

تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام قبل یا پس از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی

عباس خدابخش

عضر هیأت علمی دانشگاه پیام نور

چکیده

سود نقدی سهام در مجمع عمومی عادی تصویب می‌شود و این سود، تنها به کسانی تعلق می‌گیرد که در تاریخ برگزاری مجمع، رسماً و قانوناً مالک سهام محسوب می‌شوند. لذا قاعدتاً پس از برگزاری مجمع، سهام به علت اینکه بخشی از منافع خود را از دست داده است، معمولاً با قیمت کمتری در بورس معامله می‌شود. حال سرمایه‌گذاری که در یکی از موقعیتهای تصمیم‌گیری زیر قرار داشته باشد، می‌تواند با محاسبه قیمت سربرس برای هر یک از موقعیتهای و پیش بینی قیمت سهام پس از برگزاری مجمع (P1) و مقایسه بین پیش‌بینی قیمت سهام با قیمت سربرس تصمیم مطلوبی رادر هر یک از موقعیتهای اتخاذ نماید. موقعیتهای تصمیم‌گیری عبارتند از:

۱- خرید سهام قبل از مجمع یا پس از آن؟ ۲- فروش سهام قبل از مجمع یا پس از آن؟ ۳- آیا سهام را قبل از مجمع خریداری نماید و پس از برگزاری مجمع بفروش رساند؟ ۴- آیا سهام را قبل از مجمع بفروش رساند و پس از برگزاری مجمع خریداری نماید؟

قیمت سربرس قیمتی است که چنانچه پیش بینی قیمت سهام پس از برگزاری مجمع (P1) با این قیمت برابر باشد، عملیات خرید و فروش سهام، هیچگونه سود و زیانی برای سرمایه‌گذار ببار نمی‌آورد. برای محاسبه قیمت سربرس فرمولهایی ارائه شده است که در این فرمولها، کلیه عوامل شامل مالیات و هزینه کارمزد و تسهیلات خرید و فروش سهام و ارزش زمانی سود سهام نقدی دریافتی ملحوظ شده است. همچنین، فرمولهایی برای محاسبه سود (زیان) حاصله از عملیات خرید و فروش ارائه شده است.

کلید واژه‌ها

قیمت سر برس / کارمزد / سود نقدی هر سهم / درآمد هر سهم / تسهیلات / مجمع عمومی عادی / سهام / بورس اوراق بهادار / مالیات / ارزش زمانی

مقدمه

تصمیم‌گیری در مورد زمان خرید و فروش سهام، دغدغه فکری بسیاری از سرمایه‌گذاران در سهام شرکتها را تشکیل می‌دهد. این دغدغه هنگام برگزاری مجمع عمومی عادی بیشتر می‌شود زیرا در این مجمع، دربارهٔ پرداخت سود نقدی به سهامداران تصمیم‌گیری می‌شود و سود نقدی تنها به کسانی تعلق می‌گیرد که در تاریخ برگزاری مجمع رسماً و قانوناً مالک سهام محسوب شوند. لذا قاعدتاً پس از برگزاری مجمع، از آن جایی که سهام بخشی از منافع خود را از دست داده است، معمولاً باقیمت کمتری در بورس معامله می‌شود. حال، آن سرمایه‌گذار که پس از ارزیابیها و مطالعات مختلف تصمیم به خرید سهام خاصی گرفته است، در مورد زمان اجرای تصمیم خود که قبل یا پس از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی باشد، مردد است. زیرا اگرچه قیمت سهام قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی بالاست ولی با خرید آن می‌توان سود سهام را دریافت کند و اگر پس از مجمع سهام را خریداری نماید، می‌تواند سهام را باقیمت پایینتری خریداری نماید ولی سود نقدی مجمع گذشته به وی تعلق نمی‌گیرد.

البته اگر بازار بورس در حالت کارایی کامل قرار داشته باشد و کلیه سهامداران به طور عقلانی رفتار کنند، برای خریدار سهام هیچ تفاوتی نمی‌کند که سهام را قبل یا پس از زمان برگزاری مجمع خریداری نماید، زیرا در هر دو زمان خالص پرداختی برای خرید سهام یکسان خواهد بود. در حال حاضر نه تنها بازار در حالت کارایی کامل قرار ندارد، بلکه بسیاری از سرمایه‌گذاران نیز به طور عقلانی رفتار نمی‌کنند و اگر سرمایه‌گذاران نیز بخواهند به طور عقلایی رفتار کنند، متغیرها و عوامل زیادی از جمله کارمزد و مالیات خرید و فروش سهام را باید در نظر بگیرند که در نظر گرفتن کلیه این متغیرها و عوامل خارج از عهده بسیاری از سرمایه‌گذاران است. لذا، خرید سهام قبل یا پس از برگزاری مجمع می‌تواند با خالص پرداختی متفاوتی همراه باشد.

