

آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه‌گیری ارزش شرکت استفاده می‌کنند؟

دکتر علی جهانخانی^۱ - احمد ظریف فرد^۲

چکیده مقاله

این مقاله معیارهای متفاوت اندازه‌گیری ارزش سهام و قضاوت در مورد عملکرد شرکت را به بحث و بررسی گذاشته است. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت باعث می‌شود ارزش شرکت به سمت ارزش واقعی سوق پیدا نکند و موجب ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر شود. برای تعیین ارزش شرکت و عملکرد مدیران آن دو دسته معیار وجود دارد: یک دسته تحت عنوان مدلهای حسابداری است که ارزش سهام شرکت را از حاصلضرب سود شرکت در ضریب تبدیل سود به ارزش به دست می‌آورد. دسته دیگر مدلهای اقتصادی است که ارزش سهام شرکت را بر اساس قدرت کسب سود داراییهای موجود و سرمایه‌گذاریهای بالقوه و مابه‌التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت تعیین می‌کند.

۱- دانشیار دانشگاه سهند تبریز

۲- عضو هیات علمی دانشگاه خوارزمی و دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه

هر کدام از این روشها دارای نقاط ضعف و قوت مخصوص به خود می‌باشند. در این مقاله ایرادات وارده به معیارهای تعیین عملکرد و ارزش شرکت در مدل حسابداری شامل سود، سود هر سهم، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش دفتری، جریانهای نقدی سود تقسیمی و عرضه و تقاضای سهام بیان شده است و مدل صحیح تعیین عملکرد ارزش شرکت معرفی گردیده است.

واژه‌های کلیدی

معیارهای اندازه‌گیری، مدل‌های حسابداری، مدل‌های اقتصادی، هزینه سرمایه، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش دفتری، جریانهای نقدی، سود تقسیمی، روش ارزیابی موجودی کالا به صورت، FIFO، LIFO، استهلاک سرفظلی، مالیات، نرخ بازده سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد.

مقدمه

برای اکثر مردم به خصوص سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این سؤال مطرح است که چگونه می‌توان ارزش یک شرکت را به طور صحیحی اندازه‌گیری کرد. در عمل دیده شده است که سهامداران از اطلاعات و معیارهای غلطی برای قضاوت در مورد ارزش سهام شرکتها استفاده می‌کنند. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت باعث می‌شود که قیمت سهام شرکتها به سمت ارزش واقعی آنها سوق پیدا نکند و این پدیده معمولاً موجب ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر خواهد شد.

هدف این مقاله معرفی معیارهای متفاوتی است که مردم برای اندازه‌گیری ارزش سهام و قضاوت در مورد عملکرد یک شرکت به کار می‌برند و بیان ایرادات و نقاط ضعف این معیارها می‌باشد. در پایان مدل صحیح تعیین عملکرد و ارزش شرکت معرفی گردیده است.

در مقالات و کتابهای منتشره روشهای مختلفی برای اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش سهام شرکت ارائه شده است که هر کدام دارای ایرادات و نقاط ضعف بوده است. در این مقاله

سعی شده است که این معیارها و ایرادات وارده بر آنها به طور خلاصه تشریح شود. باید اذعان نمود که در خصوص این اشکالات در میان محققین مالی اتفاق نظر وجود ندارد. دلیل اصلی انتخاب عنوان این نوشتار نیز همین مطلب است.

اصولاً معیارهایی که تاکنون در رابطه با تعیین ارزش شرکت و عملکرد مدیران مطرح شده است را می‌توان به دو دسته طبقه‌بندی نمود. یک دسته تحت عنوان مدل‌های حسابداری نام برده شده است و دیگری تحت عنوان مدل‌های اقتصادی. در مدل حسابداری ارزش سهام یک شرکت از حاصلضرب دو عدد به دست می‌آید. عامل اول سود شرکت و عامل دوم ضریب تبدیل سود به ارزش. در مدل اقتصادی، ارزش سهام یک شرکت تابعی می‌باشد از قدرت کسب سود داراییهای موجود و سرمایه‌گذاران بالقوه آن و مابه‌التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت. در این مقاله مدل حسابداری تعیین ارزش مورد بحث قرار می‌گیرد.^۱

در مدل حسابداری ارزش یک شرکت تابعی از معیارهای مختلف نظیر سود^۲، سود هر سهم^۳، نرخ رشد سود^۴، بازده حقوق صاحبان سهام^۵، ارزش دفتری^۶، جریانهای نقدی^۷، سود تقسیمی^۸ و عرضه و تقاضای سهام می‌باشد. در این مقاله سعی شده است که ایرادهای

۱- در خصوص مدل‌های استنادی به عملکرد و ارزش شرکت به مقاله زیر مراجعه کنید: «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی»، دکتر علی حسابانی و اصغر سجادی، هشتادمین همایش و پنجمین سمینار ملی، اسرار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال دهم، شماره ۵، زمستان ۱۳۷۴.

2- Earning

3- EPS

4- Growth Earning Rate

5- Returns on Equity

6- Book Value

7- Cash Flows

8- Dividends

وارده بر هر کدام از معیارهای فوق به طور خلاصه بیان شود.

۱- معیار اول - سود

همانطور که گفته شده طبق مدل حسابداری ارزش سهام برابر است با سود هر سهم (EPS) ضربدر ضریب قیمت به سود هر سهم یا $\frac{P}{E}$ ، به عبارت دیگر قیمت هر سهم مساوی است با $EPS \times \frac{P}{E}$ ، این مدل دارای یک مزیت و دو ایراد می باشد:

مزیت: تنها مزیت این مدل ساده بودن آن است.

ایرادات:

الف - ایراد اول: به عقیده استیوارت^۱ این مدل نمی تواند برای تعیین ارزش سهام به کار رود چراکه در این مدل ضریب $\frac{P}{E}$ ثابت فرض شده است و فرض می شود که ضریب $\frac{P}{E}$ هرگز تغییر نمی کند، این در حالی است که ضریب $\frac{P}{E}$ ثابت نیست و خود ضریب $\frac{P}{E}$ تابعی از کیفیت سودآوری شرکت است. به عبارت دیگر در تعیین ارزش شرکت فقط به کمیّت سود نگاه نمی شود، بلکه به کیفیت آن نیز توجه می شود. منظور از کیفیت سود، پتانسیل رشد سود و درجه اطمینان (درجه ریسک) نسبت به سودهای آتی است. به عبارت دیگر ارزش یک سهم تنها به سود سال جاری بستگی ندارد بلکه به انتظارات ما از آینده شرکت و قدرت سودآوری سالهای آتی و ضریب اطمینان نسبت به سودهای آتی بستگی دارد. برخی از شرکتها که سودآوری با ثباتی دارند ضریب $\frac{P}{E}$ آنها بالاست و برخی از شرکتها که سودآوری آنها دستخوش نوسان است (ریسک دارند) ضریب $\frac{P}{E}$ پائینی دارند. علاوه بر اینکه ضریب $\frac{P}{E}$ تابعی از درجه ریسک است تابعی از نرخ سوددهی (بازدهی) فرصتهای سرمایه گذاری آتی شرکت نیز می باشد. یک شرکت که دارای موقعیت انحصاری می باشد به دلیل موقعیت ممتازی که برای انجام سرمایه گذاریهای با بازده بالا دارد از ضریب $\frac{P}{E}$ بالایی برخوردار است.

