجه این تغییرات می تواند در آینده ای نه چندان دور در سودآوری شرکت تاثیرگذار باشد. با استفاده از سود و زیان پیش بینی 12 ماهه برمبنای سناریوی آزمایشی (این پیش بینی برآورد شرکت نیست بلکه حدس و خطایی است که براساس ردیابی 12 ماه آتی به دست می آید) و با استفاده از صورتهای مالی سال گذشته میتوان داده های ارزشیابی را فراهم نمود.

www.Prozhe.com

مثال (1): صورت سود و زیان شرکت تارا

شرکت تارا ارائه دهنده خدمات و نرم افزارهای تجاری در صنایع الکترونیکی است. بحث جدی شرکت مربوط به سیاستهای کاهش هزینه است. در سال 1381 هنگامی که می خواستیم این شرکت را ارزشیابی نماییم فقط آخرین وضعیت مالی شرکت در 1380 در دسترس بود و فقط پیش بینی 3 ماهه اول سال ارائه شده بود.

برای به دست آوردن داده های لازم یک پیش بینی 12 ماهه برای هریک از داده های ارزشیابی فراهم نمودیم.

جدول 1: شرکت تارا. آخرین سال مالی در مقایسه با پیش بینی 12 ماهه جاری

ارقام به میلیارد ریال

	میان دوره ای سه ماهه ۱۳۸۱	میان دوره ای سه ماهه ۱۳۸۰	تحقق یافته ۱۳۸۰	پیش‌بینی ۱۲ ماهه ۱۳۸۱
درآمدها	۱۷۰/۲۷۳	۳۵/۰۰۹	۴۰۱/۷۹۶	۵۳۷/۰۶۰
سودهای عملیاتی	-۲۲۸/۷۳۹	-۴۵/۱۸۶	-۳۴۵/۵۶۴	-۵۲۹/۱۱۷
خالص هزینه‌های غیرعملیاتی			-۶۱۷	-۷۱۹
سود خالص	-۲۲۸/۵۳۸	-۴۳/۶۴۵	-۳۴۴/۹۴۷	-۵۲۹/۸۳۶
هزینه‌های سرمایه‌ای	۲۳/۳۸۶	۹/۷۱۸	۷۹/۱۵۸	۹۲/۸۲۶
استهلاک	۱۰/۶۹۵	۱/۵۳۶	۱۳/۸۱۵	۲۲/۹۷۴
وجه نقد و اوراق بهادار قابل تبدیل به نقد (سریع المعامله)	۲۴۹/۳۷۳		۳۴۱/۴۴۰	۲۴۹/۳۷۲
سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها	۳۸/۲۱۳		۴۶/۴۱۴	۳۸/۲۱۲
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۲,۶۰۴/۵۹۲		۲/۷۷۹/۴۱۱	۲/۶۰۴/۵۹۲
کل بدهی‌ها	۲۳/۵۱۰		۶/۱۹۵	۲۳/۵۱۰
تعداد سهم	۲۲۳,۸۲۰	۱۵۱,۴۲۰	۱۶۸,۰۶۵	۲۲۸,۳۲۰

داده های فوق نشان می دهد که با گذشت سه ماه از آخرین گزارش سال مالی، پیش بینی 12 ماهه بسیار متفاوت از سال گذشته است. نه تنها درآمد، هزینه و عناصر سود و زیان تغییر کرده بلکه تعداد سهام نیز نسبت به دوره سه ماهه افزایش یافته است. ما برای ارزشیابی شرکت تارا داده های مالی را بروز کرده ایم.

www.Prozhe.com

گام 2. برآورد رشد درآمدها

در شرکت های نوپا درآمدها تقریباً پایین است، اما انتظار می رود که در آینده با نرخ رشد قابل توجهی افزایش یابد. در فرایند ارزشیابی این گونه داده ها جالب نیستند و ما پیشنهاد می کنیم که تصویری از ارقام شرکت را به صورت زیر ترسیم نمایید:

- بررسی نرخ رشد درآمدهای شرکت در سال های پیشین: علیرغم آنکه رشد شرکت افزایش پیدا کرده است اما حفظ رشد یا افزایش رشد بسیار متفاوت خواهد بود. بنابرین شرکتی که در سال اول 300 درصد رشد کرده و سال دوم 200 درصد رشد نموده، احتمالاً در سال بعد نرخ رشد کم تری نسبت به سال گذشته خواهد شد.
- بررسی نرخ رشد درآمدها در کل بازاری که شرکت در آن فعالیت می کند: اگر نرخ رشد در کل بازاری که شرکت در آن فعالیت می کند بالا باشد، امکان دارد که شرکت نرخ رشد بالایی را مشاهده کند.
- بررسی محدودیت های ورود به صنعت و مزیت های رقابتی شرکت. شرکت هایی که قادرند نرخ رشد بالایی را بصورت مستمر کسب نمایند معمولاً مزیت های رقابتی دارند. این مزیت ها می تواند مربوط به منطقه ای باشد که شرکت در آن فعالیت می کند (مثل حق الامتیازها یا مزایای نزدیکی به بازار و...) یا مربوط به قدمت ارائه محصول یا خدمات یا پیشرو بودن در بازار و داشتن نام و نشان تجاری مشهور باشد. اگر مزیت های رقابتی آنقدر برجسته باشد که در افق زمانی بلندمدت استمرار یابد (شایستگی بارز) رشد فوق العاده ای برای شرکت به ارمغان خواهد آورد. اگر مزیت رقابتی خیلی برجسته نباشد به سرعت دوره رشد شرکت پایان می یابد.

www.Prozhe.com

مثال (2): برآورد رشد درآمدها: شرکت تارا

شرکت تارا با نرخ رشد غیرعادی در سه سال اخیر رشد کرده است. نرخ رشد به گونه ای بود که درآمدها از 2/5 میلیارد ریال در 1378 به 33/6 میلیارد ریال در سال 1379 رسید و در سال 1380 مجموع درآمدها به 401 میلیارد ریال افزایش یافت. نرخ رشد مرکب در سال دوم 1166٪ و در سال سوم $1093 بوده است. بازار خدمات شرکت در حوزه فعالیت نرم افزارهای تجاری و خدمات پس از فروش آن ها بوده و بازاری بسیار بزرگ است که توان بالقوه ای را برای رشد آتی شرکت می تواند فراهم نماید. رقبای اولیه صنعت شرکت هایی هستند که خدمات B2B ارائه می کنند و شرکت هایی که سیستم های داده های الکترونیکی (EDS) طراحی می کنند.

برای محاسبه نهایی از داده های حوزه ااقتصادی در هر هفته بهره گرفته و سرانجام با دیدگاههی محافظه کارانه نرخ رشد درآمدها را برای مقاطع آتی براورد کرده ایم.

در جدول (2) خلاصه ای از پیش بینی رشد درآمد ها و مبالغ ریالی آنها برای ده سال آینده ارائه شده است.

کل پیش بینی انجام شده براساس پیش بینی 12 ماهه درآمدها صورت گرفته است. نرخ رشد آتی درآمدها از هر سال به سال دیگر با یک افت مورد انتظار براورد شده ولی درآمدهای هرسال از سال دیگر بیشتر است زیرا فقط نرخ رشد انتظاری بصورت پلکانی کاهش می یابد و درآمدها با رشد مورد نظر افزایش خواهد یافت. در پایان سال دهم پیش بینی می شود که درآمدهای شرکت به 15802 میلیارد ریال برسد که با برآورد چنین ارقامی شرکت تارا یکی از بازی گران اصلی در صحنه تجارت B2B , EDS خواهد شد. در مقایسه با خدمات کنونی در زمینه EDS کل درامدهای این صنعت در سال 1380، 19600 میلیارد ریال گزارش شده است.

جدول 2. برآورد رشد درآمدها: شرکت تارا

www.Prozhe.com

سال مالی	نرخ رشد مورد انتظار	میلیارد ریال درآمدها
۰		۵۳۷
۱	٪۵۰	۸۰۶
۲	٪۱۰۰	۱۶۱۱
۳	٪۸۰	۲۹۰۰
۴	٪۶۰	۴۶۴۰
۵	٪۴۰	۶۴۹۶
۶	٪۳۵	۸۷۷۰
۷	٪۳۰	۱۱۴۰۱
۸	٪۲۰	۱۳۶۸۱
۹	٪۱۰	۱۵۰۴۹
۱۰	٪۵	۱۵۸۰۲
سال نهایی (۱۱)	٪۵	۱۶۵۹۲

گام 3. برآورد حاشیه سود عملیاتی مستمر در شرایط رشد ثابت

معمولاً شرکت هایی که زیان میدهند و رشد درآمدهایشان روبه افزایش است می توانند زیان را در بلندمدت متوقف نماید. عامل کلیدی در شرکت های جوان و نوپا، انتظار افزایش حاشیه سود عملیاتی در بلندمدت است. امکان دارد که در شرایط کنونی حاشیه سود عملیاتی منفی باشد ولی در آینده حاشیه سود عملیاتی شروع به افزایش می نماید و مثبت می شود. در هنگام ارزشیابی یکی از راه هایی که می تواند به برآوردهای بهتری بیانجامد ارائه تصویری از حاشیه سود عملیاتی مستمر در یک شرایط تقریباً ثابت است. هنگامی که شرکت قابل مقایسه ای وجود ندارد و پیچیدگی ارزشیابی زیاد است، بهتر است با استفاده از دو رهنمود کلی زیر سود عملیاتی را در یک شرایط با ثبات تخمین بزنیم:

1) **عمیق شدن در نقاط اتکای تجاری شرکت و بررسی رقبای موجود.**

www.Prozhe.com

برای شرکت تارا شرکت های خدماتی الکترونیکی در زمینه B2B و تجارت الکترونیک را از نظر حاشیه سود و قابلیت ایجاد سود مورد بررسی قرار دادیم. با عمیق شدن در نقاط اتکای تجاری شرکت می توان حاشیه سود عملیاتی را بهتر درک نمود.

2) بررسی صورت سود و زیان سال مالی جاری برای به دست آوردن معیاری درست از حاشیه سود عملیاتی.

بسیاری از شرکت های نوپا و تازه تاسیس در گزارشات مالی خود زیان اعلام می کنند. معمولاً اعلام این زیان ها به نحوه ارائه صورتهای مالی براساس استانداردهای حسابداری بر می گردد. به عنوان مثال بعضی از هزینه های تاسیس و خرید دارایی های سرمایه ای به عنوان هزینه های عملیاتی محسوب می شود و باعث می شود که هزینه های عمومی شرکت در صورت سود و زیان بیشتر می شود. برآورد حاشیه سود و قابلیت سوددهی این گونه هزینه ها می تواند در چگونگی ایجاد سود نهایی برای سال آتی و تاثیر آن بر حاشیه سود عملیاتی کل شرکت مفید باشد.

مثال (3): برآورد حاشیه سود عملیاتی مستمر و مسیر حاشیه سود: شرکت تارا

این این شرکت در 12 ماهه آخرین سال مالی 529 میلیارد ریال زیان عملیاتی پیش بینی می شود که در مقایسه با مبلغ فروش کل شرکت (537 میلیارد ریال) مبلغ بسیار بزرگی است. حدود 427 میلیارد ریال از هزینه های مربوط به تحقیق و توسعه می باشد که تقریباً به زیان عملیاتی شرکت نزدیک است. هنگام ارزشیابی شرکت های بالغ از چنین هزینه هایی چه انتظار میرود؟ انتظار می رود که درآمدها را در آینده بهبود دهد و حاشیه سود عملیاتی بیشتر شود، اما سطح افزایش حاشیه سود چقدر می تواند شود؟ برای ارزشیابی شرکت نوپا و تازه تاسیس می توان از میانگین صنعت بهره گرفت. میانگین حاشیه سود عملیاتی پیش از کسر مالیات در شرکت های تازه تاسیس حوزه تجارت الکترونیک 15/73٪ در

www.Prozhe.com

سال 1380 بوده است. طی سال های 1381- 1376 این میانگین 14/72٪ می باشد. در ارزشیابی شرکت تارا فرض کردیم که شرکت طی ده سال به حاشیه سود عملیاتی 14/71٪ بدست یابد.

بسیاری از صاحبنظران اعتقاد دارند که چون ساختار هزینه شرکت با شرکت ها دیگر تفاوت عمیقی دارد بنابراین حاشیه سود نیز متفاوت است. دو دلیل وجود دارد که ناقض نظر این صاحب نظران است. اول این که چون قیمت گذاری خدمات شرکت نسبت به دیگران بسیار تهاجمی است قیمت ها نازل است. بنابراین نرخ رشد درآمدها بیشتر و حاشیه سود پایین است. دلیل دوم این است که پیش بینی بلندمدت برای شرکت های ارائه دهنده خدمات الکترونیک بیش از شرکت های سنتی است.

بنابرا ین در این حوزه فعالیت رقابت بیشتر است و فشار بازار زیاد خواهد بود پس حاشیه سود افت بیشتری خواهد کرد.

برای انتقال حاشیه سود عملیاتی از دوره ای به دوره ای دیگر فرض کردیم که حاشیه سود در دوره های اولیه بهبود بیشتری دارد ولی تا سال پنجم در شرکت قابلیت ایجاد سود وجود ندارد و تا سال پنجم شرکت زیان گزارش می نماید. در جدول زیر خلاصه ای از پیش بینی حاشیه سود عملیاتی و سود قبل از بهره و مالیات طی 10 سال آینده و ارزش سود نهایی پس از ده سال (سال یازدهم) ارائه شده است.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

جدول 3. حاشیه سود عملیاتی: شرکت تارا

سال مالی	درآمدها	حاشیه سود عملیاتی	EBIT
۰	۵۳۷	-۷۹/۴۵ ٪	-۴۲۷
۱	۸۰۶	-۴۸/۰۶ ٪	-۳۸۷
۲	۱۶۱۱	-۲۷/۱۴ ٪	-۴۳۷
۳	۲۹۰۰	-۱۳/۱۸ ٪	-۳۸۲
۴	۴۶۴۰	-۳/۸۸ ٪	-۱۸۰
۵	۶۴۹۶	۲/۳۲ ٪	+۱۵۱
۶	۸۷۷۰	۶/۴۵ ٪	۵۶۶
۷	۱۱۴۰۱	۹/۲۱ ٪	۱۰۵۰
۸	۱۳۶۸۱	۱۱/۰۵ ٪	۱۵۱۱
۹	۱۵۰۴۹	۱۲/۲۷ ٪	۱۸۴۷
۱۰	۱۵۸۰۲	۱۳/۰۹ ٪	۲۰۶۸
سال نهایی (۱۱)	۱۶۵۹۲	۱۴/۷۲ ٪	۲۴۴۲

* نرخ رشد در سال نهایی حدود ۵٪ است.

در حقیقت اگر بهبود حاشیه سود عملیتی کندتر یا سریعتر از پیش بینی های ما شود بایستی ارزش برآوردی را پایین تر یا بالاتر تخمین زد.

فرض کنید که نرخ مالیات 35٪ باشد بنابراین بایستی از دو جنبه اثر مالیاتی را برآورد کنیم. اولین جنبه در طی سال های اول تا چهارم است که شرکت زیان می دهد و هیچ مالیاتی پرداخت نمی کند و از سال چهارم به بعد که قابلیت سودآوری فراهم می گردد نرخ مالیات استفاده می شود. دومین جنبه به زیان انباشته بر می گردد و ذخیره ای است که پس از ایجاد وجوه برای سال پنجم به بعد فراهم می آورد. یعنی زیان انباشته سال های قبل شرکت تارا حدود 676 میلیارد ریال است.

جدول زیر خلاصه ای از زیان عملیاتی یا سود مشمول مالیات و نرخ موثر مالیات را برای پیش بینی دوره های آتی بهمراه دارد.

www.Prozhe.com

جدول 4. زیان عملیاتی و مالیات: شرکت تارا

سال مالی	EBIT	خالص زیان عملیاتی ابتدای دوره مالی	سود مشمول مالیات	مالیات پرداختنی	نرخ مالیات
۱	-۳۸۷	۶۷۶	۰	۰	۰ ٪
۲	-۴۳۷	۱۰۶۳	۰	۰	۰ ٪
۳	-۳۸۲	۱۵۰۰	۰	۰	۰ ٪
۴	-۱۸۰	۱۸۸۳	۰	۰	۰ ٪
۵	۱۵۱	۲۰۶۳	۰	۰	۰ ٪
۶	۵۶۶	۱۹۱۲	۰	۰	۰ ٪
۷	۱۰۵۰	۱۳۴۶	۰	۰	۰ ٪
۸	۱۵۱۱	۲۹۷	۱۲۱۵	۴۲۵	۲۸/۱۳ ٪[1]
۹	۱۸۴۷	۰	۱۸۴۷	۶۴۶	۳۵ ٪
۱۰	۲۰۶۸	۰	۲۰۶۸	۷۲۴	۳۵ ٪
۱۱	۲۴۴۲	۰	۲۴۴۲	۸۵۵	۳۵ ٪

گام 4. برآورد سرمایه گذاری های جدید برای ایجاد رشد

شرکت ها برای رشد بیشتر نیز به سرمایه گذاری های جدید دارند. معمولاً مبالغ سرمایه گذاری در شرکت های نوپا نمی تواند به سرعت تبدیل به سود گردد. در حقیقت سرمایه گذاری های جدید نیاز به زمان دارند تا سود ایجاد نمایند. به زمان هایی که باعث وقفه در ایجاد سود می گردد درنگ های سرمایه گذاری گفته می شود. در شرکت های بالغ چون سابقه شرکت موجود است بنابراین راحت تر می توان میزان سرمایه گذاری های مجدد جهت رشد را برآورد نمود. نرخ رشد شرکت بستگی به ماهیت سرمایه گذاری های جدید و احتمال در تغییر سرمایه گذاری های انجام شده دارد و این امر چالش اصلی در ارزشیابی شرکت های نوپا محسوب می گردد.

رشد سود عملیاتی تابعی است از سرمایه گذاری های جدید و نرخ بازدهی که از سرمایه گذاری های جدید تحصیل می شود:

نرخ بازده سرمایه × نرخ سرمایه گذاری جدید = رشد مورد انتظار

www.Prozhe.com

در اکثر ارزشیابی ها نرخ رشد مورد انتظار را براساس معادله فوق برآورد نموده‌ایم. هنگامی که ئحاشیه سود عملیاتی شرکت منفی است و بازده حقوق صاحبان سهام نیز مثبت نیست نرخ بازدهی سرمایه را چگونه حساب کنیم؟ در مورد شرکت های نوپا ابتدا نرخ رشد فروش (یا درآمد خدمات) را برآورد می نماییم، بنابراین می توان سرمایه گذاری هایی را که می بایست به ایجاد این درآمدزایی بیانجامد تخمین زد. برای ایجاد این ارتباط می توان از نسبت فروش به سرمایه استفاده نمود. این نسبت بیان می کند که از یک ریال سرمایه گذاری مجدد چه مقدار درآمد فروش حاصل می شود:

$$\text{سرمایه گذاری مجدد مورد انتظار} = \frac{\text{تغییر مورد انتظار در درآمدها}}{\text{نسبت فروش به سرمایه}}$$

به عنوان مثال می خواهیم یک میلیارد ریال درآمد فروش را برآورد کنیم اگر نسبت فروش به سرمایه 4 باشد نیازمند 25 میلیون ریال سرمایه جدید خواهیم بود. این نرخ نیاز به تعیین نسبت فروش به سرمایه دارد و ممکن است با محدودیت های اطلاعاتی (به دلیل فقدان سوابق کافی در شرکت های نوپا) مواجه شویم. در حقیقت صنعت مورد نظر عامل بسیار کلیدی برای تخمین نسبت فروش به سرمایه است. در وضعیت ثابت نیاز به سرمایه گذاری مجدد می تواند با استفاده از نرخ رشد مورد انتظار و نرخ بازده سرمایه مورد انتظار حاصل شود:

نرخ سرمایه گذاری مجدد مورد انتظار در شرایط ثابت = رشد ثابت مورد انتظار × Roc ثابت

$$IIR = g \times RoC$$

می توان بجای استفاده از سوابق و داده های تاریخی شرکت از متوسط نرخ سرمایه گذاری مجدد در صنعت (براساس مخارج سرمایه ای و سرمایه در گردش مورد نیاز) استفاده نمود.

www.Prozhe.com

مثال (4): برآورد سرمایه گذاری مجدد مورد نیاز شرکت تارا

سوابق شرکت نشان می دهد که سرمایه گذاریهای مجدد مربوط به تحقیق و توسعه، تحصیل شرکت های دیگر و سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بوده است.

مبلغ سرمایه گذاری های جدید سهم عمده ای در اندازه شرکت دارد. برای برآورد سرمایه گذاری مجدد مورد نیاز از اطلاعات زیر استفاده شده است:

1. شرکت در سال 1380 اقدام به سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای شامل تحقیق و توسعه به مبلغ 160 میلیارد ریال و سرمایه در گردش به مبلغ 73 میلیارد ریال نموده است. درآمدهای شرکت از 34 میلیارد ریال به 537 میلیارد ریال افزایش یافته است. برهمین اساس نسبت فروش به سرمایه در طی سال مورد نظر بصورت زیر برآورد می شود:

$$\text{نسبت فروش به سرمایه} = \frac{\text{تغییر در فروش سال } 1380}{\text{تغییر در سرمایه گذاری مجدد } 1380} = \frac{(۵۳۷ - ۳۴)}{(۱۶۰ + ۷۳)} = ۲/۱۶$$

2. میانگین نسبت فروش به سرمایه صنعت خدمات الکترونیک تقریباً 22 بوده است. این نسبت برای شرکت هایی است که بالغ تر میباشند و در حوزه EDSها فعالیت نمی کنند. در شرکت های کوچکتر نسبت مورد نظر 2/21 بوده است.

ما فرض کردیم که نسبت فروش به سرمایه شرکت تارا برای پیش بینی دوره آتی حدود 2/20 باشد. برآورد فروش را که براساس جدول قبلی نشان داده شد به یاد آوردید. با استفاده از آن داده ها میتوانیم نرخ سرمایه گذاری مجدد را برآورد کنیم.

www.Prozhe.com

جدول 5. نرخ سرمایه گذاری مجدد، شرکت تارا

سال	درآمدها	تغییر در درآمدها	سرمایه گذاری مجدد	کل سرمایه	(EBIT (1-t	Roc
۰	۵۳۷	--	--	۲۷۴۴	-۴۲۷	۰
۱	۸۰۶	۲۶۹	۱۲۲	۲۸۶۶	-۳۸۷	-۱۴/۱۱ ٪
۲	۱۶۱۱	۸۰۶	۳۶۶	۳۲۳۲	-۴۳۷	-۱۵/۲۶ ٪
۳	۲۹۰۰	۱۲۸۹	۵۸۶	۳۸۱۸	-۳۸۲	-۱۱/۸۳ ٪
۴	۴۶۴۰	۱۷۴۰	۷۹۱	۴۶۰۹	-۱۸۰	-۴/۷۲ ٪
۵	۶۴۹۶	۱۸۵۶	۸۴۴	۵۴۵۲	۱۵۱	۳/۲۷ ٪
۶	۸۷۷۰	۲۲۷۴	۱۰۳۳	۶۴۸۶	۵۶۶	۱۰/۳۸ ٪
۷	۱۱۴۰۱	۲۶۳۱	۱۱۹۶	۷۶۸۲	۱۰۵۰	۱۶/۱۹ ٪
۸	۱۳۶۸۱	۲۲۸۰	۱۰۳۶	۸۷۱۸	۱۰۸۶	۱۴/۱۴ ٪
۹	۱۵۰۴۹	۱۳۶۸	۶۲۲	۹۳۴۰	۱۲۰۰	۱۳/۷۷ ٪
۱۰	۱۵۸۰۲	۷۵۲	۳۴۲	۹۶۸۲	۱۳۴۴	۱۴/۳۹ ٪

از طریق برآورد سرمایه گذاری مجدد و اضافه نمودن آن به سرمایه اولیه، کل سرمایه شرکت را برآورد نموده ایم. در ستون آخر از تقسیم سود عملیاتی قبل از بهره و مالیات برکل سرمایه برآوردی، نرخ بازدهی سرمایه (ROC) به دست آمده است. در سال دهم نرخ بازدهی سرمایه حدود 14/39٪ تخمین زده شد که پایین‌تر از متوسط نرخ بازدهی صنعت (در حدود 15٪) است. در سال یازدهم (اولین سال ثبات شرکت) فرض کردیم که بازده سرمایه شرکت تارا به سمت متوسط بازدهی صنعت نیل می کند. با فرض نرخ رشد ثابت 5٪ می توانیم نرخ سرمایه گذاری مجدد را در شرایط رشد ثابت محاسبه کنیم:

$$\text{نرخ سرمایه گذاری مجدد در شرایط رشد ثابت} = g/Roc = \%۵/\%۱۵ = \%۳۳/۳۳$$

از نرخ سرمایه گذاری مجدد برای شرایط رشد ثابت در ارزشیابی شرکت تارا استفاده کرده ایم.

