

لزوم توجه به قواعد سرانگشتی در ارزشیابی سهام

روزنامه دنیای اقتصاد - شماره تاریخ چاپ: ۱۶/۰۱/۱۳۹۵ بازدید: بار کد خبر: DEN-1036668

محدثه رزاقی / عباس گمار

همواره گفته می‌شود برای فعالیت در بازار سهام تهران، داشتن اطلاعات و دانش مالی لازم است، اما کافی نیست. می‌توان ادعا کرد که بازار سهام تهران هیچ‌گاه از اصول آکادمیک متداول در حوزه مالی، پیروی نکرده است. از آنجا که بازار سرمایه در ایران هنوز به بلوغ کافی نرسیده و از طرف دیگر اقتصاد کشور با تلاطمات فراوان روبه‌رو بوده است و همچنین دسترسی به آمارهای گذشته ممکن نیست، سرمایه‌گذاران به اجبار به قواعد سرانگشتی روی می‌آورند. چنانچه سرمایه‌گذار بخواهد با توسل به اصول آکادمیک اقدام به ارزشیابی سهام شرکت‌ها کند، این امکان وجود دارد که با اشتباهات فاحش، دچار یک سرمایه‌گذاری زیانبار شود. شواهد نشان می‌دهند که برای فعالیت در بورس تهران لازم است پارامترهای کلیدی نه از طریق داده‌های گذشته نگر، بلکه با استفاده از قواعد سرانگشتی و به‌صورت آینده نگر برآورد شوند.

ارزشیابی سهام

ارزشیابی سهام یکی از مباحث فوق‌العاده مهم «مالی شرکت‌ها» است که اغلب به روش‌های تنزیل جریان نقدی آزاد، ضریب قیمتی، و اختیار معامله صورت می‌گیرد که در میان آنها، «روش تنزیل جریان نقدی آزاد» بیشترین کاربرد را دارا است. یکی از فرمول‌های روش تنزیل جریان نقدی آزاد، تنزیل جریان نقدی آزاد سهام داران است که فرمول کلی آن عبارت است از:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFE_i}{(1 + K_i)^i}$$

که  $V$ ،  $FCFE$ ،  $K$  به ترتیب بیانگر ارزش سهام شرکت، جریان نقدی آزاد سهام داران و هزینه حقوق صاحبان سهام و  $\sum$  و  $\infty$  نیز به ترتیب نشان گر جمع فرمول  $K_i$  و  $FCFE_i$  سال از یک تا بی نهایت، است.

همچنین، منظور از  $K$ ، هزینه حقوق صاحبان سهام است که فرمول متداول آن به این صورت است:

$$K = R_f + \beta(ERP)$$

$R_f$  و  $ERP$  به ترتیب نشان دهنده نرخ بازده بدون ریسک، بتای (ضریب ریسک) سهام موردنظر و صرف ریسک سهام هستند. در این نوشتار، از میان متغیرهای موجود به دو متغیر «نرخ بازده بدون ریسک» و «صرف ریسک سهام» پرداخته می‌شود که دلیل پرداختن به این دو، در ادامه ذکر می‌شود.

نرخ بازده بدون ریسک

نرخ بازده سرمایه‌گذاری بنا به تعریف، زمانی بدون ریسک تلقی می‌شود که بازده واقعی در دوره سرمایه‌گذاری برابر با بازده موردانتظار باشد. برای

تحقق این امر، سرمایه‌گذاری موردنظر باید فاقد ریسک نکول و ریسک سرمایه‌گذاری مجدد باشد. همچنین، منظور از صرف ریسک سهام، مقدار اضافه بر نرخ بازده بدون ریسک است که سرمایه‌گذار به منظور پذیرش ریسک و سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام انتظار دارد.

