

# مقایسه ی قیمت مورد انتظار با قیمت بازار سهام (صنایع مواد غذایی و آشامیدنی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

احمد احمدپور\*

محمود یحیی زاده فر\*\*

محمد رضا سرافراز یزدی\*\*\*

## چکیده:

از مهم ترین عوامل دستیابی به قیمت مورد نظر تخصیص بهینه ی منابع و به خصوص منابع مالی می باشد. بازار سرمایه مکانی است که در آن سهام به طور منطقی و عادلانه قیمت گذاری می شود. از این رو سؤال اصلی تحقیق حاضر این است که آیا قیمت بازار سهام گروه صنایع مواد غذایی و آشامیدنی به قیمت ذاتی آن نزدیک است؟ با توجه به این که قیمت هر دارایی مالی برابر با ارزش فعلی جریان نقدی آینده آن می باشد در این تحقیق، به منظور ارزشگذاری سهام از مدل ارزش فعلی و برای آزمون فرضیه، از روش «برابری متوسط قیمت بازار با ارزش فعلی سهام» استفاده شده است. نتایج به دست آمده نشان می دهد که قیمت بازار به ارزش فعلی نزدیک نمی باشد و به طور معنی داری با آن متفاوت است و می توان نتیجه گرفت که قیمت بازار سهام گروه مورد مطالعه از الگوی علمی و تئوریک تبعیت نمی کند و بین قیمت بازار با سودهای آتی سهام و سایر مزایای سهام رابطه ی سیستماتیک وجود ندارد.

## واژه های کلیدی:

قیمت مورد انتظار، قیمت بازار، سود تقسیمی، ارزش فعلی سهام، ارزش ذاتی

\* استاد یار گروه حسابداری دانشگاه مازندران

\*\* استاد یار گروه مدیریت دانشگاه مازندران

\*\*\* کارشناس ارشد رشته حسابداری

## ۱- مقدمه

در ادبیات مالی تئوری ها ، تحلیل های گوناگونی برای ارزشیابی اوراق بهادار وجود دارد . برای تعیین ارزش سهام همواره الگویی مناسب است که عوامل اصلی تعیین کننده ی قیمت سهام را در نظر داشته باشد. از دیدگاه سرمایه گذاری ، الگویی مناسب است که بتوان با آن وسیله، به بهترین شکل ارزش سهام را برآورد کرد. درخصوص تعیین قیمت سهام دو دیدگاه وجود دارد: گروهی تحت عنوان **تحلیل گران تکنیکی** عقیده دارند که از طریق تجزیه و تحلیل تکنیکی می توان به پیش بینی قیمت سهام در آینده پرداخت . این گروه می کوشند با بررسی الگوهای قیمت سهام در گذشته به پیش بینی بازده سهام بپردازند. . تحلیل گران تکنیکی اعتقاد دارند که قیمت سهام تقریباً روند گذشته را دنبال می کند؛ مگر در مواردی که در عرضه و تقاضای سهام تغییراتی ایجاد شود که در این صورت می توان از طریق الگوهای تکنیکی به پیش بینی قیمت سهام پرداخت. طرفداران تحلیل تکنیکی معتقدند که امکان محاسبه ارزش ذاتی سهام و اوراق قرضه وجود ندارد.

گروه دیگر **بنیادگراها** هستند. این گروه برای تحلیل و تعیین قیمت سهام از تجزیه و تحلیل بنیادی استفاده می کند. در این تحلیل فرض بر این است که سهام دارای ارزش ذاتی است. ارزش ذاتی هم بازده مورد انتظار و هم ریسک را در بر می گیرد. بیشتر صاحب نظران اقتصادی و مالی عقیده دارند که ارزش فعلی ، بهترین برآورد ارزش اقتصادی است . استدلال آن ها این است که این ارزش مستقیماً به جریان های نقدی مورد انتظار منافع آتی ارتباط دارد و هم چنین بعد زمانی ارزش پول رانیز در نظر می گیرد. در حقیقت ، ارزش ذاتی بهترین برآورد ارزش یک سهم باتوجه به مجموعه ی تمامی اطلاعات موجود در دسترس است . بنابراین تعیین ارزش ذاتی سهام مستلزم آن است که جریان های نقدی آینده آن سهام مشخص شود . هم چنین نرخ سرمایه گذاری نیز در تعیین ارزش ذاتی مطرح است.

این تحقیق در نظر دارد که قیمت بازار سهام عادی گروه صنایع غذایی و آشامیدنی در بازار بورس اوراق بهادار تهران را با نتایج به دست آمده از مدل ارزش فعلی مقایسه تا درجه ی تطابق این قیمت ها را ارزیابی کند. معیار مورد استفاده برای ارزیابی درجه ی تطابق ناشی از به کار گیری مفهوم ارزشی ذاتی است که بر اساس این مفهوم ارزش هر

سهام برابر ارزش فعلی عایدات آتی متعلق به هر سهم است. بر این اساس چنانچه سهام گروه فوق از مدل ارزش فعلی تبعیت کند قاعدتاً قیمت بازار باید با سود تقسیمی هر سهم و قیمت آتی، رابطه‌ی تنگاتنگ و سیستماتیک داشته باشد. تا مبین ارزش واقعی سهام (ارزش ذاتی) باشد.