نرخ سرمایه گذاری مجدد و رشد: آثار درنگ ها و وقفه ها

www.Prozhe.com

در ارزشیابی شرکت تارا فرض نمودیم که نرخ سرمایه گذاری مجدد و رشد بصورت همزمان رخ خواهد داد. در حقیقت فرض شده که افزایش در سرمایه گذاری های جدید بصورت آنی به افزایش در درآمدهای فروش می انجامد.

در دنیای واقعی این فرض با واقعیت فاصله دارد و به عنوان یک دیدگاه محافظه کارانه محسوب نمی شود. شکاف زمانی بین سرمایه گذاری های جدید و رشد بایستی با دقت بیشتری بررسی شود. در ارزشیابی شرکت تارا فرض شده که شکاف زمانی یکساله رخ می دهد و اگر سرمایه گذاری جدیدی در سال یکم انجام شود نتیجه این سرمایه گذاری در درآمدهای سال دوم نمایان می شود. شکاف زمانی برای تحقق سرمایه گذاری ها بستگی به حجم سرمایه گذاری و نوع سرمایه گذاری ها دارد. بسیاری از سرمایه گذاری ها برای عمیق تر شدن فعالیت های شرکت و به منظور تجهیز زیرساخت های عملیاتی است و برخی از سرمایه گذاری ها مربوط به تحصیل بنگاه های اقتصادی دیگر است.

گام 5. برآورد پارامترهای ریسک و نرخ تنزیل

در رویکرد استاندارد برای تخمین بتا از رگرسیون بین بازده سهام و بازده بازار استفاده می شود. شرکت های نوپا و جوان هنگامی که می خواهند به عموم عرضه شوند داده های تاریخی محدودی دارند و نمی توان از رویکردهای متداول برای برآورد ریسک آنها استفاده نمود. در فصول گذشته برای رویکردهای جایگزین تخمین بتا (به عنوان پلی که شکاف های موجود را برطرف می کند) مثال هایی را آورده بودیم. یک رویکرد ریسک براساس رویکرد صنعت برآورد می شود. اگر شرکت های قابل مقایسه ای وجود داشته باشد که طی 2 سال یا بیش تر در فهرست بورس اوراق بهادار پذیرفته شده اند پارامتر ریسک را می توان از میانگین آنها به دست آورد. اگر شرکت های قابل مقایسه ای وجود نداشت پارامترهای ریسک را می توان از ویژگی های مالی خود شرکت تخمین زد. ویژگی های مالی

www.Prozhe.com

مانند نوسان سود، اندازه شرکت، خصوصیات جریان های ورودی نقد و اهرم های مالی می توانند نمایی از ریسک را نشان دهند.

اگر شرکت نوپا بدهی داشته باشد مشکلات متعددی برای تخمین هزینه سرمایه بدهی ها خواهیم داشت. در بعضی کشورها شرکت ها را براساس بدهی رتبه بندی می کنند و ملاک تامین مالی آنها رتبه حاصل از ارزیابی انجام شده است. در چنین شرایطی است که شرکت های نوپا معمولاً در تامین مالی دچار مشکلات خاصی می شوند زیرا هنوز رتبه بندی نشده اند. معمولاً خیلی از موسسات اعتباری به دلیل آن که حاشیه سود این شرکت ها مثبت نیست به آنها وام نمی دهند. یک راه برای رتبه بندی این شرکت ها استفاده از نسبت های متداول و براساس داده های پیش بینی است.

برای شرکت های دوره بلوغ فرض می کنیم که نرخ رشد به مرور زمان در سطح ثابتی تحقق می یابد و حاشیه سود نیز خیلی نوسان نمی کند، پس اهرم های تامین مالی شرکت نیز به یک سطح نرمال و بالغ رسیده و بتای این شرکت ها نزدیک به یک خواهد بود. برای شرکت های نوپا بایستی هزینه سرمایه صاحبان سهام را براساس تغییرات سرمایه و هزینه سرمایه بدهی را براساس تغییرات اهرم برآورد نمود. می توان با در نظر گرفتن متوسط صنعت یا نسبت بدهی هدف گذاری شده برای شرکت هزینه سرمایه را تخمین زد.

اهرم عملیاتی و ریسک

یکی از دلایلی که باعث می شود بتای شرکت های نوپا و جوان را بیش تر از شرکت های نزدیک به مرحله بلوغ در حوزه تجاری مربوطه در نظر بگیریم اهرم بالای عملیاتی شرکت های بالغ است. هزینه ثابت شرکت های نوپا بالاست ولی آثار آن هنوز در برآوردهای شرکت نشان داده نشده است. اگر از روش برآورد صنعت برای بتا استفاده کنیم و معیار ما شرکت های قابل مقایسه باشد دو گزینه در مقابل داریم:

www.Prozhe.com

1. از شرکت های دارای اندازه کوچک که در بورس معامله ئمی شوند به عنوان بمنای مقایسه استفاده شود که ممکن است صرفاً درجه حساسیت آن شرکت را در بازار نشان دهد.
2. رویکرد دیگر که مقبولیت بیشتری دارد تعدیل بتای تخمینی براساس اهرم عملیاتی است. در فصول گذشته دیدید که چگونه بتا را براساس ساختار هزینه های ثابت تعدیل نمودیم معادله بتا براساس این روش به صورت زیر است:

$$\text{بتای غیراهرمی} = \text{بتای تجاری}\left[1+\frac{\text{هزینه های ثابت}}{\text{هزینه های متغیر}}\right]$$

مثال (5). تخمین پارامترهای ریسک و هزینه سرمایه: شرکت تارا

در شرکت تارا به دلیل کمبود اطلاعات نمی توان به صورت صحیح و دقیقی ریسک را برآورد نمود. رگرسیون بازده سهام در مقایسه با بازده شرکت های صنعت در سال 1379 دارای بتای 3/06 و انحراف استاندارد 2/23 است.

برای برآورد بتای جاری شرکت متوسط بتای غیراهرمی در شرکت های B2B را انتخاب کردیم (حدود تقریبی 2) همچنین متوسط بتای غیراهرمی برای شرکت های خدماتی تجاری (0/98) است. در شرکت تارا ویژگی های مالی مورد نظر را می توان مورد بررسی قرار داد و پتانسیل رشد آتی می تواند باعث موفقیت در حوزه خدمات الکترونیکی گردد. در زمان ارشیابی، بدهی های شرکت 25/1 میلیارد ریال، ارزش فعلی بدهی های آتی حدود 131/12 میلیارد ریال، قیمت سهام 828 ریال و ارزش ئکل بازار حقوق صاحبان سهام 1890 میلیارد ریال است. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام نیز 8/26٪ برآورد شده است. با این داده‌ها خواهیم داشت:

$$\text{نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام} = \left(۲۵/۱+۱۳۱/۱۲\right)\Big/۱۸۹۰ = ۸/۲۶\%$$

$$\text{بتای غیراهرمی} = \text{بتای اهرمی}\left[1+(1-t)\left(D/E\right)\right]$$

www.Prozhe.com

$$= ۲\left[۱+\left(۱-۰\right)\left(۰/۰۸۲۶\right)\right. = ۲/۱۷$$

از این بتا برای 5 سال اولیه ارزشیابی استفاده شده و چون طی 5 سال ابتدایی مالیاتی پرداخت نمی گردد نرخ مالیات صفر بوده است. اگر نرخ بازده بودن ریسک را 5/4٪ و صرف ریسک را 4٪ در نظر بگیریم بنابراین هزینه سرمایه صاحبان سهام برای 5 سال ابتدایی به دست می آید:

$$\text{هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام} = ۵/۴\% + ۲/۱۷\left(۴\%\right) = ۱۴/۰۶\%$$

برای برآورد هزینه سرمایه بدهی‌ها، متوسط سود عملیاتی برای 5 سال اولیه پیش بینی را محاسبه (به ارزش 54 میلیارد ریال) و آنرا بر هزینه های مالی جاری (شامل هزینه مالی آتی بری عملیات در دوره جاری) تقسیم کردیم:

$$\text{نسبت پوشش هزینه مالی یپیش بینی شده} = \frac{\text{EBIT میانگین}}{\text{(هزینه مالی + هزینه مالی اتی برای دوره جاری)}}$$

$$۵۴/(۲/۵+۱۴/۴۱) = ۳/۷$$

با چنین نرخی شرکت را می توان در گروه BB (رتبه بندی اوراق قرضه) قرار داد و صرف ریسک عدم توانایی پرداخت های آن 3/5٪ خواهد بود. بنابراین هزینه بدهی ها قبل از مالیات برای 5 سال آتی 8/9٪ خواهد بود. چون شرکت طی 5 سال آتی مالیاتی پرداخت نمی کند نرخ بدهی ها قبل و بعد مالیات با یکدیگر برابر است.

بعد از 5 سال هنگامی که سطح بلوغ شرکت افزایش یافت فرض می شود که ریسک شرکت تارا مشابه با شرکت های بالغ در حوزه تجارت الکترونیک شده و بتا به 1/2 تقلیل یابد (که باز هم نسبت به سایر بخش ها دارای ریسک بالایی است).

هزینه بدهی قبل از مالیات به سوی میانگین صنعت کاهش یافته و به 7٪ خواهد رسید و نسبت بدهی به سوی میانگین صنعت افزایش یافته و به 12٪ می‌رسد. جدول زیر نتایج برآورد هزینه سرمایه بدهی و صاحبان سهام و هزینه سرمایه کل را برای شرکت تارا نشان می دهد.

www.Prozhe.com

جدول 6. هزینه سرمایه: شرکت تارا

سال	بتا	هزینه سرمایه سهامداران	هزینه بدهی‌ها قبل مالیات	نرخ مالیات	هزینه بدهی‌ها بعد مالیات	نسبت بدهی	هزینه سرمایه
۱	۲/۱۷	۱۴/۰۶ ٪	۸/۹۰ ٪	۰	۸/۹۰ ٪	۷/۶۳ ٪	۱۳/۶۷ ٪
۲	۲/۱۷	۱۴/۰۶ ٪	۸/۹۰ ٪	۰	۸/۹۰ ٪	۷/۶۳ ٪	۱۳/۶۷ ٪
۳	۲/۱۷	۱۴/۰۶ ٪	۸/۹۰ ٪	۰	۸/۹۰ ٪	۷/۶۳ ٪	۱۳/۶۷ ٪
۴	۲/۱۷	۱۴/۰۶ ٪	۸/۹۰ ٪	۰	۸/۹۰ ٪	۷/۶۳ ٪	۱۳/۶۷ ٪
۵	۲/۱۷	۱۴/۰۶ ٪	۸/۹۰ ٪	۰	۸/۹۰ ٪	۷/۶۳ ٪	۱۳/۶۷ ٪
۶	۱/۹۷	۱۳/۲۹ ٪	۸/۵۲ ٪	۰	۸/۵۲ ٪	۸/۵۱ ٪	۱۲/۸۸ ٪
۷	۱/۷۸	۱۲/۵۲ ٪	۸/۴۳ ٪	۰	۸/۴۳ ٪	۸/۷۲ ٪	۱۲/۱۶ ٪
۸	۱/۵۹	۱۱/۷۴ ٪	۸/۲۷ ٪	۲۷/۹۳ ٪	۵/۹۶ ٪	۹/۰۹ ٪	۱۱/۲۲ ٪
۹	۱/۳۹	۱۰/۹۷ ٪	۷/۹۵ ٪	۳۵ ٪	۵/۱۷ ٪	۹/۸۲ ٪	۱۰/۴۰ ٪
۱۰	۱/۲۰	۱۰/۲۰ ٪	۷ ٪	۳۵ ٪	۴/۵۵٪	۱۲ ٪	۹/۵۲ ٪

در ارقام فوق می بینید که عامل بتا از 2/17 طی 5 سال بصورت خطی به 1/2 در سال دهم کاهش یافته و هزینه سرمایه بدهی از 8/90٪ در طی 5 سال اول به 4/55٪ در سال دهم رسیده، در نتیجه هزینه کل سرمایه در سال دهم به 9/52٪ تنزل یافته است.

گام 6. برآورد ارزش شرکت

پس از براورد داده هایی چون سود، نرخ سرمایه گذاری مجدد و پارامترهای ریسک می توان با روش های متداول ارزشیابی ارزش شرکت را برآورد نمود. گاهی جریان های نقدی در سال های اولیه منفی می شود اما با بهبود حاشیه سود جریان های نقدی مثبت خواهد شد. در این گونه موارد بیشترین سهم تعیین ارزش، برآورد ارزش دوره پایانی است در نتیجه مفروضات ما درباره نرخ رشد در طی دوره ثبات از اهمیت بیشتری برخوردار است.

www.Prozhe.com

برای به دست آوردن ارزش دارایی های عملیاتی شرکت به دو عامل اساسی نیاز داریم. یک عامل به احتمال بقا یا عدم بقای شرکت مربوط می شود و به فرض تداوم عملیات وابسته است. عامل دیگر به ارزش دارایی های غیرعملیاتی در تعیین ارزش بستگی دارد.

بقاء

هنگام ارزشیابی شرکت براساس روش تنزیل جریان های نقدی، فرض می کنیم که تداوم عملیات و استمرار باعث ایجاد جریان های نقدی می شود. این فرض می تواند نحوه ارزشیابی شرکت های نوپا را تحت تاثیر قرار دهد زیرا بسیاری از شرکت های نوپا در سال های ابتدایی حیات به دلایل گوناگون منحل شده اند. اگر چنین احتمالی را نادیده بگیریم و براساس بهترین شرایط و برپایه گسترش بیشتر و سودآوری مناسب تر، شرایط را ارزشیابی نماییم به ارزش بالاتری از حد معقول دست خواهیم یافت. در چنین شرایطی می توان دو گزینه را برای بهبود ارزشیابی انتخاب نمود:

1. می توان نرخ رشد مورد انتظار و سود قابل دستیابی را در شرایط نامطلوب حدس زد. بنابراین، نرخ رشد مورد استفاده برای تعیین درآمد می تواند در دو سناریوی خوش بینانه و بدبینانه به دست آید. برای شرکت های نوپا امکان ساده کردن پیچیدگی های ارزشیابی دشوار است ولی آینده را باید براساس آینده پیش بینی کرد.
2. در ارزشیابی براساس مدل های تنزیل جریان های نقدی می توان فرض تداوم عملیات را با درجه ای از عدم احتمال تداوم عملیات محاسبه نمود. براساس روش های آماری (مثل آزمون درستی و مونت کارلو) می توان احتمالعدم تداوم عملیات را محاسبه نمود. برآورد احتمال بقا در شرایط تداوم عملیات و در نتیجه تعیین ارزش از معادله زیر حاصل می شود:

ارزش فعلی جریان های نقدی × (احتمال بقا با فرض تداوم عملیات)= ارزش شرکت

(ارزش انحلال یا ارزش در شرایط بحران) × (احتمال بقا − 1) +

www.Prozhe.com

ارزش دارایی های غیرعملیاتی

برای ارزشیابی بسیاری از شرکت ها می توان وجوه نقد، شبه نقد و دارایی های سریع المعامله را براساس ارزش سایر شرکت ها برآورد نمود. معمولاً ارزش دارایی ها براساس آخرین صورت های مالی برآورد می شود. ترازنامه آخرین سال مالی ارقام دارایی ها قابل تبدیل به نقد را براساس ماهیت جاری و غیرجاری نشان می دهد. این ارقام در ماههای آخر سال و ابتدای سال با یکدیگر تفاوت دارند، بنابراین استفاده از ترازنامه برای ارزشیابی دارایی ها تا حدودی پیچیده است.

مثال (6). برآورد ارزش شرکت: شرکت تارا

پس از به دست آوردن جریان های نقدی و نرخ تنزیل مناسب می توان ارزش کل شرکت را برآورد نمود. هنگام برآوردها، ارزش زیان های عملیاتی اتی و مزیت های حاصل از کاهش نرخ مالیات را در سال ها اولیه محاسبه کردیم و سپس ارزش جریان های نقدی آتی را برآورد نمودیم. جدول زیر خلاصه ای جریان های نقدی، سرمایه گذ اری مجدد مورد نیاز و ارزش فعلی جریان های آزاد نقدی را طی 10 سال آینده نشان داده است.

جدول 7. ارزش فعلی جریان نقد آزاد: شرکت تارا

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

سال	EBit (۱-t)	سرمایه گذاری مجدد	FCFF	هزینه سرمایه	هزینه سرمایه تجمعی	ارزش فعلی
۱	-۳۸۸	۱۲۲	-۵۱۰	٪۱۳/۶۷	۱/۱۳۶۷	-۴۴۹
۲	-۴۳۸	۳۶۶	-۸۰۵	٪۱۳/۶۷	۱/۲۹۲۰	-۶۲۳
۳	-۳۸۴	۵۸۶	۹۷۰	٪۱۳/۶۷	۱/۴۶۸۶	-۶۶۰
۴	-۱۸۲	۷۹۱	۹۷۳	٪۱۳/۶۷	۱/۶۶۹۳	-۵۸۳
۵	۱۴۹	۸۴۴	-۶۹۴	٪۱۳/۶۷	۱/۸۹۷۵	-۳۶۶
۶	۵۶۵	۱۰۳۳	-۴۶۹	٪۱۲/۸۸	۲/۱۴۱۹	-۲۱۹
۷	۱۰۴۹	۱۱۹۶	-۱۴۷	٪۱۲/۱۶	۲/۴۰۲۴	-۶۱
۸	۱۰۸۹	۱۰۳۶	۵۲	٪۱۱/۲۲	۲/۶۷۱۹	۱۹
۹	۱۲۰۰	۶۲۲	۵۷۸	٪۱۰/۴۰	۲/۹۴۹۸	۱۹۶
۱۰	۱۳۴۴	۳۴۲	۱۰۰۲	٪۱۰/۵۲	۳/۲۳۰۷	۳۱۰
مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقدی طی دوره رشد فوق‌العاده = -۲۴۳۵						

در این جدول مجموع ارزش فعلی جریان های نقدی طی دوره رشد فوق العاده محاسبه شده است، اما ارزش جریان های نقدی برای دوره رشد ثابت (دوره استمرار عملیات) محاسبه نشده است. برای تعیین ارزش مستمر پس از 10 سال، ابتدا جریان نقد آزاد سال یازدهم به دست می آید.

جریان‌های نقد آزاد شرکت =EBIT (1-t) (1- نرخ سرمایه گذاری مجدد در طی دوره ثبات)

$= 2442\ (1-0/35)\ (1-0/33) = 1058$

با استفاده از نرخ رشد ثابت 5٪ و نرخ سرمایه گذاری مجدد 33٪ ارزش نهایی را می توان به صورت زیر برآورد نمود:

ارزش مستمر $=FCF_{11}$ /(نرخ رشد ثابت – هزینه سرمایه ثابت)

$$= \frac{۱۰۵۸}{(\%۹۵۶ - \%۵)} = ۲۳۴۰۴$$

ارزش دارایی های عملیاتی شرکت نیز براساس معادله زیر برآورد می گردد:

ارزش دارایی های عملیاتی= ارزش فعلی جریان های نقدی طی دوره رشد فوق العاده + ارزش مستمر

www.Prozhe.com

$$= -۲۴۳۵ + \frac{۲۳۴۰۴}{۳ / ۲۲۷۹} = ۴۸۰$$

سایر دارایی های غیرعملیاتی مانند نقد، دارایی های سریع المعمله و سایر سرمایه گذاری ها را بایستی به دارایی های عملیاتی اضافه نمود:

سایر سرمایه گذاری ها+ نقد دارایی های سریع المعامله + ارزش دارایی های عملیاتی = ارزش کل شرکت

$$= ۴۸۰۹ + ۲۴۹ + ۳۸ = ۵۰۹۷$$

این روش براساس فرض تداوم عملیات در سال های آتی می باشد اما باید احتمال عدم بقا و ناتوانی در تداوم عملیات شرکت تارا را چقدر در نظر بگیریم تا ارزش به دست آمده از اطمینان بیشتری برخوردار باشد؟

فرض کنید براساس بودجه نقدی، این شرکت می تواند فقط در حدود 6 ماه نیازهای نقدی عملیاتی را پوشش دهد و اگر احتمال ناموفق بودن پوشش نیازهای عملیاتی افزایش پیدا کند، امکان تداوم عملیات کاهش می یابد. همچنین انتظار می رود که 6 سال بعد شرکت زیان مورد انتظاری را تحمل نماید.

خبر مثبت شرکت این است که از اهرم بالایی استفاده نکرده و نیاز زیادی به نقدینگی نداشته و شتاب برای بازپرداخت بدهی ها ندارد. فرض کنید که با چنین اطلاعاتی احتمال بی ثباتی شرکت حدود 25٪ باشد و ارزش فروش شرکت در شرایط بحرانی حدود 50٪ ارزش دفتری دارایی ها (مبلغ 2744 میلیارد) باشد. ارزش شرکت را می توان براساس معادله زیر برآورد نمود:

احتمال تداوم عملیات × ارزش با فرض تداوم عملیات = ارزش شرکت تارا

احتمال عدم تداوم عملیات × ارزش تصفیه در شرایط بحران +

$$= ۵۰۹۷ \times ۰ / ۷۵ + \left(۲۷۴۴ \times ۰ / ۵\right) \times ۰ / ۲۵$$

$$= ۴۱۶۶$$

www.Prozhe.com

گام 7. برآورد ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش هر سهم

برای به دست آوردن ارزش حقوق صاحبان سهام از طریق ارزش کل شرکت، کلیه ارزشی را که متعلق به ذی نفعان شرکت بجز سهامداران است از ارزش شرکت کسر می کنیم. در شرکت های بالغ، اقلام ذی نفعان شرکت شامل بدهی به بانک ها و اوراق قرضه منتشر شده به عموم است. در شرکت های نوپا و جوان ممکن است سهام ممتاز که دارای امتیاز متفاوتی با سهام عادی است وجود داشته که بایستی از ارزش شرکت کسر، تا ارزش حقوق صاحبان سهام عادی به دست آید.

برای به دست آوردن ارزش حقوق صاحبان سهام عادی می بایست حق السهم سهام دارای اختیار معامله نیز کسر شود.

مثال (7): برآورد ارزش شرکت تارا

ارزش برآوردی	5097
بدهی ها	25/1
ارزش فعلی تعهدات آتی	131

بدهی ها – ارزش شرکت = ارزش حقوق صاحبان سهام

$$= ۵۰۹۷ - (۲۵ + ۱۳۱) = ۴۴۹۱$$

در سال 1380 شرکت برای 45911 میلیون سهم با متوسط عمر 8/92 سال و نرخ توافق 35/29، اختیار معامله صادر کرد. با استفاده از مدل بلاک و شولز ارزش اختیار معامله در 1381 به 8/28 رسید. فرض کنید کل ارزش اختیار معاملات 349 میلیارد ریال باشد.

