دورهٔ مدیریت عالی کسب‌وکار دانشگاه تهران · جلسهٔ پنجم

ارزش‌گذاری بنگاه و کیفیت سود در بازار سهام

درس‌نامهٔ جامع · نسخهٔ نهایی

درس: مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار · مدرس: دکتر علی قنبری

تاریخ: ۱۳ آبان ۱۴۰۵

گردآورنده: سعید سجودی · ایمیل: sojoudi.saeed@gmail.com

فهرست مطالب

مسیر مطالعه

۱. تحلیل داده‌محور و کنترل واحد و تاریخ

۲. ارزش بازار حقوق مالکانه و سهام خزانه

۳. ارزش بنگاه و مثال خودروساز

۴. خواندن صورت سود و زیان و کیفیت رشد

۵. سرمایه در گردش، نقدشوندگی و نسبت‌های مالی

۶. نسبت قیمت به سود و کاربرد امتیاز آلتمن

۷. خالص ارزش دارایی‌ها و مطالعهٔ موردی سرچشمه

۸. معاملات عادی، بلوکی و عمده

۹. پیگیری‌های جلسه و تمرین‌های مرور

واژه‌نامه و منابع

مسیر مطالعه

جلسهٔ پنجم از این پرسش شروع می‌شود: قیمت تابلو دقیقاً ارزش کدام بخش شرکت را نشان می‌دهد؟ مسیر کلاس از ارزش بازار و سهام خزانه به ارزش بنگاه، کیفیت سود، نقدشوندگی دارایی، سرمایه در گردش، امتیاز آلتمن، خالص ارزش دارایی‌های شرکت سرمایه‌گذاری و معاملات عمده می‌رسد. مثال‌های تاریخی برای یادگیری روش تحلیل‌اند. قیمت، تاریخ و واحد هر مشاهده باید از گزارش همان دوره خوانده شود.

۱. تحلیل داده‌محور و کنترل واحد و تاریخ

در آغاز بخش اول، استاد دربارهٔ پیوند اقتصاد کلان، رویدادهای سیاسی و بازارها صحبت کرد. تمرین اصلی این بود که هر ادعا با دورهٔ زمانی، واحد و منبع مشخص شود. مقایسهٔ قیمت نفت، ارز، شاخص یا ارزش یک شرکت وقتی معنا دارد که نقطهٔ آغاز و پایان، ارز مبنا و تاریخ انتشار داده معلوم باشند. مقایسهٔ یک برآورد با یک رقم قطعی، یا ریال با تومان، می‌تواند نتیجهٔ ظاهراً دقیق ولی غلط بسازد.

برابری قدرت خرید برای سنجش تفاوت قیمت سبدی مشابه در دو اقتصاد کاربرد دارد. نتیجهٔ یک مثال سبد یا کالای منفرد، نرخ معاملهٔ امروز ارز را تعیین نمی‌کند. در تحلیل سناریو، زنجیره‌ای مانند «تغییر قیمت ارز ← تغییر درآمد یا هزینهٔ شرکت ← اثر بر حاشیهٔ سود» را به فرض‌های قابل آزمون تبدیل کنید. قیمت یا توصیهٔ شخصیِ مطرح‌شده در بحث کلاسی را به‌عنوان دادهٔ فعلی استفاده نکنید.

در صوت اول، نمونه‌های بحث کلان شامل برآورد تولید ناخالص داخلی، تغییرات سیاسی آمریکا، فروش اوراق خزانه‌داری و مقایسهٔ قیمت کالا میان کشورها بود. در ادامه، گزارش اشتغال غیرکشاورزی آمریکا (NFP) به‌عنوان نمونه‌ای از داده‌های کلان و نقش صنعت خودرو در اشتغال به‌عنوان نمونهٔ ایرانی مطرح شد. در یک تحلیل کاربردی، برای هر حلقهٔ استدلال شاهد جداگانه بیاورید. تغییر موجودی اوراق در یک کشور به‌تنهایی پیش‌بینی قطعی رشد کشور دیگری را به دست نمی‌دهد و اهمیت اشتغال یک صنعت نیز به‌تنهایی توان سودسازی یک شرکت مشخص را نشان نمی‌دهد.

ردّ منبع: صوت اول، بخش آغازین؛ گزارش آموزشی سه منبع، بخش ۱.