ب - ایراد دوم: در این مدل چون قیمت سهم تابعی از سود هر سهم (EPS) است این امکان وجود دارد که سود هر سهم به وسیله مدیران دستکاری شود. این دستکاری از طریق به

1- Stewart

کارگیری روشهای مختلف حسابداری توسط مدیریت امکان پذیر است. اعمال روشهایی نظیر تغییر روش ارزیابی موجودی کالا (FIFO در مقابل LIFO)، استهلاک سرفعلی، هزینه جاری یا سرمایه‌ای تلقی کردن هزینه‌های تحقیق و توسعه^۱ و هزینه تبلیغات، اعمال روش هزینه‌یابی کامل^۲ در مقابل روش کوششهای موفقیت‌آمیز^۳ در مورد استخراج نفت و گاز و غیره مثالهایی هستند که مدیران می‌توانند از طریق اعمال روشهای مختلف حسابداری، EPS را دستخوش تغییر نمایند. مثالی که در این مورد می‌توان به کار برد این است که مدیر یک شرکت تولیدکننده سیگار در آمریکا برای آنکه EPS خود را افزایش دهد، کوشش نمود فروش خود را افزایش دهد و این کار در پایان سال از طریق دادن تخفیف عمده به نمایندگانهای شرکت و فروش نسیه انجام شد، اگر چه با این کار فروش و EPS شرکت افزایش یافت اما واقعاً این عمل چهار ضرر را برای شرکت در پی داشت:

۱- فروش با تخفیف

۲- فروش نسیه و در نتیجه کاهش نقدینگی شرکت

۳- پرداخت مالیات بیشتر به دلیل بالا نشان دادن فروش

۴- نارضایتی مشتریان به دلیل کهنه شدن سیگارها و باقی ماندن سیگارها در قفسه‌ها

پس به خاطر باور غلط مدیران که می‌پندارند افزایش سود هر سهم مساوی است با افزایش ارزش سهام، مشکلات عدیده‌ای برای سهامداران بوجود آمده است، بنابراین سود هر سهم نمی‌تواند تعیین‌کننده قیمت سهام باشد.

در ادامه به شواهدی در رابطه با دستکاری سود هر سهم از طریق اعمال برخی روشهای حسابداری اشاره می‌کنیم. از آنجایی که در مدل حسابداری، سود مورد تأکید است این مطلب که وجوه خرج شده را در صورت حساب سود و زیان به عنوان هزینه منظور کنیم یا در ترازنامه به عنوان سرمایه‌گذاری و افزایش دارایی، می‌تواند در میزان سود هر سهم تأثیر بسزایی داشته

1- Research and development

2- Full Cost

3- Successful Effort

باشد.

۱-۱- تغییر EPS به دلیل تغییر روش ارزیابی موجودی کالا از LIFO به FIFO همانطور که می‌دانید در شرایط تورمی، قیمت‌ها مرتب در حال افزایش می‌باشند و انتخاب روش LIFO در ارزیابی موجود کالا باعث می‌گردد که بهای تمام شده کالای فروش رفته بیشتر و سود شرکت کمتر گزارش گردد و در نتیجه مالیات کمتری نیز پرداخت شود و انتخاب روش FIFO در شرایط تورمی باعث می‌گردد که قیمت تمام شده کالای فروش رفته کمتر و سود بیشتر گزارش گردد و این باعث پرداخت مالیات بیشتر می‌گردد.

حال سؤال این است که اگر شرکتی در شرایط تورمی روش ارزیابی موجود کالا را خود را از LIFO به FIFO تغییر دهد عکس‌العمل سهامداران و بازار چگونه خواهد شد؟
الف - عکس‌العمل سهامداران: اگر سهامداران فاقد بینش مالی باشند از عمل تغییر روش خوشحال می‌شوند چرا که می‌بینند EPS شرکت بالا رفته است. اما اگر سهامداران دارای دانش و بینش مالی باشند از این قضیه ناراحت می‌شوند چرا که تغییر روش باعث می‌گردد که شرکت مالیات بیشتری پرداخت کند و وجه نقد کمتری در شرکت باقی بماند.

ب - عکس‌العمل بازار سهام: در جایی که بازار سهام توسعه یافته است و افراد خبره وجود دارند و شفافیت اطلاعاتی موجود است این امر باعث کاهش قیمت سهام می‌شود. در این رابطه پروفیسور ساندر^۱ تحقیقی را انجام داد و مشاهده کرد شرکت‌هایی که در شرایط تورمی روش ارزیابی موجودی کالا را از FIFO به LIFO تغییر داده‌اند علی‌رغم آنکه EPS آنها کاهش یافته است ولی به طور متوسط قیمت سهام آنها در بورس نیویورک ۵٪ افزایش یافته است. این افزایش قیمت سهم به خاطر صرفه‌جویی مالیاتی است که در این روش برای شرکت حاصل می‌گردد. اما اگر بازار هوشیار نباشد و افراد خبره نیز در بازار سهام وجود نداشته باشند ممکن است که تغییر روش از FIFO به LIFO باعث افزایش قیمت سهام نشود.
ج - استهلاک سرفنلی^۲ هنگام ادغام شرکتها در صورتی که برای تحصیل یک دارایی مبلغی

1- Sunder

2- The Ameritization of Goodwill

بیشتر از ارزش عادله برآوردی آن دارایی پرداخت شود، این اضافه پرداخت را در روش خرید^۱ تحت عنوان سرقفلی ثبت می‌کنند و هر ساله درصدی از این سرقفلی مستهلک گردیده و به حساب هزینه گرفته می‌شود و این باعث می‌گردد که EPS شرکت در آن سالها کاهش یابد. استهلاک سرقفلی هزینه غیرنقدی است و هزینه قابل قبول مالیاتی نیز نمی‌باشد. بنابر این فی‌نفسه در مدل اقتصادی تأثیری بر ارزش شرکت ندارد ولی در چارچوب مدل حسابداری این مسأله باعث کاهش سود گزارش شده می‌شود. اگر شرکتی به جای استفاده از روش خرید از روش اتحاد منافع^۲ استفاده کند، یعنی به جای پرداخت پول، سهام خویش را پرداخت کند، در این حالت سرقفلی نیز ثبت نمی‌شود و در نتیجه بحث استهلاک سرقفلی نیز منتفی می‌شود. به عبارت دیگر اگر از روش اتحاد منافع استفاده شود، استهلاکی برای سالهای بعد به وجود نمی‌آید و تغییری در EPS بوجود نخواهد آمد. بخاطر همین مسأله بسیاری از شرکتها از ادغامهای خوب خودداری می‌کنند چون فکر می‌کنند که ارزش سهام به EPS وابسته است و ادغام دو شرکت (به دلیل استهلاک سرقفلی) باعث کاهش EPS می‌گردد. در صورتی که شواهد واقعی گویای این مطلب است که ثبتهای حسابداری که اثری روی وجه نقد شرکت نداشته باشند، اثری بر ارزش شرکت نیز ندارند. آنچه که در بحث ادغام و تحصیل دارایی مطرح است مقدار وجوه نقد و ارزشهای معادل آن است که پرداخت شده و میزان وجوهی که احتمالاً بعد از آن به جریان می‌افتد نه اینکه معامله توسط حسابداری چگونه ثبت می‌شود.

د- آیا هزینه تحقیق و توسعه هزینه است یا مخارج سرمایه‌ای؟ بسیاری از حسابداران تمایل دارند که مبالغ مربوط به تحقیق و توسعه را در دوره‌ای که ایجاد می‌شوند به عنوان هزینه جاری در صورت‌حساب سود و زیان منظور کنند ولی طبق اصول متداول حسابداری اگر هزینه‌ای که انجام می‌شود دارای آثار بلندمدت باشد یعنی بر سودآوری بلند مدت شرکت تأثیر داشته باشد به عنوان یک نوع سرمایه‌گذاری تلقی شده و در ترازنامه به عنوان یک نوع دارایی آورده می‌شود و سپس در مقابل سودهایی که در طی زمان از کوششهای موفقیت‌آمیز تحقیق و توسعه

1- Purchase

2- Pooling

عاید شرکت می‌شود مستهلک می‌گردد. اما اگر این هزینه فایده‌اش در همین سال جاری باشد و تأثیر بر سود و زیان سالی بعد نداشته باشد به عنوان هزینه دوره تلفی می‌شود. حال سؤال این است چرا در بسیاری از شرکتها علی‌رغم منظور نمودن تحقیق و توسعه به عنوان هزینه دوره EPS آنها پائین آمده است. اما ارزش سهام شرکت بیشتر گردیده است؟ پاسخ روشن است زیرا این مخارج سرمایه‌ای (تحقیق و توسعه) بازده مورد انتظار آتی را افزایش داده و قیمتهای سهام تحت تأثیر این بازده مورد انتظار افزایش یافته است. اگر چه نتیجه هیچ کدام از این هزینه‌های تحقیق و توسعه مشخص نیست ولی تقریباً اکثر این کوششها به نتیجه می‌رسند و ارزش پایداری را ایجاد می‌کنند.

