



تحلیل بنیادی مبتنی بر این فرض است که اوراق بهادار (و بازار به عنوان کل) دارای ارزش ذاتی است که بوسیله سرمایه‌گذاران قابل برآورد است. ارزش اوراق بهادار تابعی از یک سری متغیرهای بنیادی است که ترکیب این متغیرها بازده مورد انتظار همراه با سطح ریسک مشخص را ایجاد می‌کند. در تحلیل بنیادی برآورد ارزش ذاتی سهام از طریق ارزیابی متغیرهای بنیادی انجام می‌شود. ارزش ذاتی برآورد شده سپس با ارزش بازار سهام مقایسه می‌شود. اگر ارزش بازار کمتر از ارزش ذاتی باشد زمان برای خرید مناسب است و اگر ارزش بازار بیشتر از ارزش ذاتی باشد زمان برای فروش مناسب است.

- تفاوت تحلیل‌گر بنیادی با تحلیل‌گر فنی

تحلیل‌گر بنیادی معتقد است که ارزش ذاتی و حقیقی اوراق بهادار را می‌توان با مطالعه و بررسی عواملی نظیر عواید، محصولات، مدیریت، صورتهای مالی شرکت و سایر عوامل بنیادی بدست آورد. تحلیل‌گران فنی تحلیل‌گران بنیادی را به خطا رفتن متهم نمی‌کنند. با این حال، اعتقاد دارند که تحلیل‌های بنیادی روشهای طولانی و دشوار هستند. تحلیل‌گران فنی همچنین اعتقاد دارند که می‌توانند ابزارهای فنی مختلفی نظیر نمودارها را برای تعیین اوراق بهاداری که کمتر از ارزش ذاتی قیمت‌گذاری شده‌اند به کار ببرند.

- چارچوب تحلیل بنیادی

در تحلیل بنیادی سرمایه‌گذاران ابتدا اقتصاد و بازار را به عنوان یک کل، تجزیه و تحلیل می‌کنند تا بتوانند زمان مناسب برای سرمایه‌گذاری را تشخیص دهند. سپس به تحلیل صنایع یا بخش‌هایی از اقتصاد می‌پردازند که دارای چشم اندازهای آتی مناسبی هستند. در خاتمه اگر تحلیل‌گر به این نتیجه برسد که زمان سرمایه‌گذاری مناسب است و صنایع مناسبی با بازده بالایی در چرخه اقتصاد فعالیت می‌کنند به تحلیل شرکتها می‌پردازد.

- تجزیه و تحلیل اقتصاد و بازار

بازار سهام قسمت مهم و حیاتی از کل اقتصاد به شمار می‌رود. واضح است که ارتباط قوی میان بازار سهام و اقتصاد وجود دارد. اگر شرایط اقتصادی نامناسب باشد عملکرد بیشتر شرکتها و در نتیجه بازار سهام نیز ضعیف خواهد بود. برعکس، اگر شرایط اقتصادی مناسب باشد عملکرد شرکتها نیز بهتر خواهد بود و در نتیجه شرایط بهینه اقتصادی در بازار سهام متبلور خواهد شد. اگر اقتصاد و فعالیت واحدهای اقتصادی را در قالب چرخه تجاری نگاه کنیم می‌بینیم که چرخه تجاری دارای چارچوب خاصی است یعنی از یک جا شروع می‌شود، به اوج می‌رسد و سپس پایان می‌یابد. بنابراین، فعالیتهای اقتصادی در یک حالت رکود شروع می‌شوند، یک مرحله توسعه را پشت‌سر می‌گذارند و سپس افول می‌کنند و منتظر خیزش دوباره هستند. بازار سهام و چرخه تجاری دارای ارتباط تنگاتنگی هستند. از نظر تاریخی، سهام عادی به عنوان یکی از شاخص‌های مهم چرخه تجاری بوده است. بنابراین باید به دنبال یک رابطه پیچیده باشیم. بازار و اقتصاد رابطه تنگاتنگی با هم دارند، اغلب طبق شواهد موجود قیمت‌های سهام قبل از تغییر در وضعیت اقتصاد تغییر می‌کند.

رابطه میان بازار سهام و چرخه تجاری چگونه می‌تواند قابل اتکا و اعتماد باشد؟ کاملاً واضح است که بازار علائم منفی از فعالیتهای آتی اقتصادی مخصوصاً در زمان رکود نشان می‌دهد و 3 این مطلب که بازار می‌تواند منعکس‌کننده، علائم منفی از



شرایط اقتصادی باشد حائز اهمیت است. با این حال، توانایی بازار برای پیش‌بینی رونق اقتصادی بهتر از توانایی آن در پیش‌بینی بحران‌های اقتصادی است.

- پیش‌بینی تغییرات در بازار

بسیاری از سرمایه‌گذاران به دنبال پیش‌بینی تغییرات در بازارهای مالی هستند. آنها نه تنها به دنبال چرایی و نحوه کار فعلی این بازارها هستند، بلکه به دنبال فهم وضعیت آینده آنها نیز هستند. سرمایه‌گذاران به‌عنوان قسمتی از این فرایند به تحلیل کلی اقتصاد نیاز دارند.

پیش‌بینی صحیح و پیوسته بازار سهام، مخصوصاً پیش‌بینی‌های کوتاه‌مدت، برای هر شخصی غیرممکن است. شواهد قوی که از کارایی بازار وجود دارد نشان دهنده این است که تغییرات بازار را نمی‌توان براساس اطلاعات مربوط به تغییرات گذشته پیش‌بینی کرد. دلیل دیگر اینکه حتی مدیران حرفه‌ای پول هم قادر نیستند از طریق اطلاعات موجود، بازار را پیش‌بینی نمایند و شواهد موجود در عملکرد موفقیت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای این ادعا را تأیید می‌کند.

آنچه که ما در اینجا به دنبال آن هستیم شناسایی نشانه‌ها و علائم کلی اقتصاد و جهت بازار و مدت تغییرات احتمالی آن است. برای مثال، اگر با اطمینان ادعا کنیم که شاخص بازار در یک سال از 5000 به 3000 خواهد رسید کار عاقلانه‌ای به نظر نمی‌رسد. همچنین، یک پیش‌بینی قوی مانند افزایش 10 درصد سود سهام شرکت در سال آینده، چندان اساس محکمی نخواهد داشت. در واقع بسیاری از سرمایه‌گذاران و حتی برخی از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نمی‌توانند به طور پیوسته تغییرات را پیش‌بینی نمایند. بنابراین، با توجه به این وضعیت، آنها چه کار باید انجام دهند؟ بهترین روش برای بسیاری از سرمایه‌گذاران فهم این مطلب است که آنها نمی‌توانند به‌طور پیوسته تغییرات بازار را پیش‌بینی کنند، اما این مطلب را نیز باید درک کنند که شرایط ادواری می‌تواند به آنها کمک کند.