۲. ارزش بازار حقوق مالکانه و سهام خزانه

در کاربرد رایج مالی، ارزش بازار حقوق مالکانه (Market Capitalization) از ضرب قیمت هر سهم در تعداد سهام در دست سهامداران به دست می‌آید. عدد «تعداد سهام منتشرشده» را با «تعداد سهام در دست سهامداران» و «سهام شناور» یکی نگیرید. شناوری معمولاً سهمی از سهام در دست سهامداران است که در بازار قابل معامله است. در تمرین تخته، استاد نمادهای «ارزش بازار» (MV) و «ارزش بازاری سهام» (MC) را برای تمایز محاسبه با کل سهام و پس از کسر سهام خزانه به کار برد. قبل از استفاده از این نمادها در گزارش، تعریف صورت و مخرج را بنویسید.

> ارزش بازار حقوق مالکانه = قیمت هر سهم × تعداد سهام در دست سهامداران

مثال آموزشی: اگر شرکت ۱۰ میلیارد سهم منتشر کرده و ۰٫۵ میلیارد سهم خزانه داشته باشد، تعداد سهام در دست سهامداران ۹٫۵ میلیارد است. با قیمت ۲٬۰۰۰ ریال برای هر سهم، ارزش بازار حقوق مالکانه ۱۹ هزار میلیارد ریال می‌شود. اگر قیمت به تومان خوانده شود، نتیجه هم باید به تومان گزارش شود.

سهام خزانه، سهم خود شرکت است که بازخرید شده است. استاندارد بین‌المللی ارائهٔ ابزارهای مالی، سهام خزانه را کاهندهٔ حقوق مالکانه می‌شناسد و خرید یا فروش آن را سود و زیان عملیاتی تلقی نمی‌کند. گزارش شرکت باید جداگانه نشان دهد چرا بازخرید تصویب شده، چه مقدار اجرا شده، چگونه تأمین مالی شده و چه اثری بر سرمایه و نقد دارد. صدور مجوز و خرید واقعی یکی نیستند. بازخرید نیز به‌خودی‌خود نشان نمی‌دهد قیمت آینده افزایش می‌یابد. شرایط حقوقی و حقوق سهام خزانه را باید از متن معتبر و اطلاعیهٔ مربوط به زمان همان رویداد بررسی کرد.

ردّ منبع: صوت اول، بخش ارزش بازار و سهام خزانه؛ تخته، صفحهٔ ۱؛ جزوهٔ استاد، صفحات فیزیکی ۲۸ و ۲۹؛ استاندارد بین‌المللی حسابداری ۳۲، بند ۳۳.

۳. ارزش بنگاه و مثال خودروساز

قیمت تابلوی سهم ارزش حق مالکانه را نشان می‌دهد. برای ارزش بنگاه (EV)، باید مطالبات تأمین‌کنندگان سرمایه و وجه نقدی را که جداگانه از عملیات قابل‌ارزیابی است، در نظر گرفت. فرم سادهٔ متداول، ارزش بازار حقوق مالکانه به‌علاوهٔ ارزش بدهی مالی، منهای وجه نقد و معادل نقد است. در مدل‌های کامل‌تر، سهام ممتاز و منافع فاقد کنترل ممکن است لازم باشند. اگر ارزش بازار بدهی در دسترس نیست، استفاده از مقدار دفتری را به‌عنوان تقریب روشن کنید.

> ارزش بنگاه ساده = ارزش بازار حقوق مالکانه + بدهی مالی - وجه نقد و معادل نقد

موجودی کالا ممکن است قابل فروش باشد، اما طبق تعریف حسابداری، معادل نقد نیست. همچنین «کل بدهی‌های ترازنامه» با «بدهی مالی» یکسان نیست. اگر در تمرین کلاس، موجودی قابل فروش یا کل تعهدات در سناریوی هزینهٔ تصاحب وارد می‌شوند، آن محاسبه را جدا و با فرض‌هایش گزارش کنید. این دو برآورد جواب دو سؤال متفاوت را می‌دهند.

