



بررسی شیوه قبلی محاسبه و سنجش قیمت پایه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس



تعیین قیمت پایه سهام یکی از نکات حساس و با اهمیت برای سرمایه‌گذاران است. در کشورهای پیشرفته که دارای بازار سرمایه مرفی و نظام یافته هستند، تعیین قیمت پایه سهام توسط بورسهای اوراق بهادار صورت نمی‌گیرد، بلکه بانکهای سرمایه‌گذاری، شرکت‌های پذیرهنویسی و شرکت‌های کارگزاری، قیمت پایه سهام را تعیین و حتی نسبت به تغییرات قیمت نسبت به قیمت پایه اعلام شده احساس مسئولیت می‌کنند و واکنش نشان می‌دهند. در ایران به دلیل فقدان نظام مرفی بازار سرمایه و نبودن بانکهای سرمایه‌گذاری و شرکت‌های پذیرهنویسی، انجام این مهم به عهده سازمان بورس اوراق بهادار گذاشته شده بود.

اداره ارزیابی سهام مسئولیت تعیین قیمت پایه سهام را تقریباً از شروع فعالیت مجدد سازمان بورس در سال ۱۳۶۸ تا مقطع منتهی به خرداد سال ۱۳۷۴ به عهده داشته است، بدین صورت که بعد از پذیرش شرکتها از طرف هیئت پذیرش، کمیته ارزیابی سهام قیمت پایه سهام را محاسبه می‌کرد. از این رو قیمتی که تا قبل از خرداد ۷۴ به عنوان قیمت پایه سهام منظور می‌شد با اندکی انحراف معادل همان قیمت روز سهام در بورس بود. بنابراین از یک طرف با

می‌کند (با توجه به تقاضای روزافزون خرید سهام)، نسبت به قیمتی که بعدها توسط بازار سرمایه (بورس) در معاملات صورت می‌پذیرفت، اختلاف و انحراف زیادی پیدا کند، از این رو از خردادماه ۷۴ به بعد اداره ارزیابی سهام وظیفه ارایه قیمت پایه سهام را کنار گذاشت و تنها به ارایه عایدی هر سهم اکتفا کرد، و بدین ترتیب بورس تهران فقط به کار ارایه عایدی هر سهم در پایان

عنايت به این امر که بورس در هیچ یک از کشورهای جهان وظیفه ارایه قیمت پایه سهام را ندارد و همچنین با توجه به تغییر سیاست ارزی و تثبیت نرخ دلار در خرداد سال ۷۴، سیل سرمایه‌های هنگفت و سرگردان از بازار معاملات ارز به بازار معاملات سهام (بورس) سرازیر شد و همین امر موجب شد که قیمت‌های پایه‌ای که اداره ارزیابی سهام، محاسبه و به بازار ابلاغ

$$100 \times \frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}}{\text{فروش خالص}} - \text{بازده فروش}$$

مواد اولیه، ماشین آلات و تجهیزات و لوازم یدکی و قدرت جذب ارز توسط شرکت از حیث مسائل نقدینگی و توان جذب ارز تخصیص یافته مورد بحث و گفتگو واقع می‌گردد و در این رابطه از حیث میزان و شیوه تخصیص ارز، سیاستهای کلی اقتصادی کشور در مورد نوع محصولات شرکت به بحث گذاشته می‌شود و با توجه به اطلاعات جنبی و محیطی موجود، حدود آن را برآورد و پیشبینی می‌کنند.

۴ - معافیتهای مالیاتی شرکت در دوران معافیت مالیاتی مورد بحث قرار می‌گیرد، مانند معافیتهای مالیاتی شرکتهایی که در مناطق محروم کشور هستند یا معافیتهای شرکتهایی که چند سالی است به بهره‌برداری رسیده‌اند یا شرکتهایی که به لحاظ نوع فعالیتشان از مالیات معاف هستند مانند شرکتهایی که به استخراج معادن اشتغال دارند.