- استفاده از چرخه تجاری برای پیش‌بینی بازار

در بخش‌های قبلی ایده‌ای را بیان کردیم که شاخص‌های ترکیبی خاصی می‌توانند در پیش‌بینی شرایط چرخه تجاری مفید باشند. با این حال، قیمت‌های سهام یکی از شاخص‌های مهمی است که می‌تواند وضعیت اقتصادی را از نظر رونق یا رکود نشان دهند. در این حالت سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی بازار چه کاری باید انجام دهند؟ این رابطه مهم میان قیمت سهام و اقتصاد باید در پیش‌بینی تغییرات قیمت سهام مورد استفاده قرار گیرد. قیمت‌های سهام معمولاً در حالت رکود کاهش می‌یابند و هرچه میزان رکود بیشتر باشد میزان کاهش نیز زیادتر خواهد بود. با این حال، سرمایه‌گذاران به منظور پیش‌بینی تغییرات بازار سهام باید در مورد تغییرات چرخه تجاری مطالبی را بدانند. اگر به نظر برسد که در آینده چرخه تجاری کاهش خواهد یافت بعد از گذشت چند ماه از افول اقتصادی، احتمالاً بازار سهام نیز با افول روبرو خواهد شد. اقتصاد، بازده کل سهام (براساس سالانه) می‌تواند در شرایط رونق (افول) چرخه تجاری، منفی (مثبت) باشد. وقتی که چرخه تجاری به نقطه پایین خود می‌رسد قیمت‌های سهام تقریباً همیشه افزایش می‌یابد. میزان این افزایش زیاد است به طوری که سرمایه‌گذاران در طول این دوره عملکرد خوبی دارند. به علاوه، وقتی چرخه تجاری وارد اولین مرحله رونق می‌شود قیمت‌های سهام اغلب ثابت می‌ماند و یا حتی به صورت ناگهانی کاهش می‌یابد.

طبق این تحلیل‌ها می‌توان گفت:



- 1) اگر سرمایه‌گذاران بتوانند قبل از وقوع رکود اقتصاد آن را تشخیص دهند می‌توانند حداقل براساس تجربیات گذشته افزایش در بازار سهام را پیش‌بینی کنند.
- 2) هر چه که اقتصاد رونق می‌یابد قیمت‌های سهام ممکن است کاهش یابد. بنابراین، دومین حرکت مهم در بازار ممکن است براساس تجربیات گذشته قابل پیش‌بینی باشد.
- 3) طبق رکودهای اقتصادی گذشته، P/E بازار معمولاً قبل از پایان رکود افزایش می‌یابد و تقریباً در طول سال آینده بدون تغییر باقی می‌ماند.

- تجزیه و تحلیل صنعت

در نگاه اول به نظر می‌رسد واژه صنعت واژه گویایی باشد و هرکس با صنعت‌های همچون صنعت خودروسازی، صنعت داروسازی، صنعت الکترونیک آشنایی داشته باشد. آیا این صنعت‌ها آن طور که به نظر می‌رسد گویا هستند؟ برای مثال، یک مصرف کننده می‌تواند نوشابه‌ای را در ظرف شیشه‌ای، یا قوطی آلومینیومی یا استیل بنوشد. آیا همه این موارد شامل یک صنعت مانند صنعت ظروف است یا سه صنعت شیشه، استیل و آلومینیوم (یا دو صنعت شیشه و فلزات) را شامل می‌شود. وقتی که شرکتها براساس خطوط متنوع تجاری مورد بررسی قرار گیرند قضیه از این هم پیچیده‌تر می‌شود. بنابراین، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران نیاز به روشهایی دارند که بتوانند صنایع را طبقه‌بندی نمایند.

سرمایه‌گذاری که تشخیص می‌دهد اقتصاد و بازار برای سرمایه‌گذاری جذاب است بایستی دست به تحلیل‌های بنیادین بزند که در آنها فرصت‌هایی در سالهای آتی دیده می‌شود. مفاهیم اصلی تحلیل صنعت ارتباط نزدیکی با بحث قبلی ما یعنی اصول ارزشیابی دارد. سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به میزان اطلاعات در دسترس و مدل‌های خاص از این مفاهیم به روشهای مختلف استفاده نمایند. آنچه که در این جا در نظر داریم به آن دست پیدا کنیم این است که یاد بگیریم به صورت تحلیلی در مورد صنایع فکر کنیم. از طریق بررسی عملکرد صنایع مختلف در طول چندین دوره می‌توان به اهمیت تحلیل صنعت پی‌برد. از طریق این تجزیه و تحلیل می‌توان فهمید چه صنایعی ارزش سرمایه‌گذاری دارند. مزایایی که تحلیل صنعت در پی دارد، باعث توجیه هزینه‌های تجزیه و تحلیل صنایع می‌شود.

- تجزیه و تحلیل صنایع

صنایع نیز مانند بازار و شرکتها، از طریق مطالعه داده‌هایی همچون داده‌های فروش، سود سهام، سود تقسیمی، ساختار سرمایه، خطوط تولید، قوانین، ابتکارات و غیره مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. این چنین تحلیل‌هایی مستلزم تخصص عالی است که اغلب توسط تجزیه و تحلیل‌گران صنعت و از طریق شرکتهای کارگزاری و سایر موسسات سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد.

یکی از مفیدترین روش‌ها برای تحلیل صنعت براساس مراحل چرخه عمر آنها است.

مرحله اول این روش بررسی وضعیت کلی و موقعیت فعلی صنعت است.

مرحله دوم بررسی موقعیت صنعت در رابطه با چرخه تجاری و وضعیت اقتصاد کلان است.

مرحله سوم شامل تجزیه و تحلیل کیفی ویژگی‌های صنعت به منظور تعیین افق دید آتی صنعت است.

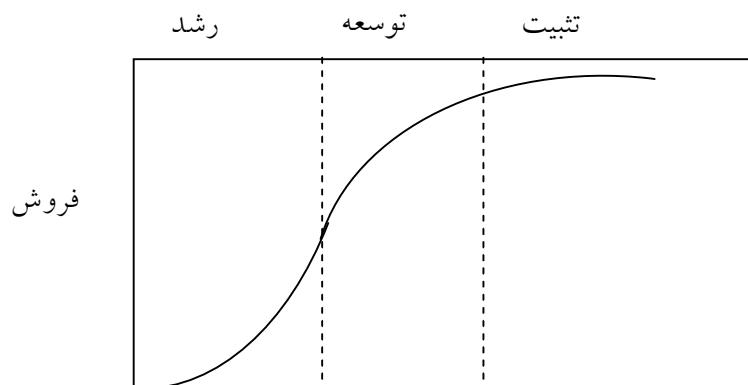


هر یک از این مراحل به نوبه خود توضیح داده خواهد شد.

§ مرحله اول؛ چرخه عمر صنعت

بسیاری از تحلیل‌گران معتقدند که صنایع حداقل 3 مرحله را دارا می‌باشند: مرحله رشد، مرحله توسعه و مرحله تثبیت. مفهوم چرخه عمر صنعت برای صنایع به خطوط محصول داخل صنایع اطلاق می‌شود.