تخته برای مثال ایران‌خودرو، اعداد نزدیک به ۱۶۹ یا ۱۷۰ و ۳۷۰ را کنار هم آورده است. در خوانش گردشدهٔ کلاس، ۱۷۰ + ۳۷۰ برابر ۵۴۰ است. با ورودی ۱۶۹، حاصل ۵۳۹ است. این سطر هنوز ارزش بنگاه نهایی نیست. اگر همهٔ مقادیر در یک واحد باشند و ۳۷۰ واقعاً بدهی مالی و ۲۵ وجه نقدِ قابل کسر باشند، محاسبهٔ نمونه با عدد گردشده به ۵۱۵ می‌رسد. محاسبهٔ دیگری که ارزش نقدشوندگی موجودی را هم کم می‌کند، برآورد سناریوییِ متفاوت است. در کاربرد واقعی، صورت مالی و یادداشت مربوط مشخص می‌کنند چه مقدار از بدهی یا موجودی در مدل پذیرفته شود.

اشارهٔ کلاس به صنعت خودرو، کاتالیزورهای بنیادی و چارچوب «ملینسک» (MELINSAC) یادآوری می‌کند که یک نسبت، جانشین شناخت کسب‌وکار نیست. پیش از مقایسهٔ دو بنگاه، منبع درآمد، نیاز سرمایه در گردش، بدهی و تفاوت دورهٔ گزارش را مشخص کنید.

در این مثال، استاد به حمایت نهادی به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های ملینسک اشاره کرد. در بخش دوم نیز سود سالانه را به همین چارچوب مرتبط کرد. برای بررسی حمایت نهادی، بین اهمیت اقتصادی بنگاه، وجود سیاست حمایتی و اثر آن بر ارزش حقوق مالکانه فرق بگذارید و برای هر کدام شاهد جداگانه بخواهید.

ردّ منبع: صوت اول، بحث ارزش بنگاه و صنعت خودرو؛ تخته، صفحات ۱ تا ۴؛ یادداشت‌های آموزشی آسوات دامودارن و استاندارد حسابداری ۷.

۴. خواندن صورت سود و زیان و کیفیت رشد

در کلاس، گزارش‌های شرکت‌های دارویی دفرا و کاسپین به‌صورت مقایسه‌ای مطرح شدند. برای بازسازی این تمرین، ابتدا نوع گزارش، طول دوره، تاریخ پایان و واحد ارقام را در کدال یکسان کنید. سپس درآمد، بهای تمام‌شده، سود ناخالص، هزینه‌های اداری و فروش، سود عملیاتی و سود هر سهم را کنار دورهٔ مقایسه‌ای بگذارید. تغییر صورت مالی تلفیقی و جداگانه یا تغییر سرمایه می‌تواند نسبت‌ها را جابه‌جا کند.

در بخش دوم، استاد تغییرات مالی را به تصمیم‌های مدیریتی و سرمایهٔ فکری پیوند داد. معیار کاربردی این است که اثر هر تصمیم را در قلم مرتبط دنبال کنید، مثلاً اثر بهبود عملیات بر بهای تمام‌شده یا اثر برون‌سپاری بر ترکیب هزینه‌ها. در نمونهٔ شرکت دارویی، هزینهٔ مالی، اقلام غیرعملیاتی و عملیات متوقف‌شده نیز مطرح شدند. در ارزیابی پایداری، درآمدی که از عملیات اصلی یا دوره‌های بعد تکرار نمی‌شود جدا ثبت می‌شود. گزارش هزینهٔ مالی در یک دوره به‌تنهایی جای یادداشت بدهی و شرایط تأمین مالی را نمی‌گیرد.

شاخص	پرسش تحلیلی
فروش اسمی	رشد از مقدار بیشتر، قیمت بالاتر یا تغییر ترکیب محصول آمده است؟
بهای تمام‌شده	مادهٔ اولیه، بسته‌بندی، دستمزد و سربار چه تغییری کرده‌اند؟
سود ناخالص	حاشیه بهتر شده یا فقط اندازهٔ فروش اسمی بالا رفته است؟
سود عملیاتی	درآمدها و هزینه‌های تکرارشونده و اقلام کم‌تکرار چه سهمی دارند؟
سود هر سهم	سود منتسب و میانگین موزون سهام در دو دوره قابل مقایسه‌اند؟
وجه نقد عملیاتی	چه مقدار از سود در وجه نقد بازتاب دارد و چه مقدار در مطالبات یا موجودی مانده است؟