نکته جالب این است که حسابداران در هنگام خرید و ادغام شرکتها مبالغی که بابت تحقیق و توسعه پرداخت شده است را به عنوان سرقتی ثبت می‌کنند و به عنوان دلیل آن نیز می‌گویند چون فروشنده قبلاً برای تحقیق و توسعه مبالغی را خرج کرده است می‌توان آن را به عنوان یک دارایی طبقه‌بندی کرد ولی حاضر نیستند مخارج تحقیق و توسعه شرکت خود را به عنوان دارایی ثبت کنند؟ پاسخ این است که حسابداران مانند وام دهندگان جانب احتیاط را می‌گیرند. بانکداران برای دادن وام ترجیح می‌دهند که داراییهای مشهود مثل اموال، ماشین آلات و تجهیزات، موجودیها و دریافتنیها را به عنوان پشتوانه و وثیقه وام قبول نمایند و معمولاً مخارجی نظیر تحقیق و توسعه را به عنوان پشتوانه وام قبول نمی‌کنند. حسابداران نیز شاید نه به خاطر نفوذ بانکداران بلکه به خاطر احتیاط و محافظه کاری و پیروی از شعار «وقتی شک داری بدهکار کن» این کار را انجام می‌دهند. این شک و محافظه کاری آنها نیز شاید مربوط به این مطلب است که حسابداران در مواقعی که سود را بیشتر از واقعیت گزارش کرده‌اند بیشتر از مواردی که سود را کمتر از واقعیت نشان داده‌اند تحت تعقیب قانونی قرار گرفته‌اند. سؤالی که هنوز باقی است این است که آیا سرمایه‌گذاران که قیمتهای سهام را تعیین می‌کنند در برخورد با مخارج تحقیق و توسعه محافظه کار هستند یا واقع‌گرا؟ آیا آنها مخارج تحقیق و توسعه را هزینه تلفی می‌کنند یا مخارج سرمایه‌ای؟ پاسخ این است که آنها مخارج تحقیق و توسعه را به عنوان یک نوع سرمایه‌گذاری تلفی می‌کنند و در طول عمری که برای آن پیش‌بینی می‌شود آن را مستهلک می‌کنند. البته این نه به خاطر این است که مخارج تحقیق و

توسعه همیشه ایجاد ارزش می‌کند بلکه به خاطر این است که از آن انتظار این مطلب می‌رود. ه - هزینه‌یابی کامل در مقابل کوششهای موفقیت‌آمیز^۱: ایراد دیگری که در مورد مخارج تحقیق و توسعه وجود دارد، این است که اگر به عنوان دارایی ثبت شود ممکن است بعد از زمان کوتاهی ارزش خود را از دست بدهد یا به عبارت دیگر تحقیقات انجام شده با شکست مواجه شود. اگر فعالیتهای تحقیق و توسعه با شکست مواجه شود چه باید کرد؟ آیا نباید آن را به عنوان هزینه در نظر گرفت؟ به نظر استیوارت پاسخ منفی است. زیرا هزینه تحقیق و توسعه‌ای که به نتیجه رسیده است شامل هزینه تحقیق و توسعه‌ای که به نتیجه نرسیده است نیز می‌شود روش هزینه‌یابی کامل تنها روش مناسب در این مورد است. در این رابطه توضیحات بیشتری در ادامه داده می‌شود.

هزینه‌هایی که صرف حفر چاه نفت می‌شود یا باید به عنوان هزینه‌های سرمایه‌ای جزء داراییهای شرکت ثبت گردند و یا اینکه به عنوان هزینه‌های جاری ثبت گردند. اگر روش کوششهای موفقیت‌آمیز را انتخاب کنیم پس آن چاههایی که به نفت نرسیده است (ناموفقها) به عنوان هزینه‌های جاری و آن چاههایی که به نفت رسیده است (موفقها) را به عنوان مخارج سرمایه‌ای تلقی می‌کنیم. اگر شرکتی روش کوششهای موفقیت‌آمیز را انتخاب کند هم حجم دارایی شرکت کمتر نشان داده خواهد شد، و هم به دلیل آنکه آن را به عنوان هزینه ثبت کرده است سود شرکت بیشتر گزارش خواهد شد. اگر روش هزینه‌یابی کامل انتخاب شود کل مخارج به عنوان هزینه سرمایه‌ای تلقی می‌شود، در نتیجه هزینه جاری کم و سود بالا نشان داده می‌شود.

از لحاظ تئوریهای مالی روش هزینه‌یابی کامل مناسب و صحیح است چون هزینه چاههایی که به نفت رسیده است شامل هزینه چاههایی که به نفت نرسیده است نیز می‌باشد. استفاده ناصحیح از روش حسابداری «تلاشهای موفقیت‌آمیز» به کمپانیهای نفتی محدود نمی‌شود، هر شرکتی که سرمایه‌گذارهای ناموفق را سریعاً به هزینه منظور کند موجب می‌شود که نرخ بازده بعدی آن بی‌جهت و به طور مبالغه‌آمیزی افزایش یابد و این امر ممکن است

موجب وسوسه مدیریت گردد تا سرمایه‌گذاری بیش از حد را در این زمینه انجام دهد علی‌رغم آنکه این فعالیتها به اندازه‌ای که روی کاغذ سودآور نشان داده شده است، سودآور نیستند.

سؤال دیگر آن است که آیا برای تعیین ارزش داراییهای شرکت می‌توان به ترازنامه مراجعه کرد؟ پاسخ استیوارت این است که ترازنامه هدف ما را تأمین نمی‌کند و ترازنامه فقط نشان می‌دهد که چقدر پول در شرکت ریخته شده است. اگر می‌خواهیم ارزش داراییها را به دست بیاوریم نباید نگاه بکنیم که چقدر پول برایش داده‌ایم بلکه باید ببینیم که چقدر می‌توانیم از آن داراییها پول در بیاوریم. ارزش فعلی وجوهی که می‌توانیم از این دارایی به دست بیاوریم تعیین‌کننده ارزش است. به بیان دقیق‌تر ترازنامه یک شرکت در بهترین حالت می‌تواند معیاری برای تعیین «سرمایه» یعنی وجوهی که توسط سرمایه‌گذاران در شرکت گذاشته شده است باشد. تبدیل چنین مخارج سرمایه‌ی به ارزش، بستگی به موفقیت مدیریت در زمینه کسب عایداتی که از این سرمایه بدست می‌آید و نرخ تنزیل آن عایدات دارد. طبق مدل اقتصادی برای تعیین ارزش نه احتیاج به سود و زیان است و نه ترازنامه، بلکه احتیاج به پیش‌بینی جریان نقدی می‌باشد.

و - مالیات معوق^۱: حساب مالیات معوق موقعی ایجاد می‌گردد که شرکتها دو نوع صورت مالی تهیه کنند:

۱- یکی جهت ارائه به وزارت دارایی

۲- دیگری جهت ارائه به سهامداران

تفاوت مالیاتی که پرداخت می‌شود و مالیاتی که در صورتهای مالی جهت ارائه به سهامداران تهیه می‌شود، مالیات معوق نامیده می‌شود. سؤالی که مطرح است این است که این رقم جزء بدهی شرکت است یا جزء حقوق صاحبان سهام؟ به نظر نویسنده به طور قطع و یقین نمی‌توان معین کرد که مالیات معوق جزء بدهی شرکت است و یا جزء حقوق صاحبان سهام. در مورد شرکتهایی که رو به رشد هستند و مانده حساب مالیات معوق آنها هر سال

زیادتر می‌شود اینها جزء حقوق صاحبان سهام است ولی اگر شرکت دچار مشکلات مالی شود که انتظار رود رشد آن کم شود و یا در نهایت شرکت منحل و یا مالیات معوق آن باید پرداخت شود، در این حالت مالیات معوق جزء بدهیهای شرکت طبقه‌بندی می‌شود.