ارزش شرکت	4941
– ارزش حقوق صاحبان سهام دارای اختیار معامله	$۲۲۷ = ۳۴ \times (۱ - ۰/۳۵)$
ارزش حقوق صاحبان سهام عادی	4714

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

تعداد سهام (میلیون سهم)	228/320/000

سهام شناور آزاد و سهام غیرشناور

سهام بسیاری از شرکت ها در اختیار گروهی از سهامداران است که به هیچ وجه در فکر معاملات سهام خود در بازار سهام نیستند. عدم انجام معامله چنین سهام هایی به اهداف و استراتژی سهامداران بر می گیرد. بسیاری از سهامداران عمده ماهیت فعالیت شان به صورت هلدینگ است و خواهان اداره شرکت در بلند مدت هستند و اساساً قصد یا منظوری برای انجام معامله سهام خود ندارند. با توجه به نوع شناور بودن سهام چنین استنباط می گردد که بسیاری از سهام شرکت ها قابلیت نقد شوندگی ندارند. سهام شناور را می توان پس از کسر سهام تحت تملک مالک عمده (سهامدار درونی) برآورد نمود. فرض کنید ارزش سهام شرکتی نوپا با قیمت 1905 ریال به ازای هر سهم برآورد می شود. اگر این سهم در بازار به مبلغ 1700 ریال معامله شود می توانیم بگوییم زیر ارزش است. اما اگر این سهام در بازار معامله نشود آیا می توان گفت که در کدام نقطه ارزشی قرار دارد؟ واضح است که سرمایه گذاران دارای افق زمانی بلندمدت در تلاش یافتن سهامی جذاب برای خرید هستند اما زیر ارزش و بالای ارزش بودن سهام به ماهیت معاملاتی آن نیز بر می گردد.

محرک های ارزش

کدام عوامل کلیدی در شرکت های نوپا و دارای رشد فوق العاده که زیان دارند عوامل تعیین کننده ارزش محسوب می شوند؟ در عمل بیشترین تاثیر را می توان در داده های مربوط به برآورد حاشیه سود مستمر و نرخ رشد درآمدها دانست.

دستیابی در افق زمانی طولانی به حاشیه سود قابل استمرار و اقدام به سرمایه گذاری های مجدد مورد نیاز باعث رشدی ثابت برای درآمدهای شرکت می گردد که تاثیر عمده ای بر تعیین ارزش شرکت دارد.

www.Prozhe.com

در عمل سهم عمده ای از ارزش براوردی از طریق ارزش مستمر به دست می آید. یکی از راه هایی که وابستگی ارزش را به ارزش مستمر تبیین می کند فرض مهم درباره رشد مستمر است. این فرض نشان می دهد که ارزش آفرینی از دارایی های موجود و دارایی های تحصیل شده در آینده حاصل می شود و ارزش شرکت از مجموع ارزش دو دارایی زیر به دست خواهد آمد:

ارزش بالقوه رشد + ارزش دارایی های موجود = ارزش شرکت

ارزش شرکت هایی که نوپا هستند و زیان می دهند اغلب بستگی به نوع دوم دارایی ها دارد و ویژگی های این دارایی هاست که عامل تعیین کننده ای در ارزشیابی محسوب می شود بنابراین نباید در ارزشیابی این شرکت ها براساس محاسبه توانایی های بالقوه رشد آتی تعجب کرد.

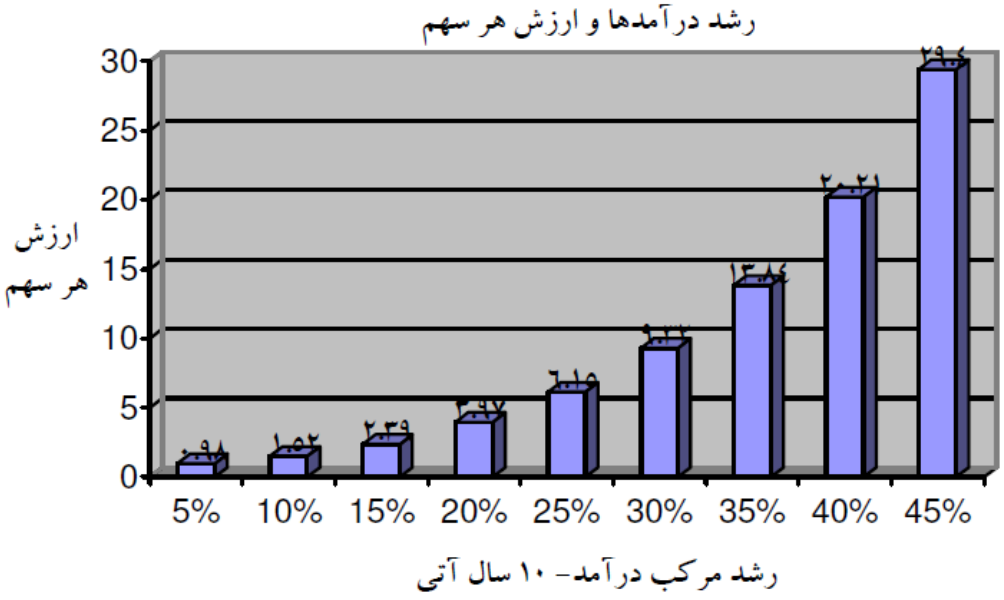
مثال (8): محرکه های ارزش؛ برای شرکت تارا

در اینجا دو محرک ارزش را که در ارزشیابی شرکت تارا تاثیر مهمی دارد بررسی می کنیم.

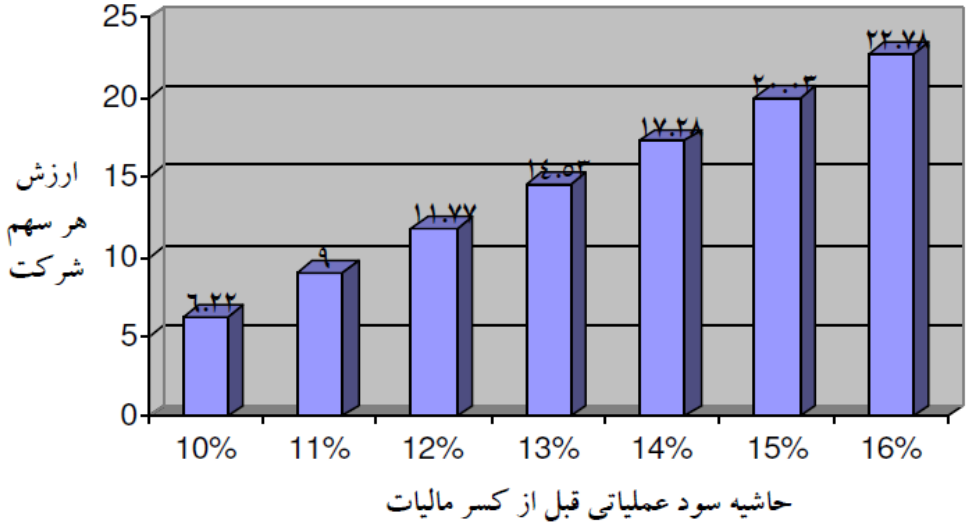
نخستین محرک، نرخ رشد مورد انتظار درآمد است. ما فرض کردیم که تقریباً طی 10 سال آتی نرخ رشد درآمدها حدود 40٪ خواهد بود. اگر نرخ رشد درآمدها بالا باشد، ارزش هر سهم شرکت بیشتر می شود. این نتایج در نمودار (1) ارائه شده است. در نرخ مرکب 50٪ ارزش هر سهم بیشتر است اما درآمد در سال دهم 30 میلیارد می شود. با ین فرض که در عرض 10 سال در آمد به 15/8 میلیارد می رسد.

محرک دوم ارزش، حاشیه سود عملیاتی مستمر است. هنگامی که فرض شد حاشیه شود شرکت گرایش به متوسط صنعت دارد (14/72٪) ارزش هر سهم تقریباً 20 برآورد گردید. هنگامی که حاشیه سود عملیاتی بجای 14/72٪ به 16٪ افزایش یافت ارزش هر سهم تقریباً 24 براورد گردید. وقتی حاشیه سود عملیاتی را پایین تر از میانگین صنعت (در حدود 10٪) در نظر بگیریم ارزش هر سهم شرکت به 7 تنزل می یابد.

www.Prozhe.com



نمودار 2. رشد درآمدها و ارزش هر سهم



نمودار 3. ارزش هر سهم شرکت و حاشیه سود عملیاتی مستمر

یکی از عوامل نگران کننده در ارزشیابی توجیه ارزش هر سهم تحت شرایط ثابتی است که فرضیات براساس آن شکل گرفته است. به عنوان مثال، فرض آنکه هم زمان نرخ رشد درآمد و حاشیه سود کم شود ارزش را به شدت پایین می آورد. بسیاری از سرمایه گذاران و تحلیل گران با این پرسش دست و پنجه نرم می کنند که آیا اطمینان کافی نسبت به شرایط خوش بینانه وجود دارد یا در واقعیت چنین مفروضاتی رخ نخواهد داد.

www.Prozhe.com

اخلال و آلایش در برآورد

در چارچوب ارزشیابی شرکت های نوپا و تازه تاسیس مفروضاتی را در نظر گرفتیم.

واقعیت این است که ارزشیابی شرکت های دارای زیان، رشد فوق العاده و اطلاعات محدود، همواره با اخلال و خطا همراه است. یکی از راه هایی که اخلال در برآورد را به درستی نشان می دهد طیف ارزشیابی است یعنی ارزش شرکت در یک سرطیف بسیار بالا و در سر دیگ طیف بسیار کم است. این فاصله زیاد در برآورد ارزش معمولاً باعث می شود تا تحلیل گران به شکل منتقدانه ای بدان نگاه کنند و برآوردها را به دلیل استفاده از مفروضات ساده نقد کرده و به ارقام مدل های ارزشیابی اتکاء نکنند. ما نگاهی متفاوت با این گونه تحلیل گران داریم. اخلال در ارزشیابی از کیفیت مدل ارزشیابی منعکس نمی شود بلکه واقعیت براساس عدم اطمینان آتی و چشم انداز نامشخص در شرکت منحرف می شود. این عدم اطمینان مربوط به چرخه حیات شرکت است و هنگام ارزشیابی شرکت های نوپا و تازه تاسیس بایستی با این بی اطمینانی دست و پنجه نرم کرد و با استفاده از داده های گوناگون به برآورد بهتری دست یافت. بسیاری از تحلیل گران به دلیل پتانسیل خطا در مدل های ارزشیابی در استفاده از آنها اکراه دارند و حتی به مدل های ارزشیابی بی اعتقادند و تنها با استفاده از نسبت های مقایسه ای مبادرت به ارزشیابی می کنند. باید در ارزشیابی به دو نکته اساسی توجه شود. اول آنکه، هنگامی که در ارزشیابی ارقامی را به دست آوردیم که با ارقام متداول در بازار بسیار فاصله دارد، باید به این پرسش پاسخ داد که چرا ارزش بازار شرکت آنقدر متفاوت است؟ دوم آنکه، ارزشیابی مستقل یک شرکت از میان شرکت های مختلف بااخلال همراه می شود، اما سبد سهام ایجاد شده براساس کل ارزشیابی ها می تواند با دقت بیشتری برآورد شود. به عنوان مثال سرمایه گذاری که 40 سهم را که براساس مدل ارزشیابی زیر ارزش بوده اند خریداری کرده با این که ممکن است با سطح اخلال معناداری مواجه باشد اما میانگین این خطا خیلی بالا نیست و بازده نهایی سبد سهام می تواند انعکاسی از مهارت های

www.Prozhe.com

ارزشیابی (یا عدم مهارت) تلقی گردد. با افزایش تعداد سهم در سبد سهام اخلال در ارزشیابی کم می شود.

کاربرد ارزشیابی برای سرمایه گذاران

از رویکردهای ارزشیابی اطلاعات مفیدی حاصل می گردد که برای سرمایه گذاران می تواند تجاربی از شرکت های نوپا و تازه تاسیس به همراه داشته باشد.

بجای استفاده از ارقام فصل به فصل یا سال به سال در سودآوری بیشتر باید برحاشیه سود مستمر تمرکز نمود و عامل پایداری و بقا در این شرکت ها را مورد بررسی قرار داد.

با درک حاشیه سود عملیاتی شرکت های نوپا می توان به سلامت مالی شرکت ها در آینده پی برد و میزان موفقیت در سرمایه گذاری ها را ارزشیابی نمود. نگاهی عمیق به چرخه بلندمدت شرکت های نوپا با تاکید بر عامل بقا و دستیابی به سلامت مالی و رشد مطلوب تاثیر بهتری در برآوردهای ارزشیابی دارد.

ارقام سود خالص دوره ممکن است گمراه کننده باشد، به خصوص هنگامی که هزینه سرمایه گذاری های جدید باعث کاهش سودآوری شود. در این شرکت ها توان بالقوه رشد آتی وجود دارد و ارقام سود ضعیف ممکن است بهبود چشم گیری داشته باشد. هنگامی که هزینه های جاری در سطح درآمدهای کنونی کاهش یابد (به دلیل صرفه جویی مقیاس اقتصادی یا قدرت قیمت گذاری بیشتر) می تواند به عنوان علامت مثبت برای شرکت تلقی شود. اگر سودآوری به دلایلی چون کاهش یا حذف سرمایه گذاری های جدید و در نتیجه کاهش هزینه ها زیادش ود (مثلاً هزینه های توسعه شرکت کاهش یابد) اثر نهایی برارزش به دلیل کاهش رشد آتی نیز منفی است.

متنوع سازی. قواعد سنتی در ارزشیابی شرکت ها بسیار خطرناک است، زیرا سهم عهده ای از ارزش شرکت های نوپا و تازه تاسیس با عدم اطمینان همراه است. برای جلوگیری از اخلال و آلایش در

www.Prozhe.com

ارزش بهتر است متنوع سازی بیشتری در صنایع مختلف انجام داد. به عنوان مثال هنگام متنوع سازی اغلب افراد گرایش دارند تا حدود 20 سهم را که بلوغ بیشتری دارند در سبد خود نگهداری کنند، اکثر این شرکت ها اندازه بزرگی نیز دارند. بهتر است به ارقام ارزشیابی شرکت های تازه تاسیس و نوپا با نگاهی انتقادی و عقلایی توجه شود و از این شرکت ها نیز در سد سرمایه گذاری استفاده شود. حتماً به شرایط ورود و خروج از صنعت توجه کنید مزیت های رقابتی را در نظر بگیرد. این مزیت هاست که سهم عمده ای در ارزش شرکت دارد.

نگرش منصفانه. بسیاری از سرمایه گذاران به دلیل محدودیت های اطلاعاتی، عدم اطمینان نسبت به آینده و نامشخص بودن شرایط رشد و حفظ حاشیه سود به ارقام ارزشیابی تردید دارند. هر قدر ابهام کمتر شود اطمینان نسبت به اعداد بیشتر می گردد. اما در ارزشیابی باید به مفروضات توجه کرد و در برآوردها نگرشی منصفانه داشت. اگر بخواهیم به دلیل ابهام نسبت به آینده فرایند ارزشیابی و مفروضات آن را رد کنیم ناعادلانه ترین راه را برای تصمیم گیری انتخاب کرده ایم.

کاربرد برای مدیران

اگر توان رشد آتی شرکت با عدم اطمینان همراه است، مدیران با این نااطمینانی ها چه می کنند؟ همواره در یک فرایند سرمایه گذاری از عدم اطمینان به اطمینان می رسیم. مدیران منطقی بجای استفاده از ارقام مبتنی بر قضاوتهای شهودی و سرانگشتی باید عدم اطمینان را ارزشیابی کنند. برآورد جریان های ورود و خروج نقد از شرکت همواره با سطحی از عدم اطمینان همراه است، ما بایستی در ارزشیابی به برخی از مفروضات اطمینان نمود، بنابراین در ارزشیابی باید از عدم اطمینان به اطمینان برسیم. معمولاً برآوردها بهتر از قضاوت های ذهنی است.

بازی انتظارات

www.Prozhe.com

بخش عمده ارزش شرکت های نوپا از طریق افزایش رشد آتی به دست می آید، بنابراین انتظارات در تعیین ارزش نقش مهمی دارد و واکنش های بازار به اطلاعات از حساسیت بالایی برخوردار است. در حقیقت بازی انتظارات نقش زیادی در تبیین تغییرات قیمت سهام داشته و اطلاعات جدید ممکن است انتظارات بیشتری را فراهم نماید. (حتی ممکن است که اخبار سودآوری مناسب موجب کاهش قیمت ها گردد. چرا؟)

انتظارات، اطلاعات و ارزش

انتظارات چگونه شکل می گیرند؟ سوابق گذشته شرکت و صنعت مبنای مهمی در برآوردهاست که اطلاعات آنها باعث تغییر در ارزش شرکت می گردد.

در واقع اطلاعات نیز می تواند موجب اخلال در انتظارات گردد که در نتیجه شکل گیری انتظارات باعث تغییر در ارزشیابی می شود. به عنوان مثال اگر انتظار داشته باشیم که صنعتی با رشد 15 درصد در سال رشد نماید، هنگامی که اطلاعات جدیدی در بازار منتشر می شود و احتمال دستیابی به رشد بیشتری انتظار رود، این انتظارات باعث می شود که مفروضات ارزشیابی تغییر کند و ارزش ها نیز بیشتر شود. ممکن است اطلاعات نامناسب به انتظارات نامناسب منجر شود بنابراین ارزش ها نیز ارزش هایی نامتعارف خواهند بود. رابطه بین اطلاعات، انتظارات و ارزش نسبت به یکدیگر بسیار حساس است و باید توجه زیادی در شکل گیری انتظارات داشته باشیم.

www.Prozhe.com

ارزشیابی شرکت های زیان ده

بیشتر ارزشیابی های صورت گرفته در این کتاب بر شرکت های سودآور متمرکز بوده است. در این فصل به بررسی نحوه ارزشیابی شرکت های زیان ده یا شرکتت هایی پرداخته می شود که سود بسیار ناچیز و غیرعادی دارند این گروه از شرکت ها را شرکت های مساله دار می نامند. ابتدا عواملی که سود شرکت ها را کاهش می دهد (یا زیان بوجود می آید) را مطرح می کنیم. سپس روش های ارزشیابی با استفاده از هموار سازی سود (و زیان) را با تبیین منطق ارزشیابی ارائه می کنیم.

شرکت هایی که دچار مشکلات موقت هستند ممکن است از حادثه خاصی آسیب دیده باشند یا این که محصولات آنها در بازار فروش نرود. اینگونه شرکت ها بخش عمده ای از سود خود را به دلیل مشکلات موقتی از دست داده اند بنابراین لازم است تعدیلاتی بابت این گونه موارد انجام دهیم.

برخی از شرکت هایی که دارای نوسان فصلی هستند یا به دلیل چرخه های اقتصادی از جمله رکودهای موقت دچار افت سودآوری می شوند بخش عمده سودشان نرمال نمی باشد و نوسانات فصلی یا تغییر در چرخه اقتصادی می تواند منجر به نوسان سود آنها شده و از حالت عادی خارج شوند. پس با نرمال نمودن این گونه سودها می توان مبادرت به ارزشیابی آنها نمود. شرکت هایی نیز وجود دارند که دچار مشکلات استراتژیک بلند مدت یا بگونه ای شفاف تر دچار مشکلات عملیاتی مثل ناکار آمدی برخی از دارایی ها، ناتوانی نیروی کار موجود یا سرمایه گذاری های زیان ده در گذشته می باشند. فرآیند ارزشیابی این شرکت ها به مراتب مشکل تر از شرکت های دارای مشکلات موقت است زیرا می بایست مفروضاتی را طرح نمود تا این شرکت ها قادر باشند از مشکلات موجود رهایی یافته و ساختارشان تغییر کند.

www.Prozhe.com

برخی از شرکت ها دارای زیان هنگفتی هستند که ناشی از تدابیر نامناسب در نحوه تامین مالی (مثلاً استفاده از اهرم بالا) بوده و با ریسک ناتوانی در بازپرداخت بدهی ها مواجه اند. این فصل چنین شرکت هایی را موشکافی می کند و فرایند ارزشیابی را بصورت کاربردی ارائه می دهد.

پیامدها و دلایل زیان آوری شرکت ها

ارزشیابی شرکت هایی که زیان ده بوده یا سود عادی ناچیزی کسب می نمایند به مراتب پیچیده‌تر و مشکل تر از شرکت های سودآور است. در این بخش علل ایجاد مشکلات و نحوه تحلیل زیان آنها ارائه می شود.

پیامدهای زیان یا سودهای نازل غیرمتعارف

برخی از شرکت ها به دلیل مشکلات موجود بخش عمده ای از سود خود را از دست می دهند. اگر مشکلات موجود را بصورت منطقی شناسایی نکنیم نه تنها بسیاری از اندازه گیری ها با دقت مورد نیاز صورت نمی گیرد بلکه در نحوه اندازه گیری نیز با مشکلات زیر مواجه می شویم:

1- نرخ رشد مورد انتظار را نمی توانیم برآورد نماییم، یا نمی توانیم به درستی در ارزشیابی بکار گیریم. یکی از مشکلاتی که باعث سردرگمی در شناخت مسایل شرکت می شود این است که نتوانیم تخمین مناسبی از نرخ رشد مورد انتظار شرکت درباره پیش بینی سودآوری از طریق سودهای جاری داشته باشیم. هنگامی که شرکت سودآور نیست استفاده از نرخ رشد موجب منفی تر شدن ارزشیابی شرکت می گردد در واقع برآورد رشد سود خالص شرکت برای بلند مدت مشکل آفرین می شود و استفاده از رشد تاریخی یا پیش بینی آینده مفهومی نخواهد داشت. تخمین رشد مورد انتظار هنگامی که زیان وجود دارد بسیار مشکل است و از نظر مفهومی کمتر می توان چنین نرخ رشدی را برآورد یا پیش بینی نمود . به عنوان مثال شرکتی که در سال گذشته 200 میلیون ریال زیان متحمل شده و در سال جاری نیز زیانی به

www.Prozhe.com

مبلغ 100 میلیون ریال دارد نگرش سنتی در ارزشیابی این است که نرخ رشد را از طریق زیر محاسبه نماییم:

1- (سود سال گذشته / سود سال جاری) = نرخ رشد سود

$$=\left(-۱۰۰/-۲۰۰\right)-۱=\%۵۰$$

واضح است که شرکت زیان خود را از 200 میلیون به 100 میلیون ریال کاهش داده لیکن استفاده از فرمول فوق موجب گمراهی در تخمین رشد شده و تحلیل گر را با مشکل مواجه می نماید.

یکی دیگر از طرقی که می توان از طریق آن نرخ رشد را برآورد نمود استفاده از نرخ رشد میانگین 5 سال است که این نرخ نیز به دلیل غیرعادی بودن سود گذشته درست نمی باشد.

راه دیگری برای برآورد نرخ رشد استفاده از تحلیل بنیادی برآورد تولید، فروش و نهایتاً سود است. این برآوردها را باید از طریق تخمین نرخ بازده سرمایه گذاری های موجود یا جدید بدست آورد که نهایتاً آثار عملیات شرکت در سود خالص بدست آید. هنگامی که شرکت زیان دارد امکان این تخمین ها مشکل خواهد بود.

2- محاسبه مالیات برای پیش بینی سود عملیاتی مشکل خواهد شد. یکی از روشهایی که برای پیش بینی نرخ مالیات بکار می رود استفاده نرخ موثر مالیاتی بر سود عملیاتی قبل و پس از کسر هزینه های مالی است. به عنوان مثال نرخ موثر مالیات را می توان از فرمول زیر بدست آورد.