استاد در مثال محصول دارویی، اختلاف میان افزایش قیمت فروش و تغییر مقدار فروش را برجسته کرد. رشد فروش ریالی حتی با کاهش تعداد واحد فروخته‌شده ممکن است رخ دهد. برای نمونهٔ فرضی، فروش ۱۰ میلیون واحد به قیمت ۲۰ هزار تومان، ۲۰۰ میلیارد تومان است. اگر حجم به ۹ میلیون کاهش یابد ولی قیمت به ۳۰ هزار تومان برسد، فروش ۲۷۰ میلیارد تومان، یعنی ۳۵٪ بیشتر می‌شود، در حالی که مقدار فروش ۱۰٪ کمتر است. این رشد اسمی به‌تنهایی شاهد رشد بهره‌وری نیست.

کیفیت سود را از پایداری و قابلیت تبدیل به نقد بسنجید. فروش اعتباری ممکن است سود ایجاد کند و وجه نقد آن دیرتر وصول شود. تفاوت موقت میان سود و وجه نقد، به‌خودی‌خود سود موهوم را ثابت نمی‌کند. سن مطالبات، ذخیرهٔ کاهش ارزش، دورهٔ وصول، تمرکز مشتریان و جریان وجه نقد عملیاتی را کنار هم بخوانید. ارزیابی سرمایهٔ فکری و کاهش هزینه نیز باید به دادهٔ هزینه، کیفیت خدمت و بهره‌وری وصل شود.

ردّ منبع: صوت اول و دوم، مقایسهٔ شرکت‌های دارویی و کیفیت اقلام؛ جزوهٔ استاد، صفحات فیزیکی ۲۹ و ۴۲ تا ۴۳.

۵. سرمایه در گردش، نقدشوندگی و نسبت‌های مالی

صورت وضعیت مالی از دارایی‌های جاری و غیرجاری، بدهی‌های جاری و غیرجاری و حقوق مالکانه تشکیل می‌شود. حقوق مالکانه با تفاضل کل دارایی‌ها و کل بدهی‌ها برابر است. سرمایه در گردش خالص در تعریف ساده برابر دارایی جاری منهای بدهی جاری است. برای تحلیل سرمایه در گردش **عملیاتی**، اقلام غیرعملیاتی مانند وجه نقد و بدهی مالی کوتاه‌مدت را ممکن است کنار بگذارند. تعریف انتخاب‌شده باید در تمام دوره‌ها ثابت باشد.

> سرمایه در گردش خالص = دارایی جاری − بدهی جاری

با ورودی‌های نمونهٔ ۳٫۸ و ۲٫۰ همت، سرمایه در گردش خالص ۱٫۸ همت است. اگر ۲٫۷ همت از ۳٫۸ همت به مطالبات مربوط باشد، سهم مطالبات نزدیک ۷۱٪ است. این نسبت دربارهٔ کیفیت و سرعت وصول سؤال ایجاد می‌کند. برای پاسخ، سررسید بدهی، مشتریان اصلی، ذخیره و روند وصول را بررسی کنید. شرکت می‌تواند سرمایه در گردش مثبت و هم‌زمان دشواری پرداخت کوتاه‌مدت داشته باشد.

نسبت جاری دارایی جاری را نسبت به بدهی جاری می‌سنجد. **نسبت بدهی** و **نسبت بدهی به حقوق مالکانه** سؤال‌های متفاوتی دارند. مخرج منفی یا نزدیک صفر می‌تواند مقایسهٔ ساده را گمراه‌کننده کند. در صفحهٔ ۹ تخته، نسبت‌های دارای حقوق مالکانه کنار هم آمده‌اند. قبل از محاسبه، معلوم کنید منظور بدهی مالی است یا مجموع بدهی‌ها و از مقدار دفتری استفاده می‌کنید یا بازار.

ردّ منبع: صوت دوم، بحث کیفیت دارایی‌ها؛ تخته، صفحات ۸ و ۹؛ جزوهٔ استاد، صفحهٔ فیزیکی ۲۹.