۲- معیار ناصحیح دوم - سود هر سهم

اگر چه سود هر سهم (EPS) یک معیار عامه‌پسندتری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکتهاست اما دارای همان ایرادات وارده بر سود کل می‌باشد. معیار EPS از آن جهت ممکن است گمراه‌کننده باشد که برخی از مدیران شرکتهایی که به EPS اهمیت می‌دهند موقعی به ادغام شرکتهای دیگر می‌پردازند که EPS آنها بالا رود ولی باید توجه داشت که این معیار صحیحی نیست چرا که هنگام تصمیم به ادغام نباید نگران این باشیم که ممکن است EPS کاهش یابد بلکه باید بررسی کنیم که آیا این ادغام موجب یک ارزش افزوده اقتصادی می‌شود (ارزشی که بدست می‌آوریم بیش از پولی است که می‌پردازیم)، یا نه. شرکتهایی که در بورس هستند مدیرانشان نگران این مطلب هستند که اگر EPS آنها پایین بیاید قیمت سهام آنها نیز پایین می‌آید در حالی که به عقیده نویسنده در بازار سهام دو گروه افراد وجود دارند:

۱- گروه عوام که معتقدند کاهش EPS خبر بد^۱ است.

۲- خبرگان که بیشترین توجه آنها به پتانسیل رشد و پیش‌بینی جریان نقدی است. اینها معتقدند اگر ادغام مناسبی وجود دارد باید صورت‌گیرد حتی اگر منجر به کاهش EPS گردد. یکی از دلایلی که باعث گردید بحث ادغام شرکتهای مطرح شود این بود که اگر شرکتی با ضریب $\frac{P}{E}$ بالا، سهام شرکتی با ضریب $\frac{P}{E}$ پایینی را خریداری نماید از آنجایی که شرکت High باید تعداد کمتری از سهام خود را در مقابل سهام شرکت Low بدهد، پس EPS شرکت خریدار افزایش می‌یابد. بسیاری از مردم فکر می‌کنند که این اخبار خوبی برای سهامداران شرکت خریدار است. عکس مطلب هنگامی است که شرکت Low (شرکتی که دارای ضریب $\frac{P}{E}$ پایینی است) سهام شرکت High را خریداری نماید در این صورت EPS شرکت خریدار

کاهش می‌یابد زیرا شرکت باید تعداد بیشتری از سهام خود را در مقابل سهام شرکت High بدهد. بسیاری از مردم فکر می‌کنند که این کاهش EPS خبر بدی برای سهامداران شرکت خریدار است.

شرح	شرکت (۱) High	شرکت (۲) Low	هنگامی که High را بخرد Low	هنگامی که Low را بخرد High
تعداد سهام	۱۰۰۰	۱۰۰۰	$(1000 \div 500) = 2000$	$(1000 \div 2000) = 3000$
جمع سودها	۱۰۰۰ ریال	۱۰۰۰ ریال	۲۰۰۰ ریال	۲۰۰۰ ریال
جمع ارزش (Total Value)	۲۰۰۰ ریال	۱۰۰۰۰ ریال	۳۰۰۰۰ ریال	۳۰۰۰۰ ریال
قیمت سهام	۲۰ ریال	۱۰ ریال	۲۰ ریال	۱۰ ریال
EPS	۱ ریال	۱ ریال	$\frac{2000}{3000} = 0.66$ ریال	$\frac{2000}{2000} = 1$ ریال
ضریب $\frac{P}{E}$	۲۰	۱۰	$15 = \frac{10}{0.66}$	$15 = \frac{10}{0.66}$
<p>(۱) شرکت High برای خرید سهام شرکت Low باید ۵۰۰ سهم خود را بدهد $\frac{1000}{20}$</p> <p>(۲) شرکت Low برای خرید سهام شرکت High باید ۲۰۰۰ سهم خود را بدهد $\frac{20000}{10}$</p>				

جدول شماره ۸. استدلال غلط EPS هنگام ادغام

همانطور که در جدول شماره ۱ نشان داده شده است در صورتی که شرکت High شرکت Low را خریداری نماید EPS آن از ۱ ریال به $1/33$ ریال افزایش می‌یابد. پس با فرض آنکه ضریب $\frac{P}{E}$ تغییر نکند قیمت بازار سهام این شرکت بعد از ادغام باید برابر $22/66 (20 \times 1/33)$ ریال گردد ولی می‌بینیم که بازار تحت تأثیر مدلهای حسابداری قرار نمی‌گیرد و قیمت همان ۲۰ ریال می‌باشد و برعکس وقتی که شرکت Low شرکت High را خریداری می‌کند، EPS از ۱ ریال به مبلغ $0/66$ ریال کاهش می‌یابد. با فرض آنکه ضریب $\frac{P}{E}$ تغییر نکند قیمت سهام باید به $6/66$ ریال $(10 \times 0/66)$ کاهش یابد، ولی باز می‌بینیم که رفتار بازار به گونه دیگری است و به طور مستقیم تحت تأثیر مدلهای حسابداری قرار نمی‌گیرد. در اینجا هر دو معامله یکی هستند، یعنی چه High شرکت Low را بخرد و چه برعکس، در حقیقت یکی است. پس کاربرد EPS در اینجا بی‌اهمیت و بی‌معنی است. به عبارت دیگر

شرکت High باید قسمتی از $\frac{P}{E}$ خود را به منظور به دست آوردن سود جاری بیشتر از شرکت Low از دست بدهد و شرکت Low باید قسمتی از سود جاری خود را به منظور تحصیل رشد آتی و ضریب $\frac{P}{E}$ بالاتر صرفنظر نماید. پس آنچه که در مدل اقتصادی دارای اهمیت است مبادله ارزش است و نه مبادله سود که بین طرفداران مدل حسابداری مرسوم است، اگر چه مبنای اطلاعاتی مورد استفاده در مدل اقتصادی همان محتوای اطلاعاتی فراهم آمده از مدل حسابداری است. اگر خریدار، ارزشی بیش از آنکه که از دست می‌دهد، به دست آورد (خالص ارزش افزوده)، به نفع سهامداران شرکت خریدار است که معامله انجام شود، حتی اگر این معامله باعث کاهش EPS آن شود.

با ذکر مثال فوق مشخص شد که مدل حسابداری در مورد EPS نیز ایراد دارد. زیرا فرایند تعیین ارزش سهام پیچیده است و اگر بخواهیم مدل حسابداری را به کار بگیریم اول باید دید که ضریب $\frac{P}{E}$ واقعی چقدر است، که این نیاز به مطالعات و تحقیقات فراوانی دارد تا بتوان ضریب $\frac{P}{E}$ واقعی یک شرکت را مشخص کرد. مثال و نمونه دیگری از ایراد مدل حسابداری قضیه واگذاری سهام شرکتهای فرعی است.

الف - واگذاری سهام شرکتهای فرعی به سهامداران شرکت مادر (Spinoff)

Spinoff یعنی واگذاری سهام شرکت تابعه به سهامداران شرکت مادر. این عمل برعکس تحصیل سهام در مقابل سهام (یا عمل ادغام) است. یعنی شرکت مادر سهام خود را در یک شرکت تابعه بین سهامداران خودش توزیع می‌کند. پس سهامداران شرکت مادر که قبلاً به طور غیرمستقیم در شرکت تابعه سهامدار بودند حالا با عمل Spinoff با در اختیار داشتن سهام شرکت تابعه به طور مستقیم سهامدار آن هستند.