۵ - بر مبنای صورتهای مالی حسابرسی شده در سه سال گذشته و از طریق محاسبه نسبت بازده فروش از طریق فرمول ۱ نرخ بازده فروش در طول سه سال گذشته محاسبه می‌گردد. از این رو سه نرخ بازده فروش برای سه سال گذشته شرکت محاسبه شده و بعد از محاسبه میانگین، حاشیه سود شرکت به‌طور متوسط در طول سه سال گذشته شرکت مورد محاسبه قرار می‌گیرد. به عنوان مثال اگر متوسط نرخ بازده فروش ۳۵ درصد گردید، نشان می‌دهد که به ازای هر ۱۰۰ ریال فروشی که در شرکت صورت پذیرفته است به‌طور متوسط در طول سه سال گذشته شرکت ۳۵ ریال بازدهی ایجاد کرده است که اصطلاحاً به حاشیه سود شرکت مصطلح است. از این رو با توجه به حاشیه متوسط سود شرکت در طول سه سال

عوامل درون سازمانی موارد زیر بامسئولان اجرایی و مالی شرکت به بحث و مذاکره گذاشته می‌شود و تا جای ممکن موارد مزبور را به اسناد و مدارک متقن و صحیح استناد می‌دهند. اهم نکاتی که در رابطه با عملکرد شرکت از دیدگاه مسائل برون سازمانی و سیاست کلی اقتصادی شرکت در رابطه با فعالیتهای شرکت و همچنین مسائل درون سازمانی مرتبط با موضوع مورد بحث و مذاکره واقع می‌شود، موارد زیر است:

۱ - به‌طور کلی وضعیت تولید محصولات شرکت، از لحاظ تنوع محصولات و توسعه کسبی و کیفی آنها، بررسی وضعیت ماشین آلات و تجهیزات، چگونگی تامین مواد اولیه و جذب نیروی انسانی متخصص و فنی به بحث گذاشته می‌شود.

۲ - مسئله تداوم فعالیت شرکت در آینده قابل پیشبینی با توجه به سیاستهای اقتصادی و گرایشهای دولت در خصوص نوع محصولات شرکت مورد بحث و مذاکره واقع می‌شود و افق روشنی در این گفتگو باید مشخص شود.

۳ - میزان، شیوه و نحوه تخصیص ارز برای

**قیمت جاری سهام در
مقاطع آنچنان افزایش
یافت که هیچ‌گونه رابطه
منطقی با بازده سهام
نداشت.**

سال و یا در طول سال بر مبنای گزارشهای میاندوره‌ای به بازار سرمایه می‌پردازد.

فرایند تعیین قیمت پایه

اسناد و مدارکی که در ابتدای شروع فرایند قیمتگذاری لازم می‌باشد، عبارت است از:

۱ - صورتهای مالی حسابرسی شده سه سال گذشته شرکت،

۲ - بودجه مصوب برای سال مالی آینده شرکت،

۳ - صورتهای مالی میاندوره‌ای مانند سود و زیان میاندوره‌ای حسابرسی نشده،

۴ - گزارش پذیرش شرکت که توسط بورس تهران تهیه شده است،

۵ - سایر اطلاعات مربوط.

بر اساس اطلاعات فوق با مسئولان اجرایی و مالی شرکت مانند مدیرعامل، مدیر مالی، روسای حسابداری و برخی از اعضای هیئت مدیره و رئیس هیئت مدیره شرکت، جلسه یا جلساتی توسط کمیته ارزیابی قیمت سهام برگزار می‌شود که سرانجام به محاسبه عایدی هر سهم و قیمت پایه سهام منجر می‌گردد. مراحل تعیین قیمت پایه سهام به شرح زیر است.

برای محاسبه قیمت پایه سهام، مبلغ فروش در سال جاری یا آینده با استفاده از اطلاعات فروش در سالهای گذشته (حداقل سه سال مالی قبل) که حسابرسی شده است، برآورد می‌شود. در این رابطه برای بررسی عوامل محیطی برون سازمانی و

گذشته و با توجه به حدود نقطه سربه‌سری شرکت برمبنای نتایج گذشته و پیشبینی‌های آینده و جمع‌بندی سایر عواملی که از دیدگاه مسائل اقتصادی و مالی وجود دارد، حاشیه سود مورد انتظار برای پوشش هزینه‌های تولیدی و عملیاتی شرکت و رسیدن به سود قبل از کسر مالیات در بعد از نقطه سربه‌سری، برای سال جاری و یا سال آینده مورد پیشبینی واقع می‌گردد. این حاشیه برای به‌دست آوردن سود قبل از کسر مالیات از فروش پیشبینی شده مورد استفاده واقع می‌گردد. حاشیه برآورد شده لزوماً همان حاشیه متوسط سه سال گذشته نیست بلکه با توجه به درک و شناخت مسائل محیطی و اقتصادی موجود، حاشیه مورد انتظار، برآورد می‌گردد.