پس از بیان این مقدمه، به بررسی روش‌های برآورد پارامترهای یادشده در بازارهای مالی توسعه یافته نظیر ایالات متحده آمریکا و کشورهای پیش‌نوظهور نظیر کشور ما و تفاوت‌های آن پرداخته می‌شود. نرخ بازده بدون ریسک در کشورهایی که از بازار اوراق قرضه فعال برخوردارند، با انجام تعدیل‌هایی برابر با نرخ اوراق خزانه بلندمدت گرفته می‌شود. در کشور ما که فاقد بازار اوراق قرضه فعال است، نرخ بازده بدون ریسک، معادل نرخ سپرده بانکی یا نرخ اوراق مشارکت دولتی در نظر گرفته می‌شود که هیچ‌یک از این دو حائز شرایط عدم ریسک نکول و عدم ریسک سرمایه‌گذاری مجدد نیستند. علاوه بر این، شرایط بازار سرمایه کشور ایجاب می‌کند شرط مهم سوم را نیز به شرایط احراز یک نرخ به‌عنوان نرخ بازده بدون ریسک افزود و آن شرط، غیردستوری بودن و تعیین آن توسط بازار آزاد است که نرخ سپرده بانکی و نرخ اوراق مشارکت دولتی حائز آن نیستند.

روش برآورد نرخ بازده بدون ریسک زمانی اهمیت بیشتری می‌یابد که اقتصاد یک کشور در دوره پیش‌نوظهور یا نوظهور است و متغیرهای کلان آن اقتصاد نظیر نرخ ارز و نرخ تورم دچار تلاطم‌های شدیدی می‌شوند. برای مثال، اقتصاد ایران را در نظر بگیرید که در سال 1392 فضای تورمی شدیدی را تجربه کرد، آن چنان که نرخ تورم بنا بر آمارهای رسمی به حدود 35 درصد رسید یا اینکه اقتصاد از آن فضای تورمی شدید رهایی یافته، مشابه با وضعیت کنونی که نرخ تورم حدود 13 درصد شده است. در این مواقع، دستوری بودن نرخ اوراق مشارکت دولتی و نرخ سپرده بانکی (حتی با فرض بعید عدم ریسک نکول و عدم ریسک نرخ سرمایه‌گذاری مجدد آن و در نظر گرفتن نرخ آنها به‌عنوان نرخ بازده بدون ریسک) موجب می‌شود این نرخ‌ها نتوانند سریعاً با نرخ تورم تعدیل شوند.

در نتیجه، می‌توان گفت نرخ اوراق مشارکت دولتی و نرخ سپرده بانکی از نرخ تورم جا می‌مانند، درحالی که نرخ بازده بدون ریسک مطابق حساب سرانگشتی حدود 2 تا 4 واحد درصد بیشتر از نرخ تورم است. در نتیجه، نرخ بازده بدون ریسک کشور باید در سال 1392 حدود 37 تا 39 درصد محاسبه شود، نه نرخ 21 درصدی اوراق مشارکت دولتی در آن سال و همچنین این نرخ با توجه به نرخ تورم فعلی حدود 13 درصد، حدود 15 تا 17 درصد در نظر گرفته شود، نه نرخ 20 درصد اوراق مشارکت دولتی در حال حاضر. با توجه به نکاتی که به آن اشاره شد، به نظر می‌رسد در برآورد نرخ بازده بدون ریسک به منظور ارزشیابی شرکت‌ها، تا زمانی که بازار اوراق خزانه فعال و آزاد توسعه یابد و نرخ بازده بدون ریسک از آن استخراج شود، در برآورد نرخ بازده بدون ریسک همواره باید به قواعد سرانگشتی و روش‌های ترکیبی که با شهود نیز سازگار است، توجه ویژه‌ای داشت. روش ترکیبی برآورد یک پارامتر به این صورت است که آن پارامتر را به اجزای آن تجزیه و هر جزء را برآورد می‌کند و سپس، با جمع مقدار به دست آمده برای هر جزء، پارامتر موردنظر را محاسبه می‌کند.