فرض کنید که سهام شرکت تابعه‌ای به دلیل پایین بودن EPS و رشد سودهای مورد انتظار آتی که به سهامداران شرکت مادر واگذار شود یعنی چون عملکرد شرکت تابعه خوب نبوده است سهام آن واگذار گردیده است. سؤال این است که با خارج شدن شرکت تابعه از شرکت مادر EPS و ضریب $\frac{P}{E}$ آن چه خواهد شد؟ آیا افزایش می‌یابد و یا کاهش؟

فرض کنید که سهام شرکت ب ۱۰۰٪ متعلق به شرکت الف می‌باشد و اطلاعات زیر در

دسترس است :

شرح	شرکت مادر الف	شرکت تابعه ب	جمع
سود خالص	۱۰۰۰۰ ریال	۵۰۰۰ ریال	۱۵۰۰۰ ریال
تعداد سهام	۵۰۰۰	۵۰۰۰	۵۰۰۰
EPS قبل از Spinoff	۲	۱	۳
EPS بعد از Spinoff	۲	-	۲

در اینجا علی‌رغم آنکه EPS بعد از Spinoff کاهش یافته است اما نمی‌توان گفت که ارزش شرکت نیز کاهش یافته است. چرا که محتوای اطلاعاتی Spinoff این است که با واگذاری سهام شرکت فرعی به سهامداران شرکت مادر، مدیریت آن شرکت (فرعی) احساس استقلال نموده و با ایجاد انگیزه‌هایی که برای مدیران شرکت فراهم شده است با فروش داراییهای غیرمولد و به‌کارگیری وجوه آن در جهت کسب بازدهی بیشتر توانسته است ارزش شرکت را افزایش دهد. پس می‌بینیم با طرح ریزی و انجام یک ابزار مالی علی‌رغم آنکه EPS شرکت مادر کاهش یافته است ولی سهامداران شرکت با افزایش ضریب $\frac{P}{E}$ و در نتیجه افزایش ارزش شرکت ثروتمندتر می‌شوند. بنابر این EPS نیز به تنهایی معیار مناسبی برای تعیین ارزش شرکت و عملکرد مدیریت نمی‌باشد.

۳- معیار سوم: رشد سود^۱

برخی از متخصصین امور مالی رشد سود را یک شاخص گمراه‌کننده برای تعیین عملکرد شرکت می‌دانند اگر چه این حقیقت دارد که شرکت‌هایی که سهامشان با ضریب $\frac{P}{E}$ بالایی به فروش می‌رسند، شرکت‌هایی با رشد سریع هستند، اما رشد سریع ضمانتی برای ضریب $\frac{P}{E}$ بالا نیست و نرخ رشد به تنهایی معیار مناسبی نمی‌باشد. زیرا مهم این است که این رشد چگونه

بدست آمده است.

نرخ رشد تابع دو چیز است:

۱- میزان سرمایه گذاری

۲- نرخ بازده سرمایه گذاری

سرمایه گذاری موقعی خوب است که بازده (F) آن بیش از هزینه سرمایه به کار گرفته شده (C) آن باشد. با یک مثال این معیار تشریح می شود. دو شرکت X و Y را در نظر بگیرید. شرکت X: شرکتی است که قادر است نرخ بازدهی به میزان هزینه سرمایه اش به دست آورد. این شرکت برای آنکه به نرخ رشدی معادل ۱۰٪ دستیابی پیدا کند، باید تمام سود خود را اندوخته کند. در واقع این شرکت و شرکتهای مشابه برای دسترسی به یک نرخ رشد مجبورند سرمایه گذاری زیادی را انجام دهند.

شرکت Y: بازده سرمایه گذاری شرکت Y بیشتر از هزینه سرمایه به کار گرفته شده در شرکت می باشد. به همین دلیل برای آنکه به نرخ رشد مورد نظر (مثلاً ۱۰٪) برسند لازم نیست که همه سود خود را اندوخته کنند. اینگونه شرکتهای جریبان نقدی آزاد دارند که می توانند آن را تقسیم کنند یا اینکه وام (بدهیهای) خود را بازپرداخت نمایند.

با ملاحظه جدول شماره ۲ می بینیم که اگر رشد سود ملاک تعیین ارزش شرکت و اندازه گیری عملکرد شرکت باشد دو شرکت X و Y هر دو دارای رشد سودی یکسان (۱۰٪) می باشند ولی عملکرد آنها یکسان نیست چرا که شرکت X برای رسیدن به رشد مورد نظر (۱۰٪) باید ۱۰۰٪ سود خالص عملیاتی خود را سرمایه گذاری نماید در صورتی که شرکت Y برای رسیدن به همان رشد باید فقط ۸۰٪ از سود خالص عملیاتی خود را سرمایه گذاری کند. به عبارت دیگر علی رغم آنکه هر دو شرکت X و Y دارای نرخ رشدی معادل ۱۰٪ می باشند ولی نرخ بازده شرکت X برابر با ۱۰٪ و شرکت Y برابر با ۱۲/۵٪ می باشد. شرکت Y توانسته است منابع موجودش را بهتر به کار گرفته و با سرمایه گذاری کمتر به نرخ رشدی معادل

1- Return

2- Cost of Capital

ارقام به ریال

شرکت X	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳
سودخالص عملیاتی بعد از مالیات ^۱	۱۰۰۰	۱۰۰۰	۱۱۰۰	۱۲۱۰
سرمایه ^۲	۱۰۰۰۰	۱۱۰۰۰	۱۲۱۰۰	۱۳۳۱۰
نرخ سرمایه گذاری ^۳	%۱۰۰	%۱۰۰	%۱۰۰	%۱۰۰
سرمایه گذاری جدید ^۴	۱۰۰۰	۱۱۰۰	۱۲۱۰	۱۲۱۰
نرخ بازده ^۵	%۱۰	%۱۰	%۱۰	%۱۰
نرخ رشد ^۶	%۱۰	%۱۰	%۱۰	%۱۰
جریان نقدی آزاد (FCF) ^۷	۰	۰	۰	۰
شرکت Y	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳
سودخالص عملیاتی بعد از مالیات	۸۰۰۰	۸۸۰۰	۹۶۸۰	۱۰۶۴۸
سرمایه	۸۰۰۰	۸۸۰۰	۹۶۸۰	۱۰۶۴۸
نرخ سرمایه گذاری	%۱۰۰	%۱۰۰	%۱۰۰	%۱۰۰
سرمایه گذاری جدید	۸۰۰	۸۸۰	۹۶۸	۹۶۸
نرخ بازده	%۱۰	%۱۰	%۱۰	%۱۰
نرخ رشد	%۱۰	%۱۰	%۱۰	%۱۰
جریان نقدی آزاد (FCF)	۲۰۰	۲۲۰	۲۴۲	۲۴۲

جدول شماره ۲ - جدول عملکرد شرکتی X و Y

1- NOPAT (Net Operating Profit After Tax)

2- Capital

۳- Investment Rate (I.R) که برابر است با مبلغ سرمایه گذاری جدید بر عهده سود

$$I.R = \frac{I}{NOPAT} \text{ معنی}$$

4-I (Increase in Capital)

۵- نرخ بازده (r) برابر است با سود حاصل عملیاتی بعد از مالیات تقسیم بر سرمایه

$$r = \frac{NOPAT}{\text{Beg. Capital}} \text{ معنی}$$

۶- Growth Rate (g) برابر است با نرخ بازده (r) ضرب در نرخ سرمایه گذاری

$$g = r \times \frac{I}{NOPAT} \text{ معنی}$$

۷- جریان نقدی آزاد (Free - Cash Flow) برابر است با سود حاصل عملیاتی بعد از

$$FCF = (NOPAT - I) \text{ معنی}$$

شرکت X. برسد و این به دلیل اختلاف در نرخ بازده سرمایه گذاری می باشد.