مفهوم چرخه عمر صنعت در شکل زیر نشان داده شده است.



- **مرحله رشد:** در مرحله رشد، رشد تقاضا خیلی زیاد است. اگر چه تعدادی از شرکت‌های موجود در درون یک صنعت در حال رشد در این مرحله به خاطر فشارهای رقابتی با شکست مواجه می‌شوند، ولی اکثر شرکتها با رشد سریعی در حیطه فروش و سود و سهام مواجه هستند. در این مرحله، ممکن است رشد سریع باعث جذب شرکت‌های سرمایه‌گذار شود به همین خاطر رقابت در این مرحله شدید بوده و باعث می‌شود شرکت‌های ضعیف از رده خارج شوند. ریسک سرمایه‌گذاری در میان شرکت‌هایی که هنوز به ثبات نرسیده‌اند زیاد است با این حال بازده مورد انتظار شرکت‌هایی که موفق می‌شوند نیز زیاد است. در مرحله رشد صنعت، تعیین ادامه حیات صنایع به خاطر ارزشی که تشخیص عملکرد آتی دارد برای تحلیل‌گران اوراق بهادار از مشکل برخوردار است. با گذشت زمان شرکت‌های موفق مشخص می‌شوند و قیمت سهام این شرکتها بیشتر از مراحل قبلی رشد می‌نماید. در اوایل دهه 1980 شرکت‌های میکرو کامپیوتر (اعم از سخت‌افزار و نرم‌افزار) نمونه جالبی از شرکت‌هایی بودند که در مرحله رشد قرار داشتند.

- **مرحله توسعه:** در مرحله دوم چرخه عمر صنایع، که مرحله توسعه است، بازماندگان مرحله رشد مشخص می‌شوند. این صنایع رشد کرده و رونق پیدا می‌کنند با این حال نرخ رشد، کمی ملایم‌تر از مرحله قبل است. در مرحله توسعه، صنایع محصولاتشان را بهبود می‌بخشند و احتمالاً قیمت‌های خود را کاهش می‌دهند. این صنایع دارای ثبات بوده و در این مرحله این صنایع اغلب وجوه سرمایه‌گذاران تمایل دارند در این صنایع سرمایه‌گذاری نمایند. در این مرحله صنایع از سیاست‌های مالی استفاده می‌کنند و صنایع قادر هستند سود تقسیمی خود را پرداخت نمایند.



• **مرحله تثبیت:** نهایتاً صنعت‌هایی که وارد مرحله تثبیت (که به آن مرحله بلوغ نیز گفته می‌شود) می‌شوند رشد آنها متعادل‌تر می‌شود. میزان فروش ممکن است هنوز در حال افزایش باشد ولی نرخ رشد آن پایین‌تر از مرحله قبل است. در این مرحله محصولات تثبیت پیدا می‌کنند و میزان نوآوری در آنها کاهش می‌یابد. بازار پر از رقبا است و میزان هزینه‌ها دارای ثبات است. اگر چه در این مرحله صنایع به حیات خود ادامه می‌دهند ولی میزان رشد آنها زیاد چشمگیر نیست. در این مرحله ممکن است صنایع با رکود مواجه شوند.

- ارزیابی چرخه عمر صنعت

طبقه‌بندی سه مرحله‌ای چرخه عمر صنایع به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا آنها بتوانند رشد بالقوه شرکت‌های مختلف درون یک صنعت را ارزیابی نمایند. با این حال، این گونه تجزیه و تحلیل با محدودیت‌هایی نیز همراه است. اول اینکه، این طبقه‌بندی عمومی بوده و سرمایه‌گذاران باید دقت کنند صنایع و شرکتها را در طبقه‌هایی که ربطی به همدیگر ندارند طبقه‌بندی نمایند. دوم اینکه، حتی چارچوب کلی ممکن است برای برخی از صنایعی که توسط برخی از شرکت‌های کوچکی که برای ادامه حیات تلاش می‌کنند قابل بکارگیری نباشد. سوم اینکه، مرحله نهایی در تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، قیمت‌های سهام است که تابعی از جریان مورد انتظار سودها و ریسک می‌باشد.

هدف چرخه عمر صنعت تمرکز بر فروش و سهم بازار و سرمایه‌گذاری در صنعت است. با توجه به این ویژگی‌های تحلیل چرخه عمر صنعت، مفاهیم کاربردی برای سرمایه‌گذاران چه چیزهایی هستند؟ مرحله رشد ممکن است باعث ارائه بازده بالقوه بالایی شود ولی ریسک بالایی نیز به همراه دارد. شرکت‌های مختلفی در یک صنعت خاص ممکن است با شکست و یا ضعف عملکرد روبرو شوند. این چنین ریسک‌هایی ممکن است برای برخی از سرمایه‌گذاران مناسب باشد ولی بسیاری از سرمایه‌گذاران علاقه‌مند هستند در این مرحله از ریسک اجتناب کنند.

شرکتها در **مرحله تثبیت (بلوغ)** ممکن است به خاطر رشد کمتر نسبتاً دارای سود تقسیمی پرداختی بیشتری باشند. این شرکتها اغلب در رشد سود سهام و سود تقسیمی از ثبات برخوردار هستند. شاید بتوان مرحله چهارمی را با عنوان **مرحله افول** به تجزیه و تحلیل چرخه عمر صنایع اضافه کرد. واضح است که سرمایه‌گذاران نباید بگذارند صنایع وارد این مرحله شوند. برای مثال، در دهه 1990، در ایالات متحده و در بخش پردازش اطلاعات برخی از صنایع خاص با افول مواجه شدند. در مرحله بعد، یعنی مرحله توسعه، که مورد علاقه سرمایه‌گذاران است، شرکت‌هایی که با موفقیت از مرحله رشد وارد این مرحله می‌شوند با فرصتهایی مناسبی روبرو می‌شوند و تقاضا برای محصولات و خدمات آنها بیشتر از اقتصاد افزایش می‌یابد. در این مرحله رشد سریع، ولی منظم است که ویژگی خوبی برای سرمایه‌گذاران است.