۶- بررسی وضعیت بدهیهای احتمالی و کسری ذخایر مانند کسری ذخایر مالیاتی، استهلاک، باز خرید کارکنان که تأثیرات این عوامل را کمیته ارزیابی سهام در سود قبل از کسر مالیات منظور می‌کند و سود قبل از کسر مالیاتی که طبق برآوردهای فوق ارزیابی می‌شود، با تجزیه و تحلیل بندهای مشروط گزارش حسابرسی و کشف کسری ذخایر، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و تأثیرات آن بر روی عایدی هر سهم در ذیل اطلاعیه‌های اعلام عایدی هر سهم به‌صورت جملات مشخص آورده می‌شود. به‌عنوان مثال اگر شرکت برای نخستین بار پذیرفته می‌شود، در عایدی هر سهم و قیمت پایه سهام تأثیر کسری ذخایر و بدهیهای احتمالی منظور می‌گردد.

۷- بررسی وضعیت صادرات شرکت و شناخت پتانسیل‌های صادراتی محصولات شرکت به خارج از کشور که میزان و درصد صادرات را نسبت به کل فروش محصولات

بورس اوراق بهادار تهران باید با انجام تمهیدات لازم زمینه‌ای را فراهم سازد تا ابزارهای مورد نیاز بازار سرمایه بتدریج به وجود آیند.

شرکت در نظر می‌گیرند و قراردادهای فروش صادراتی با شرکت‌های خارجی و حجم و نوع صدور محصولات با توجه به توان ظرفیتی تولید محصولات شرکت مورد بحث و مذاکره واقع می‌شود، که از این راه توان تخصیص و جذب ارز مورد نیاز این صنعت با توجه به توان صادراتی محصولاتش مشخص می‌شود.

۸- سیاست‌های قیمتگذاری محصولات شرکت در سال گذشته، سال جاری و سال آینده از نظر اینکه محصولات شرکت توسط یک مرجع دولتی مانند سازمان حمایت از مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان قیمتگذاری می‌شود که قیمت فروش تثبیتی دارند و یا اینکه محصولات شرکت مشمول طرح تعزیرات حکومتی از لحاظ کنترل قیمت‌های مصوبه محصولات شرکتها می‌شود به بحث گذاشته می‌شود. تمام این موارد باعث تأثیرگذاری در نرخ فروش محصولات می‌گردد که به‌طور خودکار در عامل سودآوری و عایدی هر سهم اثر می‌گذارد.

۹- سیاست‌های توزیع محصولات شرکت به نمایندگان فروش محصولات و چگونگی سهمیه‌بندیها در سال گذشته، سال جاری مالی و پیشبینی برای سال آینده بررسی می‌شود. با توجه به اینکه درصد

حاشیه سود هر نمایندگی در اقصی نقاط ایران متفاوت است، سیاست‌های توزیع و سهمیه‌بندی توزیع محصولات شرکت به نمایندگیهای فروش محصولات می‌تواند عامل تعیین‌کننده‌ای در برآوردهای مربوط به فروش محصولات و میزان سودآوری شود.

۱۰- سایر سیاست‌های مالی و پولی کشور مثل نرخ بهره وام‌های ارایه شده برای گروه‌های صنایع خاص که با تخفیف همراه است و حجم تسهیلات مالی و اعتباری بانکها برای این‌گونه صنایع از طرف دولت و حمایت‌هایی که از طرف دولت به این‌گونه صنایع می‌شود (مانند صنایع سنگین یا خودروسازی و غیره) در جلسه‌ای که با مسئولان شرکت برگزار می‌شود بررسی شده و تأثیراتش در حجم ریالی فروش و حاشیه سود مورد بررسی و توافق قرار می‌گیرد.