در این مقاله، با توجه به شرایط فعلی حاکم بر بازار سرمایه ایران و بورس اوراق بهادار تهران، سعی شده است فرمولهایی ارائه شود که راهنمای سرمایه‌گذار برای تصمیم‌گیری عقلانی و منطقی در مورد خرید و فروش سهام قبل یا پس از برگزاری مجمع عمومی

۱- مجمع عمومی عادی و تأثیر آن بر قیمت سهام

مجمع عمومی عادی، یکی از مهمترین مجامع شرکتهاست که طبق ماده ۸۹ قانون تجارت باید سالی یک بار در موقعی که اساسنامه پیش بینی کرده است، تشکیل شود. طبق ماده ۹۰ همان قانون، تقسیم سود و اندوخته بین صاحبان سهام، فقط پس از تصویب مجمع عمومی عادی جایز خواهد بود و در صورت منافع، تقسیم ده درصد از سود ویژه سالیانه بین صاحبان سهام الزامی است.

همانطوریکه ملاحظه می‌شود، تصمیم‌گیری در مورد پرداخت سود نقدی سهام در صلاحیت مجمع عمومی عادی است. در اینجا لازم است توضیحی در مورد سود نقدی هر سهم^۱ (D.P.S) ارایه شود.

سود نقدی هر سهم، مبلغ پولی است که عملاً به سهامدار بابت سود دوره مالی پرداخت می‌شود و پس از کسر مبالغی بابت مالیاتها و عوارض، اندوخته‌ها و پاداش هیئت مدیره و غیره از درآمد هر سهم^۲ (E.P.S) حاصل می‌شود. از آنجاییکه برخی از این کسورات مانند مالیاتها، به طور تصاعدی با افزایش سود متعلقه به هر سهامدار طبق قانون مالیاتهای مستقیم، افزایش می‌یابد، لذا، سود نقدی هر سهم برای سهامداران جزء، عملاً بیشتر از سود نقدی هر سهم برای سهامداران کل است.

در مورد سیاست پرداخت سود سهام دو مکتب فکری وجود دارد. مکتب بازارهای ناقص معتقد است که سیاست پرداخت سود سهام اهمیت دارد و مکتب بازارهای کامل معتقد بر بی اهمیت بودن سیاست سود سهام است. بدون اینکه قصد ورود به جزئیات مباحث این دو مکتب را داشته باشیم، عملاً ملاحظه می‌گردد که شرکتهایی که در بورس اوراق بهادار تهران سیاست پرداخت سود زیاد و باثباتی دارند، میانگین قیمت سهام آن شرکتها عملاً بیشتر از سایر شرکتهاست. البته، پس از برگزاری مجمع عمومی عادی ممکن است به طور موقت قیمت سهام آنها کاهش یابد ولی در بلند مدت، معمولاً میانگین قیمت سهام این شرکتها بالاست. لذا سیاست پرداخت سود سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران از اهمیت بسزایی برخوردار است.

1- Dividend Per Share

2- Earning Per Share

۲- فرایند تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام

سرمایه‌گذار جهت تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام، قبلاً باید بررسی‌هایی انجام دهد. ابتدا باید از انواع سهام عادی در بازار بورس شناخت و آگاهی داشته باشد، سپس بازده و ریسک که دو معیار مهم در انتخاب سهام برای خرید و فروش می‌باشد را محاسبه و پیش‌بینی کند. در مرحله بعد، سهام را بر مبنای بازده و ریسک طبقه‌بندی نماید و معمولاً سهام شرکت‌هایی را برای خرید انتخاب می‌کند که دارای بازده بالا و ریسک کم و یا قابل قبولی داشته باشد. در گام بعدی، سرمایه‌گذار معمولاً در یکی از موقعیتهای تصمیم‌گیری زیر قرار دارد.

موقعیت اول: سرمایه‌گذار تصمیم می‌گیرد سهام خاصی که دارای بازدهی بالا و ریسک قابل قبولی است را با خالص پرداختی هرچه کمتر خریداری و نگهداری نماید. ولی مردد است که این سهام را قبل از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی خریداری نماید یا پس از آن؟

موقعیت دوم: سرمایه‌گذار پس از بررسی‌هایی که انجام می‌دهد به این نتیجه می‌رسد که سهامی که هم اکنون مالک آن می‌باشد، دارای بازدهی بالا و ریسک قابل قبولی نیست. لذا تصمیم به فروش این سهام با خالص دریافتی هرچه بیشتر می‌گیرد. ولی مردد است که این سهام را قبل از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی به فروش برساند یا پس از آن؟
موقعیت سوم: سرمایه‌گذار پس از بررسی‌هایی که انجام می‌دهد به این نتیجه می‌رسد که سهامی خاص دارای بازدهی بالا و ریسک قابل قبولی نیست ولی می‌خواهد با خرید این سهام قبل از مجمع و فروش آن پس از مجمع سودی عاید خود سازد ولی مردد است که آیا با اینکار می‌تواند سود ببرد یا خیر؟

موقعیت چهارم: سرمایه‌گذار پس از بررسی‌هایی که انجام می‌دهد به این نتیجه می‌رسد که سهامی که هم اکنون مالک آن می‌باشد، دارای بازدهی بالا و ریسک قابل قبولی است. لذا نمی‌خواهد آن را از دست دهد ولی می‌خواهد با فروش آن قبل از مجمع و خرید آن پس از مجمع سودی عاید خود سازد ولی مردد است که آیا با اینکار می‌تواند سود ببرد یا خیر؟

در ادامه، هریک از این موقعیتهای مورد بررسی قرار خواهند گرفت و فرمولهایی به

دست داده خواهند شد که راهنمای سرمایه‌گذار در هر یک از موقعیتها باشد.