۶. نسبت قیمت به سود و کاربرد امتیاز آلتمن

نسبت قیمت به سود (P/E) از تقسیم قیمت هر سهم بر سود هر سهم محاسبه می‌شود. اگر قیمت و سود هر سهم با نسبت یکسان دو برابر شوند، نسبت تغییر نمی‌کند. مثال: قیمت ۴٬۰۰۰ ریال و سود ۴۰۰ ریال، نسبت ۱۰ است. قیمت ۸٬۰۰۰ و سود ۸۰۰ نیز نسبت ۱۰ دارد. این برابری اثبات نمی‌کند رشد سود علت رشد قیمت بوده یا کیفیت سود ثابت است. سود هر سهم (EPS) با سود تقسیمی هر سهم (DPS) فرق دارد. تفاوت این دو در یک دوره، صرفاً به معنای وجه نقد باقی‌مانده در حساب شرکت نیست. تصمیم مجمع، محدودیت‌ها و ثبت حسابداری را جدا بخوانید.

مدل کلاسیک امتیاز آلتمن برای نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی عمومی توسعه یافت. صورت رایج با نسبت‌های اعشاری چنین است:

> امتیاز آلتمن = ۱٫۲ × الف + ۱٫۴ × ب + ۳٫۳ × ج + ۰٫۶ × د + ۰٫۹۹۹ × هـ

جزء	تعریف در الگوی کلاسیک
الف	سرمایه در گردش ÷ کل دارایی‌ها
ب	سود انباشته ÷ کل دارایی‌ها

جزء	تعریف در الگوی کلاسیک
ج	سود قبل از بهره و مالیات ÷ کل دارایی‌ها
د	ارزش بازار حقوق مالکانه ÷ ارزش دفتری کل بدهی‌ها
هـ	فروش ÷ کل دارایی‌ها

در تخته، ضرایب گرد شده و بازه‌های نزدیک ۱٫۸ و ۳ مطرح شدند. در نسخهٔ رایج الگوی کلاسیک، حدود تقریبی ۱٫۸۱ و ۲٫۹۹ برای ناحیهٔ میانی به کار می‌روند. این محدوده‌ها هشدار آماری‌اند. حد پایین به‌تنهایی حکم ورشکستگی قانونی و حد بالا تضمین سلامت نیست. نسخهٔ مدل، نوع شرکت و داده‌های معتبر باید مشخص باشند. در صوت دوم، استاد نسبت سود انباشته به سرمایهٔ ثبت‌شده را به‌عنوان سنجهٔ کمکی مطرح کرد. این سنجه با جزء «ب»، یعنی سود انباشته به کل دارایی‌ها، تفاوت دارد. آستانه‌های مدل کلاسیک را به فرمولی با مخرج جایگزین تعمیم ندهید.

نکتهٔ کاربردی کلاس این بود که تورم فروش، تغییر ارزش دارایی، ترکیب مطالبات و سیاست حسابداری بر نسبت‌ها اثر دارند. تجدید ارزیابی می‌تواند مخرج نسبت‌های وابسته به دارایی را تغییر دهد، حتی وقتی عملیات ثابت است. نسبت سود انباشته به سرمایه ممکن است سرنخی برای پرسش دربارهٔ افزایش سرمایه باشد. تصمیم رسمی را از گزارش توجیهی، مجوز و مصوبهٔ مجمع پیگیری کنید.

ردّ منبع: صوت دوم، بحث نسبت‌ها و آلتمن؛ تخته، صفحات ۶، ۱۰، ۱۱ و ۱۴؛ جزوهٔ استاد، صفحات فیزیکی ۴۲ تا ۴۳؛ پژوهش آلتمن و مرور نویسنده در دانشگاه نیویورک.

۷. خالص ارزش دارایی‌ها و مطالعهٔ موردی سرچشمه

برای شرکتی که بخش اصلی ارزش آن در سبد سرمایه‌گذاری است، خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) دیدگاهی مکمل می‌دهد. مبنای محاسبه، ارزش برآوردشدهٔ دارایی‌ها پس از کسر تعهدات است. برای رقم هر سهم، صورت را بر تعداد سهام مرتبط تقسیم کنید. برای جلوگیری از دوباره‌شماری، یک مسیر را انتخاب کنید: یا ارزش روز دارایی‌ها منهای بدهی‌ها را بسنجید، یا از حقوق مالکانهٔ دفتری شروع کنید و فقط **تفاوت ارزش روز با ارزش دفتری** دارایی‌ها را اضافه یا کم کنید. اگر زیان کاهش ارزش قبلاً در حقوق مالکانه منعکس شده، دوباره آن را کسر نکنید.