§ مرحله دوم؛ تجزیه و تحلیل چرخه تجاری

دومین روش تحلیل صنایع از طریق توانایی عملیاتی آنها در رابطه با کل اقتصاد است، به این معنی که برخی از صنایع در طی دوران رکود عملکرد ضعیفی دارند، در حالی که برخی دیگر از صنایع دارای عملکرد خوبی می‌باشند. عملکرد بعضی از صنایع مطابق با چرخه تجاری و با توجه به وضعیت تجاری و اقتصادی بهبود یافته و یا وخیم می‌شود. بسیاری از سرمایه‌گذاران به دنبال شرکت‌های در حال رشد هستند. در صنایع در حال رشد انتظار می‌رود سودهای سهام بدون توجه به شرایط اقتصادی خیلی بیشتر از میانگین کل صنایع باشد. صنایع دارویی، تلویزیون رنگی، تجهیزات اداری و کامپیوتر در



گذشته از جمله این صنایع بوده‌اند. در دهه 1980 صنایع در حال رشد شامل صنایع مهندسی ژنتیک، میکرو کامپیوترها و ابزار جدید پزشکی بودند. در حال حاضر و حتی در آینده صنایع ربات‌ها از جمله صنایع در حال رشد بوده و خواهند بود. یکی از اهداف اولیه و اساسی تحلیل اوراق بهادار شناسایی صنایع در حال رشد در آینده نزدیک و دور است. در طرف مقابل صنایع در حال رشد، صنایع تدافعی قرار دارند که کمتر تحت تاثیر رکود و تغییرات اقتصادی هستند. صنایع غذایی نمونه مناسبی از این نوع صنایع می‌باشد. مردم همیشه به غذا نیاز دارند و بدون توجه به اقتصاد باید نیازهای غذایی از قبیل نوشیدنی‌ها، گوشت، لبنیات و غیره را بر آورده سازند. کالاهای عمومی را هم می‌توان جزء صنایع تدافعی به حساب آورد.

صنایع ادواری، صناعی هستند که تغییر در آنها زیادتر است به این مفهوم که عملکرد آنها در شرایط رونق اقتصادی خوب بوده و در شرایط رکود اقتصادی نامناسب می‌باشد. کالاهای بادوام مثال خوبی از محصولات هستند که شامل صنایع ادواری می‌شوند. برای مثال محصولاتی همچون خودروها، یخچال‌ها و استریوها ممکن است در زمان رونق اقتصادی با استقبال خوبی مواجه شوند ولی در زمان رکود این چنین خریدهایی ممکن است در اولویت دوم خریداری قرار گیرد، برای اینکه مشتریان می‌توانند هنوز از محصولات مشابه قبلی که خریداری کرده‌اند استفاده نمایند. برخی از صنایع نیز صنایع ادواری معکوس هستند که روند آنها مخالف با روند وضعیت اقتصادی است. صنعت معادن طلا نمونه‌ای از این صنایع است.

این سه طبقه‌بندی از صنایع برطبق شرایط اقتصادی مجموعه کاملی از یک طبقه‌بندی نیست. طبقه‌بندی‌های دیگری نیز امکان پذیر و منطقی هستند. برای مثال صنایع حساس به نرخ بهره معمولاً نسبت به انتظارات مربوط به تغییرات نرخ بهره از حساسیت برخوردار هستند. صنایع مربوط به خدمات مالی، بانکداری، دارایی‌های واقعی مثال‌های واضحی از صنایع حساس به نرخ بهره هستند. صنعت ساختمان‌سازی مثال دیگری از این نوع صنایع است.

این طبقه‌بندی‌ها چه کاربردهایی برای سرمایه‌گذاران دارد؟ برای پیش‌بینی عملکرد یک صنعت در دوره‌های کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران باید به دقت مرحله چرخه تجاری و تغییرات احتمالی نرخ‌های بهره را تجزیه و تحلیل نمایند. اگر اقتصاد به سمت رکود میل نماید، صنایع ادواری احتمالاً بیشتر از سایر صنایع تحت تاثیر قرار خواهد گرفت، در صورتی که صنایع تدافعی کمترین تاثیر را خواهند پذیرفت. براساس این چنین راهنمایی‌هایی سرمایه‌گذاران می‌توانند تصمیمات بهتری در خصوص خرید و فروش اتخاذ نمایند. همچنین، یک پیش‌بینی در خصوص افزایش نرخ بهره، تاثیرات منفی بر روی صنعت‌های پس‌انداز و وام‌دهی و صنعت ساختمان‌سازی خواهد داشت، در صورتی که یک پیش‌بینی در خصوص کاهش نرخ بهره تاثیر برعکسی خواهد داشت. عبارات فوق اهمیت تجزیه و تحلیل بازار را به طور مضاعف نمایان می‌سازد. سرمایه‌گذاران نه تنها قبل از اقدام به سرمایه‌گذاری نیاز به فهمیدن وضعیت اقتصاد و بازار دارند بلکه وجود چنین دانشی در انتخاب یا عدم انتخاب صنعت خاصی ارزشمند است.

§ مرحله سوم؛ جنبه‌های کیفی تحلیل صنعت

تجزیه و تحلیل گر یا سرمایه‌گذار باید چند ویژگی را که جزء عوامل کمی مهم صنعت هستند مورد بررسی قرار دهند. فهم این عوامل به سرمایه‌گذاران در تحلیل صنعت خاص و ارزیابی افق‌های آتی کمک خواهد کرد.

- **عملکرد تاریخی (گذشته):** همانطور که می‌دانیم برخی از صنایع در بلندمدت دارای عملکرد خوب و برخی دیگر دارای عملکرد ضعیف بوده‌اند. اگر چه عملکرد را همیشه نمی‌توان براساس عملکرد گذشته پیش‌بینی نمود ولی با این حال هر



صنعتی مسیری را طی می‌کند که نباید از آن غافل بود. صنعت سیمان در سال 1370 و 1380 در رابطه با سال مبنا یعنی 1369 عملکرد خوبی داشته است. این وضعیت تا سال 1382 ادامه داشته است. سرمایه‌گذاران باید میزان فروش و رشد سود سهام و عملکرد قیمت گذشته (تاریخی) را بررسی نمایند. اگر چه گذشته را نمی‌توان به آسانی به آینده تسری داد با این حال اطلاعات سودمندی را ارائه می‌کند.

- **رقابت:** شرایط رقابتی موجود در یک صنعت می‌تواند اطلاعات مهمی در خصوص ارزیابی آینده ارائه نماید. آیا در نتیجه کنترل مواد اولیه، هزینه‌های سنگین احداث کارخانه، سطح تولید مورد نیاز برای رسیدن به مرحله سودآوری و غیره، امکان ورود به صنعت جدید و رقابت با رقبای جدید وجود دارد.

مایکل پورتر مباحث مهمی را در خصوص استراتژی رقابتی ارائه کرده است که دربرگیرنده بررسی وضعیت رقبا در یک صنعت است. توانایی رقابت در یک صنعت تعیین کننده قدرت صنعت در حفظ بازده بالاتر از میانگین است. این توانایی، به شانس بستگی ندارد، بلکه بازتاب عواملی اساسی است که به 5 عامل رقابتی مهم بستگی دارد:

1. تهدید رقبای تازه وارد
 2. قدرت مذاکره (چانه‌زنی) خریداران
 3. تهدید محصولات یا خدمات جایگزین
 4. رقابت میان رقبای موجود
 5. قدرت مذاکره (چانه‌زنی) عرضه‌کنندگان (تامین کنندگان)
- این پنج نیروی رقابتی، سودآوری صنعت را تامین می‌کنند برای اینکه این عوامل بر اجزای بازده سرمایه‌گذاری تاثیر می‌گذارند. شدت هر یک از این عوامل تابعی از ساختار صنعت است.