۴- معیار چهارم: نرخ بازده سرمایه گذاری

شرط موفقیت در جذب سرمایه و ایجاد شرکتی که ارزش آن بیشتر از سرمایه به کار گرفته شده آن باشد. تحصیل نرخ بازده بیشتر است. اما نرخ بازده به تنهایی معیار کاملی برای تعیین عملکرد شرکتها نیست و دارای ایراداتی به شرح زیر است:

۱- همانطوری که قبلاً گفته شد نرخ بازده از تقسیم سود خالص عملیاتی بعد از مالیات بر سرمایه به کار رفته بدست می آید. در نتیجه ایراد اولیه ای که بر این معیار وارد است، این است که صورت (سود خالص عملیاتی بعد از مالیات) دارای همان ایرادات معیار سود که در صفحات قبل اشاره شد می باشد.

۲- نکته دیگری که باید به آن توجه داشت این است که به حداکثر رساندن نرخ بازده هدف مناسبی برای مدیران نمی باشد زیرا یک واحد سودآور ممکن است به منظور حداکثر نمودن نرخ بازده از برخی از فرصتهای سرمایه گذاری خوب اجتناب نماید. برای تشریح موضوع با ذکر یک مثال در مورد دو شرکت Y و Z بحث را ادامه می دهیم. خصوصیات شرکت Y در صفحات قبل اشاره شد و اکنون خصوصیات شرکت فرضی Z را بیان می کنیم.

الف - شرکت Z

بازده سرمایه گذاری شرکت Z و شرکتهای مشابه همانند شرکت Y بیشتر از هزینه سرمایه آنهاست. منتهی شرکت Z و شرکتهای مشابه از این ویژگی خود حداکثر بهره برداری را می نمایند. به این مفهوم که با گرفتن وام و افزایش سرمایه به طور مرتب روی پروژه های با بازده بالا سرمایه گذاری می کنند. به عبارت دیگر جریان نقدی آزاد این شرکتها منفی است ولی در عوض از نرخ رشد بالایی برخوردارند.

با ملاحظه جدول شماره ۳ می بینیم که دو شرکت Y و Z هر دو دارای نرخ بازدهی یکسان (۱۲/۵٪) می باشند ولی آیا عملکرد آنها یکسان است؟ جواب مسلماً منفی است چرا که شرکت Z توانسته است با گرفتن وام از فرصتهای سرمایه گذاری مناسب بیشتری استفاده

نماید و در نتیجه می بینیم که علی رغم آنکه هر دو شرکت دارای نرخ بازدهی یکسان می باشند ولی نرخ رشد شرکت Z دو برابر شرکت Y می باشد.

ارقام به ریال

شرکت Y	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳
سود خالص عملیاتی بعد از مالیات (NOPAT)	۱۰۰۰	۱۱۰۰	۱۲۱۰	۱۳۷۳
سرمایه (Capital)	۸۰۰۰	۸۸۰۰	۹۶۸۰	۱۰۶۴۸
سرمایه گذاری جدید (I)	۸۰۰	۸۸۰	۹۶۸	
جریان نقدی آزاد (FCF) ^۱	۲۰۰	۲۲۰	۲۴۲	
نرخ سرمایه گذاری $(\frac{I}{NOPAT})$	%۸۰	%۸۰	%۸۰	
نرخ بازده $(r = \frac{NOPAT}{Beg\ Capital})$	%۱۲/۵	%۱۲/۵	%۱۲/۵	
نرخ رشد $(g = r \times \frac{I}{NOPAT})$	%۱۰	%۱۰	%۱۰	
شرکت Z	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳
سود خالص عملیاتی بعد از مالیات (NOPAT)	۱۰۰۰	۱۲۵۰	۱۵۶۳	
سرمایه (Capital)	۸۰۰۰	۱۰۰۰۰	۱۲۵۰۰	۱۵۶۲۵
سرمایه گذاری جدید (I)	۲۰۰۰	۲۵۰۰	۳۱۲۵	
جریان نقدی آزاد (FCF)	(۱۰۰۰)	(۱۲۵۰)	(۱۵۶۳)	
نرخ سرمایه گذاری $(\frac{I}{NOPAT})$	%۲۰۰	%۲۰۰	%۲۰۰	
نرخ بازده $(r = \frac{NOPAT}{Beg\ Capital})$	%۱۲/۵	%۱۲/۵	%۱۲/۵	
نرخ رشد $(g = r \times \frac{I}{NOPAT})$	%۲۵	%۲۵	%۲۵	

جدول شماره ۳- عملکرد شرکتیهای Y و Z

۱- جریان نقدی آزاد (Free-Cash Flow) از تفاوت سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات و میزان سرمایه گذاری خالص می آید یعنی $FCF = NOPAT - I$

۵- معیار پنجم: سود تقسیمی^۱

سودی که شرکت بین سهامدارانش تقسیم می‌کند در حقیقت پولی است که از دست شرکت خارج می‌شود و شرکتی که سودش را تقسیم می‌کند از دو حالت خارج نیست:

- ۱- طرح‌های سرمایه‌گذاری سودآور ندارد.
- ۲- طرح‌های سرمایه‌گذاری سودآور دارد ولی قصد آن است که نیاز مالی خود را از طریق وام یا افزایش سرمایه تأمین کند.

اگر شرکت امکان سرمایه‌گذاری در طرح‌های سودآور را نداشته باشد بهتر است که سود خود را تقسیم کند. اما اگر شرکتی از یک طرف سود را تقسیم می‌کند و از طرف دیگر افزایش سرمایه می‌دهد، شرکت متحمل یک سری هزینه‌های اضافی خواهد شد. پس بهتر است که از اول سود تقسیم نکند تا مجبور به افزایش سرمایه نشود. اما اگر قرار شد که سود تقسیم کند و وام بگیرد مقوله متفاوتی است. چرا که با گرفتن وام به میزان زیاد، هم از صرفه‌جویی مالیاتی بهره‌مند خواهد شد و هم ممکن است که به دلیل الزام به پرداخت اصل و فرع وامها، مدیران مجبور به تلاش و بهبود کارایی بیشتری شوند.

بنابر این اگر شرکت امکان سرمایه‌گذاری دارد، نباید سودی تقسیم کند و اگر فرصت انجام سرمایه‌گذاری سودآور ندارد، بهتر است که همه سود تقسیم شود. یعنی سیاست تقسیم سود با توجه به نیازهای سرمایه‌گذاری شرکت و طرح‌های سودآور باید تنظیم شود و نه برای تحت تأثیر قرار دادن بازده سهام. اگر تعدادی از سهامداران محتاج به دریافت سود سهام هستند این مسأله نیز مشکل‌آفرین نیست، چون افراد معمولاً یک مجموعه متنوع (پرتفوی) سهام دارند و خود اطلاع دارند که اگر نیاز به دریافت سود سهام داشته باشند چه سهامی را باید خریداری نمایند. یا اگر نیاز به پول داشته باشند می‌توانند تعدادی از سهام خود را بفروشند. در همین رابطه در مدیریت مالی بحثی وجود دارد به نام Clientelle Theory یعنی سهامداران بر حسب سیاست تقسیم سود هر شرکت جذب آن می‌شوند. برخی از سرمایه‌گذاران دوست ندارند سود بگیرند. شاید یکی از دلایل آن این باشد که این امر باعث افزایش مالیات آنها

می‌شود البته در ایران حتی اگر سود تقسیم هم نشود سهامداران باید مالیات آن را بپردازند. در مورد تأثیر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تحقیقات زیادی انجام شده است. از جمله در سال ۱۹۶۰ اولین تحقیق توسط «میلر» صورت گرفت نتیجه این تحقیقات این بود که شرکتهایی که سود زیادی تقسیم کرده‌اند دارای بازده بالاتری نبوده‌اند.