## صرف ریسک سهام

پارامتر صرف ریسک سهام از جمله پارامترهای دیگری است که توجه به قواعد سرانگشتی به منظور برآورد آن ضروری به نظر می‌رسد. صرف ریسک سهام اغلب از طریق روش‌های گذشته‌نگر برآورد می‌شود که این روش‌ها به ویژه برای کشورهای نظیر ایران به دو دلیل صحیح نیست: اولاً، بازار سهام کشور در حال رشد است و از بلوغ نسبی برخوردار نیست که بتوان صرف ریسک سهام در گذشته را مبنایی برای صرف ریسک سهام در آینده قرار داد و ثانیاً، میزان داده‌های موجود که برای برآورد پارامتر مزبور موردنیاز است، محدود است و بیشتر از 15 سال را پوشش نمی‌دهد که از نظر آماری کافی به نظر نمی‌رسد.

صرف نظر از دلایل یادشده، از آنجا که سرمایه‌گذار جریان نقدی یک سرمایه‌گذاری را در آینده دریافت می‌کند، مناسب است که سرمایه‌گذار، پارامترهای ارزشیابی سرمایه‌گذاری، از جمله صرف ریسک سهام را نیز با استفاده از روش‌های آینده‌نگر برآورد کند تا به این وسیله اصل سازگاری در ارزشیابی رعایت شود. اما ناگفته نماند که برآورد پارامتر صرف ریسک سهام به روش‌های آینده‌نگر به برآورد پارامترهایی چون نرخ رشد بازار سهام نیازمند است که برآورد پارامتر صرف ریسک سهام را در مواقعی که تحلیل‌های کافی و معتبر درباره نرخ رشد بازار سهام وجود ندارد، دشوار می‌کند. در نتیجه، برای برآورد صرف ریسک سهام نیز روش ترکیبی پیشنهاد می‌شود که در آن، ابتدا صرف ریسک سهام در یک بازار مالی توسعه‌یافته، مانند آمریکا از طریق روش آینده‌نگر برآورد و مقدار برآوردشده یک کف برای صرف ریسک سهام کشورهای دیگر در نظر گرفته می‌شود. آن‌گاه، مقداری هم به‌عنوان صرف ریسک کشور برای بازار سهام موردنظر از طریق رویه‌های مشخص که تشریح آن خارج از حوصله این نوشتار است، مد نظر قرار می‌گیرد. برای مثال، چنانچه صرف ریسک سهام برای بازارهای سهام ایالات متحده، کانادا، نیوزیلند و استرالیا در ژانویه 2016 میلادی حدود 6 درصد برآورد و صرف ریسک کشور برای ایران حدود 4/5 واحد درصد در نظر گرفته و به آن اضافه شود، صرف ریسک سهام بازار سهام ایران حدود 10/5 درصد برآورد می‌شود. صرف ریسک سهام برآوردی با استفاده از این روش با تغییر اجزای آن (صرف ریسک سهام بازار مالی توسعه‌یافته به علاوه صرف ریسک کشور موردنظر) تغییر می‌کند. خلاصه کلام آنکه، برآورد برخی پارامترها نظیر نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک سهام و همچنین سایر پارامترها در بازارهای توسعه یافته در مقایسه با بازارهای نوظهور و پیش‌نوظهور به دلیل نبود یا کمبود برخی زیرساخت‌های لازم که در بالا به آن اشاره شد، تفاوت‌هایی دارد که عدم توجه به آن می‌تواند موجب بروز اشتباهات فاحش در برآورد پارامترهای ارزشیابی شود. از این رو، به نظر می‌رسد هنگام برآورد پارامترهای ارزشیابی همواره باید به قواعد سرانگشتی توجه ویژه‌ای داشت و مقادیر برآوردی با استفاده از روش‌های تئوریک را با مقادیر برآوردی از قواعد سرانگشتی مقایسه کرد.

Faster with Bitrix