۲-۱ - تصمیم‌گیری در مورد خرید سهام قبل یا پس از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی

سرمایه‌گذاری که تصمیم به خرید سهام خاصی گرفته است: اصل مهم در خرید، خالص پرداختی کم‌تر بدین منظور است. اگر سهام را قبل از زمان برگزاری مجمع خریداری نماید، اگرچه باقیمت بالاتری خریداری می‌نماید ولی چون در زمان برگزاری مجمع، مالک رسمی و قانونی سهام شناخته می‌شود، می‌تواند سود سهام را دریافت کند لذا مبلغ سود از پرداختی بابت خرید کم می‌شود. و اگر بخواهد پس از برگزاری مجمع سهام را خریداری نماید، می‌تواند سهام را با قیمت ارزانتری خریداری نماید.

حالت سربسر در مورد خرید سهام، قبل یا پس از برگزاری مجمع، حالتی است که خالص پرداختی در هر دو زمان کاملاً با هم برابر باشند. اگر P_0 را قیمت سهام قبل از مجمع، P_1 قیمت سهام پس از مجمع و D را سود نقدی سهام فرض کنیم، حالت سربسر می‌تواند به صورت فرمول زیر بیان شود:

$$P_1 = P_0 - D \quad (1)$$

در این حالت، اگر پیش‌بینی سرمایه‌گذار در مورد قیمت سهام پس از برگزاری مجمع برابر با P_1 باشد، هیچ تفاوتی ندارد که سرمایه‌گذار، سهام را قبل از مجمع خریداری کند یا پس از آن. زیرا در هر حال، مبالغ یکسانی را برای خرید سهام باید بپردازد.

الف - تأثیر هزینه کارمزدها و تسهیلات بورس :

در هنگام خرید سهام، سرمایه‌گذار عملاً باید مبالغی بیشتر از قیمت خرید سهام بابت هزینه کارمزد و تسهیلات بورس بپردازد. در حال حاضر، هزینه کارمزد ۰/۵ درصد و هزینه تسهیلات بورس ۰/۲۵ درصد است که جمعاً ۰/۷۵ درصد قیمت خرید سهام می‌باشد که از خریدار سهام علاوه بر قیمت خرید سهام دریافت می‌شود.

اگر درصد کارمزد و تسهیلات بورس را جمعاً b فرض کنیم، مبلغ کلی که سرمایه‌گذار بابت خرید سهام می‌پردازد عبارت از $P + bP$ یا $P(1+b)$ می‌باشد. لذا باید درصد کارمزد و

تسهیلات بورس را در فرمول ۱ به شرح زیر ملحوظ نمود:

$$P_1(1+b) = P_0(1+b) - D \quad (۲)$$

ب - تأثیر ارزش زهانی پول

واقعیت اقتصادی این است که پول ارزش زمانی دارد و ۱ ریالی که امروز دریافت می‌شود دارای ارزش بیشتری از ۱ ریالی که ۶ ماه بعد دریافت می‌شود. در مورد پرداخت سود نقدی سهام (D)، شرکتها می‌توانند قانوناً پرداخت سود سهام را تا ۸ ماه پس از تاریخ برگزاری به تأخیر بیاورند و سود سهامی که مثلاً ۶ ماه بعد دریافت می‌شود دارای ارزش کمتری برای سرمایه‌گذار دارد. لذا باید سود نقدی سهام (D) را بر مبنای نرخ بهره جاری جهت به دست آوردن ارزش فعلی آن تنزیل نمود.

اگر فرض کنیم که i نرخ بهره جاری باشد و سود سهام با ۶ ماه تأخیر دریافت می‌شود، ارزش فعلی سود سهام از فرمول $D \left[\frac{1}{1+i/2} \right]$ محاسبه می‌شود. لذا ضریب $\left[\frac{1}{1+i/2} \right]$ را برای به دست آوردن ارزش فعلی سود نقدی سهام باید در فرمول ۲ لحاظ نمود:

$$P_1(1+b) = P_0(1+b) - D \left[\frac{1}{1+i/2} \right] \quad (۳)$$

حال فرمول ۳ را بر مبنای P_1 به دست آوریم:

$$P_1 = P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1+b)} \right] \quad (۴)$$

در فرمول (۴) در حالت سربسر قرار داریم، زیرا اگر پیش‌بینی سرمایه‌گذار در مورد قیمت سهام پس از برگزاری مجمع (P_1) برابر با $P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1+b)} \right]$ باشد، خرید سهام قبل از برگزاری مجمع یا پس از برگزاری مجمع، با خالص پرداختی

یکسانی همراه است. ولی اگر:

$$P1 < P0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1+b)} \right] \quad (5)$$

باشد، در این صورت سرمایه‌گذار بهتر است سهام را پس از برگزاری مجمع خریداری کند، زیرا با خالص پرداختی کمتری می‌تواند سهام را خریداری کند و این کاهش ارزش خالص پرداختی از طریق فرمول صفحه بعد محاسبه می‌شود:

$$P0(1+b) - D \left[\frac{1}{1+i/2} \right] - P1(1+b) \quad (6)$$

و اگر:

$$P1 > P0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1+b)} \right] \quad (7)$$