(نرخ موثر مالیات – 1) سود عملیاتی قبل مالیات= سود عملیاتی پس از کسر مالیات

در این معادله فرض می شود که از سود ایجاد شده، بدهی های مالیاتی در طی همین دوره اخذ می گردد، در حالیکه عملاً اینطور نیست و بدهی مالیاتی در دوره های آتی پرداخت خواهد شد. در حالیکه شرکت های زیان آور معمولاً مشمول مالیات نبوده یا فقط برخی از محصولات یا سرمایه

www.Prozhe.com

گذاری های آنها مشمول نظام مالیاتی است بنابراین هنگام ارزشیابی ممکن است نحوه محاسبه نرخ مالیات آینده از طریق سود یا زیان های موجود دشوار گردد.

3- فرض تداوم فعالیت این گونه شرکت ها ممکن است زیر سوال باشد. مشکل اساسی درباره ارزشیابی این شرکت ها فرض تداوم فعالیت با توجه به زیانهای موجود است زیرا امکان دارد که ادامه زیان ها منجر به ورشکستگی گردد یا آنقدر مبالغ زیان هنگفت شود که شرکت قادر به ادامه عملیات نباشد بنابراین باید برخی از این شرکت ها را با عمر محدودی در نظر گرفته و ارزش دائمی را محاسبه نکنیم. این مشکلات ممکن است مشهود نباشد اما در اکثر شرکت های زیان ده یا غیرعادی وجود دارد و سود (زیان) جاری بسیاری از این شرکت ها در آینده بسیار شکننده خواهد بود.

دلایل زیان دهی شرکت ها

دلایل زیادی وجود دارد که شرکت ها با زیان مواجه می شوند دلایل اصلی آن به مشکلات موقتی یا مشکلات بلندمدت تقسیم می شود.

مشکلات موقتی

بسیاری از مشکلات موقت می تواند شرکت ها را در کوتاه مدت (یا میان مدت) با مشکل مواجه کند. بعضی از مشکلات موقت ناشی از کشش پایین بازار برای خرید محصولات شرکتی است که به تنهایی اقدام به تولید می نماید و در برخی مقاطع به دلیل عدم وجود بازار مناسب برای این نوع محصولات است. در برخی موارد ورود رقبای زیاد به صنعت می تواند مشکلاتی را در کوتاه مدت بوجود آورد. مثلاً در بازار تولید نوشابه ممکن است که شرکت زمزم در یک دوره زمانی کوتاه با حجم زیادی از رقبا مواجه شود و فعالیت های فروش محصولات (مثلاً نحوه قیمت گذاری) را تحت تاثیر قرار گیرد اما در بلند مدت بسیاری از رقبای کوچک یا توان ادامه تولید ندارند یا کانال های توزیع مناسب برای

www.Prozhe.com

محصولاتشان وجود ندارد یا با مشکلاتی در منابع انسانی مواجه می شوند. مثلاً در یک شرکت خدمات نرم افزای فوت یک نیروی متخصص نرم افزار می تواند شرکت را تحت تاثیر قرار دهد و در یک دوره کوتاه مدت حتی منجر به زیان برای شرکت (با در نظر گرفتن اندازه آن) گردد. برخی از شرکت ها در یک دوره اقتصادی با مشکلات موقتی روبرو خواهند شد. به عنوان مثال هنگامی که بازار ساختمان راکد است یا مثلاً قیمت محصولاتی چون سیمان به دلیل تقاضای منطقه ای افزایش می یابد ممکن است شرکت انبوه ساز را با مشکلات نقدی مواجه نماید. در هنگام رکود مسکن انبوه سازان با مشکل نقدینگی روبرو می شوند اما هنگامی که بازار مسکن رونق یابد نقدینگی بیشتر می شود و شرکت های انبوه ساز از این وضعیت خارج می شوند. در این مسایل چنین برداشت می شود که در کوتاه مدت مسایل و مشکلات برطرف شده و فعالیت شرکت متعادل خواهد گردید، بنابراین برآورد سودآتی و استفاده از تخمین آن در آینده امکان پذیر می گردد.

مشکلات بلند مدت

بعضی اوقات مشکلات شرکت آنقدر پایدار و بلندمدت است که نمی توان پیش بینی نمود که شرکت بتواند از این مشکلات عبور نماید. نتایج عملکرد سرمایه گذاری های بدون بازده، گزینه های استراتژیک غلط، ناکارآمدی عملیاتی و عدم بکارگیری درست منابع مالی، استقراض های بدون برنامه و پرهزینه جهت حفظ وجوه و نقدینگی جاری می تواند مشکلات گسترده ای را برای آینده بلند مدت شرکت بوجود آورد. به عنوان مثال گزینه های استراتژیک در ترکیب تولید یا سیاستهای غلط در نحوه بازاریابی می تواند برای شرکت زیان به وجود آورد. شرکت هایی که سلامت مالی دارند عموماً نحوه مدیریت خود را بهبود می بخشند.

www.Prozhe.com

ناکارآمدی در عملیات می تواند ناشی از تجهیزات و تکنولوژی های نامناسب و فرسوده باشد. زیان شرکت می تواند ناشی از تصمیمات غلط مدیریت در اداره کردن هزینه های مرتبط با عملیات یا تحصیل دارایی ها و سرمایه گذاری های نامناسب باشد.

شرکت هایی که سلامت عملیاتی دارند قادرند از طریق کاهش سود دوره، درآمدهای آتی را افزایش دهند به عنوان مثال توقف خطوط تولید پرهزینه ممکن است در مدت کوتاهی موجب کاهش سود خالص شرکت گردد اما توقف زیان در یک عملیات پردردسر به نوعی بیانگر مدیریت هزینه ها و کسب درآمدهای آتی پس از توقف این هزینه هاست.

چرخه حیات شرکت

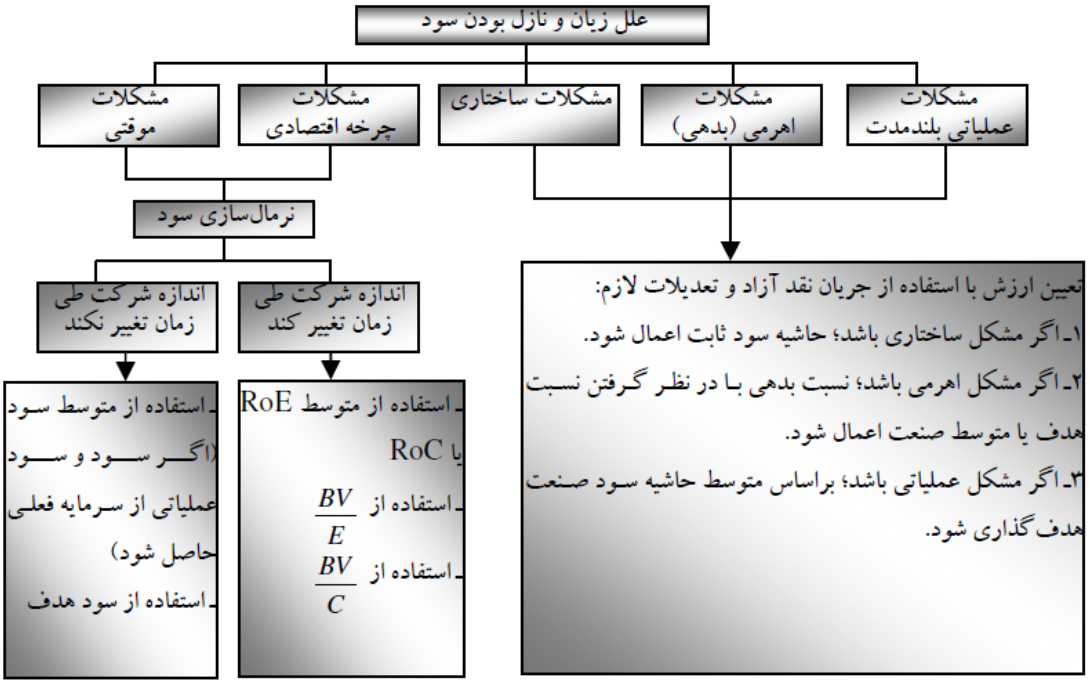
در بعضی از موارد زیان شرکت ناشی از مشکلات مطرح شده نبوده بلکه به دلیل چرخه حیات شرکت می باشد. به عنوان مثال:

1. در برخی از فعالیتهای تجاری می بایست سرمایه گذاری های هنگفتی در زمان تاسیس شرکت انجام شود که موجب خروج جریان وجوه از شرکت می شود. اینگونه سرمایه گذاری ها معمولاً در بلند مدت درآمدزا هستند، ولی شرکت ها در این بخش از چرخه حیات با زیان مواجه می شوند.
2. بسیاری از شرکت ها به دلیل ماهیت رقابت مجبورند مبالغ زیادی را صرف هزینه های تحقیق و توسعه نمایند مثلاً شرکت های سازنده لوازم خانگی به دلیل تنوع محصول و ارتقای کیفیت دائماً نیازمند تحقیق برای ارتقاء محصول اند. این هزینه ها ممکن است زیان هایی را برای شرکت بهمراه داشته باشد اما موجب حفظ بلوغ شرکت و گاهی رشد چشم گیر در مقایسه با سایر رقبا می گردد.

ارزشیابی شرکت های زیان ده

www.Prozhe.com

در این بخش علل زیان شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد و روش های مناسب جهت تحلیل این شرکت ها ارائه می گردد.



نمودار 1. چارچوب ارزشیابی شرکت های زیان ده

شرکت های دارای مشکلات موقت (گذرا)

هنگامی که شرکتی به دلیل مشکلات موقت (یا کوتاه مدت) دچار زیان می گردد انتظار می رود در آینده‌ای نه چندان دور بتواند با بخشی از سود خود این زیان ها را جبران کند. بنابراین یک راه کار این است که سود سال جاری (منفی) را تبدیل به سود نرمال (سود مثبت) نماییم. نحوه نرمال نمودن سود این شرکت ها بستگی به ماهیت مشکلت آن ها دارد.

شرکت های زیان ده با مشکل منحصر به فرد

امکان دارد شرکتی یکسال مالی نامطلوبی را پشت سر گذاشته باشد اما این مشکل آنقدر بر پیکر شرکت فشار آورده که منجر به ناتوانی در فعالیتهای کنونی شده باشد اما توجه کنید که این مشکل صرفاً در سال مربوطه رخ داده است و به آینده تسری نمی کند. زیان این شرکت ممکن است مربوط

www.Prozhe.com

به یک رویداد خاص یا یک دعوای حقوقی پیچیده در سال جاری باشد. برای پیش بینی آتی می‌توان سود دوره های قبل را پس از حذف این هزینه ها برآورد نمود و فقط وجوهی را پیش بینی نمود که بصورت عادی ایجاد می گردد و سپس بازده سرمایه گذاری را تخمین زد. در چنین حالتی نه تنها هزینه ها نیز بهره گرفت زیرا هزینه ها نیز بهره گرفت زیرا هزینه ها به نوعی مالیات کاه هستند و وجود این هزینه ها آثار مالیاتی متفاوتی بهمراه دارد.

اگر نتوان هزینه های مستمر و غیرمستمر را از هم تفکیک کرد دشواری هایی بوجود می آید. اول این که تشخیص موقتی بودن چنین مشکلاتی دشوار می گردد زیرا علائمی وجود ندارد که بتوان ماهیت کوتاه مدت و بلند مدت چنین مشکلاتی را مشخص نمود. دوم این که بخشی از برآورد سود خالص شرکت با مشکل مواجه می شود زیرا نمی توان این هزینه ها را در پیش بینی های آتی حذف یا نرمال نمود.

مثال (1): ارزشیابی شرکت های زیان ده: تولید خودرو

فرض کنید شرکت تولید خودرو با زیان عملیاتی 2016 میلیون ریال مواجه شده و خالص زیان آن 5674 میلیون ریال است. اگر بپذیریم که این زیان ماهیت موقتی دارد و علت آن سرمایه گذاری غلط در یکی از شرکت های زیر مجموعه است بنابراین برای نرمال سازی سود هزینه های ناشی از این سرمایه گذاری حذف و سود عملیاتی شرکت را 5693 میلیون ریال برآورد کرده ایم. سایر اطلاعات اضافی بشرح زیر می باشد:

- نرخ رشد فروش براساس پیش بینی گذشته 3٪ تا 5٪ در سال و نرخ رشد بلند مدت سود عملیاتی 5٪ می باشد.

www.Prozhe.com

- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال 1385 مبلغ 43557 میلیون ریال است و انتظار داریم که نرخ بازده سرمایه براساس سود عملیاتی تعدیل شده ثابت بماند (مبلغ 5693 میلیون ریال سود عملیاتی تعدیل شده)
- نرخ مالیات شرکت 44٪ است.

$$\text{بازده سرمایه} = \frac{EBIT(۱-t)}{\text{ارزش دفتری سرمایه بلند مدت}}$$

$$= \frac{۵۶۹۳(۱-۰/۴۴)}{۴۳۵۵۸} = \%۷/۳۲$$

براساس نرخ رشد مورد انتظار 5٪، نرخ سرمایه گذاری مجدد از طریق فرمول زیر بدست می آید:

$$\text{نرخ سرمایه گذاری مجدد} = \frac{g}{Roc}$$

$$= \frac{\%۵}{\%۷/۳۲} = \%۶۸/۳۱$$

با مفروضات فوق نحوه محاسبه جریان آزاد نقدی شرکت در سال 1386 بصورت زیر است:

$$EBIT(۱-t) = ۵۶۹۳(۱/۰۵)(۱-۰/۴۴) = ۳۳۴۷$$

$$\text{سرمایه گذاری مجدد} = ۵۶۹۳(۱/۰۵)(۱-۰/۴۴)(۰/۶۸۳۱) = \underline{(۲۲۸۷)}$$

جریان آزادی نقدی (FcF) $\underline{\underline{۱۰۶۱}}$

برای محاسبه هزینه سرمایه، فرض کنید که بتای شرکت 95٪ (مطابق شاخص صنعت)، نرخ اوراق قرضه بلندمدت 6٪ و نرخ استقراض در بلند مدت 6/1٪ است.

فرض کنید که صرف ریسک بازار 4٪، ارزش بازار شرکت 50000 میلیون ریال و بدهی های شرکت طبق ترازنامه 26281 میلیون ریال است.

$$\text{هزینه حقوق صاحبان سهام} = \%۶ + ۰/۹۵(\%۴) = \%۹/۸$$

www.Prozhe.com

هزینه بدهی ها $= \%۶/۱(۱-۰/۴۴) = \%۳/۴۲$

نسبت بدهی $= \frac{۲۶۲۸۱}{(۵۰۰۰۰+۲۶۲۸۱)} = \%۳/۴۲$

هزینه سرمایه $= \%۹/۸ \times (۰/۶۵۵۵) + \%۳/۴۲ \times (۰/۳۴۴۵) = \%۷/۶$

باید توجه کرد که هزینه سرمایه و جریان آزاد نقدی ثابت در نظر گرفته شده است و ارزش شرکت را با فرض نرخ رشد بلندمدت 5٪ بدست می آوریم:

ارزش دارایی های عملیاتی در پایان سال 1385 $= \frac{۱۰۶۱}{(۰/۰۷۶-۰/۰۵)} = ۴۰۸۰۸$

پس از برآورد ارزش دارائی های عملیاتی، ارزش وجوه و اوراق بهادار قابل معامله شرکت (13500 میلیون ریال) را به آنها اضافه کرده و از بدهی ها کم نموده تا ارزش واقعی بدست آید.

ارزش شرکت برای سهامداران = دارائی های عملیاتی + دارایی های غیرعملیاتی - بدهی ها

$$= ۴۰۸۰۸ + ۱۳۵۰۰ - ۲۶۲۸۱ = ۲۸۰۲۷$$

این محاسبات نشان می دهد که منطق ارزشیابی یکسان است، بدین معنا که ابتدا ما ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و بدهی ها را برای محاسبه هزینه سرمایه بدست می آوریم و سپس با استفاده از هزینه سرمایه بدست آمده ارزش بدهی ها و حقوق صاحبان سهام را برآورد می کنیم. امکان دارد این رویکرد خیلی مقبول نباشد و محاسبه مجدد ارزش شرکت با استفاده از هزینه سرمایه نشان دهنده یک دور باطل گردد.

مشکلات ناشی از تغییر بازار یا حوزه فعالیت

سودآوری شرکت هایی که دارای نوسانات چرخه ای هستند منوط به شرایط اقتصادی است. هنگام رونق اقتصادی سود این شرکت ها افزایشی است و هنگام رکود اقتصادی عموماً با افت سود مواجه می شوند. در بسیاری از شرکت های تولیدی قیمتها بستگی به چرخه اقتصادی دارد و در برخی از دوره

www.Prozhe.com

های اقتصادی قیمت محصولات بسیار بالا و در برخی دوره ها قیمت محصولات بسیار پایین است. اگر سود سال جاری به عنوان مبنای سودآوری این شرکت ها تلقی شود در هر دو مورد برآوردهای گمراه کننده ای از ارزش حاصل می شود.

ارزشیابی شرکت های چرخه ای

ارزشیابی شرکت های چرخه ای می تواند از سطح سودآوری گذشته حاصل گردد. دو نکته مهم در این جا وجود دارد: تغییر در نرخ رشد مورد انتظار هنگامی که چرخه تجاری تغییر می کند و نکته دیگر ارزشیابی براساس نرمال نمودن سود سال جاری است.

1) تعدیل رشد مورد انتظار

اغلب شرکت های چرخه ای به هنگام رونق اقتصادی سود خود را کمتر از سود واقعی گزارش می نمایند زیرا هنگامی که چرخه اقتصادی تغییر می کند سریعاً سود بدست آمده تبدیل به زیان می گردد. اگر شرکت سودآور باشد می توان نرخ رشد سود مورد انتظار را در دوره های نزدیک تعدیل نمود و تغییرات مورد انتظار در چرخه اقتصادی را در آن دخالت داد. به عنوان مثال می توان از نرخ رشد بال در سال جاری یا سال آتی استفاده نمود این امر مربوط به زمانی است که چرخه اقتصادی با رکود مواجه است و امکان پیش بینی رونق اقتصادی در سال جاری یا سال آتی وجود دارد. هنگامی که شرکت در دوره رونق اقتصادی بسر می برد و تورم بالایی وجود دارد ممکن است پیش بینی شود که رکودی براقتصاد و نرخ محصولات شرکت حاکم شود، در این شرایط نیز می توان اقدام به تعدیل سود برای دوره جاری یا آتی نمود. یکی از آسیب هایی که استفاده از روش فوق به همراه دارد دقت پایین در برآورد آینده است یعنی آنقدر تخمین ارزش پیچیده می شود که بدون رشد اقتصادی مورد انتظار هیچ سودی را نمی توان به دقت پیش بینی نمود. مشکل دیگر این است که نرخ رشد سود تحقق یافته

www.Prozhe.com

نیز برای سالهایی که تغییرات قابل پیش بینی است باید براساس تجارب شرکت یا شرکت های مشابه بدست آید که این امر می تواند موجب کاهش دقت شود.

مثال (2): ارزشیابی شرکت های چرخه ای در دوره رکود تعدیل نرخ رشد: شرکت کاغذسازی آسا EPS این شرکت تولید کننده کاغذ در سال 1382، 63 ریال بوده است. این شرکت یک شرکت چرخه ای است و EPS آن از 251 ریال در سال 1378 به 63 ریال در سال 1382 کاهش یافته است. اگر شرکت مزبور با سود سال 1382 ارزشیابی شود ارقام زیر بدست آید:

سود هر سهم در سال جاری= 63 ریال

استهلاک دارایی ها به ازای هر سهم (برای سال جاری)= 293 ریال

مخارج سرمایه ای (به ازای هر سهم در سال جاری) = 363 ریال

نسبت بدهی (برای مخارج تامین مالی) = 45٪

فرض کنید که بتای شرکت یک، سرمایه در گردش آن صفر، نرخ اوراق خزانه دولتی 8/5٪ (در سال جاری) و صرف ریسک 4٪ (در مقایسه با اوراق خزانه) باشد.

بنابراین:

هزینه حقوق صاحبان سهام = 8/5٪ + 1 (4٪) = 12/5٪

اگر بخواهیم شرکت را براساس سود سالجاری و با نرخ رشد بلند مدت 6٪ ارزشیابی کنیم ، ارزش هر سهم 400 ریال خواهد شد:

جریان نقد آزاد شرکت در سال 1382 $= ۶۳ - (۱ - ۰/۴۵)(۳۶۳ - ۲۹۳) = ۲۴/۵$

ارزش هر سهم $= \frac{۲۴/۵ \times ۱/۰۶}{(۰/۱۲۵ - ۰/۰۶)} = ۴۰۰$

www.Prozhe.com

فرض کنید در حال حاضر هر سهم شرکت در بازار سهام حدود 2000 ریال (در سال 1382) معامله می شود. اگر شرایط اقتصادی در سال 1384 و 1385 با رونق همراه شود در نتیجه نرخ رشد سود پیش بینی شده عبارتست از:

؟

جدول 1. پیش بینی نرخ رشد در شرایط رونق: کاغذسازی آسا

سال	نرخ رشد مورد انتظار	سود هر سهم
۱۳۸۳	٪۵	۶۶
۱۳۸۴	٪۱۰۰	۱۳۲
۱۳۸۵	٪۵۰	۱۹۸
۱۳۸۶ به بعد	٪۶	

استهلاک و مخارج سرمایه ای نیز با نرخ رشد مورد انتظار 6٪ برآورد شده و در نهایت جریان نقد آزاد بصورت زیر بدست آمده است:

جدول 2. برآورد FcFE: کاغذسازی آسا

سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶
EPS	۶۶	۱۳۲	۱۹۸	۲۱۰
(نسبت بدهی ـ ۱) (استهلاک ـ مخارج سرمایه‌ای) ـ	۴۱	۴۳	۴۶	۴۹
= FCFE	۲۵	۸۹	۱۵۳	۱۶۲

$$\text{ارزش استمرار عملیات (در پایان سال 1385)} = \frac{۱۶۲}{(۰/۱۲۵ - ۰/۰۶)} = ۲۴۹۲$$

$$\text{ارزش فعلی هر سهم} \frac{۲۵}{۱/۱۲۵} + \frac{۸۹}{(۱/۱۲۵)^{۲}} + \frac{۱۵۳ + ۲۴۹۲}{(۱/۱۲۵)^{۳}} = ۱۹۵۰$$

براساس این محاسبات ارزش هر سهم تقریباً نزدیک به ارزش بازار (20000 ریال به ازای هر سهم) می باشد.

2) نرمال سازی سود

www.Prozhe.com

یک راه حل ساده تر برای این که مشکلات ارزشیابی شرکت های چرخه ای کم تر شود این است که سود شرکت را نرمال نماییم. مفهوم نرمال سازی سود بدین معنی است که شرکت در شرایط عادی و نرمال فعالیت چه میزان سود تحصیل می کند. صورتهای مالی می تواند نشان دهنده بخشی از سود نرمال و سودهای غیرعادی هر دوره باشد. رویکرد نرمال سازی سود برای شرکت هایی که در دوره بلوغ بوده و تحت تاثیر چرخه های اقتصادی هستند مناسب است. به چند طریق می توان سود را نرمال نمود:

1- استفاده از میانگین سود سنوات گذشته

ساده ترین راه این است که از میانگین سود دوره های گذشته استفاده نماییم. این که چه مقدار می بایست به گذشته برگردیم و میانگین سود را به عنوان سود نرمال به حساب آوریم سوال اساسی است. برای شرکت هایی که از چرخه های اقتصادی تبعیت می نمایند می بایست که یک افق بلندمدت بین 5 تا 10 سال را در نظر گرفت.

البته بایستی در نظر بگیریم که همواره اندازه شرکت ها در حال تغییر است و تغییرات سرمایه، بدهی و حتی دامنه فعالیت می تواند سود را تحت تاثیر قرار دهد. بهترین راه این است که اکثر این متغیرها را با مقیاس مشترک محاسبه نماییم. اگر فروش را بدون احتساب اندازه شرکت (سرمایه، بدهی، نیروی کار و...) بررسی نماییم امکان خطا در نرمال سازی سود بسیار زیاد خواهد بود.