مجموعه موارد دهگانه فوق در پیشبینی فروش محصولات و میزان حاشیه سود برای سال جاری و سال آینده مؤثر خواهد بود و سرانجام تأثیرات آن در محاسبه سود قبل از کسر مالیات و عایدی هر سهم و قیمت پایه سهام مؤثر است و در یک جمع‌بندی این تأثیرات در حجم ریالی فروش و سود هر سهم منعکس می‌گردند.

موارد نظری و کاربردی تعیین قیمت پایه سهام

برای محاسبه قیمت پایه سهام شش مرحله اجرایی به ترتیب زیر شناسایی شده است

مرحله اول: برآورد فروش

ابتدا در جلسه‌ای که مسئولان بورس تهران با مسئولان اجرایی و مالی شرکت برگزار می‌کنند، فروش شرکت در سال

از خردادماه ۷۴ به بعد اداره ارزیابی سهام وظیفه ارایه قیمت پایه سهام را کنار گذاشت و تنها به ارایه عایدی هر سهام اکتفا کرد.

جاری و سال آینده برآورد و پیشبینی می‌شود. برآورد و پیشبینی فروش به سه طریق زیر انجام می‌شود:
۱- پیشبینی فروش به‌طور مستقیم بر مبنای اطلاعات و بودجه شرکت که با توجه به

بررسی شرایط تولید و فروش و مسائل دهگانه پیشگفته، تغییر و تعدیلاتی را در رابطه با بودجه سال جاری از فروش شرکت و پیشبینی سال آینده به‌عمل می‌آورند.
۲- در شرایطی که به‌دلیل نوع محصولات شرکت، فروش فصلی است، با توجه به فروش فصلی محصولات، از فرمول ۲ برای پیشبینی فروش استفاده می‌گردد.

در فرمول ۲ به اطلاعات گذشته برای پیشبینی آینده تکیه می‌گردد. لذا دوره‌های فصلی مشابه سال جاری و سال قبل را در نظر می‌گیرند و در کل فروش واقعی سال قبل ضرب می‌کنند، تا فروش پیشبینی شده سال ۷۴ به‌دست آید.

فرمول ۲

$$\text{کل فروش واقعی سال } ۷۳ \times \text{فروش } ۵/۵ \text{ یا } ۶/۶ \text{ یا } ۷ \text{ ماهه... سال } ۷۴ = \text{پیشبینی کل فروش برای سال } ۷۴$$

$$\text{فروش } ۵/۵ \text{ یا } ۶/۶ \text{ یا } ۷ \text{ ماهه... سال } ۷۳$$

فرمول ۳

$$\frac{۱۱/۵}{۵/۵ \text{ یا } ۶/۵ \text{ یا } \dots} \times \text{فروش } ۶/۶ \text{ یا } ۷ \dots \text{ ماهه سال } ۷۳ = \text{پیشبینی فروش برای سال } ۷۴$$

فرمول ۴

$$\%X = ۱۰۰ \times \frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}^۲}{\text{کل فروش خالص}} = \text{بازده فروش خالص}$$

فرمول ۵

$$\text{عایدی قبل از کسر مالیات} = \text{متوسط حاشیه سود مورد انتظار} \times \text{فروش پیشبینی شده سال جاری}$$

یا سود مورد انتظار سال جاری (محاسبه شده در مرحله دوم) (محاسبه شده در مرحله اول)

$$\text{عایدی قبل از کسر مالیات} = \text{متوسط حاشیه سود مورد انتظار} \times \text{فروش پیشبینی شده سال آینده}$$

یا سود مورد انتظار سال آینده (محاسبه شده در مرحله دوم) (محاسبه شده در مرحله اول)

۳- اگر فروش محصولات شرکت به‌صورت یکنواخت در طول سال صورت بگیرد، بر مبنای فروش زمانی، پیشبینی فروش برای سال مورد نظر انجام می‌گیرد.