باشد، سرمایه‌گذار بهتر است سهام را قبل از مجمع خریداری نماید و سود سهام آن را حداکثر تا ۶ ماه بعد دریافت دارد. زیرا در این صورت، با ارزش خالص پرداختی کمتری می‌تواند سهام را خریداری نماید. این کاهش ارزش خالص پرداختی از طریق این فرمول محاسبه می‌شود:

$$P1(1+b) - P0(1+b) + D \left[\frac{1}{1+i/2} \right] \quad (8)$$

ج - مثال

فرض کنیم که قیمت سهام (P_0) قبل از برگزاری مجمع ۷۰۰۰ ریال، سود نقدی سهام (D) ۱۰۰۰ ریال، نرخ هزینه کارمزد و تسهیلات بورس که (b) ۷۵٪ درصد یا به عبارت دیگر ۰/۷۵ و نرخ جاری بهره (i) ۲۰ درصد یا به عبارت دیگر ۰/۲ باشد، قیمت سهام پس از برگزاری مجمع در حالت سربسر به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$P1 = P0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1+b)} \right]$$

$$P1 = 5000 - 1000 \left(\frac{1}{(1 + 0/1) (1 + 0/0.075)} \right)$$

$$P1 = 5000 - 1000(0/9.23) = 4097/7$$

با توجه به محاسبات بالا، اگر سرمایه گذار پیش بینی کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع عمومی عادی ۴۰۹۷/۷ ریال می شود، برای وی تفاوت نمی کند که سهام را قبل از مجمع خریداری کند و سود آن را تا حداکثر ۶ ماه بعد دریافت دارد یا سهام را پس از برگزاری مجمع خریداری نماید.

ولی اگر پیش بینی می کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع به کمتر از ۴۰۹۷/۷ ریال مثلاً ۴۰۰۰ ریال می رسد، در این صورت بهتر است سرمایه گذار سهام را پس از مجمع خریداری نماید زیرا با ارزش خالص پرداختی کمتری می تواند خرید نماید (۹۸/۴ ریال کمتر با استفاده از فرمول ۶).

و اگر پیش بینی کند که پس از برگزاری مجمع قیمت سهام به بیش از ۴۰۹۷/۶۸ ریال مثلاً ۴۲۰۰ ریال می رسد، در این صورت بهتر است سرمایه گذار سهام را قبل از مجمع خریداری نماید و سود سهام نقدی آن را حداکثر تا ۶ ماه بعد دریافت دارد زیرا با ارزش خالص پرداختی کمتری می تواند خرید نماید (۱۰۳ ریال کمتر با استفاده از فرمول ۸).

۲-۲- تصمیم گیری در مورد فروش سهام قبل یا پس از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی

سرمایه گذاری که تصمیم به فروش سهام خاصی گرفته است: اصل مهم در فروش، خالص دریافتی بیشتر است. وی سهام را قبل از زمان برگزاری مجمع با قیمت بالاتری می تواند به فروش رساند. اگرچه از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سهام را با قیمت کمتری بفروش می رساند ولی در عوض چون در زمان برگزاری مجمع، مالک رسمی و قانونی سهام شناخته می شود، می تواند سود سهام نقدی آن را نیز دریافت کند.

حالت سربسر در مورد فروش سهام قبل یا پس از برگزاری مجمع، حالتی است که خالص

دریافتی برای فروش سهام در هر دو زمان کاملاً با هم برابر باشند. این حالت به صورت فرمول زیر می‌تواند بیان شود:

$$P_0 = P_1 + D \quad (9)$$

اگر فرمول ۹ را براساس P_1 به دست آوریم، فرمول زیر حاصل می‌شود:

$$P_1 = P_0 - D \quad (10)$$

الف - تأثیر هزینه کارمزد و تسهیلات و مالیات فروش سهام

در هنگام فروش سهام، سرمایه‌گذار کل مبلغ فروش را دریافت نمی‌دارد بلکه مبالغی بابت هزینه کارمزد و تسهیلات و مالیات فروش سهام کسر و مابقی به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. در حال حاضر، هزینه کارمزد ۰/۵ درصد و هزینه تسهیلات بورس ۰/۲۵ درصد و مالیات فروش سهام ۰/۵ درصد قیمت فروش سهام می‌باشد. بنابراین، جمعاً ۱/۲۵ درصد از قیمت فروش سهام کسر و مابقی به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. اگر درصد کارمزد، تسهیلات بورس و مالیات را جمعاً s فرض کنیم، مبلغ کلی که سرمایه‌گذار باید بابت فروش سهام دریافت کند $P - sP$ یا $P(1-s)$ می‌باشد. لذا باید درصد کارمزد و تسهیلات بورس را در فرمول (۱۰) به شرح زیر ملحوظ نمود:

$$P_1(1-s) = P_0(1-s) - D \quad (11)$$

ب - تأثیر ارزش زمانی پول :

همانطوری که قبلاً گفته شد، از آنجاییکه سود سهام نقدی (D) با تأخیر دریافت می‌شود، باید سود سهام را بر مبنای نرخ بهره جاری جهت به دست آوردن ارزش فعلی آن تنزیل نمود و با فرض اینکه این تأخیر ۶ ماه می‌باشد، ارزش فعلی سود سهام از فرمول $D \left[\frac{1}{1+i/2} \right]$ محاسبه می‌شود. لذا، ضریب $\left[\frac{1}{1+i/2} \right]$ را برای به دست آوردن ارزش