2- استفاده از میانگین بازده سرمایه گذاری یا حاشیه سود عملیاتی سنوات گذشته

این رویکرد تقریباً ماشبه با رویکرد فوق می باشد اما به جای این که از مبالغ سودآوری استفاده شود از نرخ های مربوط به سودآوری استفاده می گردد. این روش اجازه می دهد که بطور ساده تری اندازه شرکت در نرمال سازی سود را لحاظ نماییم.

www.Prozhe.com

به عنوان مثال شرکتی با میانگین بازده سرمایه 12 درصد، میانگین سرمایه 1000 میلیون و میانگین سود عملیاتی 120 میلیون ریال را در نظر بگیرید. اگر در سال جاری سرمایه این شرکت 4000 میلیون ریال و سود عملیاتی آن 200 میلیون ریال باشد بنابراین بازده غیرنرمال این شرکت 5٪ است در حالیکه در طی 10 سال گذشته متوسط بازدهی 12 درصد را حاصل نموده بود. رویکرد نرخ گذاری می تواند این امکان را فراهم کند که در سال آینده با سرمایه 5000 میلیون ریال و شرایط نرمال، سود شرکت را 600 میلیون ریال پیش بینی کنیم. (با همان نرخ 12 درصد)

می توان بجای بازده سرمایه گذاری از حاشیه سود عملیاتی استفاده نمود. در این حالت بجای مبنا قرار دادن سرمایه، فروش مبنا قرار می گیرد. استفاده از این روش بهتر از استفاده از بازده سرمایه گذ اری است زیرا امکان دستکاری فروش کمتر از سرمایه است.

یکی از مشکلات اساسی در استفاده از سود نرمال بجای سود واقعی پیش بینی نادرست سود در سال های اول و دوم ارزشیابی است. می توان راه ساده ای را جهت اصلاح ارزشیابی ارائه داد. برای اصلاح ارزشیابی می توان سود نرمال را در دوره های جلوتر استفاده نمود.

مثال (3): نرمال سازی سود برای شرکت های چرخه ای در دوره رکود: شرکت ولوو

در سال 1992 پس از دوره رکود اروپا و آمریکا، شرکت ولوو در کشور سوئد مبلغ 2249 میلیون دلار زیان عملیاتی گزارش نمود. (درآمد فروش 83002 میلیون دلار)

برای ارزشیابی این شرکت ابتدا سود خالص را نرمال می کنیم. از میانگین حاشیه سود عملیاتی قبل از کسر مالیات طی سال های 1982 تا 1992 استفاده شده و عدد 4/1٪ بدست آمده است (حاشیه سود عملیاتی نرمال) و سپس درآمد شرکت در سال 1992 از معادله زیر بدست می آید:

حاشیه سود عملیاتی نرمال × درآمد فروش در 1992 = سود عملیاتی نرمال شده در 1992

$$= ۸۳۰۰۲ \times ۰/۰۴۱ = ۳۴۰۴$$

www.Prozhe.com

با فرض ثبات رشد (ماهیت رقابتی صنعت و اندازه شرکت) نرخ رشد مورد انتظار و مستمر شرکت در حدود 4٪ برآورده شده است. مخارج سرمایه ای مورد نیاز نیز براساس بازده سرمایه گذاری نرمال (میانگین 10 ساله) در حدود 12/2٪ و نرخ رشد ثابت 4٪ حاصل شده است:

$$\text{نرخ سرمایه گذاری مجدد در دوره ثبات} = \frac{g}{Roc} = \frac{\%۴}{\%۱۲/۲} = \%۳۲/۷۸$$

جریان آزاد نقدی مورد انتظار شرکت در 1993 براساس سود عملیاتی نرمال شده به مبلغ 3403 میلیون دلار، نرخ مالیات 35٪، نرخ رشد ثابت 4٪ و نرخ سرمایه گذاری مجدد 32/78٪ بدست آمده است:

$$\text{جریان نقد آزاد مورد انتظار در سال 1992} = EBIT_{۱۹۹۲}(۱+g)(۱-t)(۱-RIR)$$

$$= ۳۴۰۴(۱/۰۴)(۱-۰/۳۵)(۱-۰/۳۲۷۸)$$
$$= ۱۵۴۶$$

برای برآورد هزینه سرمایه شرکت از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به مبلغ 22847 میلیون دلار در پایان سال 1992 و 42/641 میلیون دلار بدهی ها طبق ترازنامه پایان دوره استفاده شده است. بتای شرکت 1/2 و هزینه بدهی قبل از کسر مالیات 8٪ می باشد. نرخ بهره بدون ریسک در کشور سوئد 6/6٪ و صرف ریسک بازار 4٪ است:

$$\text{هزینه بدهی ها} \%۶/۶ + ۱/۲(\%۴) = \%۱۱/۴۰$$

$$\text{هزینه سرمایه} = \%۱۱/۴۰\left(\frac{۲۲۸۴۷}{۲۲۸۴۷+۴۲۶۴۱}\right) + \%۸(۱-\%۳۵)\left(\frac{۴۲۶۴۱}{۲۲۸۴۷+۴۲۶۴۱}\right) = \%۷/۳۶$$

ارزش دارایی های عملیاتی شرکت ولوو طبق فرمول زیر برآورد گردید:

$$\text{ارزش دارایی های عملیاتی} = \frac{\text{جریان نقد آزاد پیش بینی سال 1992}}{\text{رشد مورد انتظار} - \text{هزینه سرمایه}}$$

$$= \frac{۱۵۴۶}{\%۷/۳۶ - \%۴} = ۴۵۹۷۷$$

www.Prozhe.com

ارزش وجوه و اوراق بهادار قابل معامله شرکت در پایان سال 1992 مبلغ 20760 میلیون دلار و بدهی های شرکت طبق ترازنامه 42641 میلیون دلار می باشد. ارزش حقوق صاحبان سهام عبارتست از:

بدهی ها- ارزش نقد و اوراق قابل معامله + ارزش دارائی های عملیاتی = ارزش حقوق صاحبان سهام

$$= 45977 + 20760 - 42641 = 24096$$

ارزش بازار شرکت ولوو در انتهای سال 1993، 2847 میلیون دلار است که با این برآوردها سهام شرکت کمتر از ارزش ذاتی است. این محاسبات با این فرض انجام شده که در سال آینده رکود نسبی حاکم بر صنعت (و شرکت) برطرف شده و سود شرکت نرمال می شود اما اگر این شرایط بوجود نیاید و رکود نسبی دو سال دیگر طول بکشد چه باید کرد؟ می توان ارزش شرکت را طی دو سال تنزیل نمود و به آن اوراق قابل معامله را اضافه و بدهی را کسر می گردد.

ارزش دارایی ها عملیاتی	$۳۹۸۸۹ = \frac{۴۵۹۷۷}{(۱/۰۷۳۶)^{۲}}$
+ نقد و اوراق بهادار قابل معامله	20760
- بدهی ها	(۴۲۶۴۱)
= ارزش حقوق صاحبان سهام	18008

اگر این فرض درست باشد شرکت بیش از ارزش برآوردی در حال معامله است.

؟

ارزشیابی شرکت های وابسته به مواد اولیه و منابع طبیعی

قیمت کالاها نه تنها دائماً در حال کاهش یا افزایش است بلکه دارای ادوار اقتصادی است. گاهی قیمت ها بالا می رود و گاهی قیمت ها بسیار نازل می شود. بطور کلی دو واقعیت در بحث قیمت کالاها نهفته

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

است: اول این که قیمت کالاها دائماً نوسان دارد و افزایش قیمت ها در بلند مدت با کاهش قیمت ها متعادل می شود. دوم اینکه قیمت کالاها تحت تاثیر محیط بین المللی است.

سه گزینه مهم در مورد شرکت های دارای منابع طبیعی وجود دارد:

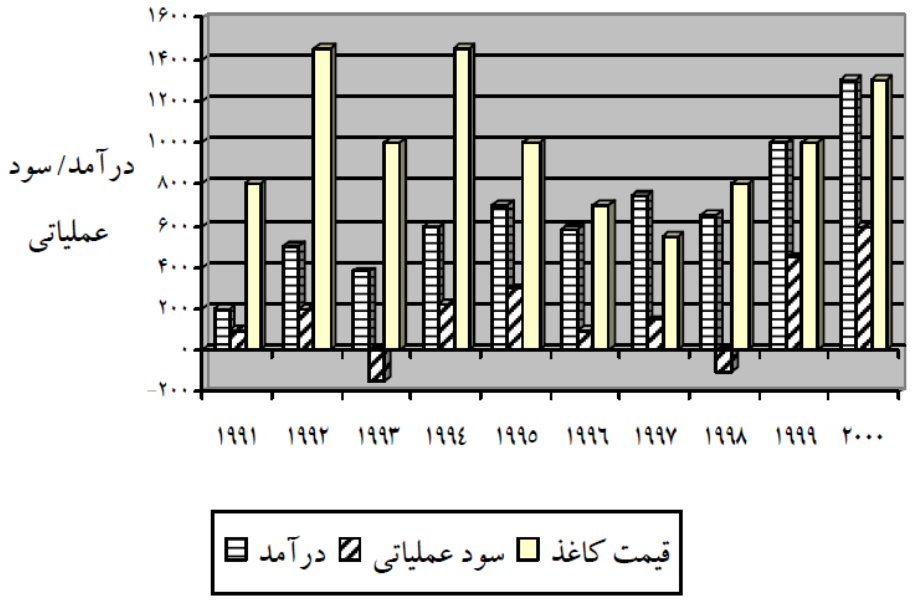
1. اول این که قیمت کالاها دائماً در حال نوسان است و پیش بینی فروش مورد انتظار براساس این قیمت ها صورت می پذیرد. واضح است که پیش بینی قیمت ها تابع عوامل گوناگونی است که همواره برآوردها را مشکل می نماید.
2. می توان قیمت ها را با استفاده از قیمت های نرمال و براساس روند گذشته بدست آورد و چرخه آنها را خطی نمود اما این خطر وجود دارد که قیمت ها بالاتر یا پایین تر از میانگین باشد.
3. استفاده از قیمت های کنونی برای تعیین ارزش راه دیگری است که ممکن است واقعیت موجود را بیان نماید و می توان با استفاده از مدل های احتملی (مدل قیمت گذاری اختیاری) سناریوهای گوناگون را برآورد.

مثال (4): ارزشیابی شرکت های وابسته به منابع اولیه: شرکت آرکروز

در اینجا شرکت تولید کننده خمیر کاغذی (یک شرکت برزیلی) که نسبت به افت و خیز قیمت خمیر کاغذی در بازار حساس است را مورد بررسی قرار می دهیم.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com



نمودار 2. درآمد فروش، سود عملیاتی و قیمت خمیر کاغذی

این نمودار همبستگی بین سه عامل فوق را نشان می دهد. سالی که شرکت سود پایین (یا زیان) داشت قیمت ها به شدت افت نموده بود. در سال 2001 هنگامی که قیمت ها افزایش یافت سود عملیاتی شرکت 666 میلیون بی ار (واحد پول برزیل) گزارش شد.

درآمد فروش 1342 میلیون بی‌آر در سال 2000 بود و شرکت مجبور به پرداخت نرخ 33 درصدی مالیات گردید. برای ارزشیابی فرض می کنیم که قیمت خمیرکاغذی همانطور در حال افزایش باشد. برای ارزشیابی از ارقام سال 2000 (فروش و سود عملیاتی) استفاده کردیم:

فروش تعدیل شده = درآمد فروش در سال 2000 $\times \frac{\text{میانگین 10 ساله قیمت ها}}{\text{قیمت در سال 2000}}$

$$= ۱۳۴۲ \times \left(\frac{۱۰۲/۵۸}{۱۰۹/۳۹}\right) = ۱۲۵۸$$

سود عملیاتی تعدیل شده = درآمد فروش تعدیل شده − هزینه های عملیاتی

$$= 1258 - (1342 - 666) = 582$$

www.Prozhe.com

سود عملیاتی تعدیل شده را می توان برای بازده سرمایه نرمال بدست آورد اگر ارزش دفتری بدهی ها 1549 میلیون بی‌آر و ارزش حقوق صاحبان سهام 2149 میلیون بی. آر در پایان سال باشد. بازده سرمایه نرمال شده عبارت است از:

$$\text{بازده سرمایه نرمال شده} = \frac{\text{سود عملیاتی در سال 2000} \times (1-t)}{(\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در 1999} + \text{ارزش دفتری بدهی ها در 1999})}$$

$$= \frac{۵۸۲ \times (۱ - ۰/۳۳)}{(۱۵۴۹ + ۲۱۴۹)} = \%۱۰/۵۵$$

فرض کردیم که بازده سرمایه و نرخ رشد طی 5 سال آتی با 10٪ در سال رشد داشته و نرخ بلندمدت 3٪ باشد. جدول زیر جریان آزاد نقدی FcFF پیش بینی شده را برای 5 سال آتی (و مستمر) نشان می دهد.

جدول 3. برآورد FcFF: شرکت آرکروز

	۱	۲	۳	۴	۵	سال مستمر
رشد مورد انتظار	٪۱۰	٪۱۰	٪۱۰	٪۱۰	٪۱۰	٪۳
نرخ سرمایه‌گذاری مجدد	٪۹۴/۷۹	٪۹۴/۷۹	٪۹۴/۷۹	٪۹۴/۷۹	٪۹۴/۷۹	٪۲۸/۴۴
EBIT	۶۴۴	۷۱۲	۷۸۷	۸۷۰	۹۶۱	۱۰۶۳
EBiT(1-t)	۴۳۱	۴۷۷	۵۲۷	۵۸۳	۶۴۴	۷۱۲
- سرمایه‌گذاری مجدد	۴۰۹	۴۵۲	۵۰۰	۵۵۲	۶۱۱	۲۰۳
FcFF =	۲۲	۲۵	۲۷	۳۰	۳۴	۵۱۰

نرخ سرمایه گذاری مجدد برای هر دوره از تقسیم نرخ رشد مورد انتظار به بازده سرمایه بدست می آید:

$$\text{نرخ سرمایه گذاری مجدد} = \frac{g}{\text{Roc نرمال شده}}$$

نرخ رشد پس از سال پنجم رو به کاهش است (سال نهایی) و نرخ سرمایه گذاری مجدد نیز کاهنده است. هزینه سرمایه را با بتای 70٪ و صرف ریسک 10/24٪ در طی 5 سال و نرخ 5٪ برای سال

www.Prozhe.com

مستمر (پس از 5 سال) بدست آوردیم. صرف ریسک بازار 4٪، نرخ بازده بـدون ریسـک 4٪ و هزینـه بدهی قبل از مالیات 7/5٪ است:

$$\text{هزینه بدهی بعد مالیات} = \%۷/۵ \times (۱ - ۰/۳۳) = \%۵/۰۳$$

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام 3/479 میلیون بی. آر و ارزش بدهی ها 1395 میلیـون بـی. آر مـی باشد.

جدول 4. هزینه سرمایه: شرکت آرکروز

شرح	رشد فوق‌العاده	رشد ثابت
بتا	٪۷	٪۷
نرخ بدون ریسک	٪۴	٪۴
صرف ریسک بازار بالغ	٪۴	٪۴
صرف ریسک ارزی	٪۱۰/۲۴	٪۵
هزینه حقوق صاحبان سهام	٪۴+۰/۷۰ (٪۴ + ٪۱۰/۲۴) = ٪۱۳/۹۷	٪۴+ ۰/۷۰ (٪۴+٪۵)=٪۱۰/۳۰
هزینه بدهی‌ها	٪۵/۰۳	٪۵/۰۳
نسبت بدهی	٪۲۷/۱۱	٪۲۷/۱۱
هزینه سرمایه	٪۱۱/۵۴	٪۸/۸۷

ارزش نهایی پس از 5 سال رشد فوق العاده طبق معادله زیر بدست می آید.

$$TV = \frac{\text{FcFF سال نهایی}}{\text{هزینه سرمایه دوره} - g}$$

$$= \frac{۵۱۰}{(۰/۸۸۷ - ۰/۰۳)} = ۸۶۸۲$$

ارزش روز دارایی های عملیاتی را می توان از طریق ارزش فعلی وجوه آتی (برای 5 سال آینده) بعلاوه ارزش نهایی (سالهای مستمر) با نرخ تنزیل 0/1154 (هزینه سرمایه بدست آمده) محاسبه نمود.

$$\text{ارزش روز دارایی های عملیاتی} = \frac{۲۲}{۱/۱۱۵۴} + \frac{۲۵}{(۱/۱۱۵۴)^۲} + \frac{۲۷}{(۱/۱۱۵۴)^۳} + \frac{۳۰}{(۱/۱۱۵۴)^۴}$$

www.Prozhe.com

$$+\frac{۳۴}{(۱/۱۱۵۴)^{۵}}+\frac{۸۶۸۸}{(۱/۱۱۵۴)^{۵}}=۵۱۳۰$$

اگر ارزش وجوه و اوراق بهادار قابل معامله 849 میلیون بی. آر و بدهی های شرکت به مبلغ 1395 میلیون بی. آر باشد ارزش حقوق صاحبان سهام عبارتست از:

ارزش حقوق صاحبان سهام = 5130 + 849 – 1395 = 4584

اگر ارزش در تاریخ مورد نظر 2149 میلیون بیو آر باشد بنابراین با محاسبات فوق شرکت زیر ارزش روز معامله می شود.

شرکت های دارای مشکلات بلند مدت

در ارزشیابی های انجام شده در فصل های قبل بیشتر بر نرمال سازی سود تاکید می شود زیرا فرض می شد که شرکت ها دارای مشکلاتی گذار بوده و در آینده ای نه چندان دور این مشکلات برطرف می شود. اما هنگامی که بحث مشکلات بلند مدت مطرح می شود دیگر نمی توان این فرض را پذیرفت و موفقیت شرکت‌ها در عبور از چنین مشکلاتی دشوار بوده و نرمال سازی سود آتی کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد.

در این بخش مشکلات بلند شرکت ها را مورد بررسی قرار میدهیم و نحوه برخورد با چنین مشکلاتی را در ارزشیابی ارائه می کنیم. انواع این مشکلات را می توان به طبقه های زیر تقسیم کرد.

1- مشکلات استراتژیک　　2- مشکلات عملیاتی

مشکلات استراتژیک

در بسیاری از موقعیتهای تجاری، مشکلاتی از قبیل ترکیب نادرست تولید، نحوه بازاریابی محصول یا هر نوع هدف گذاری نادرست در بازار رقابتی می تواند در بلندمدت مشکلاتی را برای شرکت ها به همراه داشته باشد. با این شرایط بسیاری از هزینه های سرسام آور که منجر به نازل شدن سود یا ایجاد

www.Prozhe.com

زیان می‌گردند براین شرکت ها تحمیل می شود سهم از دست رفته بازار می تواند پیامدهای خطرناکی را بهمراه داشته باشد.

بکارگیری استراتژیهای نامناسب در تجارت میتواند مشکلات پایداری را بهمراه آورد. استراتژی نامناسب در خرید مواد اولیه، استراتژی های اعتباری مخاطره آمیز، استراتژی فروش و توزیع نامطلوب می تواند کسب سودآوری و ادامه فعالیت شرکت را با مشکل مواجه نماید.

«مدیریت» مهم ترین عامل تغییر در فعالیت های شرکت است. منابع درونی (پول، سرمایه و نیروی کار) به تنهایی خلق ارزش نمی کنند بلکه کیفیت مدیریت آنها عامل تعیین کننده ارزش افزایی است.

مشکلات عملیاتی

شرکت های ناکارآمد در توزیع کالا و ارائه خدمات در دنیای رقابتی کنونی عموماً با کاهش ارزش مواجه می شوند. سوال اصلی این است که چگونه شرکت ها ناکارآمد می شوند؟ ناکارآمدی در بکارگیری تکنولوژی و تجهیزات مناسب ای ناتوانی در بهینه سازی و بروز رسانی ماشین آلات و دارایی های موجود می تواند سودآوری شرکت ها را به خطر اندازد. مشکلات ناکارآمدی نیروی انسانی نیز می تواند منجر به ناکارایی شرکت گردد. هزینه هایی که برای نیروی کار مصرف می شود ممکن است به نتایج مطلوبی نرسد و استفاده از طرح هایی که می بایست منجر به بهبود دارایی های موجود (تکنولوژی شرکت) شود به سرانجام نرسد. این مشکلات می تواند اخلال در عملیات شرکت داشته باشد.

یکی از بهترین متغیرها برای اندازه گیری کارایی عملیات، حاشیه سود عملیاتی است. کاهش در حاشیه سود عملیاتی می تواند معیار افت کارایی تلقی شود. معیار دیگری که میتوان کارایی عملیات را با آن سنجید میانگین حاشیه سود عملیاتی در صنعت است. معمولاً بالاتر بودن از میانگین می تواند عامل

www.Prozhe.com

کارایی عملیات شرکت باشد. عوامل مهمی که می تواند حاشیه سود عملیاتی را تحت تـاثیر قـرار دهـد عبارتند از:

1- اندازه شرکت

2- طبیعت ناکارآمدی بعضی از فعالیت های داخلی شرکت

3- محدودیت های بیرونی (خارج از شرکت)

4- کیفیت مدیریت

1. اندازه شرکت

اندازه شرکت بر حاشیه سود عملیاتی تاثیر دارد. شرکت های کوچک در مقایسه با شرکت های بزرگ دارای مزیت ها و معایبی هستند. مزیت اصلی شرکت های کوچک در رشد سریع و چـابکی آنهاسـت. معایب شرکت های کوچک نبود امکان صرفه جویی نسبت به مقیاس اقتصادی است.

2. ناکارایی فعالیت های داخلی

بسیاری از فعالیت های شرکت نه تنها خلق ارزش نمی کنند بلکه هزینه هایی را بر شرکت تحمیـل مـی کنند که غیرضروری است. فعالیت های زاید و فاقد ارزش باعث کاهش سود عملیاتی می شوند و تبعاً حاشیه سود را کم می کنند.

3. محدودیت‌های بیرونی (عوامل خارج از شرکت)

شرکت ها به تناسب چرخه حیاتشان قادرند با عوامل محیطی ارتباط برقرار نماینـد. بسـیاری از تعهـدات مالی یا قراردادهای تامین مواد براساس تداوم فعالیت شرکت بوجود می آید. محـدودیت هـای بیرونـی مانند تهدید رقبای بالقوه، تهدید جانشینی، ناتوانی در چانه زنی با مشتریان یا عرضـه کننـدگان برحاشـیه سود عملیاتی اثر دارد.

www.Prozhe.com

رقابت کشنده و جنگ قیمت ها مهم ترین محدودیت محیط شرکت است که بر حاشیه سود عملیاتی اثر گذار است.

4. کیفیت مدیریت

کارآمدی مدیران در تامین منابع و تخصیص درست آنها در فعالیت های ارزش آفرین بر سودآوری شرکت موثر است. مدیران ناکارآمد شرکت را در معرض آسیب قرار می دهند. تصمیمات درست مدیران باعث استمرار عملیات و افزایش حاشیه سود عملیاتی می گردد.