منظور از بازده سهام، اول بازده ناشی از سود هر سهم و دوم بازده ناشی از افزایش قیمت سهام است. اما از طرف دیگر در بازار سهام مشاهده می‌شود که با اعلام اخبار مربوط به سیاست تقسیم سود قیمت سهام شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد و این یک معما شده بود که چگونه براساس تحقیقات نظری ارتباطی بین سیاست تقسیم سود و قیمت سهام وجود ندارد ولی در عمل قیمت سهام تحت تأثیر اعلام خبر تقسیم سود قرار می‌گیرد؟ پاسخ این است که قیمت سهام به دلیل اعلان خبر تقسیم سود بالا می‌رود نه به خاطر تقسیم سود. دلیل افزایش قیمت سهام محتوای اطلاعاتی خبر تقسیم سود است و نه خود تقسیم سود. منظور از محتوای اطلاعاتی، تفسیر بازار از سیاست تقسیم سود است. معمولاً بین مدیران و سهامداران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و سهامداران همیشه فکر می‌کنند که یک سری اخبار مربوط به شرکت وجود دارد که مدیران از آن مطلعند ولی آنها بی‌خبرند. بنابراین این به دنبال یک سرخچی می‌باشند که در شرکت چه می‌گذرد و این سرخ باید متکی به واقعیت‌های اقتصادی باشد. یکی از این سرخها خبر مربوط به سود تقسیمی است. دلیل آن هم این است که معمولاً شرکتها از یک سیاست با ثبات تقسیم سود پیروی می‌کنند و اکراه دارند که سود تقسیمی خود را کاهش دهند و اگر سوددهی شرکت به سطح بالاتر رسید ممکن است که مقدار سود تقسیمی خود را افزایش دهند. پس سرمایه‌گذاران وقتی که سود تقسیمی افزایش می‌یابد، اعتقاد پیدا می‌کنند که شرکت به سود بالاتری دست یافته است و به تعبیر دیگر امید به کسب جریان نقدی است که باعث بالا رفتن قیمت سهام می‌شود و تحقیقات تجربی این مطالب را ثابت کرده است.

الف - آیا بازار سهام نزدیک بین است؟

ایرادی که به بازار سهام وارد می‌شود این است که بازار سهام بیشتر تحت تأثیر

سرمایه‌گذارانی است که علاقه‌مند هستند در یک فرصت کوتاه، بازده مناسبی را به دست بیاورند. این سرمایه‌گذاران اکثراً کسانی هستند که به دنبال بازده کوتاه مدت هستند. اگر بازار تحت تأثیر اینگونه افراد باشد، در ارزیابی خود به جای منافع و بازده بلند مدت به منافع و بازده کوتاه مدت می‌نگرند و این مسأله نگرانی را در ذهن عده‌ای ایجاد می‌کند که ممکن است مدیران به جای سرمایه‌گذاری بر روی طرحهای دراز مدت که رشد اقتصاد ملی را به دنبال دارد به دنبال طرحهای کوتاه مدت بروند، در این مورد می‌توان به اظهارات مدیر شرکت کاغذ سازی شامپون اشاره کرد که اظهار داشته است^۱: «وقتی قصد سرمایه‌گذاری و ایجاد طرح توسعه را دارم قیمت سهام شرکت پایین می‌آید و وقتی از سرمایه‌گذاری بر روی طرح توسعه منصرف می‌شوم قیمت سهام افزایش می‌یابد.» به نظر مدیر شرکت فوق‌الذکر این ناشی از کوتاه‌بینی بازار است که وقتی می‌خواهیم روی یک طرح مولد بلند مدت سرمایه‌گذاری کنیم قیمت سهام پایین می‌آید و برعکس با انجام سرمایه‌گذاریهای کوتاه مدت قیمت سهام افزایش می‌یابد اما در جواب باید گفت که بازار نه تنها کوتاه بین نیست بلکه خیلی هوشیار می‌باشد، زیرا طرحی که مدیر شرکت کاغذ سازی می‌خواسته در آن سرمایه‌گذاری نماید یک طرح بدون توجیه اقتصادی و با بازده پایین بوده است، بنابراین وقتی از سرمایه‌گذاری در آن منصرف شده است نگرانی بازار سهام از اینکه شرکت می‌خواهد سرمایه‌اش را به هدر بدهد مرتفع می‌شده و در نتیجه افزایش قیمت بازار سهام بسیار به جا و منطقی بوده است. به نظر ما ممکن است اکثر افراد در بازار سهام سفته باز باشند ولی قیمت سهام توسط خبرگان مالی تعیین می‌شود و خبرگان نیز در ارزیابی خود به مسائل بلند مدت نیز توجه دارند. در مطالعه‌ای که انجام گردید مشخص شد که سرمایه‌گذاران مهم و خبرگان مالی بیشتر سرمایه‌گذاری خود را روی سهام شرکت‌های با تکنولوژی بالا انجام داده‌اند. یعنی روی سهام شرکت‌هایی که مخارج تحقیق و توسعه آنها زیاد است. این امر از کوتاه‌بینی به دور است، این الگو نشانگر صبر و علاقه سرمایه‌گذاران به کسب بازده‌های بلند مدت است و اگر قیمت سهام شرکت‌ها تغییر می‌کند

1- Stewart G. Bennett, "The Quest for Value", Harper Collins, 1991.

به علت تغییر سود آنها نیست بلکه به دلیل تغییر پیش‌بینیها و انتظارات آینده^۱ می‌باشد. نتایج سایر تحقیقات در مورد واکنش قیمت سهام در بازار اعلام مخارج سرمایه‌ای نظیر تحقیق و توسعه نشان داد که از مجموع ۵۴۷ مورد اعلام مخارج سرمایه‌ای توسط ۲۸۵ شرکت مختلف در طی سالهای ۱۹۸۱-۱۹۷۵ سهام اینگونه شرکتها از افزایش چشمگیری برخوردار بوده است و در مواردی که کاهش مخارج سرمایه‌ای اعلام گردیده است قیمت سهام نیز کاهش یافته است. البته این به این معنا نیست که هرگونه افزایش مخارج سرمایه‌ای مطلوب تلقی می‌شود بلکه مخارج سرمایه‌ای که دارای بازده مثبت باشد باعث افزایش قیمت سهام خواهد شد.^۲

بنابر این مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که بازار سهام نزدیک بین نیست. علت این امر نیز این است که در بازار نقش اصلی را خبرگان مالی ایفا می‌نمایند. خبرگان مالی بزرگترین نقش را در سرمایه‌گذاری و تخصیص سرمایه دارند. آنها برای تعیین ارزش سهام فقط به EPS و نرخ رشد EPS توجه نمی‌کنند. بلکه بیشتر به جریان نقدی که در طول عمر شرکت ایجاد می‌شود و میزان ریسک آنها توجه می‌کنند و از طریق محاسبه ارزش فعلی جریانهای نقدی مورد انتظار، قیمت سهام را تعیین می‌کنند. تعداد این خبرگان در مقایسه با عوام بسیار است. قیمت‌گذاری سهام به شکل قیمت‌گذاری نهایی است. یعنی قیمتها در حاشیه توسط خبرگان تعیین می‌شود. منظور از حاشیه این است که در بازار سهام در واقع خبرگان جهت‌دهنده قیمتها هستند.