> خالص ارزش دارایی‌ها به‌ازای هر سهم = خالص ارزش تعدیل‌شدهٔ دارایی‌ها ÷ تعداد سهام در دست سهامداران

در مثال سرچشمه، تخته دو محاسبهٔ مقایسه‌ای نشان می‌دهد. یکی از کسرهای ثبت‌شده نزدیک به ۱۷ همت بر ۱۵ میلیارد سهم است. این ورودی‌ها تقریباً ۱٬۱۳۳ تومان برای هر سهم می‌دهند. عدد ۱٬۱۰۰ روی تخته می‌تواند تقریب همین سناریو باشد. در سناریوی دیگر، سه قلم ۱۱، ۵ و ۸٫۶ همت کنار هم آمده‌اند. اگر جمع آن‌ها ۲۴٫۶ همت و مخرج دقیقاً ۱۵ میلیارد سهم باشد، حاصل حسابی ۱٬۶۴۰ تومان است. ۱٬۷۰۰ روی تخته یک عدد گرد یا مبتنی بر ورودی متفاوت است. در صورت‌مسئله، واحد و اجزای صورت را با یادداشت‌ها تطبیق دهید و احتمال هم‌پوشانی پرتفوی با حقوق مالکانه را رفع کنید.

ضریب تعدیل بخش غیربورسی در مثال کلاسی یک فرض است. برای ارزیابی دقیق، مبنای آن، دامنهٔ عدم‌قطعیت، تاریخ و اثر تغییر مفروضات را نشان دهید. مثلاً با مخرج ۱۵ میلیارد سهم، هر یک همت تغییر در خالص ارزش تعدیل‌شده تقریباً ۶۶٫۷ تومان به ازای هر سهم اثر دارد. مقایسهٔ قیمت تابلو با برآورد خالص دارایی‌ها دربارهٔ اختلاف قیمت سؤال ایجاد می‌کند؛ کیفیت پرتفوی، هزینهٔ تحقق ارزش، نقدشوندگی و افق زمانی نیز در تفسیر این اختلاف اثر دارند.

ردّ منبع: صوت دوم، بحث شرکت سرمایه‌گذاری و سرچشمه؛ تخته، صفحات ۱۴ تا ۱۶؛ نمونهٔ روش محاسبهٔ خالص ارزش دارایی‌ها در اسناد ثبت‌شده نزد نهاد ناظر اوراق بهادار آمریکا برای مفهوم عمومی.

۸. معاملات عادی، بلوکی و عمده

تختهٔ جلسه معاملات عادی، بلوکی و عمده را از هم جدا می‌کند. معاملهٔ عادی عمدتاً در سازوکار رایج سفارش‌های نماد اجرا می‌شود. معاملهٔ بلوکی یا عمده ممکن است بازار، اطلاعیه، حداقل اندازه، شرایط تسویه و آثار مالکیتی متفاوتی داشته باشد. پسوند نماد در مثال‌های کلاس سرنخ است؛ نوع معامله را از بازار و اطلاعیهٔ همان نماد و تاریخ تأیید کنید.

در تحلیل مالکیت، سه حالت را جدا کنید: بسته‌ای که کنترل را منتقل می‌کند، بسته‌ای که امکان تعیین مدیر بدون کنترل کامل می‌دهد و بسته‌ای که چنین حقی ایجاد نمی‌کند. درصد خام تنها یکی از داده‌هاست. پراکندگی سهامداران، حقوق رأی، ترکیب هیئت‌مدیره و شرایط معامله نیز اثر دارند. حدود عددیِ روی تخته مثال‌های کلاس‌اند و برای همهٔ ناشران و همهٔ تاریخ‌ها یک قانون ثابت نیستند.

در مثال تپسی، مسئلهٔ تحلیلی اختلاف میان قیمت تابلو و قیمت یک بستهٔ بزرگ بود. قیمت بسته ممکن است حق کنترل، هم‌افزایی مورد انتظار، شرایط تسویه یا ریسک خاص معامله را منعکس کند. برای تحلیل، زمان هر دو قیمت، واحد پول، اندازهٔ بلوک، حقوق منتقل‌شده و نهایی‌شدن معامله را از اطلاعیه و گزارش همان دوره بگیرید. قیمت بلوک نباید مستقیم به پیش‌بینی قیمت معامله‌های عادی تبدیل شود.