مثال (5): ارزشیابی شرکت های دارای مشکل عملیاتی: فولاد مهیاد

شرکت فولاد مهیاد یکی از تولید کنندگان شمش فولادی است. ماده اصلی تولید شمش فولادی از قراضه و سنگ آهن تشکیل می شود. فرض کنید در سال 1386 به دلیل کمبود قراضه در منطقه خاور میانه، قیمت هر تن قراضه افزایش چشم گیری داشته و باعث افت حاشیه سود عملیاتی این شرکت شده باشد. (کمبود مواد، تولید را نیز تحت تاثیر قرارداد) در سال 1386 این شرکت با درآمدی به مبلغ 8196 میلیون ریال توانسته است تا 552 میلیون ریال سود عملیاتی ایجاد کند. در سال 1386 حاشیه سود عملیاتی 6/7٪ است در صورتیکه حاشیه سود صنعت در حدود 13٪ می باشد (چون سایر شرکت ها کم تراز آهن قراضه استفاده می کنند). فرض کنید که متوسط حاشیه سود عملیاتی شرکت در گذشته 11٪ است و احتمالاً طی سه سال آینده بازار آهن قراضه به تعادل می رسد. با این فرض که حاشیه سود عملیاتی شرکت بهبود یابد می خواهیم شرکت مهیاد را ارزشیابی کنیم. اطلاعات و مفروضات ارزشیابی در زیر ارائه شده است:

- رشد مستمر فروش به میزان 5٪ در سال
- مخارج سرمایه‌ای 448 میلیون ریال و استهلاک سالانه 262 میلیون ریال
- سرمایه در غیرگردش غیرنقدی 1948 میلیون ریال

www.Prozhe.com

- فرض شده است حاشیه سود عملیاتی شرکت طی 10 سال از 6/73٪ به 11/50٪ افزایش یابد و طی 2 سال آینده بهبود چشم گیری را تجربه نماید.
- نرخ مالیات 33٪، نسبت بدهی به سرمایه 20٪، هزینه سرمایه بدهی قبل مالیات 6٪ و هزینه سرمایه صاحبان سهام 9/52٪ است.

الف) محاسبه هزینه سرمایه شرکت

$$\text{هزینه سرمایه} = \%۹/۵۲ \times ۰/۸ + \%۶(۱-۰/۳۳)(۰/۲) = \%۸/۴۲$$

ب) محاسبه جریان نقد آزاد (FCF)

جدول 5. برآورد FcFF: فولاد مهیاد

سال	درآمد	حاشیه درصد سود عملیاتی	EBiT	EBiT (۱-t)	خالص مخارج سرمایه‌ای	تغییر در سرمایه و گردش غیرنقدی	FcFF	ارزش فعلی
۰	۸۱۹۶	٪۶/۷۳	۵۵۲	۳۷۰	۱۸۶	—	—	—
۱	۸۶۰۶	٪۸/۳۲	۷۱۶	۴۸۰	۱۹۵	۹۷	۱۸۷	۱۷۲
۲	۹۰۳۶	٪۹/۳۸	۸۴۸	۵۶۸	۲۰۵	۱۰۲	۲۶۱	۲۲۲
۳	۹۴۸۸	٪۱۰/۰۹	۹۵۷	۶۴۱	۲۱۵	۱۰۷	۳۱۹	۲۵۰
۴	۹۹۶۲	٪۱۰/۵۶	۱۰۵۲	۷۰۵	۲۲۶	۱۱۳	۳۶۶	۲۶۵
۵	۱۰۴۶۰	٪۱۰/۸۷	۱۱۳۷	۷۶۲	۲۳۷	۱۱۸	۴۰۶	۲۷۱
۶	۱۰۹۸۳	٪۱۱/۰۸	۱۲۱۷	۸۱۵	۲۴۹	۱۲۴	۴۴۲	۲۷۲
۷	۱۱۵۳۳	٪۱۱/۲۲	۱۲۹۴	۸۶۷	۲۶۲	۱۳۱	۴۷۵	۲۷۰
۸	۱۲۱۰۹	٪۱۱/۳۱	۱۳۷۰	۹۱۸	۲۷۵	۱۳۷	۵۰۶	۲۶۵
۹	۱۲۷۱۵	٪۱۱/۳۸	۱۴۴۶	۹۶۹	۲۸۹	۱۴۴	۵۳۷	۲۵۹
۱۰	۱۳۳۵۰	٪۱۱/۴۲	۱۵۲۴	۱۰۲۱	۳۰۳	۱۵۱	۵۶۷	۲۵۳
سال نهایی	۱۴۰۱۸	٪۱۱/۵۰	۱۶۱۲	۱۰۸۰				
مجموع ارزش FcFF								۲۵۰۰

- فرض شده است که پس از 10 سال سود عملیاتی سالانه 5٪ رشد کند و متوسط بازده سرمایه صنعت 15٪ باشد.

www.Prozhe.com

ج) ارزش نهایی و ارزش شرکت

$$\text{نرخ سرمایه گذاری مجدد در دوره رشد ثابت} = \frac{g}{RoC} = \frac{\%۵}{\%۱۵} = \%۳۳/۳۳$$

$$\text{ارزش نهایی} = \frac{EbiT_{۱۱}(۱-t)(۱-\text{نرخ سرمایه گذاری مجدد})}{(g-\text{هزینه سرمایه})}$$

$$= \frac{۱۰۸۰(۱-۰/۳۳۳۳)}{(۰/۰۸۴۲-۰/۰۵)} = ۳۲۰۶۵$$

$$\text{ارزش فعلی} = \frac{۲۱۰۵۴}{(۱/۰۸۴۲)^{۱۰}} = ۹۳۸۰$$

- اگر ارزش مستمر را به ارزش فعلی FCFF اضافه نماییم، ارزش دارائی های عملیاتی 11880 میلیون ریال برآورد می شود (با نرخ 8/42٪).

با توجه به دارایی های غیرعملیاتی و بدهی های شرکت داریم:

ارزش دارایی های عملیاتی	11880
+ وجه نقد و اوراق سریع المعامله	687
- بدهی ها	(1954)
ارزش حقوق صاحبان سهام	10613

فرض کنید که حقوق صاحبان سهام در بازار بورس به ارزش 7820 میلیون ریال معامله شود بنابراین سهام زیر ارزش در حال معامله است.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

ارزشیابی شرکت های دارای بحران مالی

در فصل ارزشیابی شرکت های زیان آور چگونگی استفاده از مدل های قدیمی سازگار با زیان شرکت ها ارائه گردید. ارزشیابی این نوع شرکت ها از طریق برآورد جریان های ورودی مورد انتظار با فرض بهبود در حاشیه سود یا سودآور شدن شرکت ها حاصل می شود.در یکی از حالات خاص در ارزشیابی هنگامی شرکتی با مبالغ عمده ای بدهی مواجه شود احتمال ناتوانی در بازپرداخت و ایفای تعهدات افزایش خواهد یافت. در این نوع شرکت ها احتمال می رود که بدهی ها اصلاً بازپرداخت نشود یا در شرایط خاص احتمال تعویق در پرداخت بدهی ها زیاد باشد.

در چنین مواردی ارزشیابی از طریق تنزیل جریانهای ورودی در تعیین ارزش شرکت‌های دارای بحران مالی ابزاری مفید به نظر نمی رسد. این فصل به بررسی بحران‌های مالی پرداخته و شرکت‌هایی مدنظرند که دارایی‌های عملیاتی مفید داشته ولی بدهی آنها آنقدر عمده است که امکان ناتوانی در بازپرداخت محتمل به نظر می‌رسد. در این فصل دلایلی را مطرح می کنیم که ارزشیابی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های دارای بحران مالی باید با استفاده از قیمت گذاری اختیار در انحلال شرکت و با فرض بازپرداخت کلیه بدهی ها و تعهدات انجام شود. هنگامی که عدم اطمینان افزایش می یابد بهتر است از روش اختیار خرید دارایی های شرکت در ارزشیابی بحران مالی استفاده شود. در این فصل ابتدا کلیاتی درباره بحران های مالی ارائه شده و سپس برای اشنایی بیشتر با مدلهای قیمت گذاری اختیار معامله به ارائه مدل بلاک وشولز و کاربرد آن درارزشیابی بحران‌های مالی پرداخته ایم.

بحران مالی

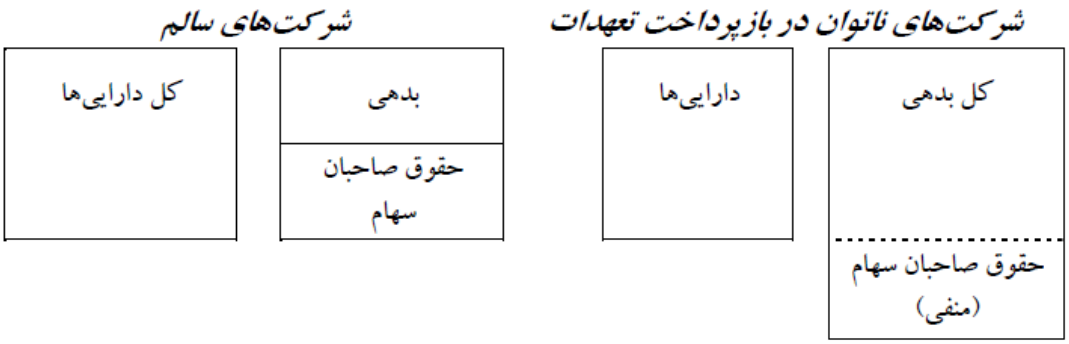
www.Prozhe.com

بحران مالی گونه های متفاوت و تعاریف متنوع دارد. رویدادهایی که ایجاد بحران می کنند اغلب منجر به کاهش تقسیم سود، افت شدید تجهیزات و امکانات، زیان آوری، اخراج نیروی انسانی، استعفای مدیران ارشد و توقف معاملات سهام شرکت ها می شوند.

بحران مالی شرایطی را بوجود می آورد که عملیات شرکت را در تحصیل جریان ورودی کافی برای بازپرداخت تعهدات مختل می‌سازد. بحران های مالی عمدتاً باعث ناتوانی در اجرای تعهدات و قراردادها می‌شوند و اغلب ساختار سرمایه شرکت را بهم می ریزند. بحران های مالی باعث می شوند تا شرکت‌ها از مسیر اصلی و راهبردهای مورد نظر منحرف شوند و درگیر با مساله تامین نقدینگی گردند. تعریف بحران مالی در فرهنگ بلاک لاو عبارت است از ناتوانی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها و شرایطی که دارایی ها نتوانند به سرعت در جهت تحمل هزینه ها و کفایت در دریافت مطالبات به درستی عمل نمایند.

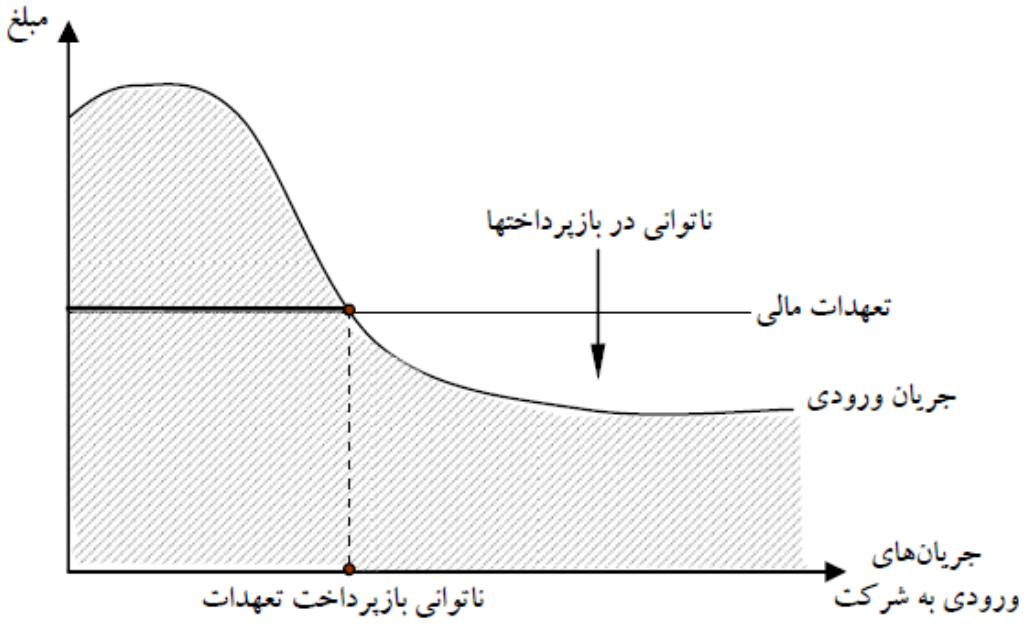
براساس این تعریف دو عامل موجودی ها و جریان های ورودی و خروجی نقش مهمی خواهند داشت. عموم ورشکستگی‌ها به دو گروه تقسیم می شوند؛ اول آشفتگی ناشی از موجودی ها که در هنگام ضعیف شدن قدرت اقتصادی شرکت روی می دهد و براساس آن ارزش دارایی ها کمتر از ارزش بدهی ها خواهد شد. دوم آشفتگی ناشی از جریانهای نقدی که هنگامی رخ می دهد که جریان‌های ورودی ناشی از عملیات کفایت بازپرداخت تعهدات و بدهی ها را نداشته باشد.

الف) آشفتگی ناشی از موجودی ها:



www.Prozhe.com

ب) آشفتگی ناشی از جریانهای نقدی



نمودار 1. نحوه ایجاد ناتوان شدن شرکت‌ها در بازپرداخت بدهی ها

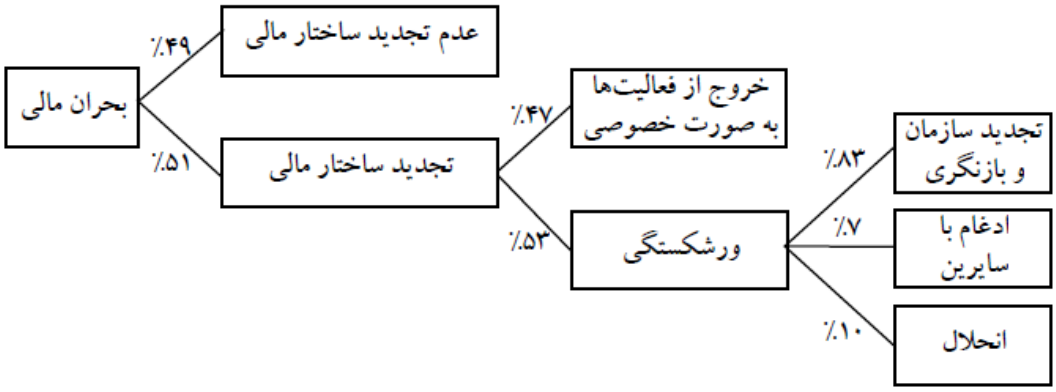
معمولاً شرکت هایی که سلامت مالی ندارند با یکی از مسایل زیر درگیر هستند:

1. فروش دارایی های موثر و عمده
2. ادغام با دیگر شرکت ها
3. کاهش مخارج سرمایه ای (خرید دارایی های مولد و هزینه های تحقیق و توسعه)
4. انتشار اوراق بهادار جدید (افزایش سرمایه جهت کسری سرمایه در گردش)
5. مذاکره با بانک ها و اعتبار دهندگان یا دعاوی حقوقی
6. معاوضه بدهی ها با سرمایه گذاری ها
7. سابقه آشفتگی در دفاتر مالی

عوامل (1) و (2) و (3) با دارایی های شرکت سروکار دارد. موارد (4) و (5) و (6) و (7) شامل سمت چپ ترازنامه می‌شوند. آشوب های مالی معمولاً با تجدید ساختار دارایی ها و تجدید ساختار منابع مالی درگیر (در ترازنامه) هستند. ناتوانی در بازپرداخت تعهدات مالی می تواند نشانه های قوی در وخامت

www.Prozhe.com

وضع موجود تلقی شوند ولی الزاماً شرکت‌هایی که وضعیت وخیمی دارند شرکت‌هایی نیستند که بتوان بطور قطع علائم مرگ اقتصادی را در آن‌ها مشاهده کرد. بسیاری از شرکت‌هایی که با مبالغ زیادی بدهی درگیر بودند به تجارب آنها در فعالیتهای اقتصادی افزوده شده و بسیاری از شرکت های در مرز ورشکستگی توانسته‌اند سلامت مالی پیدا کنند. در فصل ارزشیابی شرکت‌های زیانده به آسیب شناسی و علل زیان دهی شرکت‌ها پرداخته شد. در این فصل به رویدادهایی که ممکن است بعد از ناتوانی در بازپرداخت تعهدات مالی رخ دهد اشاره می شود. عموم شرکت‌های دارای بحران شدید مالی مجبور هستند تا اقدام به تجدید سازمان نمایند، در غیراینصورت باید اقدام به انحلال نمایند، در تحقیقی که توسط کارن راک (1990) بر روی شرکت‌های دارای بحران مالی انجام شد نتایج زیر بدست آمده است.



نمودار 2. تحقیق پیرامون ورشکستگی و تجدید ساختار: کارن راک (1990)

نتایج تحقیق وی بسیار جالب است. در مطالعات صورت گرفته بیش از 20٪ از شرکت‌ها (خصوصی و دولتی) که ورشکسته شده بودند توانستند برنامه های تجدید سازمان را با موفقیت انجام دهند و مابقی سلامت مالی خود را بدست نیاوردند.

شرکت‌های دارای بحران مالی و اهرم فزاینده

www.Prozhe.com

شرکت‌هایی که در بازار سهام معامله می‌شوند معمولاً دارای دو گروه سهامدار هستند. گروه اول سهامدارانی که مدیریت شرکت را تحت کنترل دارند و در هنگام مقتضی قادرند تا اقدام به انحلال شرکت و بازپرداخت کلیه تعهدات و دیون موجود نمایند. گروه دوم سهامدارانی که صرفاً در شرکت مبادرت به سرمایه گذاری محدودی نموده و هر زمان که بخواهند می توانند از طریق معاملات عادی (نه عمده) اقدام به خروج از شرکت نمایند. ترکیبی از اختیار انحلال و قدرت محدود سهامداران را می توان تحت یک اختیار خرید مورد بررسی قرار داد. شرکت‌هایی که تعهدات مالی سنگینی دارند و در شرایط موجود زیان آورند ارزش اختیار معامله‌شان می تواند بیش از ارزش جریانهای ورودی تنزیل شده باشد.

عایدات صاحبان سهام به عنوان اختیار

صاحبان سهام شرکت ها دارندگان حقوق باقی مانده شرکت هستند بدین معنا که پس از بازپرداخت کلیه دیون و تعهدات آنچه باقی می ماند به آنها تعلق دارد. هنگام انحلال شرکت کلیه جریان های نقدی ذی نفعان تقسیم می شود و آخرین گروهی که قادرند مازاد دارایی‌ها را دریافت نمایند سهامداران هستند. با این ملاحظات، سهامداران دارای توان محدودی در گرفتن حقوق شان هستند و هنگام انحلال اگر ارزش شرکت کم‌تر از ارزش بدهی ها باشد سرمایه گذاری صاحبان سهام صفر خواهد شد. در هنگام انحلال شرکت مبلغ قابل پرداخت به سهامداران در شرایط زیر:

اگر $V > D$ باشد: $V - D =$ عایدی سهامداران در انحلال

اگر $V < D$ باشد: $o =$ عایدی سهامداران در انحلال

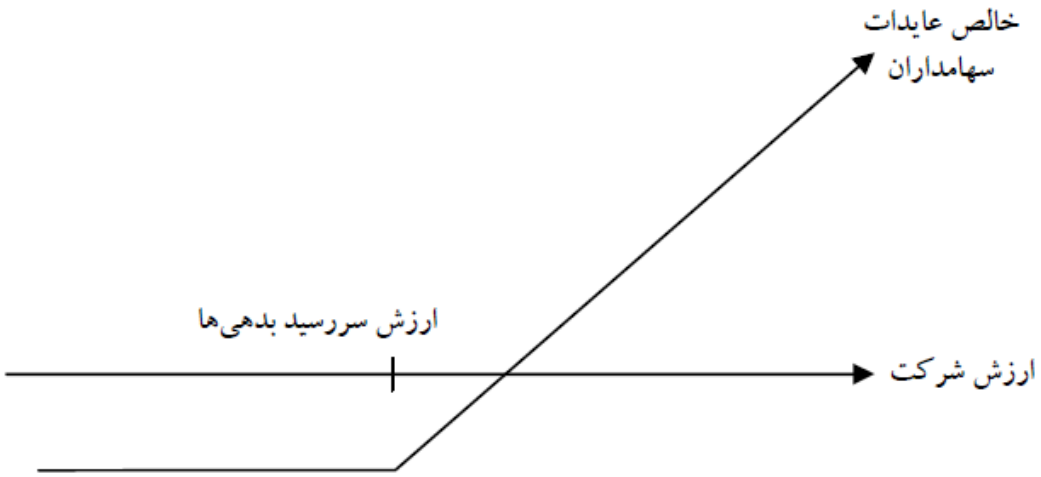
خواهد بود. در حالیکه

$V =$ ارزش انحلال شرکت

$D =$ ارزش روز بدهی ها و سایر تعهدات شرکت

www.Prozhe.com

در چنین حالتی می توان سهامداران را به عنوان دارنده اختیار خرید شرکت از بستانکاران تلقی کرد که می توانند با انحلال شرکت و بازپرداخت دیون به ارزش روز اختیار خود را اعمال نمایند. کل شرکت به عنوان دارایی تضمین شده (دارایی پایه) پس از بازپرداخت بدهی‌ها (به ارزش توافقی) قابل واگذاری و انحلال است، این حق انحلال می‌تواند برای سهامداران عایدی بوجود آورد که به آن عادی اختیار انحلال می‌گوییم. در شکل زیر اختیار خرید شرکت از بستانکاران ترسیم شده است:



نمودار 3. عایدات صاحبان سهام به عنوان اختیار

اهمیت توانایی سهامداران

هنگامی که حق صاحبان سهام را در شرکت‌های دارای بحران مالی (که مقدار بدهی زیادی دارند) به عنوان اختیار معامله تعریف می کنیم مقصودمان شرکت‌هایی است که در بازارهای مالی قابل معامله خواهند بود. هنگامی که سخن از ارزشیابی شرکت‌های خصوصی به میان می آید توان سهامداران محدود نیست. در واقع صاحبان شرکت‌های خصوصی مالکان مستقیم کل دارایی ها هستند و هنگامی که این شرکت ها با مشکلات مالی مواجه می‌شوند آنها این قدرت را دارند تا ریسک موجود را پوشش دهند. بنابراین در ارزشیابی چنین شرکت‌هایی نمی توان حق صاحبان سهام را به عنوان اختیار خرید لحاظ کرد.

www.Prozhe.com

مثال (1) : ارزشیابی حقوق صاحبان سهام با اختیار معامله: شرکت (الف)

فرض کنید شرکت (الف) دارای 100 میلیارد تومان دارایی است. انحراف استاندارد ارزش دارایی های شرکت 40٪، ارزش روز بدهی های آن 80 میلیارد تومان (اوراق قرضه با نرخ بهره صفر و تاریخ سررسید 10 ساله) و نرخ اوراق قرضه بلند مدت نیز 10٪ (10 ساله) است. در صورتی که بخواهیم ارزش شرکت را به عنوان یک اختیار خرید ارزشیابی نماییم خواهیم داشت:

ارزش دارایی تضمین شده = S = ارزش شرکت = 100 میلیارد تومان

قیمت توان یا اعمال = K = ارزش روز بدهی ها = 80 میلیارد تومان

عمر اختیار معامله = t = مدت بدهی = 10 ساله

واریانس ارزش دارایی تضمین شده = σ^2 = واریانس ارزش شرکت = 0/16

نرخ بهره بدون ریسک = r = نرخ اوراق بلند مدت = 0/10

براساس این داده ها می توان با استفاده از مدل قیمت گذاری بلاک و شولز ارزش حقوق صاحبان سهام را به عنوان اختیار خرید برآورد نمود:

$$d_1 = ۱/۵۹۹۴ \qquad N(d_1) = ۰/۹۴۵۱$$

$$d_2 = ۰/۳۳۴۵ \qquad N(d_2) = ۰/۶۳۱۰$$

$$\text{ارزش اختیار خرید} = ۱۰۰(۰/۹۴۵۱) - ۸۰e^{(-۰/۱۰)(۱۰)}(۰/۶۳۱۰) = ۷۵/۹۴$$

می بینید که ارزش حقوق صاحبان سهام به عنوان اختیار خرید از بستانکاران 75/94 میلیارد ریال به دست آمد. چون ارزش دارایی ها 100 میلیارد ریال است بنابراین ارزش بدهی های از معادله زیر به دست می آید:

$$\text{ارزش بدهی ها} = ۱۰۰ - ۷۵/۹۴ = ۲۴/۰۶$$

www.Prozhe.com

چون بدهی های شرکت 10 ساله و با نرخ بهره صفر است بنابراین نرخ بهره اوراق قرضه بـه ارزش روز براساس معادله زیر بدست می آید.

$$\text{نرخ بهره بدهی ها} = \left(\frac{۸۰}{۲۴}\right)^{۱/۱۰} - ۱ = \%۱۲/۷۹$$

با توجه به این که نرخ بهره بلند مدت 10٪ است پـس شـکاف بـین نـرخ بهـره اوراق قرضـه شـرکت و اوراق قرضه بدون ریسک 2/79٪ است که به عنوان صرف ریسک محسوب خواهد شد.