- **ارزیابی چشم‌اندازهای آتی صنعت:** سرمایه‌گذاران علاقمند به عملکرد مورد انتظار آتی صنعت هستند. آنها می‌دانند که این چنین برآوردهایی با مشکلات و تا حدودی با خطاهایی همراه است ولی در عین حال می‌دانند که قیمت‌های سهام تابعی است از پارامترهای مورد انتظار و مقادیر شناخته شده. بنابراین سرمایه‌گذاران بایستی چه کاری انجام دهند؟ معمولاً سرمایه‌گذاران تمایل دارند صنایع را در زمینه‌هایی همچون تحلیل بازار، که در فصل قبل در مورد آن بحث شد، ارزیابی نمایند. سرمایه‌گذاران علاقمند هستند بتوانند سود مورد انتظار صنعت و ضریب فزاینده مورد انتظار را برآورده نموده و از طریق ترکیب آنها به یک مقدار معینی برای تخمین آینده دست پیدا کنند. با این حال، انجام اینکار چندان ساده نیست و مستلزم شناخت چندین رابطه و برآورد چندین متغیر است. خوشبختانه، برای کمک به سرمایه‌گذاران در تحلیل صنعت، اطلاعات مهمی به آسانی در دسترس قرار دارد. سرمایه‌گذاران باید در مورد منابع دست اول اطلاعات مربوط به صنعت و ماهیت اطلاعات موجود آگاهی لازم را داشته باشند.

یکی دیگر از روشهای مناسب برای تحلیل صنعت بکارگیری مفاهیمی است که در اینجا به صورت کلی بیان می‌شود.

- **برای تعیین عملکرد صنعت در دوره‌های کوتاه مدت (مانند یک سال) سرمایه‌گذاران باید سؤالات زیر را از خودشان بپرسند:**

(1) با توجه به شرایط فعلی و چشم‌اندازهای آتی اقتصاد، کدامیک از صنایع احتمالاً سود خوبی را ارائه خواهند کرد؟



- 2) کدامیک از صنایع نسبت P/E خوبی خواهند داشت، یا اینکه نرخ بهره به چه سمتی سوق پیدا خواهد کرد و کدام یک از صنایع بیشتر تحت تاثیر تغییرات نرخ بهره قرار خواهند گرفت؟ در صورتی که سایر شرایط یکسان باشند تغییر در نرخ تنزیل خواهد شد.
- 3) کدامیک از صنایع بیشتر تحت تاثیر رویدادهای بالقوه آتی ممکنه از قبیل مدیریت جدید، تورم جدید، تکنولوژی، جدید، افزایش هزینه‌ها و غیره قرار می‌گیرند؟

- برای پیش‌بینی عملکرد صنعت در بلند مدت، سرمایه‌گذاران باید سؤالات زیر را مطرح نمایند:

1. در دهه آینده کدامیک از صنایعها استعداد و چشم‌انداز رشد را دارند؟ (در اوایل دهه 1980 صنعت‌هایی از قبیل میکرو کامپیوتر، نرم‌افزار، ارتباطات از راه دور، چنین صنعت‌هایی بودند).
2. کدامیک از صنایع احتمالاً مشکلاتی را در تغییر از جامعه صنعتی به اقتصاد فن‌آوری اطلاعات خواهند داشت؟

مانند تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، برای تحلیل صنعت‌ها نیز می‌توان از روش‌های مختلفی استفاده کرد. بسیاری از این روش‌ها از یک الگوی منطقی پیروی می‌کنند. برای مثال، اگر شما بتوانید به صورت منطقی کاهش تعداد رقبای یک صنعت را پیش‌بینی کنید با یکسان بودن سایر شرایط می‌توانند پیش‌بینی کنید که سودآوری شرکت‌های باقی مانده افزایش خواهد یافت.

- تجزیه و تحلیل شرکت

تحلیل بازار دلالت بر زمان مناسب جهت سرمایه‌گذاری در سهام دارد. تحلیل صنعت به منظور یافتن صنایعی با آینده روشن صورت می‌گیرد، بنابراین سرمایه‌گذار قادر به انتخاب شرکت‌هایی با آینده بهتر در محدوده آن صنایع خواهد بود. در ادامه تحلیل بنیادی پس از تحلیل بازار و صنعت، نوبت به تحلیل شرکت‌ها می‌رسد. به همین منظور سرمایه‌گذار باید بر دو جزء مهم یعنی سودهای تقسیمی و نرخ بازگشت مورد انتظار و یا به صورت بدیل، درآمد و نسبت P/E تحلیل آنها تکیه کند.

- تحلیل بنیادی در سطح شرکت

تحلیل اساسی در سطح شرکت، شامل تحلیل متغیرهای اصلی مالی برای تخمین ارزش ذاتی شرکت می‌باشد این متغیرها شامل فروش، حاشیه سود، استهلاک (کاهش بها)، نرخ مالیات، منابع مالی، گردش دارایی‌ها و عوامل دیگر است. تحلیل‌های بعدی، می‌تواند شامل موقعیت رقابتی شرکت در آن صنعت، روابط کارگری، تغییرات تکنولوژیکی، مدیریت، رقابت خارجی و غیره باشد. عواملی که خود شرکت بر آنها کنترل دارد.

این عوامل عبارتند از:

- 1) **قابلیت نقدینگی:** قابلیت نقدینگی یک ورقه سهم به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چه سهامی را بتوان سریع‌تر و با هزینه کم‌تری به فروش رساند، قابلیت نقدینگی آن بیش‌تر است. اوراق بهاداری که به طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می‌شوند نسبت به اوراق بهاداری که با تعداد محدود و یا دفعات کم معامله می‌گردند قابلیت نقدینگی بیش‌تر و در نهایت ریسک کم‌تری دارند. فهرست پنجاه شرکت فعال‌تر بورس که هر شش ماه یک‌بار منتشر می‌شود راهنمای مناسبی برای انتخاب سهامی است که از قابلیت نقدینگی برخوردارند.



2) **تعداد سهام در دست عموم:** قابلیت نقدینگی یک ورقه سهم تا حدودی به تعداد سهام در دست عموم بستگی دارد. هر چه تعداد سهامی که در دست مردم قرار دارد بیش تر باشد، حجم و سرعت گردش معاملات افزایش یافته و بازار، قیمت منصفانه و معقول تری برای آن پیدا می کند بر عکس هر چه تعداد سهام در دست مردم کم تر باشد، رکود بیش تری بر معاملات سهام حاکم شده و در صورت معامله، قیمت ها شکل یک طرفه (صعودی یا نزولی) به خود می گیرد. تجربه شرکت هایی که تعداد سهام رایج آنها کم بوده مؤید این نکته است.