ردّ منبع: صوت دوم، بخش پایانی؛ تخته، صفحات ۱۸ و ۱۹؛ جزوهٔ استاد، صفحات فیزیکی ۲۴ تا ۲۶ برای ساختار بازار و معاملات.

۹. پیگیری‌های جلسه و تمرین‌های مرور

- اطلاعیه‌های بازخرید سهام خزانه و گزارش معاملات پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را در کدال مرور کنید. تاریخ، واحد و فرق مجوز با اجرای واقعی را یادداشت کنید.
- در دیدبان بازار و بخش اطلاعیه‌های فرابورس، برای یک نمونهٔ تاریخی، قیمت تابلو و شرایط معاملهٔ بلوکی یا عمده را از همان تاریخ کنار هم بگذارید. بازار، شرایط تسویه و حق رأی را هم ثبت کنید.
- استاد در صوت اول به فایل اکسلِ گروه برای تمرین اشاره کرد. شماره‌گذاری و نتیجهٔ تمرین را از همان فایل گروه بردارید. فیلترنویسی پیشرفته، تجزیهٔ سهم و ساختارهای افزایش سرمایه به جلسهٔ بعد ارجاع داده شدند.

۱. یک شرکت ۵ میلیارد سهم منتشر کرده و ۰٫۲ میلیارد سهم خزانه دارد. با قیمت ۳٬۰۰۰ ریال، ارزش بازار حقوق مالکانه چقدر است؟ پاسخ: ۱۴٫۴ هزار میلیارد ریال.

۲. برای شرکتی با ارزش بازار ۱۹۰، بدهی مالی ۶۰ و وجه نقد ۲۰ همت، ارزش بنگاه ساده را حساب کنید. پاسخ: ۲۳۰ همت. موجودی کالا را بدون تعریف مستقل وارد کسر نکنید.

۳. سرمایه در گردش ۱٫۸ همت است ولی بخش بزرگی از دارایی جاری مطالبات دیررس است. برای سنجش توان پرداخت سه دادهٔ تکمیلی نام ببرید. پاسخ نمونه: سن مطالبات، سررسید بدهی‌ها و جریان وجه نقد عملیاتی.

۴. خالص ارزش تعدیل‌شدهٔ دارایی‌ها ۲۴٫۶ همت و سهام ۱۵ میلیارد است. پاسخ محاسباتی ۱٬۶۴۰ تومان است. پیش از مقایسه با قیمت، فرض‌های تعدیل پرتفوی و هر دوباره‌شماری را کنترل کنید.

۵. چرا قیمت یک بلوک مدیریتی ممکن است با قیمت تابلو فاصله داشته باشد؟ پاسخ نمونه: کنترل، شرایط تسویه، حقوق منتقل‌شده و هم‌افزایی خریدار.

واژه‌نامه و منابع

ارزش بازار حقوق مالکانه: قیمت سهم ضرب در سهام در دست سهامداران. **ارزش بنگاه:** برآورد ارزش عملیات با تعدیل ساختار تأمین مالی و نقد. **سرمایه در گردش:** خالص دارایی و بدهی جاری طبق تعریف انتخاب‌شده. **کیفیت سود:** پایداری، قابلیت اتکا و قابلیت تبدیل سود به وجه نقد. **خالص ارزش دارایی‌ها:** ارزش دارایی پس از کسر تعهدات، در سطح کل یا هر سهم. **صرف کنترل:** بخشی از قیمت معامله که ممکن است به حقوق کنترل مربوط باشد.

- منابع کلاس: دو صوت و فایل تختهٔ جلسهٔ پنجم بورس و جزوهٔ مرجع استاد.
- منابع ارزش بنگاه و نقد: تعریف آسوات دامودارن و استاندارد بین‌المللی حسابداری ۷.
- منابع سهام خزانه و مدل آلتمن: استاندارد بین‌المللی حسابداری ۳۲، بند ۳۳ و پژوهش آلتمن دربارهٔ نسبت‌های مالی.
- منبع عمومی خالص ارزش دارایی‌ها: نمونهٔ رسمی فرمول در اسناد ثبت‌شده نزد نهاد ناظر.

گردآورنده: سعید سجودی | ایمیل: sojoudi.saeed@gmail.com