توضیح اینکه ۰/۵ کسر شده در فرمول ۳ به دلیل تعطیلات ایام عید نوروز می‌باشد. همان‌طور که ملاحظه می‌گردد پیشبینی فروش بر اساس روشهای علمی و آماری چون روش میانگین متحرک، روش معادلات نمایی یا روش سریهای زمانی انجام نمی‌گیرد و بیشتر از همان روشهای تجربی که به آنها اشاره شد استفاده می‌گردد که با مذاکرات صورت پذیرفته در مورد پیشبینی‌های سال آینده برآورد به‌صورت تخمینی صورت می‌گیرد.

مرحله دوم: محاسبه متوسط حاشیه سود مورد انتظار

با توجه به صورت‌های مالی اساسی سه سال گذشته حسابرسی شده شرکت، نسبت بازده فروش محاسبه و دریافت می‌گردد. شیوه محاسبه از طریق فرمول ۴ است.

بنابراین حاشیه سود را برای یکایک سالهای گذشته بر مبنای صورت‌های مالی حسابرسی شده محاسبه می‌نمایند و متوسط حاشیه سود سه سال گذشته شرکت نیز محاسبه می‌گردد. متوسط حاشیه سود سه سال گذشته شرکت، مبنای قطعی برای حاشیه سود سال آینده شرکت نیست بلکه با داشتن این مبنای (متوسط حاشیه سود سال گذشته) و با توجه به عوامل دهگانه یاد شده و تاثیر آنها در فعالیتهای اقتصادی و مالی شرکت با مذاکره و مباحثه مسئولان بورس تهران با مسئولان اجرایی و مالی شرکت، تعدیلاتی را بر روی این مبنای محاسبه شده (متوسط حاشیه سود سه سال گذشته) ارایه

حصه مربوط به کسری ذخایر هر سهم را محاسبه می‌نمایند و از فرمول ۷ برای محاسبه استفاده می‌گردد.

از فرمول ۷ حصه مربوط به کسری ذخایر هر سهم محاسبه می‌شود که در صورتی که سهامدار عمده تعهدات و تضمینهای لازم را برای تامین مالی کسری

$$\text{عایدی قبل از کسر مالیات سال جاری} = \frac{\text{تعداد سهام در سال جاری (با توجه به میزان سرمایه)}}{\text{عایدی هر سهم سال جاری}}$$

$$\text{عایدی قبل از کسر مالیات سال آینده} = \frac{\text{تعداد سهام قابل پیشبینی در سال آینده}}{\text{عایدی هر سهم سال آینده}}$$

فرمول ۷

مبلغ برآوردی کسری سایر ذخایر	مبلغ برآوردی کسری ذخایر استهلاک دارایی ثابت	مبلغ برآوردی کسری ذخایر باز خرید خدمت کارکنان	مبلغ برآوردی کسری + ذخایر مالیات شامل مالیاتهای سنواتی
تعداد کل سهام			

- کسری ذخایر برای هر سهم

ذخایر مزبور نمایند، قاعدتاً کسری ذخایر هر سهم از عایدی هر سهم کسر خواهد شد و در صورت قبول تعهدات و تضمینهای لازم توسط سهامدار عمده شرکت برای تامین منابع مالی کسری ذخایر، در صورتی که به این تعهدات در زمانی که امر قیمتگذاری بر روی سهم انجام می‌گیرد، عمل شده باشد، دیگر حصه مربوط به کسری ذخایر هر سهم از عایدی هر سهم کسر نمی‌شود، اما در صورتی که تعهد کرده باشد ولی در زمانی که فرایند قیمتگذاری طی می‌شود سهامدار عمده به تعهدات خود عمل نکرده باشد از عایدی هر سهم کسر خواهد شد و خالص عایدی هر سهم در محاسبه قیمت پایه سهم مورد استفاده قرار می‌گیرد. البته این فرایند مربوط به قبل از خرداد ۷۴ بود که بورس قیمت پایه سهم را اعلام می‌کرد ولی بعد از خرداد ۷۴ که فقط عایدی هر سهم سال جاری و سال آینده شرکتها اعلام می‌شود، حصه مربوط به کسری ذخایر هر سهم در زیر اطلاعیه

می‌نمایند و به یک حاشیه سود قابل محاسبه یا حاشیه سود مورد انتظار می‌رسند.