3) **ترکیب سهامداران:** یکی دیگر از معیارهای مطلوبیت یک ورقه سهم، ترکیب سهامداران آن است و ترکیب سهامداران که در واقع ترکیب هیات مدیره آن را تعیین می کند می تواند به نفع سهامداران جزء یا عمده باشد. در شرکت هایی که اعضاء هیات مدیره آن منتخب سهامداران عمده هستند ممکن است تصمیماتی اتخاذ شود که بیش تر در راستای اهداف سهامدار عمده باشد و در مواردی به نفع سهامدار جزء نباشد. چنین تصمیماتی در بازارهای کارا اثر خود را به خوبی در قیمت سهام نشان می دهد و البته معمولاً تأثیر مهمی بر قیمت سهام نمی گذارد اما در بازارهای غیرکارا که تا حدودی تحت تأثیر جو بازار قرار می گیرد می تواند جهت تغییرات قیمت را یک طرفه سازد.

4) **سودآوری:** شاید مهم ترین عامل برتری یک سهم، میزان سودآوری آن باشد. با توجه به اینکه تعداد سهام منتشره از سوی شرکت ها با هم متفاوت است میزان سودآوری یک سهم را با نسبت سود هر سهم یا EPS می سنجند. با استفاده از این شاخص عملکرد کلی شرکت و مدیریت آن ارزیابی می شود.

- سود را از چند نظر می توان مورد بررسی قرار داد:

1) از نظر درآمد هر سهم

2) بر اساس هر ریال فروش

3) بر مبنای هر ریال از دارایی ها

4) بر اساس هر ریال از حقوق صاحبان سهام شرکت.

- **درآمد هر سهم (EPS):** با محاسبه این رقم، سودی که شرکت در یک دوره مشخص به ازای یک سهم عادی به دست

آورده است معین می شود.

= درآمد هر سهم (EPS)	سود پس از کسر مالیات
	تعداد سهام عادی منتشره

علت اصلی توجه به سود هر سهم (و نه کل سود شرکت) به هدف اصلی شرکت مربوط است که به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران می باشد.

5) **ثبات نسبی سودآوری:** استناد به سود هر سهم در یک سال، به لزوم مبنای صحیحی برای ارزیابی سهام نیست چرا که ممکن است سود سال بعد بسیار کمتر از آن باشد. معیار مهم دیگری که به هنگام استفاده از نسبت بازده جاری سهام باید مورد نظر قرارداد، ثبات نسبی سودآوری هر سهم است. لازم به یادآوری است هر چه میزان انحراف سودآوری سال های گذشته و یا سودهای احتمالی آینده نسبت به میانگین سود یا سود موردانتظار بیش تر باشد ریسک سهم بالاتر و ارزش آن کم تر



خواهد بود، برعکس هرچه روند سود دهی سال‌های گذشته و آتی از ثبات بیش‌تری برخوردار باشد ریسک کمتر و ارزش سهم بالاتر خواهد بود.

(6) **نسبت سود تقسیمی هر سهم:** نسبت سود تقسیمی هر سهم، از تقسیم سود نقدی هر سهم به سود هر سهم به

دست می‌آید.

نسبت سود تقسیمی هر سهم =	سود هر سهم
	سود نقدی هر سهم

تفاوت سود نقدی هر سهم و سود هر سهم مواردی از جمله مالیات، اندوخته قانونی، سایر اندوخته‌ها و سود (زیان) انباشته را در بر می‌گیرد. گرچه در نظریه، تفاوت زیادی بین شرکتی که سود نسبتاً بالایی تصویب می‌کند و شرکتی که سود کمی از درآمد خود را تقسیم می‌نماید وجود ندارد، در عمل به دلیل جو حاکم بر بازار به ویژه از طرف کسانی که به درآمد سهام اتکای زیادی دارند، عرضه سهام شرکت‌هایی که سود سهام کمی تعیین می‌کنند زیاد شده و موجب کاهش قیمت آن سهم رادر بازار فراهم می‌نماید. از این رو، در شرایط تساوی سایر عوامل، شرکت‌هایی که نسبت سود تقسیمی بالاتری را دارند نسبت به سایر شرکت‌ها از موقعیت بهتری برخوردارند.

گفتنی است که نباید این نسبت در کوتاه مدت مورد توجه قرار گیرد به عبارتی ارقام یک‌سال را نمی‌توان مبنای صحیحی برای قضاوت نسبت به عملکرد همیشگی شرکت قرار داد. ممکن است سیاست شرکت در سالی اقتضاء کند که نسبت سود تقسیمی بالایی وضع شود اما در سایر سالها، این نسبت رقم پایینی باشد. برای قضاوت صحیح در مورد سیاست تقسیم سود شرکت، باید روند تقسیم سود چند سال گذشته شرکت را مورد بررسی قرار داد و به استناد آنها نحوه تقسیم سود احتمالی سال‌های آتی را برآورد کرد.

(7) **نسبت E/P و P/E سود هر سهم،** مبلغ سود به ازاء ارزش اسمی سهام را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه ارزش

اسمی سهام کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران 1000 ریالی بوده و ممکن است قیمت بازار انواع سهام متفاوت باشد برای مقایسه شرکت‌ها با یکدیگر رقم سود نسبت به قیمت بازار تحت عنوان نسبت E/P سنجیده می‌شود. این نسبت بازده جاری سهام را نشان داده و در شرایط تساوی سایر عوامل، هر چه این نسبت بالاتر باشد سهام از موقعیت بهتری برخوردار خواهد بود. لازم به ذکر است هر چه میزان سود هر سهم در مقایسه با قیمت بازار سهام بیش‌تر باشد به خاطر تقاضایی که برای آن ایجاد می‌شود انتظار احتمال افزایش آتی قیمت بالاتر خواهد بود. خاطرنشان می‌شود که سهامداران در خرید سهام می‌توانند از نسبت قیمت بر درآمد تحت عنوان نسبت P/E نیز استفاده کنند. نسبت P/E یکی از ابزارهای رایج و متداول جهت تحلیل وضعیت شرکت‌ها، صنعت و بازار است. این نسبت که از آن به عنوان ضریب سودآوری نیز نام برده می‌شود، حاصل تقسیم سهم بر درآمد هر سهم آن شرکت است و در واقع رابطه بین قیمت سه شرکت با سود آن را نشان می‌دهد. همان‌طور که قبلاً مشاهده شد درآمد هر سهم، معیاری است که می‌توان با آن یک شرکت را در طی چند سال متوالی با لحاظ افزایش سرمایه‌های شرکت مقایسه نمود ولی این متغیر، معیار مناسبی برای مقایسه بین چند شرکت نیست. این نقیصه در معیار P/E رفع می‌شود و باین معیار می‌توان شرکت‌های یک صنعت را مورد مقایسه قرار داد یا هر شرکت را با متوسط P/E صنعت مرتبط تطبیق داد. نسبت P/E بیانگر تعداد دفعاتی است که طول می‌کشد تا قیمت یک سهم از طریق سود



آن بازیافت شود. البته تحلیل P/E بر اساس دوره بازگشت سرمایه باید توام با احتیاط باشد. به دلیل این که شرکت‌ها در هر سال سود یکسانی ندارند و درآمد هر سهم آن‌ها توام با نوسان است. بنابراین در صورتی که P/E شرکتی برابر با 10 باشد لزوماً به این معنی نیست که 10 سال طول می‌کشد تا سرمایه برگشت کند. اگر شرکت در سال‌های بعد سود بیشتری کسب کند، دوره بازگشت سرمایه کاهش می‌یابد. لازم به ذکر است که برای مقایسه P/E بین شرکت‌ها، مقایسه در درون یک صنعت انجام شود. با فرض ثابت بودن سایر شرایط به نظر می‌رسد شرکتی که در گروه خود دارای P/E کوچکتری می‌باشد امکان رشد قیمت آن در آینده نزدیک وجود دارد.