فعلی سود نقدی سهام باید به شرح زیر در فرمول لحاظ کرد که بدین ترتیب فرمول (۱۲) به دست داده می‌شود:

$$P_1(1-s) = P_0(1-s) - D \left[\frac{1}{1+i/2} \right] \quad (12)$$

حال می‌توان فرمول (۱۲) را به شرح زیر بر مبنای P_1 بدست آورد و بدین ترتیب، فرمول (۱۳) ارایه شود:

$$P_1 = P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right] \quad (13)$$

در فرمول (۱۳) در حالت سربسر قراردادیم، زیرا اگر پیش‌بینی سرمایه‌گذار در مورد قیمت سهام پس از برگزاری مجمع (P_1) برابر با $P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right]$ باشد، فروش سهام قبل از برگزاری مجمع یا پس از برگزاری مجمع، با خالص دریافتی یکسانی همراه است. ولی اگر:

$$P_1 < P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right] \quad (14)$$

باشد، در این صورت سرمایه‌گذار بهتر است سهام را قبل از برگزاری مجمع به فروش برساند زیرا در این صورت ارزش خالص دریافتی بیشتری برای وی حاصل می‌شود. و اضافه ارزش خالص دریافتی از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$P_0(1-s) - P_1(1-s) - D \left[\frac{1}{(1+i/2)} \right] \quad (15)$$

واگر:

$$P_1 > P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right] \quad (16)$$

باشد، سرمایه‌گذار بهتر است سهام را پس از مجمع به فروش رساند و سود سهام آن را حداکثر تا ۶ ماه بعد دریافت دارد زیرا در این صورت ارزش خالص دریافتی بیشتری برای وی حاصل می‌شود و اضافه ارزش خالص دریافتی از طریق فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$P1(1-s)-P0(1-s)+D \left[\frac{1}{(1+i/2)} \right] \quad (17)$$

ج- مثال

فرض می‌کنیم قبل از برگزاری مجمع، قیمت سهام (P_0) ۵۰۰۰ ریال، سود نقدی سهام (D) ۱۰۰۰ ریال، نرخ هزینه کارمزد و تسهیلات بورس و مالیات (b) جمعاً $1/25$ درصد یا به عبارت دیگر 0.125 و نرخ جاری بهره (i) ۲۰ درصد یا به عبارت دیگر 0.2 باشد.

قیمت سهام پس از برگزاری مجمع در حالت سربسر به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$P1 = P0 - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right]$$

$$P1 = 5000 - 1000 \left[\frac{1}{(1+0.1)(1-0.125)} \right]$$

$$P1 = 5000 - 1000(0.9206) = 4079.4$$

اگر سرمایه‌گذار پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع عمومی عادی 4079.4 ریال می‌شود، برای وی تفاوت نمی‌کند که سهام را قبل از مجمع بفروش رساند و یا سهام را پس از مجمع و سود آن را تا حداکثر ۶ ماه بعد دریافت دارد.

ولی اگر پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع به کمتر از 4079.4 ریال مثلاً 4000 ریال می‌رسد، در این صورت بهتر است سهام را قبل از مجمع بفروش به رساند. زیرا ارزش خالص دریافتی بیشتری می‌تواند داشته باشد ($78/4$ ریال بیشتر با

استفاده از فرمول (۱۵).

اگر پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع به بیشتر از $40.79/4$ ریال مثلاً 4200 ریال می‌رسد، در این صورت بهتر است سرمایه‌گذار سهام را پس از مجمع به فروش رساند و سود سهام نقدی آن را حداکثر تا ۶ ماه بعد دریافت دارد زیرا ارزش خالص دریافتی بیشتری می‌تواند داشته باشد ($119/09$ ریال بیشتر با استفاده از فرمول (۱۷)).

۲-۳- تصمیم‌گیری در مورد خرید سهام قبل از زمان برگزاری مجمع عمومی عادی و فروش پس از آن

همانطوریکه قبلاً گفته شد، سرمایه‌گذار در این موقعیت با استفاده از پیش‌بینی که در مورد قیمت سهام پس از مجمع (P1) انجام می‌دهد، می‌خواهد با خرید سهام قبل از مجمع به ارزش خالص پرداختی کمتر و فروش آن پس از مجمع به خالص ارزش دریافتی هرچه بیشتر، در کوتاه مدت سودی عاید خود سازد ولی مردد است که آیا با اینکار می‌تواند سود ببرد یا خیر.

سود و زیان حاصل از این خرید و فروش، بستگی به ارزش خالص پرداختی برای خرید سهام قبل از مجمع، و ارزش خالص دریافتی برای فروش سهام پس از مجمع دارد. ارزش خالص خرید سهام قبل از مجمع، شامل قیمت خرید به علاوه هزینه کارمزد و تسهیلات خرید منهای ارزش فعلی سود نقدی سهام دریافتی می‌باشد. به عبارت دیگر:

$$P0(1+b)-D \left[\frac{1}{1+i/2} \right]$$

و ارزش خالص فروش سهام پس از مجمع، شامل قیمت فروش منهای کسورات فروش سهام می‌باشد. به عبارت دیگر:

$$P1(1-s)$$

هنگامی که ارزش خالص فروش سهام پس از مجمع = ارزش خالص خرید سهام قبل از مجمع باشد:

$$P0(1+b)-D \left[\frac{1}{1+i/2} \right] = P1(1-s)$$

با به دست آوردن آوردن فرمول ۱۸ بر مبنای (P1) فرمول زیر به دست داده می‌شود:

$$P1 = P0 \left(\frac{1+b}{1-s} \right) - D \left(\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right) \quad (19)$$