## ۲- انواع مدل های قیمت گذاری سهام

### ۲-۱- مدل های عمومی:

هر سهم دو نوع جریان نقدی ایجاد می‌کند. اول سود سهام که به طور منظم (مثلاً سالانه) پرداخت می‌گردد و دوم قیمت فروش سهام در تاریخ واگذاری آن چنانچه سهام برای یک دوره‌ی طولانی نگهداری شود، ارزش فعلی قیمت آتی با توجه به افق زمانی کاهش می‌یابد و مقدار آن تقریباً برای مدت پنجاه سال یا صد سال صفر می‌شود (pandy, 2001) بنابراین، قیمت سهام در زمان صفر برابر با ارزش فعلی جریان سود سهام برای یک دوره‌ی نامحدود می‌باشد. بنابراین قیمت سهام طبق معادله‌ی زیر محاسبه می‌شود:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r)^t}$$

به طوری که  $P_0$  (ارزش فعلی سرمایه گذاری سهام عادی)  $Div$  (سود سهام پرداختنی در زمان  $t$  ام)  $r$  (نرخ بازده مورد انتظار)

مدل های مختلفی برای ارزشگذاری سهام با توجه به الگوی پرداخت سود سهام متفاوت وجود دارد.

این سیاست که شرکتی تمام سود کسب شده را به عنوان سود سهام نقدی به سهامداران خویش پرداخت کند، در اکثر اوقات مطلوب به نظر نمی‌رسد. شرکت‌ها همواره فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوبی دارند و یک مدیر کارآمد باید از فرصت‌های ایجاد شده استفاده کند و از این طریق ارزش شرکت را افزایش دهد. چنانچه شرکتی سود سهام را در یک پروژه سرمایه‌گذاری نکند، ارزش فعلی خالص هر سهم این پروژه در تاریخ صفر برابر با "خالص ارزش فعلی (هر سهم) و فرصت‌های رشد" خواهد بود.

مقایسه ی قیمت مورد انتظار با قیمت بازار سهام ..... ۱۶

از آنجا که با انجام سرمایه گذاری توسط شرکت ، ارزش سهم پروژه مورد نظر به قیمت اصلی هر سهم شرکت اضافه می شود ، قیمت هر سهم پس از انجام سرمایه گذاری به

$$\text{این قرار خواهد بود: } \frac{EPS}{r} + NPVGO$$

معادله ی فوق نشان می دهد که قیمت یک سهم می تواند به دو عامل ارزش شرکت و ارزش مازاد بستگی داشته باشد . به منظور افزایش ارزش ، تحقق دو شرط زیر ضروری است :

۱ \_ سودهای کسب شده باید به منظور سرمایه گذاری در پروژه های آتی انباشته شود .

۲ \_ پروژه ها باید دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشند .

## ۲-۲- مدل والتر

جیمز والتر<sup>۱</sup> از مکتب بازار ناقص پیروی می کرد. او برای ارزشگذاری سهام مدلی را پیشنهاد کرده است که براساس آن خط مشی تقسیم سود برارزش سهام تاثیر می گذارد . مدل وی بر مفروضات کلیدی زیر مبتنی است :

۱ \_ سودهای انباشته ، تنها منابع تأمین مالی به شمار می آیند . ۲ \_ بازده روی سرمایه گذاری های شرکت ثابت می ماند . ۳ \_ هزینه ی سرمایه ی شرکت همواره ثابت باقی می ماند . ۴ \_ شرکت دارای عمر نامحدود است .

$$P = \frac{D + (E - D)r / k}{k}$$

فرمول پیشنهادی به قرار زیر است :

که در آن : P ( قیمت بازار هر سهم ) ، D (سود تقسیمی هر سهم) ، E ( سود هر سهم) ،  $r$  ( نرخ بازده داخلی) ، (E-D) سود انباشته ی هر سهم ، K ( نرخ هزینه ی سرمایه ) .