8) **ارزش ویژه هر سهم:** ارزش ویژه هر سهم از نسبت حقوق صاحبان سهام (سرمایه + اندوخته طرح و توسعه + اندوخته قانونی + اندوخته احتیاری + سایر اندوخته‌ها + سود انباشته) به تعداد سهام منتشره به دست می‌آید و در مقایسه با ارزش اسمی هر سهم سنجیده می‌شود هر چه ارزش ویژه هر سهم از قیمت اسمی سهام بیش‌تر باشد سهام آن شرکت از موقعیت و استحکام بالاتری برخوردار است.

9) **بافت تامین مالی شرکت:** بافت تامین مالی که شامل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است تاثیر بسزایی در عملکرد و سودآوری یک شرکت دارد. هر چه بدهی بیش‌تر باشد به خاطر خاصیت اهرمی بدهی، سودآوری نیز بالاتر خواهد بود ولی خطر ناتوانی شرکت در ایفای تعهداتش نیز بیش‌تر می‌شود بنابراین ریسک شرکت نیز بالاتر خواهد بود.

10) **مهلت و تاریخ پرداخت سود سهام طبق ماده 240 قانون تجارت،** در صورتی که مجمع عمومی عادی سودی را تصویب کند شرکت باید ظرف مدت 8 ماه از تاریخ تصویب، آن را به سهامداران پرداخت کند. وجود این ماده قانونی، یک مهلت پرداخت 8 ماهه برای شرکت‌ها به وجود می‌آورد، در مقام مقایسه هر چه سود نقدی هر سهم سریع‌تر پرداخت شود برای سهامداران مفیدتر است چرا که اولاً مشمول تورم و کاهش ارزش پول نمی‌شود و ثانیاً سهامدار می‌تواند وجوه خود را مجدداً سرمایه‌گذاری کرده و از بابت آن بازده به دست آورد.

11) **انتشار مستمر اطلاعات و اخبار نسبی:** در صورتی که شرکت‌ها در ارائه اطلاعات شفاف مالی و یا هر گونه اخبار در زمینه وضعیت شرکت به سهامداران نهایت تلاش را نمایند، سهامداران با داشتن اطلاعات کافی می‌توانند اقدام به خرید و فروش سهام نمایند.

12) **عمر شرکت و میزان استهلاک ماشین‌آلات:** هرچه شرکت‌ها از ماشین‌آلات جدید با تکنولوژی پیشرفته‌تر استفاده کنند در امر تولید موفق‌تر هستند و شرکت‌هایی که عمر ماشین‌آلات آنها به پایان رسیده یا آنکه استهلاک بالایی دارند ممکن است در طول سال به دلیل خرابی دستگاه‌ها وقفه زمانی در تولید داشته باشند و نتوانند به تعهدات خود عمل کنند در نتیجه در سودآوری شرکت بی‌تأثیر نخواهد بود.

13) **پنجاه شرکت فعال‌تر:** بررسی تجربه بورس‌های اوراق بهادار در کشورهای مختلف نشان می‌دهد که شناسایی شرکت‌های ممتاز یا دارای موقعیت برتر اغلب بر پایه معیارهای قدرت نقدشوندگی سهام، میزان تأثیرگذاری شرکت بر بازار و برتری نسبت‌های مالی انجام می‌شود. شناسایی شرکت‌های برتر در بورس اوراق بهادار تهران بر پایه ترکیبی از قدرت نقد شوندگی سهام و میزان تأثیرگذاری شرکت‌ها بر بازار، و در چارچوب معیارهای سه گانه زیر انجام شده است:

الف) میزان داد و ستد سهام در تالار معاملات شامل:

1. تعداد سهام داد و ستد شده
2. ارزش سهام داد و ستد شده



ب) تناوب داد و ستد سهام در تالار معاملات شامل:

3. تعداد روزهای داد و ستد شده

4. دفعات داد و ستد شده

ج) معیار تأثیرگذاری شرکت بر بازار شامل:

5. میانگین تعداد سهام منتشر شده

6. میانگین ارزش جاری سهام شرکت در دوره بررسی

مدل تنزیل سود یکی از دو چارچوب اساسی است که اغلب برای توضیح ارزیابی کلی سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. با این فرض که، نرخ رشد سود برای شرکت خاصی، به طور تقریبی در آینده ثابت باقی خواهد ماند، در می‌یابیم که مدل تنزیل سود تقسیمی را در حالت معمولی می‌توانیم برای مدل رشد ثابت مورد استفاده قرار دهیم. این حالت در معادله زیر نشان داده شده است. نتیجه نهایی تحلیل اساسی در سطح شرکت داده‌هایی است که برای تخمین قیمت سهام مورد نیاز است.

برای این کار از مدل ارزیابی ارزشیابی سهام عادی استفاده می‌شود.

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

P_0 = ارزش ذاتی کنونی سهام عادی

D = سود تقسیمی مورد انتظار که در دوره بعد پرداخت خواهد شد

K = نرخ بازگشت مورد توقع

G = نرخ رشد برآورد شده آتی سودهای تقسیمی

در تحلیل اساسی، ارزش ذاتی یا تخمینی سهام، قیمت تعدیل یافته آن یا قیمتی است که توسط متغیرهای اصلی مالی شرکت ارائه می‌شود.

با استفاده از معادلات بالا می‌توانیم ارزش ذاتی محاسبه شده سهام را با قیمت جاری بازار مقایسه کنیم. اگر ارزش ذاتی از قیمت جاری بازار بیشتر باشد، آن سهم کمتر از قیمت معامله می‌شود و اگر ارزش ذاتی کمتر از قیمت جاری بازار باشد، سهم بالاتر از قیمت مورد معامله قرار می‌گیرد و نباید آنرا خرید یا اگر صاحب آن سهم باشیم باید آن را بفروشیم. به عبارت دیگر، اوراق بهاداری را که قیمت جاری بازار آن بیش از ارزش ذاتی آن باشد باید فروخت.

به دلایلی چند، بر درآمدها و نسبت پی ای متمرکز می‌شویم. اول اینکه، سودهای تقسیمی از درآمدها پرداخت می‌شود. اگر چه این دو مجموعه کاملاً وابسته به هم نیستند. لیکن معمولاً رشد آینده سود تقسیمی باید از رشد آینده درآمدها نشأت گیرد. دوم اینکه، وابستگی نزدیک بین تغییرات درآمدها و تغییرات قیمت سهام اعتبار خوبی داشته و می‌توان آن را به طور گرافیکی نمایش داد.