در این حالت، اگر پیش‌بینی سرمایه‌گذار در مورد قیمت سهام پس از برگزاری مجمع

(P1) برابر با $P0 \left(\frac{1+b}{1-s} \right) - D \left(\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right)$ باشد، سرمایه‌گذار نه سود می‌برد و نه زیان و در حالت سربسر قرار دارد. ولی اگر:

$$P1 > P0 \left(\frac{1+b}{1-s} \right) - D \left(\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right) \quad (20)$$

در این حالت، سرمایه‌گذار از خرید سهام قبل از مجمع و فروش پس از مجمع سود

می‌برد. و اگر:

$$P1 < P0 \left(\frac{1+b}{1-s} \right) - D \left(\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right) \quad (21)$$

در این حالت، سرمایه‌گذار نباید به این خرید و فروش مبادرت ورزد زیرا زیان خواهد

کرد.

سود و زیان سرمایه‌گذار در هر یک از فرمول‌های ۱۹ الی ۲۱، از طریق فرمول زیر

محاسبه می‌شود:

$$P1(1-s) - P0(1+b) + D \left(\frac{1}{1+i/2} \right) \quad (22)$$

اگر حاصل این عبارت مثبت باشد، نشان دهنده سود سرمایه‌گذار از خرید و فروش

سهام است و اگر منفی باشد، نشان دهنده زیان سرمایه‌گذار است و اگر صفر باشد،

نشان دهنده نه سود و نه زیان است.

فرض می‌کنیم قبل از برگزاری مجمع قیمت سهام (P0) ۵۰۰۰ ریال، سود نقدی سهام (D) ۱۰۰۰ ریال، نرخ هزینه کارمزد و تسهیلات برای خرید سهام (b)، ۰/۷۵ درصد یا به عبارت دیگر ۰/۱۰۰۷۵ و نرخ هزینه کارمزد، تسهیلات و مالیات فروش سهام (s) جمعاً ۱/۲۵ درصد یا به عبارت دیگر ۰/۱۰۱۲۵ و نرخ جاری بهره (i) ۲۰ درصد باشد. با توجه به این فرضیات، قیمت سهام پس از برگزاری مجمع در حالت سربسر به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$P1 = P0 \left[\frac{1+b}{1-s} \right] - D \left[\frac{1}{(1+i/2)(1-s)} \right]$$

$$P1 = 5000 \left[\frac{1+0/0075}{1-0/0125} \right] - 1000 \left[\frac{1}{(1+0/1)(1-0/0125)} \right]$$

$$P1 = 5000(1/02) - 1000(0/9206) = 4180/67$$

بنابراین، اگر سرمایه‌گذار پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع عمومی عادی ۴۱۸۰/۶۷ ریال می‌شود، وی در حالت سربسر قرارداد دارد و از این خرید و فروش نه سود می‌کند و نه زیان.

ولی اگر پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع به بیشتر از ۴۱۸۰/۶۷ ریال می‌رسد (مثلاً به ۴۲۰۰ ریال) در این صورت، سرمایه‌گذار از خرید سهام قبل از مجمع و فروش آن پس از برگزاری مجمع سود می‌برد (۱۹/۰۹ ریال با استفاده از فرمول ۲۲).

اگر پیش‌بینی می‌کند که پس از برگزاری مجمع قیمت سهام به کمتر از ۴۱۸۰/۶۷ ریال (مثلاً ۴۰۰۰ ریال) می‌رسد، در این صورت نباید سرمایه‌گذار به این خرید و فروش مبادرت ورزد زیرا در این صورت زیان می‌کند (۱۷۸/۴۱ ریال زیان با استفاده از فرمول ۲۲).

۲-۴ - تصمیم‌گیری در مورد فروش سهام قبل از زمان برگزاری مجمع عمومی

عادی و خرید پس از آن

سرمایه‌گذار در این موقعیت با استفاده از پیش‌بینی که در مورد قیمت سهام پس از مجمع (P1) انجام می‌دهد، می‌خواهد با فروش سهام قبل از مجمع به ارزش خالص دریافتی بیشتر، و خرید آن پس از مجمع به خالص ارزش پرداختی هرچه کمتر، در کوتاه مدت سودی عاید خود سازد ولی مردد است که آیا با اینکار می‌تواند سود ببرد یا خیر.