با ساده سازی مدل فوق به صورت زیر ، مشخص می شود که قیمت هر سهم از حاصل دو جزء به شرح زیر به دست می آید :

$$P = \frac{D}{k} + \frac{(E - D)r}{k}$$

جزء اول معادله‌ی فوق معرّف ارزش فعلی جریان‌های نامحدود سود تقسیمی است و جزء دوم ارزش فعلی جریان‌های نامحدود بازده حاصل از سرمایه گذاری سودهای انباشته را نشان می‌دهد. موارد زیر در خصوص مدل والتر لازم به ذکر است :

- ۱ - وقتی نرخ بازده داخلی بزرگ‌تر از هزینه‌ی سرمایه باشد ( $r > K$ ) به محض کاهش نسبت سود پرداختی ( $D/E$ ) قیمت هر سهم افزایش می‌یابد.
- ۲ - وقتی نرخ بازده داخلی مساوی با هزینه‌ی سرمایه باشد ( $r = K$ ) قیمت هر سهم متأثر از تغییرات نسبت سود پرداختی نخواهد بود .
- ۳ - وقتی نرخ بازده داخلی کمتر از هزینه‌ی سرمایه باشد ( $r < K$ ) آن‌گاه به محض کاهش نسبت سود پرداختی ، قیمت هر سهم کاهش می‌یابد .  
بنابراین مدل والتر متضمن این است که :

۱ - نسبت بهینه‌ی پرداخت سود سهام برای یک شرکت رو به رشد ( $r > K$ ) صفر می‌باشد ( $\frac{D}{E} = 0$ ).

۲ - نسبت سود پرداختی برای یک شرکت معمولی ( $r = k$ ) اهمیتی ندارد.

۳ - نسبت بهینه‌ی سود پرداختی برای یک شرکت تحلیل یافته ( $r < K$ ) برابر یک است ( $D=E$ ).

#### ۲-۴- مدّل گوردن

گوردن<sup>۱</sup> با استفاده از روش سرمایه گذاری سود انباشته مدلی را برای ارزشگذاری سهام پیشنهاد کرده است. او نیز از مکتب بازار ناقص پیروی می‌کرده و مدل وی بر اساس مفروضات زیر است :

- ۱ - سودهای انباشته تنها منبع تأمین مالی شرکت‌ها هستند. (به همین علت گوردن، تقسیم سود و تصمیمات سرمایه گذاری را مانند مدل والتر فرض می‌کند). ۲ - نرخ بازده سرمایه گذاری شرکت ثابت باقی می‌ماند. ۳ - نرخ رشد شرکت تابعی از سود نگهداری شده و نرخ بازدهی آن است . این فرض وابسته به دوفرض اول است.

۴- هزینه ی سرمایه برای شرکت ثابت، ولی بزرگ تر از نرخ رشد است. ۵- شرکت دارای عمر نامحدود است. ۶- مالیات بر درآمد وجود ندارد.

گوردون ابتدا مدل زیر را برای ارزشگذاری سهام پیشنهاد، ولی بعدها آن را برای ریسک تجدید نظر کرد: 
$$P_0 = \frac{E_0(1-b)}{k-br}$$
 که در آن:  $P_0$  ( قیمت هر سهم در آغاز

سال صفر)  $E_0$  ( سود هر سهم در پایان سال صفر)،  $b$  (درصد سود نگهداری شده)،  $K$  ( نرخ بازده مورد توقع سهامداران)،  $r$  (نرخ بازده سرمایه گذاری) و  $br$  (نرخ رشد سود هر سهم و سود تقسیمی)، در خصوص مدل گوردون باید گفت:

۱- وقتی نرخ بازده بزرگ تر از نرخ تنزیل باشد ( $r > k$ )، به مجرد این که نسبت سود پرداختی ( $D/E$ ) کاهش یابد، قیمت هر سهم هم افزایش می یابد.

۲- وقتی نرخ بازده با نرخ تنزیل برابر باشد ( $r = k$ )، قیمت هر سهم از تغییرات نسبت سود پرداختی متأثر نخواهد گردید.

۳- وقتی نرخ بازده از نرخ تنزیل کمتر باشد ( $r < k$ ) به محض افزایش نسبت سود پرداختی قیمت هر سهم کاهش می یابد. بنابراین موارد فوق، مدل گوردون با منطقی دیگر عملاً بکارگیری خط مشی هایی مشابه با مدل والتر را تجویز می کند:

۱- نسبت بهینه ی پرداخت سود سهام برای یک شرکت رو به رشد ( $r > k$ ) صفر می باشد. ( $D = 0$ )

۲- نسبت سود پرداختی برای یک شرکت معمولی تأثیری بر ارزش سهام ندارد ( $0 \leq b \leq 1$ )

۳- نسبت بهینه ی سود پرداختی برای یک شرکت رو به تحلیل ( $r < k$ ) صددرصد یا یک است. ( $b = 1$ )

گوردون بعدها مدل اولیه خود را با وارد کردن ریسک اصلاح کرد.

#### ۴-۲- مدل میلر و مود یگلیانی

این دو محقق دو نظریه در باره ی ارزش شرکت ارائه کرده اند. طبق نظریه ی اول آن ها یک واحد تجاری نمی تواند ارزش کل سهام صادره اش را با تغییر در ساختار سرمایه تغییر دهد که به آن قضیه نامربوط بودن نیز اطلاق می گردد. هم چنین براساس نظریه ی دوم، هزینه