ارزش شرکت و ارزش حقوق صاحبان سهام

هنگامی که از ارزشیابی اختیار معامله برای شرکت های دارای بحران مالی استفاده می کنیم بـین ارزش شرکت (S) و ارزش حقوق صاحبان سهام به عنوان اختیار انحـلال (c) رابطـه مسـتقیم وجـود دارد. در مدل تنزیل جریان های ورودی هنگامی گفته می شود که شـرکت بـی ارزش اسـت کـه مقـدار بـدهی آنقدر باشد که توان ایجاد جریان های نقدی برای صاحبان سهام میسـر نگـردد. در مـدل اختیـار معاملـه (انحلال) نیز این فرض حاکم است، ولی هنگامیکه ارزش روز دارایی های شرکت افـت مـی نمایـد بـه همان میزان(با مقدار کمی تفاوت) ارزش حقوق صاحبان و ارزش بدهی ها افت خواهد کرد.

مثال (2): ارزش شرکت و ارزش حقوق صاحبان سهام: شرکت الف

مثال قبلی را به یاد آورید: فرض کنید که ارزش شرکت بـه 50 میلیـارد تومـان کـاهش یابـد. بـا همـان مفروضات قبلی (و سطح بدهی 80 میلیارد تومانی) پارامترهای ارزشیابی سهام به عنوان اختیار انحلال به شرح زیر است:

$S = ۵۰$

$K = ۸۰$

$t = ۱۰$

$\sigma^۲ = \%۱۶$

$r = \%۱۰$

www.Prozhe.com

براساس این اطلاعات و با استفاده از مدل بلاک و شولز ارزش اختیار انحلال به صورت زیر به دست می آید:

$$d_۱ = ۱/۰۵۱۵ \qquad N(d_۱) = ۰/۸۵۳۴$$

$$d_۲ = ۰/۲۱۳۵ \qquad N(d_۲) = ۰/۴۱۵۵$$

$$\text{ارزش اختیار خرید} = ۵۰(۰/۸۵۳۴) - ۸۰e^{(-۰/۱۰)(۱۰)}(۰/۴۱۵۵) = ۳۰/۴۴$$

می بینید که ارزش اختیار سهامداران از 75/94 میلیارد ریال به 30/44 میلیارد ریال افت می نماید پس بدهی ها نیز از 24/06 به 19/56 کاهش خواهد یافت.

$$\text{ارزش بدهی ها} = 50 - 30/44 = 19/56$$

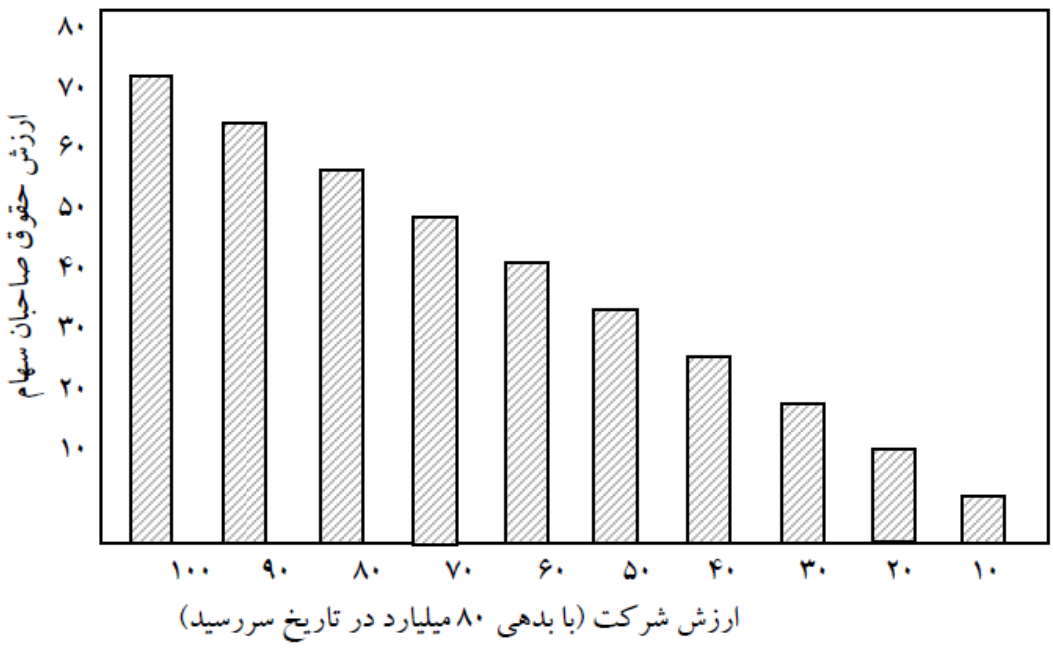
چون بدهی های شرکت 10 ساله و با نرخ بهره صفر است بنابراین نرخ بهره اوراق قرضه به ارزش روز براساس معادله زیر حاصل می شود:

$$\text{نرخ بهره بدهی ها} = \left(\frac{۸۰}{۱۹/۵۶}\right)^{۱/۱۰} - ۱ = \%۱۵/۱۲$$

با توجه به این که نرخ بهره بلندمدت 10٪ است بنابراین شکاف بین نرخ بهره اوراق قرضه شرکت و اوراق قرضه بدون ریسک 5/12٪ خواهد بود.

در مقایسه با صرف ریسک مثال قبل (2/79٪) این مقدار در حدود 2/33٪ افزایش یافته است. نمودار زیر رابطه ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت را نشان می دهد:

www.Prozhe.com

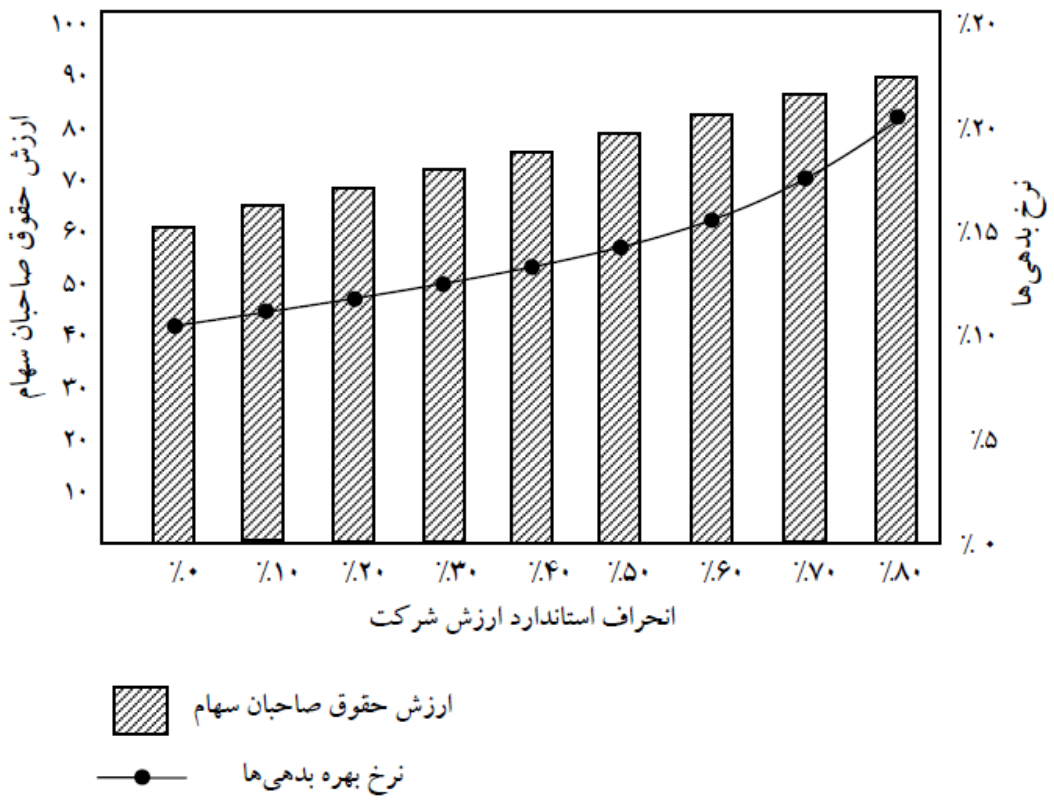


نمودار 4. رابطه ارزش حقوق صاحبان سهام و تغییر در ارزش شرکت

ارزش حقوق صاحبان سهام و ریسک

در مدلهای سنتی ارزشیابی، ریسک زیاد معمولاً باعث کاهش شدید ارزش می‌شود. هنگامی که حقوق صاحبان سهام را به روش اختیار انحلال ارزشیابی می‌کنیم دیگر انتظار نداریم که روابط مدل‌های سنتی حاکم باشد. اگر ریسک را به عنوان تغییرپذیری در ارزش شرکت تعریف نموده و با انحراف استاندارد ارزش شرکت نشان دهیم، هنگامی که شرکت در بحران مالی قرار داد این ریسک ها میتواند باعث افزایش حقوق صاحبان سهام شود. اگر در مثال قبل همه مفروضات (از جمله قیمت سهام) را ثابت فرض نماییم، با افزایش انحراف استاندارد، ارزش حقوق صاحبان سهام افزایش خواهد یافت، از طرف دیگر نرخ بدهی ها نیز بیشتر خواهد شد.

www.Prozhe.com



نمودار 5. رابطه ارزش حقوق صاحبان سهام، انحراف استاندارد و ارزش شرکت

احتمال ناتوانی در بازپرداخت بدهی ها

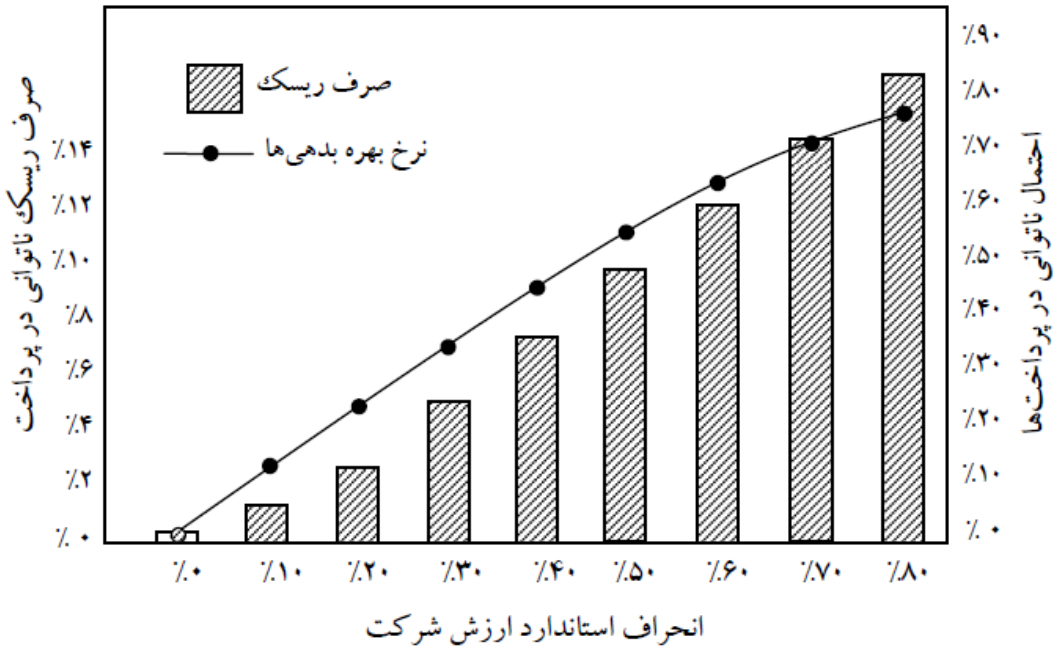
یکی از جالب ترین داده های مدل قیمت گذاری اختیار معامله احتمال ناتوانی در بازپرداخت بدهی ها است که با محاسبه ارزش شرکت بدست می آید. در مدل بلاک و شولز ارزش را می توان از ؟ برآورد نمود. هنگامی که ؟ باشد احتمال ریسک خنثی است زیرا ارزش شرکت بیشتر از ارزش بدهی ها در تاریخ سررسید خواهد شد:

$$\text{احتمال ریسک ناتوانی در بازپرداخت} = ۱ - N(d_۲)$$

علاوه بر این، نرخ بهره بدهی ها اجازه میدهد تا برآوردی تقریبی از صرف ریسک بدست آید. در مثال قبلی احتمال ناتوانی در بازپرداخت ها را از طریق ؟ برآورد کرده و میزان فاصله نرخ بهره بدون ریسک با نرخ اوراق قرضه شرکت را تحت عنوان صرف ریسک ناتوانی در بازپرداخت ها تعریفکردیم. در

www.Prozhe.com

نمودار زیر احتمال ناتوانی در بازپرداخت ها با افزایش انحراف استاندارد ارزش شرکت به شدت افزایش می یابد و صرف ریسک ناتوانی در بازپرداخت به همان تناسب زیاد می شود.



نمودار 6. رابطه صرف ریسک، انحراف استاندارد ارزش و احتمال ناتوانی در بازپرداخت ها

برآورد ارزش حقوق صاحبان سهام از روش اختیار انحلال

مثال‌هایی که تاکنون برای کاربرد روش قیمت گذاری اختیار خرید در شرکت های دارای بحران مالی بکار رفته است تابع مفروضات مدل بلاک و شولز می باشد. در ارزشیابی شرکت های دارای بحران مالی مفروضات دیگری نیز به کار می رود. فرض کنید در ارزشیابی سهام مفروضات زیر برقرار باشد:

- دو گروه عمده ذی نفعان شرکت شامل بستانکاران و صاحبان سهام می باشد.
- شرکت اقدام به انتشار بدهی می کند و می تواند در هنگام سررسید آنها را بازپرداخت نماید.
- بدهی ها از نوع اوراق قرضه با کوپن صفر می باشد و صور دیگراوراق قرضه (اوراق قابل تبدیل، اوراق قابل فروش و...) نداریم.
- ارزش شرکت و واریانس ارزش شرکت قابل برآورد است.

www.Prozhe.com

هریک از مفروضات فوق دارای منطق خاصی هستند. اولاً تقسیم بندی ذی نفعان به دو گروه بستانکاران و سهامداران به دلیل ساده شدن ارزشیابی انجام شده است. در عمل شاید ذی نفعان را بتوان بصورت انفرادی مورد بررسی قرار داد ولی برای ساده شدن کار این مفروضه به کار می رود. دوماً فرض کردیم که اوراق با کوپن صفر است زیرا این اوراق تقریباً شبیه با اشکال اختیار خرید سهام در مدل بلاک و شولز است. سوماً چون بدهی ها از نوع اوراق با نرخ کوپن صفر هستند بنابراین صاحبان سهام قادرند تا در تاریخ سررسید آنها را اعمال نمایند و شرکت را منحل کنند. چهارماً هنگامی که ارزش شرکت و واریانس آنرا برآورد می کنیم چون بدهی ها را نمی توان به ارزش روز در بازاری قابل معامله به نقد تبدیل کرد پس از مدل قیمت گذاری اختیار معامله در این شرایط استفاده می شود.

در آخر بین ارزش بدهی ها، حقوق صاحبان سهام و انحراف استاندارد ارزش شرکت روابطی وجود دارد که از طریق آن می توان بصورت روشن ناتوانی در بازپرداخت و صرف ریسک را برآورد نمود.

داده های مورد نیاز ارزشیابی

هنگامی که می خواهیم بصورت کاربردی شرکت های بحرانی را ارزشیابی کنیم ممکن است با داده هایی که در این فصل به بررسی آثار هریک پرداخته ایم (مثلاً اوراق قرضه با کوپن صفر به عنوان منبع تامین مالی) سروکار نداشته باشیم.

اما نکته قابل توجه این است که بیشتر بحران های مالی از حیث ماهیت به یکدیگر شبیه اند و فقط ممکن است نوع شکل گیری بحران مالی تفاوت داشته باشد. در ابتدای فصل بطور مختصر درباره شرکت های دارای بحران مالی که دارایی های موجودشان می توانست قابلیت استمرار در عملیات را فراهم کند مطالبی ارائه شد. در این بخش به نحوه ارزشیابی شرکت های دارای بحران مالی با رویکردی کاربردی پرداخته می شود. مهمترین داده هایی که در ارزشیابی شرکت‌های دارای بحران مالی باید تهیه شود عبارتند از:

www.Prozhe.com

1. ارزش شرکت
2. واریانس ارزش شرکت (معیار نوسان پذیری)
3. سررسید بدهی ها
4. ارزش بدهی در تاریخ سررسید

با این داده ها قادر خواهیم بود که ارزش حقوق صاحبان سهام را با در نظر گرفتن بحران مالی برآورد نماییم.

ارزش شرکت

ارزش شرکت را می توان به طریق بدست آورد. در اولین روش فرض می شود که حقوق صاحبان سهام و بدهی ها در بازارهای قابل معامله، دادوستد خواهد شد پس می توان مجموع ارزش روز بدهی ها و حقوق صاحبان سهام را به عنوان ارزش کل شرکت در نظر گرفت. مدل قیمت گذاری اختیار معامله می تواند با تخصیص مجدد ارزش شرکت بین بدهی ها و حقوق صاحبان سهام بکار رود. این روش بسیار ساده ای است و ماهیتاً با روش بکارگیری ما ناسازگاری دارد. در واقع ابتدا مجموعه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و بدهی ها را در مدل قرار می دهیم و در آخر نتایج متفاوتی از ارقام بدهی ها و حقوق صاحبان سهام بدست می آوریم، بنابراین استفاده از این روش ضعف ریاضی دارد.

در روش دوم، ابتدا ارزش بازار دارایی های شرکت را از طریق تنزیل جریانهای ورودی مورد انتظار با نرخ هزینه سرمایه مناسب برآورد می کنیم. در این حالت باید همواره در ذهن خود این نکته را لحاظ کنیم که استفاده از روش قیمت گذاری اختیاری با فرض اختیار در انحلال شرکت بکار می رود. در این حالت امکان دارد ارزش شرکت با احتساب سرمایه گذاری های آتی بیش از ارزش در حالت اختیار انحلال باشد زیرا هزینه های انحلال نیز در آن نهفته است. اگر شرکت را از طریق تنزیل

www.Prozhe.com

جریانهای ورودی مورد انتظار برآورد می کنیم بهتر است که فقط سرمایه گذاری های موجود را ارزشیابی کنیم نه انحلال شرکت را.

از حیث فنی، ارزش این شرکت ها با رشد ثابت بدست می آید چون نرخ سرمایه گذاری جدید (به دلیل مشکلات نقدینگی و کسری شدید سرمایه در گردش) صفر است. در این روش مشکل اساسی تاثیر بحران مالی بر درآمدهای عملیاتی است و ارزشی که از طریق درآمدهای عملیاتی جاری بدست می آوریم ممکن است بسیار کم برآورد شود.

در روش سوم نسبت درآمد به ارزش را با در نظر گرفتن سلامت مالی در کسب و کارهای مشابه و صنعتی که شرکت درآن فعال است برآورد می کنیم. با فرض آنکه شرکت پتانسیل هایی دارد که خریداران بهای درستی برای آن پرداخت می نمایند ارزش انحلال را برآورد می کنیم. دراین روش، هدف برآورد میزان پرداختی خریداران خواهد بود. (پتانسیل ارزش هنگام انحلال)

واریانس ارزش شرکت

اگر در بازارهای نوظهور بدهی ها و حقوق صاحبان سهام قابل معامله باشد، می توان بصورت مستقیم واریانس ارزش شرکت را بدست آورد. در این روش σ_e و σ_d به ترتیب واریانس قیمت سهام و قیمت بدهیها خواهد بود و W_e و W_d به ترتیب وزن هریک از حقوق صاحبان سهام و بدهی ها در مجموع دارایی هاست. با فرض ترکیب منابع مالی به دو گروه بدهی و حقوق صاحبان سهام، واریانس کل برابر خواهد بود یا:

$$\sigma_f^2 = W_e^2\sigma_e^2 + W_d^2\sigma_d^2 + 2W_e W_d \rho_{ed}\sigma_e\sigma_d$$

در این معادله ρ_{ed} همبستگی قیمت سهام و قیمت بدهی هاست. هنگامی که بدهی ها در بازارهای نوظهور قابل معامله نباشد می توان واریانس سایر بدهی های مشابه و قابل معامله در بازار سهام را محاسبه و همبستگی آنرا با قیمت سهام شرکت محاسبه نمود. معمولاً در شرکت هایی که با مشکلات

www.Prozhe.com

مالی مواجه اند، بکارگیری این روش تا حدودی گمراه کننده است زیرا ممکن است نسبت تغییرات قیمت سهام را نتوان با بدهی شرکت‌های مشابه مقایسه کرد.

بهتر است برای افزایش قابلیت اتکا، میزان واریانس ارزش شرکت را در سایر شرکت‌های فعال در صنعت برآورد نماییم. در این حالت قادر خواهیم بود ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مشکل دار را با متوسط واریانس شرکت‌های کل صنعت (که قابل معامله می باشند) برآورد نماییم. در شرکت های ایرانی شرایط تغییرپذیری بدهی ها بسیار متفاوت از سایر شرکت های بین المللی است. در ایران هنوز انتشار اوراق قرضه (شبیه به اوراق مشارکت) به عنوان منبع تامین مالی در فرهنگ شرکت ها رایج نیست. بنا به نوع تامین مالی، بیشتر منابع مالی بیرونی را می توان در گروه های تسهیلات مالی دریافتی از بانک ها، نگهداری منابع مالی از طریق حساب های پرداختی و ذخیره کردن مزایای کارکنان طبقه بندی نمود. ریسک (نوسان پذیری) تسهیلات مالی دریافتی از بانک ها به نرخ تسهیلات (که تابعی از تورم است) بستگی دارد. تامین مالی با حساب های پرداختی به نوع رابطه با بستکانکاران (شرایط بازار کالا و خدمات) وابسته است و نهایتاً میزان ذخیره مزایای پایان خدمت (به عنوان منبع انباشت مالی) بستگی به نرخ تغییرات دستمزد درآینده دارد. برآورد این تغییرات را می توان واریانس کل بدهی ها دانست.

سررسید بدهی ها

در مدل قیمت گذاری اختیار معاملات فقط می توانیم یک دوره معی زمانی را به عنوان تاریخ سررسید بدهی ها لحاظ کنیم این دوره زمانی همان تاریخ انقضا (مدت زمان سررسید بدهی ها) خواهد بود. یکی از راههای مناسب و عملی برای بدست آوردن تاریخ انقضای بدهی ها استفاده از دیرش است. با استفاده از میانگین موزون دیرکرد بدهی ها قادریم تاریخ انقضا را به دست آوریم. معمولاً نرخ بدهی ها

www.Prozhe.com

در تاریخ سررسید با این فرض برآورد می شود که تا پایان سررسید بدهی ها نگهداری خواهد شد. این نرخ ممکن است به دلیل تغییرات نرخ بهره (ماهیانه، سالیانه و...) تغییر نماید.