۶- معیار ششم: جریان نقدی آزاد

همانطور که قبلاً گفتیم جریان نقدی آزاد از تفاوت سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و میزان سرمایه‌گذاری جدید انجام شده به دست می‌آید. یعنی: $FCF = NOPAT - I$
 با مراجعه به جدول شماره ۲ و ۳، می‌بینیم که جریان نقدی آزاد شرکت X برابر با صفر و

1- Out Look

2- Ibid

شرکت Y دارای جریان نقدی آزاد مثبت و شرکت Z دارای جریان نقدی آزاد منفی می‌باشد. حال سؤال این است که براساس معیار جریان نقدی آزاد عملکرد کدام یک از شرکتها بهتر است؟

مسلماً با پاسخی قاطع نمی‌توان در این خصوص اظهار نظر نمود. چراکه اگر شرکت X و Y را با یکدیگر مقایسه نماییم می‌توان گفت که عملکرد شرکت Y بهتر است چراکه شرکت Y نسبت به شرکت X دارای جریان نقدی آزاد مثبت بوده که از آن برای پرداخت سودها، اصل و فرع وامها و سایر موارد دیگر می‌تواند استفاده نماید. به عبارت دیگر شرکت Y با سرمایه‌گذاری ۸۰٪ سود خود توانسته است همان نرخ رشد (۱۰٪) را به دست بیاورد که شرکت X با ۱۰۰٪ سرمایه‌گذاری سود خود توانسته است به دست آورد که این امر در نتیجه بازدهی بیشتر شرکت Y (۱۲/۵٪) نسبت به بازدهی شرکت X (۱۰٪) حاصل گردیده است. بنابر این تا اینجای بحث می‌توان اظهار داشت که جریان نقدی آزاد مثبت در عملکرد مثبت شرکت تأثیر داشته است. اما اگر شرکت Z را نیز به دو شرکت قبلی اضافه نماییم می‌بینیم که شرکت Z دارای جریان نقدی آزاد منفی می‌باشد. آیا می‌توان گفت که شرکت Z دارای عملکردی بدتر نسبت به دو شرکت X و Y است؟

مسلماً جواب منفی است چراکه شرکت Z توانسته است از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری حداکثر استفاده را بنماید و با سرمایه‌گذاری ۱۰۰٪ سود حاصل از عملیات خود و همچنین اخذ وام به همان مبلغ بر روی طرح‌های سودآور توانایی شرکت در کسب سود را در آینده فراهم نماید. به عبارت دیگر شرکت Z با این عمل خود توانسته است نرخ بازدهی دو برابر نرخ بازده شرکت Y را به دست آورد. بنابر این می‌توان گفت که جریان نقدی آزاد نیز به تنهایی معیار مناسبی برای تعیین ارزش و عملکرد شرکت نمی‌باشد.

۷ - معیار هفتم: عرضه و تقاضا

برخی معتقدند که قیمت سهام بر اثر ارتباط بین عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و مدیر می‌تواند همانند سایر محصولات خود سهام عادی خود را به عنوان یک محصول عرضه نماید. اما باید توجه داشت که عرضه و تقاضا تعیین‌کننده قیمت سهام نیست بلکه ارزیابی

خبرگان از ارزش ذاتی سهام است که عامل تعیین کننده قیمت سهام است. در کشورهای پیشرفته در این زمینه تحقیقاتی انجام شده است و فرض شده است که اگر تعداد سهام عادی موجود شرکت ثابت باشد پس شرکت می تواند از طریق تبلیغات و آگهی علاقه مردم را به سرمایه گذاری در روی سهام شرکت جلب نماید. در نتیجه با زیاد شدن متقاضیان موجبات افزایش قیمت سهام را فراهم آورد. نتیجه این تحقیق این بوده است که قیمت سهام ممکن است در یک محدوده زمانی کوتاه بالا برود ولی سپس به شدت پایین می آید (بادکنک می ترکد). دلایل این امر به شرح زیر است:

اولاً عرضه سهام شرکت ثابت نیست زیرا عرضه سهام بر اثر اختیار خریدهای مختلف و فروش استقراضی سهام (Short Sale) قابلیت انعطاف دارد. Short Sale یعنی فروش سهام توسط کسی که آن را ندارد و از کارگزار خود آن سهم را قرض می کند و می فروشد. کسانی که Short Sale را انجام می دهند فکر می کنند که قیمت سهام پایین می آید و پس از پایین آمدن قیمت سهام دوباره آن را خریداری می کنند. وجود Short Sale باعث می شود که شخص قادر باشد بیش از سهامی را که شرکت منتشر کرده به فروش رساند. معمولاً خبرگان این کار را انجام می دهند، یعنی اگر ملاحظه کردند عوام دچار تب سفته بازی شده اند و باعث افزایش قیمت سهام شده اند و ارتباط بین قیمت و بازده سهم قطع شده است در این شرایط اقدام به فروش سهام استقراضی می کنند.

ثانیاً آخرین فردی که در نتیجه تبلیغات و شایعه سهام را به قیمت بالاتر خریداری کرده است متوجه می شود که سهام را گران خریده است و آن موقع کسی حاضر نیست که آن سهام را گرانتر از او بخرد، در نتیجه قیمت به شدت پایین می آید. در این مورد می توان به نتیجه تحقیق Sholes در مورد تأثیر عرضه و تقاضا بر تعیین قیمت سهام اشاره نمود. فرضیه ایشان این بود که عرضه و تقاضا تعیین کننده قیمت است، در این صورت عرضه عمده سهام باعث کاهش قیمت سهام خواهد شد. نتیجه این تحقیق نشان داد که این طور نیست. منتهی اگر عرضه سهام توسط گروه خاصی مثلاً مدیران شرکت یا افرادی که اطلاعات دقیق تری از وضعیت شرکت دارند صورت بگیرد آن عرضه باعث کاهش قیمت سهام می شود. در این صورت این کاهش قیمت ناشی از عرضه نیست بلکه ناشی از این توهم است که نکند در

شرکت اتفاق بدی افتاده است که مدیران، سهام خودشان را می‌فروشند (محتوای اطلاعاتی). نتیجه آنکه «ارزیابی افراد خبره است که عامل محرک عرضه و تقاضای سهام می‌باشد و قیمت سهام را تعیین می‌کند.»

خلاصه و نتیجه‌گیری

در این نوشتار سعی شد که به طور خلاصه ایرادات وارده بر برخی از معیارهای تعیین عملکرد و ارزش شرکت بیان شود. گفتیم که معیار سود به دلیل آنکه کیفیت سود را نشان نمی‌دهد و قابل دستکاری توسط مدیریت می‌باشد نمی‌تواند معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد باشد. سود هر سهم علاوه بر ایراداتی که بر سود وارد بود دارای ایراد اساسی دیگری نیز می‌باشد و آن این است که اگر ما معیار اندازه‌گیری عملکرد را سود هر سهم (EPS) بدانیم ممکن است مدیر شرکت از یک ادغام مناسب به دلیل آنکه پس از ادغام، (EPS) کاهش می‌یابد خودداری نماید. در صورتی که واقعاً این عمل ادغام ممکن است باعث افزایش کارایی و ارزش شرکت شود و یا بالعکس. مدیر با این دید که ادغام باعث افزایش سود هر سهم خواهد شد ممکن است آن را انجام دهد در صورتی که در واقع پس از ادغام به دلیل پایین بودن کارایی شرکت خریداری شده ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

رشد سود نیز معیار مناسبی برای تعیین عملکرد و ارزش شرکت نمی‌باشد، چراکه مهم این است که این رشد با چه میزان سرمایه‌گذاری و با چه نرخ بازدهی به دست آمده است. نرخ بازده نیز به دلیل آنکه ممکن است مدیر را از انجام سرمایه‌گذاریهای مناسب باز دارد و یا بالعکس باعث شود که مدیریت در طرحهای نامناسب سرمایه‌گذاری نماید معیار صحیحی نمی‌باشد.

معیارهای تقسیم سود، جریان نقدی آزاد و عرضه و تقاضا نیز هر کدام دارای ایراداتی بودند که در متن به آنها اشاره شد. بنابر این باید به دنبال معیار یا معیارهای مناسب دیگری برای تعیین عملکرد و ارزش شرکت بود. دو معیار مناسب برای این کار که ایرادات وارده بر

معیارهای فوق‌الذکر را ندارند عبارتند از معیار ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۱ و معیار ارزش افزوده بازار (MVA)^۲ که در مورد معیار ارزش افزوده اقتصادی (EVA) مقاله‌ای تحت عنوان «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی» در شماره ۵ و ۶ فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴ ارائه شده است و انشاء‌الله در مورد معیار MVA نیز مقاله (مقالاتی) به رشته تحریر در خواهد آمد.

منبع:

G. Bennett Stewart., "The Quest for Value", Harper Collins Publishers Inc., 1991.

1- Economic Value Added

2- Market Value Added