سود و زیان سرمایه‌گذار از این فروش و خرید بستگی به ارزش خالص دریافتی برای فروش سهام قبل از مجمع، و ارزش خالص پرداختی برای خرید سهام پس از مجمع دارد. ارزش خالص دریافتی بابت فروش سهام قبل از مجمع، شامل قیمت فروش منهای هزینه‌های کسورات بابت کارمزد و تسهیلات و مالیات فروش که کلاً با (s) نمایش داده می‌شود، می‌باشد. به عبارت دیگر:

$$P_0(1-s)$$

ارزش خالص پرداختی بابت خرید سهام پس از مجمع، شامل قیمت خرید به علاوه هزینه کارمزد و تسهیلات بابت خرید سهام می‌باشد، به عبارت دیگر:

$$P_1(1+b)$$

هنگامی که ارزش خالص پرداختی بابت خرید سهام پس از مجمع = ارزش خالص دریافتی بابت فروش سهام قبل از مجمع باشد یا به عبارت دیگر:

$$P_0(1-s) = P_1(1+b) \quad (23)$$

با به دست آوردن آوردن فرمول ۲۳ بر مبنای (P1) فرمول زیر به دست داده می‌شود:

$$P_1 = P_0 \left[\frac{1-s}{1+b} \right] \quad (24)$$

در این حالت، اگر پیش‌بینی سرمایه‌گذار در مورد قیمت سهام پس از برگزاری مجمع

(P1) برابر با $P_0 \left[\frac{1-s}{1+b} \right]$ باشد، سرمایه‌گذار از این فروش و خرید نه سود می‌برد و نه زیان

و در حالت سربسر قرار دارد.

ولی اگر:

$$P1 < P0 \left(\frac{1-s}{1+b} \right) \quad (25)$$

در این حالت، سرمایه‌گذار از فروش سهام قبل از مجمع و خرید پس از مجمع سود می‌برد. اگر:

$$P1 > P0 \left(\frac{1-s}{1+b} \right) \quad (26)$$

در این حالت، سرمایه‌گذار نباید به این فروش و خرید مبادرت ورزد زیرا زیان خواهد کرد.

سود و زیان سرمایه‌گذار در هر یک از فرمولهای ۲۴ الی ۲۶، از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$P0(1-s) - P1(1+b) \quad (27)$$

اگر حاصل این عبارت، مثبت باشد نشان دهنده سود سرمایه‌گذار بابت فروش و خرید سهام است و اگر منفی باشد، نشان دهنده زیان سرمایه‌گذار است و اگر صفر باشد، نشان دهنده نه سود است و نه زیان.

شایان ذکر است که وقتی سرمایه‌گذار سهام را قبل از مجمع به فروش می‌رساند و پس از مجمع خریداری می‌کند، سود سهام به‌وی تعلق نمی‌گیرد، لذا سود سهام در فرمولهای فوق منظور نشدند.

از آنجاییکه غیر از زمان برگزاری مجمع نیز سود سهامی به سرمایه‌گذار تعلق نمی‌گیرد، لذا فرمولهای ۲۴ الی ۲۷ نیز در غیر از زمان برگزاری مجمع برای تصمیم‌گیری

در مورد خرید و فروش سهام نیز کاربرد دارد. براساس این فرمولها تنها هنگامی از خرید و فروش سهام سود می‌بریم که قیمت فروش، بیش از $\left(\frac{1+b}{1-s}\right)$ برابر قیمت خرید باشد. فرض می‌کنیم قبل از برگزاری مجمع قیمت سهام (P0) ۵۰۰۰ ریال، سود نقدی سهام (D) ۱۰۰۰ ریال، نرخ هزینه کارمزد و تسهیلات برای خرید سهام (b)، ۰/۷۵ درصد یابه عبارت دیگر ۰/۰۰۷۵ و نرخ هزینه کارمزد، تسهیلات و مالیات فروش سهام (s) جمعاً ۱/۲۵ درصد یا به عبارت دیگر ۰/۰۱۲۵ باشد.

با توجه به این فرضیات، قیمت سهام پس از برگزاری مجمع در حالت سربسر به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$P1 = P0 \left(\frac{1-s}{1+b} \right)$$

$$P1 = 5000 \left(\frac{1-0/0125}{1+0/0075} \right)$$

$$P1 = 5000 \cdot (0/9801) = 4900/74$$

بنابراین، اگر سرمایه‌گذار پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع عمومی عادی ۴۹۰۰/۷۴ ریال می‌شود، وی در حالت سربسر قرارداد و از این فروش و خرید، نه سود می‌کند و نه زیان.

ولی اگر پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام پس از برگزاری مجمع به کمتر از ۴۹۰۰/۷۴ ریال می‌رسد (مثلاً به ۴۸۰۰ ریال) در این صورت سرمایه‌گذار از فروش سهام قبل از مجمع و خرید آن پس از برگزاری مجمع سود می‌برد (۱/۵ ریال سود با استفاده از فرمول ۲۷).

اگر پیش‌بینی می‌کند که پس از برگزاری مجمع قیمت سهام به بیشتر از ۴۹۰۰/۷۴ ریال (مثلاً ۴۹۵۰ ریال) می‌رسد، در این صورت سرمایه‌گذار نباید به این فروش و خرید مبادرت ورزد زیرا زیان می‌کند (۴۹/۶۳ ریال زیان با استفاده از فرمول ۲۷).