نکته درخور توجه اینکه حاشیه سود مورد انتظار برای سال جاری ممکن است با حاشیه سود مورد انتظار برای سال آینده متفاوت باشد. این تفاوت ناشی از تاثیر عوامل دهگانه‌ای است که در حاشیه سود مورد انتظار تاثیر می‌گذارد که در نتیجه مذاکرات و مباحثات صورت پذیرفته بین مسئولان بورس و نمایندگان اجرایی و مالی شرکت، به آن دسترسی پیدا می‌نمایند.

مرحله سوم: محاسبه عایدی هر سهم برای محاسبه عایدی هر سهم ابتدا فروش پیشبینی شده سال جاری یا سال آینده را در حاشیه سود مورد انتظاری که در مرحله دوم به آن رسیده‌اند ضرب می‌کنند تا سود قبل از کسر مالیات برآوردی برای سال جاری یا سال آینده حاصل گردد. برای محاسبه عایدی قبل از کسر مالیات از فرمول ۵ استفاده می‌شود. بعد از محاسبه عایدی قبل از کسر مالیات، عایدی هر سهم حاصل می‌گردد که برای به دست آوردن آن از فرمول ۶ استفاده می‌گردد. بنابراین محاسبه یاد شده، عایدی هر سهم برای سال جاری و سال آینده محاسبه می‌گردد که

دامنه تغییرات نرخ بازده و نرخ رشد به شرح زیر می باشد:

$$25\% \leq R \leq 30\%$$

$$0 \leq G \leq 5\%$$

مرحله ششم: مرحله نهایی تعیین قیمت پایه سهم

قیمت پایه محاسبه شده به طریق پیشگفته، ناخالص است و باید یک سری اصلاحات و تعدیلاتی بر روی آن اعمال شود، از این رو اصلاحات و تعدیلات زیر در این رابطه منظور می گردد:

الف - حصه مربوط به کسری ذخایر هر سهم که قبلاً در مرحله چهارم محاسبه شده بود باید کسر گردد.

ب - سود مورد انتظار یک سهم بابت طول مدت ماههای گذشته از پایان سال قبل تا تاریخ قیمتگذاری، اضافه می شود.

مورد (ب) در حقیقت، اضافه کردن عامل تورم و افزایش قیمتها در محاسبه قیمت پایه سهم می باشد. اطلاعات مربوط به قیمت پایه سهم مربوط به سود مورد

انتظاری است که قبلاً محاسبه شده است و تا پایان سال قبل بر آن مبنا محاسبه می شد. از این رو از پایان سال قبل تا تاریخ قیمتگذاری قطعاً اضافاتی در رابطه با قیمت سهم به وجود می آید که از طریق فرمول ۹ افزایشهای مورد پیشبینی بر روی قیمت پایه سهم مربوط به اطلاعات سال قبل، به قیمت پایه افزوده می گردد.

در حقیقت عایدی هر سهم مورد انتظار در سال آینده به تناسب زمان از سال قبل تا لحظه ای که امر فرایند قیمتگذاری انجام می شود محقق شده و به تناسب گذشت زمان، عایدی هر سهم محقق شده اضافه می گردد که می تواند همان افزایشهای قیمت

$$P = \frac{EPS}{R - G}$$

EPS = عایدی هر سهم
R = نرخ بازده
G = نرخ رشد

نرخ ۲۵ درصد قیمتی ارایه می دهد که بورس معتقد است قیمت سهام نباید پایینتر از آن بیاید. به بیانی دیگر در صورت بروز شرایط نامساعد برای شرکت مورد بررسی، یا هرگونه عامل تاثیرگذار دیگر بر قیمت، قیمت سهام در بورس برای حمایت سرمایه گذار و سهامدار نباید از این قیمت محاسبه شده پایینتر بیاید.