حساسیت قیمت بدهی ها به تغییرات نرخ بهره با دیرش اندازه گیری می شود:

$$D = \frac{\sum \frac{nc_i}{(1+i)^n}}{\sum \frac{c_i}{(1+i)^n}}$$

در این معادله:

D = دیرش

c_i = جریان خروجی (کوپن اوراق قرضه)

i= نرخ بهره بدهی ها

n= تاریخ سررسید بدهی ها

براساس معادله دیرش می‌توان میانگین موزون دیرش مجموع بدهی های شرکت را برآورد کرد و در قیمت گذاری اختیاری استفاده نمود. هنگامی که اوراق با کوپن صفر داریم دیرش و تاریخ سررسید برابر است اما هنگامی که اوراق دیگری داریم دیرش همواره کم تر از سررسید است. معمولاً دیرش اوراق قرضه با کوپن صفر برابر با تاریخ سررسید است یعنی $n = D$، اما برای سایر اوراق D کم‌تر از n خواهد بود $(n > D)$.

ارزش بدهی ها در سررسید

بدهی ها در تاریخ انقضا دارای ارزشی هستند. بسته به نوع بدهی ها ارزش آنها در تاریخ انقضا برآورد می شود. هنگامی که فرض کنیم کل بدهی های شرکت از نوع اوراق قرضه با نرخ کوپن صفر است می توان با برآورد نرخ بازده هر دوره ارزش بدهی ها در تاریخ سررسید را برآورد کرد. در این روش

www.Prozhe.com

می‌توانیم اصل و فرع بدهی ها را به عنوان درصدی از ارزش شرکت در نظر بگیریم. بنابراین هرسالی که شرکت بتواند به فعالیت خود ادامه دهد به دلیل انتظار بازپرداخت اصل و فرع بدهی‌ها، ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

مثال (3): ارزشیابی حقوق صاحبان سهام از طریق مدل اختیار انحلال: یوروتونل 1997

شرکت یوروتونل سازنده انواع مختلف تونل ها و راهسازی در کشور انگلستان و فرانسه است. در سال 1990 این شرکت با اینکه در ساخت تونل ها آمادگی زیادی داشت اما در کسب و کار موفق نبود و باعث شد تا ارزش دفتری شرکت در ابتدای سال 1998 به دلیل زیانهای مکرر به 117- میلیون دلار برسد. شرکت در 1997 سود قبل از بهره و مالیات را 3/45-، سود خالص را 611- در سطح درآمدهای 456 میلیون دلاری گزارش کرده است. در سال 1997 میزان تعهدات شرکت که جهت تامین مالی تونل ها بود بیش از 5000 میلیون دلار بود. بهره پرداختی مورد انتظار بدهی ها در آن تاریخ 8865 میلیون دلار بوده است. در جدول زیر خلاصه ای از بدهی ها و ارزش سررسید بهمراه تاریخ انقضای آن ارائه شده است:

جدول 1. بدهی ها و دیرش: یوروتونل

نوع بدهی	ارزش سررسید (شامل بهره‌های انباشته)	دیرش(سال)
کوتاه مدت	۹۳۵	۰/۵
۱۰ ساله	۲۴۳۵	۶/۷
۲۰ ساله	۳۵۵۵	۱۲/۶
بلند مدت	۱۹۴۰	۱۸/۲
کل	۸۸۶۵	۱۰/۹۳

www.Prozhe.com

تنها مزیت شرکت آن بود که دارایی های مناسبی تحت مالکیت داشت. برای برآوردن ارزش حقوق صاحبان سهام از طریق برآورد جریان های ورودی با نرخ تنزیل تقریبی از مفروضات زیر استفاده شده است:

- درآمدها طی 5 سال با رشد 10٪ رشد می کنند و پس از آن با نرخ 0/03 درصدی و بصورت مستمر افزایش می یابند.
- در سال 1997 قیمت تمام شده کالای فروش رفته 0/72 درآمدها بوده که پیش‌بینی می‌شود در سال 2002 نسبت قیمت تمام شده کاهش یافته و به 0/60 درآمدها تقلیل یابد.
- درآخرین سال مالی مخارج سرمایه‌ای 45 میلیون دلار و استهلاک آن 137 میلیون دلار است. مخارج سرمایه ای و استهلاک طی 5 سال آتی با رشد 3٪ پیش بینی شده و پس از آن فرض می‌شود که مخارج سرمایه ای از طریق استهلاک انباشته تامین شود.
- نیاز به سرمایه در گردش وجود ندارد.
- در پایان سال 1997 نسبت بدهی 95/35٪ است و پیش بینی می شود در سال 2002 به 70٪ در سال تقلیل یابد.
- هزینه سرمایه بدهی ها برای 5 سال اول پیش بینی 10٪ و پس از آن تا نرخ 8٪ ثابت خواهد ماند.
- بتای سهام شرکت برای 5 سال اول پیش بینی عدد 2 برآورد شده است و پس از آن 0/8 خواهد شد.
- نرخ اوراق قرضه بلندمدت در ارزشیابی 0/06 و مالیات ان 0/35 است. براساس این مفروضات جریان‌های ورودی مورد انتظار در جدول (2) ارائه شده است.

براساس این جدول، ارزش کل دارایی های شرکت 2278 میلیون دلار برآورد شده است.

www.Prozhe.com

برای بدست آوردن داده های لازم، نیاز به برآورد انحراف استاندارد ارزش شرکت داریم. علیرغم آنکه شرکت مشابهی مانند یوورتونل در صنعت مورد نظر پیدا نشد بنابراین از داده های تاریخی (سال گذشته) شرکت استفاده شد:

انحراف استاندارد قیمت سهام یوروتونل $(\mathrm{Ln}) = ۴۱\%$

انحراف استاندارد قیمت اوراق قرضه یوروتونل $(\mathrm{Ln}) = ۱۷\%$

جدول 2. ارزش شرکت: یوروتونل

	۱	۲	۳	۴	۵	سال نهایی
درآمدها	۵۰۱/۶۰	۵۵۱/۷۶	۶۰۶/۹۴	۶۶۷/۶۳	۷۳۴/۳۹	۷۵۶/۴۲
- قیمت تمام شده	۳۶۱/۱۵	۳۸۰/۷۱	۴۰۰/۵۸	۴۲۰/۵۸	۴۴۰/۶۴	۴۵۳/۸۵
- استهلاک	۱۴۱/۱۱	۱۴۵/۳۴	۱۴۹/۷۰	۱۵۴/۱۹	۱۵۸/۸۲	۱۶۳/۵۹
EBiT =	(۰/۶۶)	۲۵/۷۰	۵۶/۶۵	۹۲/۸۳	۱۳۴/۹۴	۱۳۸/۹۸
EBiT×t	۰	۹	۱۹/۸۳	۳۲/۴۹	۴۷/۲۳	۴۸/۶۴
EBiT(1-t)	(۰/۶۶)	۱۶/۷۱	۳۶/۸۳	۶۰/۳۴	۸۷/۷۱	۹۰/۳۴
+ استهلاک	۱۴۱/۱۱	۱۴۵/۳۴	۱۴۹/۷۰	۱۵۴/۱۹۰	۱۵۸/۸۲	۱۶۳/۵۹
- مخارج سرمایه‌ای	۴۶/۳۵	۴۷/۷۴	۴۹/۱۷	۵۰/۵۶	۵۲/۱۷	۱۶۳/۵۹
- تغییر در سرمایه درگردش	۰	۰	۰	۰	۰	۰
FcFF =	۹۴/۱۰	۱۱۴/۳۱	۱۳۷/۳۶	۱۶۳/۸۹	۱۹۴/۳۶	۹۰/۳۴
ارزش استمرار عملیات					۲۴۰۲/۶۶	
ارزش فعلی	۸۷/۹۵	۹۹/۸۶	۱۱۲/۱۶	۱۲۵/۰۸	۱۸۵۲/۶۷	
ارزش شرکت	۲۲۷۷/۰۷۸					

* هزینه سرمایه ۰/۰۶۹۹ است.

برای برآورد همبستگی میان قیمت سهام و قیمت اوراق قرضه از متوسط نسبت سرمایه به بدهی (به ارزش بازار) طی دو سال گذشته استفاده شد، نرخ مزبور 85٪ بوده است. همبستگی بدست آمده 50٪ بوده که با استفاده از این داده ها:

$$\sigma_f^۲ = (۰/۱۵)^۲(۰/۱۴)^۲ + (۰/۸۵)^۲ + (۰/۱۷)^۲ + ۲(۰/۱۵)(۰/۸۵)(۰/۵)(۰/۴۱)(۰/۱۷)$$
$$= ۰/۰۳۳۵$$

www.Prozhe.com

ریسک (نوسان پذیری) شرکت برآورد شده است. خلاصه ای از اطلاعات مورد نیاز در ارزشیابی در زیر ارائه شده است:

S= ارزش دارایی های تضمین شده = ارزش شرکت = 2278

K = قیمت اعمال = ارزش سررسید بدهی ها = 8865

t = عمر انقضا = میانگین موزون دیرش بدهی ها = 10/93

σ^2 = واریانس ارزش دارایی های تضمین شده= واریانس ارزش کل شرکت = 0/0335

r = نرخ بازده بدون ریسک = نرخ اوراق قرضه بلند مدت = 6٪

براساس این اطلاعات، ارزش اختیار انحلال شرکت بدست آمده است:

$$d_1 = ۰/۸۵۸۲ \qquad N(d_1) = ۰/۱۹۵۵$$

$$d_2 = -۱/۴۶۳۷ \qquad N(d_2) = ۰/۰۷۱۷$$

$$\text{ارزش اختیار خرید} = ۲/۲۷۸(۰/۱۹۵۵) - ۸/۸۶۵e^{(-۰/۰۶)(۱۰/۹۳)}(۰/۷۱۷) = ۱۱۶$$

شرکت یوروتونل در سال 1997، 150 میلیون دلار معامله شد. عوامل گوناگونی که در مدل قیمت گذاری اختیار معامله برای انحلال شرکت موثرند می‌تواند در طی زمان تغییر کنند. افزایش یا کاهش حاشیه سود عملیاتی، مالیات، دیرش بدهی ها و واریانس ارزش شرکت بر آینده آن اثر گذارند بنابراین با تغییر در هر یک از عوامل فوق امکان دارد ارزش تحت تاثیر قرار گیرد.

تضاد منافع سهامداران و اعتبار دهندگان

مدیران، سهامداران و اعتبار دهندگان اهداف متفاوتی با یکدیگر دارند و منشا مساله نمایندگی این تفاوت در اهداف است. سهامداران تمایل دارند که شرکت در دارایی های پر ریسک تر (و پر بازده تر) سرمایه گذاری نماید در حالیکه اعتبار دهندگان از سرمایه گذاری شرکت ها در فعالیتهای ریسکی

www.Prozhe.com

هراس دارند. تضاد منافع سهامداران و اعتبار دهندگان را میتوان در مثالهای قیمت گذاری اختیار معامله نیز نشان داد.

مثال (4): سرمایه گذاری در دارایی های ریسکی: شرکت الف

شرکت (الف) را بیاد آورید. اطلاعات این شرکت در زیر ارائه شده است:

- ارزش دارایی های شرکت = 100 میلیون ریال
- ارزش بدهی های شرکت = 80 میلیون ریال
- انحراف استاندارد ارزش = 40٪

با این داده ها، اختیار انحلال شرکت بصورت زیر برآورد شد:

ارزش حقوق صاحبان سهام	75/94
ارزش بدهی ها	24/04
ارزش شرکت	100

فرض کنید سهامداران فعلی می‌خواهند پروژه‌ای را که ریسک بالایی دارد اجرا کنند. NPV پروژه 2- میلیون ریال است و باعث می شود که انحراف استاندارد ارزش به 50٪ افزایش یابد. اطلاعات جدید برای ارزشیابی در زیر ارائه شده است:

$S = ۱۰۰ - ۲ = ۹۸$

$K = ۸۰$

$t = ۱۰$

$\sigma^۲ = \%۵۰$

$r = ۱۰$

با استفاده از مدل بلاک شولز، ارزش جدید به صورت زیر بدست می آید:

ارزش سهامداران شرکت	77/71
ارزش بدهی ها	20/29

www.Prozhe.com

ارقام نشان می دهند که پروژه ریسکی باعث کاهش ارزش شرکت و بدهی ها می شود اما حقوق صاحبان سهام را افزایش می دهد. این مثال نشان می دهد که بین منافع سهامداران و اعتبار دهندگان تضاد وجود دارد. سهامداران از نظر خود پروژه را موجه می دانند اما اعتبار دهندگان با اجرای این پروژه ریسکی با مخاطره مواجه می شوند.

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com

نتیجه گیری و پیشنهاد ها

رشد تابعی از عوامل کیفی و کمی است و می توان با سه روش تاریخی، بنیادی، و برآورد تحلیل گران آن را به دست آورد. برآورد رشد مستلزم تعیین میزان سرمایه گذاری های مجدد در دارایی های جدید و کیفیت این سرمایه گذاری ها است.

چون نمی توان تا ابد جریان های نقدی را بر آورد کرد، بنابراین باید در نقطه ای از زمان آن را متوقف نمود و با محاسبه ارزش استمرار عملیات یا (ارزش نهایی) ارزشیابی را به پایان رساند. برای محاسبه ارزش استمرار از روشهایی چون بر آورد ارزش تصفیه (انحلال) و روش های مقایسه ای استفاده می شود. اما رویکرد قوی تر برای ارزش استمرار عملیات رویکرد تنزیلی است. در این رویکرد باید به عناصر موثر در تعیین ارزش استمرار عملیات مانند رشد، رسیک و سرمایه گذاری مجدد توجه شود. این عناصر را باید با ویژگی های شرکت از نظر حوزه فعالیت، نوع تامین مالی و اهرم، بقا و پایداری و سایر متغیر های بنیادین مطابقت داد. رشد ثابت و مستمر دارای محدودیت های زیادی است. قضاوت درباره ی محدودیت های رشد همواره با سه مسئله ی اصلی روبرو است.حوزه فعالیت شرکت (داخلی یا بین المللی)، استفاده از نرخ های اسمی یا واقعی و تخمین جریان های نقدی بر اساس نرخ های جاری (تورم و بازده بدون ریسک). بدون بررسی این مسائل رشد ثابت آسب شدیدی خواهد دید. در مفروضات کلیدی، رشد، دوره زمانی برای رشد فوق العاده یا دوره مزیت رقابتی از متغیر های مهم به شمار می رود. در دوره انتقال از دوره رشد فوق العاده به رشد ثابت با سه سناریوی احتمالی مواجه می شویم که هر یک از این سناریوها در شرایط مختلفی بوجود می اید. این سناریوها می توانند در یافتن مدل ارشیابی موثر باشند.

هنگامی که شرکتی در بورس اوراق بهادار معامله نمی شود تنها جریان نقدی ورودی برای سهامداران از طریق سیاست تقسیم سود شرکت و با پرداخت سود نقدی بدست می آید. مدل تنزیل سود نقدی بر اساس مفروضات ساده ای استوار است و ارزش حقوق صاحبان سهام را ارزش فعلی مجموع سود های نقدی آتی می داند. مدل های تنزیل سود نقدی در دو و سه مرحله و مدل ارزش رشد از طریق الگوی H می باشند. این مدل ها را می توان با شرایط و مفروضات متفاوت بکار گرفت. این مدل ها دارای نارسایی های ضمنی هستند و برای شرکت هایی که تقسیم سودشان نازل بوده یا سیاست تقسیم سود نامشخصی دارند ناکارآمد است. آزمون های تجربی نشان داده اند که تحلیل گران ارزش زیادی برای سود و سود نقدی کوتاه مدت قایل اند اما دارای P/E پایین تر و شرکت هایی که نسبت پرداخت کمتری دارند P/E بالاتری دارند.

www.Prozhe.com

در ضرایب مقایسه ای از طریق قیمت دارایی مشابه، دارایی مورد نظر را ارزشیابی می نمائیم. در این روش برای استاندارد کردن قیمت سهام از متغیر هایی مثل سود، ارزش دفتری و فروش استفاده می کنیم. در این روش قیمت ها استاندارد می شوند و قابلیت مقایسه را خواهنهد داشت. برای ارزشیابی باید چهار گام را طی کرد:

1- تعریف یا ثبات و یکنواختی ضرایب

2- نحوه توزیع ضراوب در بازار

3- تعیین متغیر های بنیادی اثرگذار بر ضرایب

4- تعیین شرکت های قابل مقایسه و تعدیل تفاوت آنها در متغیر های بنیادی

همچنین چهار آزمون برای ضرایب مقایسه ای عبارتند از آزمون تعریف، آزمون توصیف، آزمون تحلیل، آزمون کاربرد. این چهار آزمون باعث می شوند. هر چند ارزشیابی مقایسه ای مزایایی دارد اما دارای معایبی نیز هست.

یکی از مهمترین مباحث ارزشیابی مربوط به ارتباط ارزشیابی مقایسه ای و مدل های تنزیل جریان های نقدی است. معمولا مدل های تنزیل جریان نقدی از متغیرهای بنیادی مالی برای تعیین ارزش استفاده می کنند. بنابراین لازم است که نقش هر یک از عوامل موثر بر ارزش را در مقایسه با مدل های ارزشیابی مقایسه ای شناخته و اثر تغییر در آن عامل را درک کنیم.

معمولا تحلیل گران بازار سهام برای ارزشیابی دارایی ها یا تعیین ارزش سهام شرکت با روش های گوناگونی آشنا می شوند. این روش ها با یکدیگر تفاوت های مهمی دارند و نتایج آنها نیز با یکدیگر اختلاف فاحشی خواهد داشت. گزینش مدل ها و تکنیک های ارزشیابی بستگی به خصوصیات شرکت یا دارایی قابل ارزشیابی دارد. عواملی مانند سطح سود آوری، توانایی بالقوه برای رشد آتی، منابع رشد. ثبات اهرم مالی و ساست تقسیم سود تعیین کننده مدل ها هستند. تطبیق مدل ارزشیابی با خصوصیات و ویژگی شرکت ها مستلزم شناخت کافی از مدل های ارزشیابی و داده های لازم برای برآورد ها است. امروزه در ذهن بسیاری از مدیران نقش ارزش آفرینی و ارزش افزایی بسیار مهم است. افزایش جریان های نقدی، رشد مورد انتظار، مدت زمان غیر عادی و نهایتا کاهش هزینه های سرمایه چهار گزینه ای هستند که به بهبود ارزش کمک می کنند. برای ارزش آفرینی زمان نقش مهمی دارد. سرعت حصول نتایج و میزان کنترل بر فعالیتهای موجود در تصمیم گیری توسعه فعالیت های آتی عوامل تعیین کننده ای هستند.

مدیران در جستجوی ارزش آفرینی و ارتقای جایگاه شرکت اند و تصمیمات آنها می تواند صاحبان سهام را منتفع نماید.

www.Prozhe.com

درس هایی برای سرمایه گذاران و مدیران

قدرت انتظارات عامل تعیین کننده ای در تعیین ارزش است و هنگام بررسی اطلاعات جدید درباره شرکت ممکن است پتانسیل خطا افزایش یابد. چند نکته مهم درباره انتظارات وجود دارد.

- همواره در انتظارات آتی ریسک وجود دارد.
- در ارزشیابی شرکت های نوپا و تازه تاسیس باید به محرک های ارزش بیشتر توجه شود.

ارزشیابی براساس بنیه مالی شرکت ها بستگی به نوع شرکت های مورد تجزیه تحلیل دارد. سه گروه از شرکت ها وجود دارند که در ارزشیابی آنها با پیچیدگی بیشتری مواجه هستیم. اول شرکت هایی که زیان ده هستند. تحلیل گران براهمیت زمان سودآوری این شرکت ها تاکید دارند و به دوره های زیان و تبدیل آن به سود توجه می شود. از طریق نرمال سازی سود دوره جاری و دستیابی به حاشیه سود قابل استمرار و یا کاهش اهرم های مالی که فشار را به شرکت تحمیل می کنند، ارزش شرکت برآورد می شود. دومین گروه شرکت هایی هستند که نوپا و تازه تاسیس بوده و محدودیتهای اطلاعاتی از جمله نبود سوابق روشن در عملیات گذشته و تداوم سود دهی آنها باعث پیچیدگی در ارزشیابی می شود. پیدا کردن شرکت های قابل مقایسه و کمابیش فراهم کنند. سومین گروه شامل شرکت هایی است که منحصر به فرد هستند و تعداد شرکت های قابل مقایسه برای آنها محدود است یا آنکه اصلاً شرکت های شبیه به آنها وجود ندارد.

ارزشیابی هر سه گروه از شرکت های فوق از محدودیت های برآوردی رنج می برند. در اینجا چهارچوبی ارائه شده است که با استفاده از برخی از قواعد و امکانات بتوان اقدام به ارزشیابی شرکت های تازه تاسیس و نوپا نمود. عدم اطمینان نسبت به ورود جریان های آتی، رشد و حاشیه سود قابل استمرار باعث پیچیدگی ارزشیابی شرکت های نوپا می شود. عامل بقا و تداوم عملیات چنین شرکت هایی در هاله ای از ابهام است و طیف گسترده سرمایه گذاران از سرمایه گذاری در چنین شرکت هایی

www.Prozhe.com

بیزارند. در این فصل چشم اندازی از شرکت های نوپا و تازه تاسیس ارائه شد و چارچوبی فراهم شد تا با استفاده از مدل های متداول ارزشیابی آنها را انجام داد.

شرکت زیان آور و شرکت هایی که سود نازل دارند مورد بررسی قرار گرفت. پیامدهای زیان یا سودهای نازل غیرمتعارف در ارزشیابی شامل عدم برآورد درست نرخ رشد مورد انتظار، نرخ مالیات و ارزش استمرار عملیات (بقای شرکت) می باشد. معمولاً شرکت ها به دلیل مشکلات موقتی یا بلندمدت با زیان مواجه می شوند.در ارشیابی سهام معمولاً شرکت های زیان آور را به گروه های دارای مشکلات موقت، مشکلات چرخه اقتصادی، مشکلات ساختاری، مشکلات اهرمی و مشکلات بلندمدت عملیاتی تقسیم بندی می شود. این چارچوب در نمودار شماره (1) ارائه شده است. این چارچوب روش استفاده از متغیرهای مالی و استراتژیک را برای ارزشیابی شرکت‌های زیان آور نشان می دهد.

ارزش شرکت های مساله دار و دارای بحران مالی را می توان از روش اختیار خرید شرکت از بستکانکاران بدست آورد. معمولاً بحران مالی در شرکت ناشی از آشفتگی در موجودی ها و آشفتگی در جریان های نقدی است.

مدل بلاک و شولز می تواند در ارزشیابی اختیار انحلال شرکت مفید باشد. براساس این مدل؛ ارزش دارایی ها را به عنوان ارزش دارایی پایه در نظر می‌گیریم و با استفاده از منحنی نرمال می توانیم ارزش را به دست آوریم. دراینجا مثال هایی درباره انحلال شرکت و بازپرداخت بدهی ها ارائه گردید و روشی مناسب برای به دست آوردن احتمال ناتوانی در بازپرداخت وصرف ریسک بدهی ها ارائه شد.

www.Prozhe.com

منابع و ماخذ

1. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران (1386). استانداردهای حسابداری ایران، استاندارد شماره 21 (حسابداری اجاره ها). سازمان حسابرسی
2. سازمان بورس و اوراق بهادار
3. شرکت بورس اوراق بهادار تهران
4. بورس رشت
5. پایگاه اطلاع رسانی بازار سرمایه
6. شرکت فرابورس ایران
7. مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران

www.Prozhe.com

8. دایراه المعارف مالی و سرمایه گذاری

9. کتاب ارزشیابی سهام (روش ها و مدل ها)

10. کتاب مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک

www.Prozhe.com

www.Prozhe.com