نتیجه گیری

در این مقاله سعی بر این بوده است تا برای هر یک از موقعیتهای تصمیم‌گیری سرمایه گذار، بر مبنای پیش‌بینی که سرمایه‌گذار در مورد قیمت سهام پس از مجمع انجام می‌دهد (P1)، فرمولهایی ارائه شود که راهنمای سرمایه‌گذار برای زمان خرید و فروش سهام باشد. در جداول تصمیم‌گیری موقعیت اول تا چهارم که در ادامه درج شده است، نحوه تصمیم‌گیری در هر یک از موقعیتهای نشان داده شده است. در کلیه جداول، علامتها به شرح زیر تعریف می‌شوند:

P_0 = قیمت سهام قبل از برگزاری مجمع

P_1 = پیش‌بینی قیمت سهام پس از برگزاری مجمع

D = سود نقدی سهام

i = نرخ بهره جاری

b = هزینه کارمزد و تسهیلات خرید سهام

s = هزینه کارمزد، تسهیلات و مالیات بابت فروش سهام

جدول تصمیم‌گیری در موقعیت اول: خرید سهام قبل از بزرگ‌سازی مجمع یا پس از آن

فرمول محاسبه سود حاصله	تصمیم	مقایسه پیش‌بینی (P1) با قیمت سرسبز
$P_0(1+b) - D \left[\frac{1}{1+i/\gamma} \right] - P_1(1+b)$	پس از مجمع سهام خریداری شود	$P_1 < P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right] (1+b)$
سود یا زیانی حاصل نمی‌شود.	قبل یا پس از مجمع فوقی ندارد	$P_1 = P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right] (1+b)$
$P_1(1+b) - P_0(1+b) + D \left[\frac{1}{1+i/\gamma} \right]$	قبل از مجمع خریداری شود	$P_1 > P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right] (1+b)$

جدول تصمیم‌گیری در موقعیت دوم: فروش سهام قبل از بزرگ‌سازی مجمع یا پس از آن

فرمول محاسبه سود حاصله	تصمیم	مقایسه پیش‌بینی (P1) با قیمت سرسبز
$P_0(1-s) - P_1(1-s) - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right]$	قبل از مجمع سهام فروخته شود	$P_1 < P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right] (1-s)$
سود یا زیانی حاصل نمی‌شود.	قبل یا پس از مجمع فوقی ندارد	$P_1 = P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right] (1-s)$
$P_1(1-s) - P_0(1-s) + D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right]$	پس از مجمع سهام فروخته شود	$P_1 > P_0 - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)} \right] (1-s)$

جدول: تصمیم‌گیری در موقعیت سوم: خرید سهام قبل از برگزاری مجمع و فروش پس از آن

فرمول محاسبه سود حاصله	تصمیم	مقایسه پیش بینی (P_1) با قیمت سربسر
خرید و فروش نباید انجام گیرد و صورت خرید و فروش زیان حاصل می‌شود	خرید و فروش تأثیری ندارد	$P_1 < P_0 \left[\frac{1+b}{1-s} \right] - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)(1-s)} \right]$
سود یا زیانی حاصل نمی‌شود.	خرید و فروش تأثیری ندارد	$P_1 = P_0 \left[\frac{1+b}{1-s} \right] - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)(1-s)} \right]$
$P_1(1-s) - P_0(1+b) + D \left[\frac{1}{1+i/\gamma} \right]$	خرید و فروش انجام گیرد	$P_1 > P_0 \left[\frac{1+b}{1-s} \right] - D \left[\frac{1}{(1+i/\gamma)(1-s)} \right]$

جدول تصمیم‌گیری در موقعیت چهارم: فروش سهام قبل از برگزاری مجمع و خرید پس از آن

فرمول محاسبه سود حاصله	تصمیم	مقایسه پیش بینی (P_1) با قیمت سربسر
$P_0(1-s) - P_1(1+b)$	فروش و خرید انجام شود	$P_1 < P_0 \left[\frac{1-s}{1+b} \right]$
سود یا زیانی حاصل نمی‌شود.	فروش و خرید تأثیری ندارد.	$P_1 = P_0 \left[\frac{1-s}{1+b} \right]$
بافروش و خرید سهام زیان حاصل می‌شود	فروش و خرید نباید انجام شود	$P_1 > P_0 \left[\frac{1-s}{1+b} \right]$

شایان ذکر است که سرمایه‌گذار تنها در یکی از موقعیتهای تصمیم‌گیری قرار دارد یعنی یا می‌خواهد سهامی را خریداری و نگهداری کند (موقعیت اول)، یا سهامی را مطلقاً به فروش رساند (موقعیت دوم) یا از خرید سهام قبل از مجمع و فروش پس از مجمع سود ببرد (موقعیت سوم)، یا از فروش سهام قبل از مجمع و خرید پس از مجمع سود کند (موقعیت چهارم). در هر یک از موقعیتهای سرمایه‌گذار با محاسبه نقطه بی‌تفاوتی و پیش‌بینی قیمت سهام پس از مجمع (P1) و مقایسه آن دو با هم می‌تواند تصمیم مطلوبی در مورد خرید و فروش سهام اتخاذ نماید.

منابع

- ۱ - دکتر تقوی، مهدی، مدیریت مالی ۱، تهران - دانشگاه پیام نور، آبان ۷۴، صفحه ۲۶۱
الی ۲۸۰
- ۲ - دکتر جهانخانی، علی، و دکتر پارسائیان، علی، بورس اوراق بهادار، انتشارات
دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، مردادماه ۷۴، صفحه ۱۹ الی ۲۵.
- ۳ - مجموعه کامل قوانین و مقررات تجارت، تدوین: فرج الله قربانی، تهران - انتشارات
فردوسی، ۱۳۶۷، صفحه ۶۹ الی ۷۰.