در حالی که با احتساب کلیه شرایط R، ۲۵ درصد ارزیابی شود و G، ۵ درصد مورد محاسبه واقع گردد، نرخ بازده خالص ۲۰ درصد می گردد، که در چنین شرایطی قیمتی ارایه می شود که به عنوان قیمت پایه در بالاترین حد خود قرار دارد و آن قیمتی است که بورس معتقد است در دوره مورد رسیدگی سهام مربوط بیش از آن قیمت ارزش نخواهد داشت.

البته بورس تهران قبل از خرداد ۷۴ که قیمت پایه سهام را اعلام می نمود، قیمت را بر مبنای ۲۵ درصد و ۲۰ درصد محاسبه می کرد که بدین وسیله دو نوع قیمت پایه محاسبه می گردید، یکی بر مبنای بالاترین قیمت با نرخ خالص ۲۰ درصد و یکی بر مبنای پایینترین قیمت مورد انتظار بر مبنای نرخ خالص ۲۵ درصد. در نتیجه

مربوط به آگهی عایدی هر سهم اعلام می گردد که استفاده کنندگان از این اطلاعات برای تعیین قیمت پایه سهم، کسری ذخایر مربوط به هر سهم را مورد محاسبه قرار می دهند. بنابراین چنین امری به استفاده کنندگان از اطلاعات و اگذار شده است.

به هر حال آنچه ملاک است وضعیت حال کسری ذخایر و قبول و اجرای تعهدات سهامدار عمده در شرایط حال در فرایند قیمتگذاری است.

مرحله پنجم: محاسبه قیمت پایه سهم بدون در نظر گرفتن کسریها و اضافات

در این مرحله صرفاً قیمت پایه سهم را بدون در نظر گرفتن کسریها و اضافات طبق فرمول ۸ محاسبه می نمایند.

۱- در فرمول ۸ عایدی هر سهم بدون در نظر گرفتن کسری ذخایر است، که از خارج قسمت سود قبل از کسر مالیات به تعداد سهم حاصل می گردد.

۲- نرخ بازده بین ۲۵ تا ۳۰ درصد در نوسان می باشد که با توجه به تاثیر عوامل دهگانه پیشگفته ضریب R بین ۲۵ تا ۳۰ درصد در تغییر می باشد.

۳- نرخ رشد بین ۰ تا ۵ درصد در نوسان است به طوری که اگر نرخ R مساوی ۳۰ درصد و نرخ G مساوی ۵ درصد باشد عایدی هر سهم تقسیم بر ۲۵ درصد می شود که حداقل قیمتی است که بورس انتظار دارد قیمت سهم به آن میزان برسد. به بیانی دیگر

فرمول ۹

افزایشی که در قیمت پایه سهم = عایدی مورد انتظار یک سهم × طول مدت ماههای گذشته از پایان سال قبل تا کنون حاصل می گردد

بهادار جهت خرید سهام موجب گردید تا عوامل بازار شدیداً قیمت پایه سهام را تحت تاثیر خود قرار دهند. در نتیجه قیمت جاری سهام در مقاطعی آنچنان افزایش یافت که هیچ گونه رابطه منطقی با بازده سهام نداشت.

۴ - با توجه به تاثیر عوامل بازار بر قیمت پایه سهام سازمان بورس اوراق بهادار تهران از مردادماه ۱۳۷۴ تصمیم به عدم دخالت در تعیین قیمت پایه سهام نمود و فقط اقدام به ارایه درآمد هر سهم (EPS) می نماید.

۵ - بورس اوراق بهادار تهران باید با انجام تمهیدات لازم زمینه ای را فراهم سازد تا ابزارهای مورد نیاز بازار سرمایه بتدریج به وجود آیند. از جمله این ابزارها مکانیزم های تعیین قیمت پایه سهام می باشد که ضرورت آن شدیداً احساس می گردد؛ به طوری که قیمت پایه سهام نزدیک و یکسان با قیمت ذاتی سهام گردد.

۱ - *Earning per share (E.P.S.)* به معنای عایدی هر سهم می باشد و در سازمان بورس برای محاسبه آن سود قبل از کسر مالیات بر مبنای صورتهای مالی حسابرسی شده یا میان دوره ای حسابرسی نشده مبنای محاسبه قرار گرفته و این سود قبل از کسر مالیات را تقسیم بر تعداد سهام شرکت در آن مقطع می نمایند تا عایدی هر سهم محاسبه گردد، بنابراین با توجه به این مبنای محاسبه، عایدی هر سهم هم می تواند براساس اطلاعات تاریخی و گذشته باشد و هم می تواند بر مبنای اطلاعات میان دوره ای و بودجه ای باشد.

۲ - سود قبل از مالیات: به دلیل آنکه طبق ماده ۱۴۳ قانون مالیاتهای مستقیم شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از پرداخت ۱۰ درصد مالیات شرکت معاف می باشند، بنابراین ملاک اصلی برای محاسبات، سود قبل از کسر مالیات است که به *E.B.T.* معروف است که خلاصه عبارت *Earning Before Tax* می باشد. از این رو حتی در محاسبات عایدی هر سهم نیز سود قبل از کسر مالیات ملاک محاسبات عایدی هر سهم واقع می گردد.

$$P. = \frac{EPS}{R - G} + \left(\frac{\text{طول مدت ماههای گذشته از پایان سال قبل تا تاریخ قیمتگذاری}}{۱۲} \times EPS \right)$$

در دامنه

$$20\% \leq R \leq 25\%$$

$$0 \leq G \leq 10\%$$

این مدت هم شرکتهای نتوانستند وضع خود را بهبود بخشند کلاً از فهرست بورس حذف می گردند. با توجه به آنچه گفته شد از خردادماه سال گذشته که بورس تهران اقدام به تعیین قیمت پایه نمی نماید از مراحل ششگانه یاد شده فقط چهار مرحله انجام می گردد بدین صورت که پس از محاسبات صورت گرفته درآمد هر سهم و عایدی هر سهم استخراج و اعلام می گردد.

نتیجه گیری

۱ - بررسیهای صورت گرفته نشان دهنده این واقعیت است که عملاً در هیچیک از بورسهای جهان، اقدام مشخصی در راستای تعیین قیمت پایه سهام صورت نمی گیرد بلکه مسئولیت چنین امری به عهده ابزارهای مشخصی است که در بازار سرمایه ایران وجود ندارند.

۲ - فقدان ابزارهای تعیین قیمت پایه سهام مانند شرکتهای بزرگ کارگزاری، بانکهای سرمایه گذاری و موسسات پذیره نویسی موجب گردیده بود تا قیمت پایه سهام به عنوان یک نشانه برای جهتگیری بازار توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران صورت گیرد.

۳ - مطالعات و تجربه های به دست آمده حکایت از این واقعیت دارد که افزایش جریان منابع مالی به سوی بورس اوراق

را از ابتدای سال جدید یا پایان سال پیش، تا زمانی که فرایند قیمتگذاری صورت می گیرد به انجام برساند.

با ملاحظه اینکه عایدی هر سهم در قیمت سهام موثر است، به تناسب عایدی هر سهم محقق شده به قیمت پایه مربوط به پایان سال قبل برای قیمت پایه در سال جاری اضافه می نمایم.

بنابراین محاسبه نرخ پایه سهام در مجموع طبق فرمول ۱۰ محاسبه می شود.

فرمول ۱۰، فرمولی است که از شروع کار مجدد بورس در سال ۶۸ تا خردادماه ۷۴ مبنای تعیین قیمت پایه سهام بوده است و بتدریج از خردادماه سال ۷۴ تاکنون بورس تهران فقط اقدام به ارایه عایدی هر سهم می نماید و قیمت پایه سهام را اعلام نمی کند و هرگونه کسری ذخایر مربوط به سهم را به صورت جملات مشخص کننده در زیر اطلاعیه های اعلام عایدی هر سهم منظور می نماید، بنابراین تعیین قیمت سهام را به مکانیزم عرضه و تقاضا و ککش بازار سرمایه واگذار کرده است.

به عنوان یادآوری خاطر نشان می نماید که بورس تهران برای شرکتهای زیانده، قیمتگذاری سهام نمی کند و به آنها توصیه می کند که وضع شرکت را بهبود بخشند. در غیراین صورت آنها را برای مدتی از فهرست بورس به حالت تعلیق در می آورد. اگر در