- مفهوم پی به ای



پی ای (P/E) یا نسبت قیمت به سود یکی از نسبت‌ها به منظور قیمت‌گذاری سهام است. هر چند محاسبه P/E بسیار ساده است اما تفسیر آن به سادگی محاسبه آن نیست. تحت شرایط خاصی این نسبت بسیار گویا و در شرایط دیگری ممکن است بی معنا جلوه کند. از این رو، برخی از سرمایه‌گذاران این اصطلاح را نادرست به کار می‌گیرند و در تصمیمات‌شان ممکن است بیش از اندازه به آن وزن دهند.

- P/E چیست؟

P/E این نسبت P (قیمت سهم) به ESP¹ (سود هر سهم) است. همان‌گونه که از نام آن پیدا است، برای محاسبه P/E آخرین قیمت روز سهام یک شرکت به سود هر سهم آن تقسیم می‌شود. غالباً P/E در تاریخ‌هایی محاسبه می‌شود که شرکت‌ها اطلاعات EPS (معمولاً سه ماهانه) را افشا می‌کنند. این P/E را که بر مبنای آخرین EPS محاسبه می‌شود، بعضاً P/E دنباله‌دار³ نیز می‌گویند. اما گاهی از EPS برآوردی برای محاسبه P/E استفاده می‌شود، این EPS معمولاً معرف سود برآوردی سال آینده است. در این صورت به P/E محاسبه شده P/E برآوردی یا پیش‌تاز⁴ گفته می‌شود. اختلاف عمده‌ای بین این دو P/E محاسبه شده نباید وجود داشته باشد. P/E دنباله‌دار بر اساس اطلاعات واقعی تاریخی محاسبه می‌شود. در حالیکه P/E دوم بر اساس اطلاعات برآوردی محاسبه می‌شود.

مشکل بزرگ محاسبه P/E مربوط به شرکت‌هایی است که سود آور نیستند. از این رو EPS منفی دارند. در خصوص چگونگی رفتار با این پدیده دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارد. برخی قائل به وجود P/E منفی هستند، گروهی در این حالت P/E را صفر می‌دانند و بسیاری دیگر هم معتقدند که P/E دیگر در این شرکتها موضوعی در خور بررسی نمی‌باشد. به لحاظ تاریخی در بورس اوراق بهادار تهران عموماً میانگین P/E در دامنه 3/2 تا 13/2 تجربه شده است. نوسان P/E در این دامنه عمدتاً بستگی به شرایط اقتصادی هر زمان دارد. در حال حاضر میانگین P/E کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران حدود 8/2 است. همچنین P/E بین شرکت‌ها و صنایع می‌تواند کاملاً متفاوت باشد.

- کاربرد نسبت P/E

به لحاظ نظری، P/E یک سهم به ما می‌گوید که سرمایه‌گذاران چند ریال حاضرند به ازای یک ریال سود یک شرکت پرداخت نمایند. به همین جهت به آن ضریب سهام نیز می‌گویند. به عبارت دیگر اگر P/E یک سهم 20 باشد بدین معنی است که سرمایه‌گذاران حاضرند 20 ریال برای هر ریال از سود سهم این شرکت بپردازند.

- رشد سود

قیمت سهام بازتاب انتظارات سرمایه‌گذاران از ارزش و رشد آینده شرکت است. میزان سود (EPS) معمولاً مبتنی بر سودهای (EPS) گذشته است. اگر شرکتی در مرحله رشد قرار دارد سودش باید رشد کند. در نتیجه تفسیری بهتر از P/E آن است که خوش‌بینی بازار از آینده رشد یک شرکت را بازتاب می‌دهد.

¹ Price

² Earning Per Share

³ Trailing P/E

⁴ Leading P/E



اگر P/E شرکتی بالاتر از میانگین بازار یا صنعت باشد بدین معنی است که بازار در ماه‌ها یا سال‌های آینده انتظارات بزرگی از سهم این شرکت دارد. شرکتی با P/E بالا باید سودهای فزاینده ایجاد کند، در غیر این صورت قیمت سهم‌اش سقوط خواهد کرد.

- ارزشانی یا گرانی؟

P/E در مقایسه با قیمت بازار شاخص بهتری برای ارزش‌گذاری سهم است. مثلاً به شرط پایداری سایر متغیرها، سهمی با قیمت 2000 ریال و P/E برابر 10 بسیار گران‌تر از سهمی با قیمت 20000 و P/E برابر 10 است. توجه کنید که محدودیت‌هایی در این مثال وجود دارد. شما نمی‌توانید P/E های دو شرکت کاملاً متفاوت را برای ارزش‌گذاری بهتر آنها مقایسه کنید. به عبارت دیگر تعیین بالا یا پایین بودن P/E بدون توجه به دو عامل اصلی بسیار دشوار است: (1) نرخ رشد شرکت و (2) نوع صنعت.

- نرخ رشد شرکت

آیا اندازه رشد گذشته شرکت‌ها می‌تواند معرف نرخ‌های انتظاری از رشد آینده باشد؟ هر چند پاسخ این پرسش نمی‌تواند صریح باشد اما در عمل سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی سود (EPS) و محاسبه P/E از نرخ‌های رشد گذشته استفاده می‌کنند.

- نوع صنعت

مقایسه شرکت‌ها تنها در صورتی فایده‌مند است که به یک صنعت تعلق داشته باشند، مثلاً شرکت‌های صنعتی با رشد پایین عمدتاً دارای ضرایب P/E پایین هستند. چون به رغم ثبات صنعت رشد پایینی دارند. از طرف دیگر شرکت‌های صنعتی با رشد بالا به دلیل انتظار رشد سودهای آتی از P/E های بالایی برخوردارند.

- دام‌های کاربرد P/E

همانگونه که پیشتر اشاره شد در شرایط معینی P/E می‌تواند ما را در تعیین بالا یا پایین بودن ارزش یک شرکت کمک کند. همچنین کاربرد P/E محدود به شرایط خاصی است. اما علاوه بر این دام‌های دیگری نیز در تحلیل P/E وجود دارد که در ادامه درباره برخی از آنها بحث می‌شود.

- روشهای متفاوت پذیرفته شده حسابداری:

سود یک معیار حسابداری است که در محاسبه آن از حسابداری تعهدی استفاده می‌شود. معیارهای اندازه‌گیری سود بر طبق اصول حسابداری متداول مقرر می‌شوند. این اصول در گذر زمان تغییر می‌کند و در هر کشوری نیز متفاوت از دیگر کشورها است. از این رو محاسبه سود (EPS) بسته به چگونگی دفترداری و حسابداری می‌تواند به صورت‌های متفاوت ارائه شود. در نتیجه مقایسه سود (EPS) با یکدیگر گاهی به مقایسه سیب و پرتقال می‌ماند.



- تورم:

در شرایطی که اقتصاد کشور تورم بالایی را تجربه می‌کند طبیعتاً کالاها و هزینه‌های استهلاک به دلیل بالا رفتن هزینه‌های جایگزینی کالاها و تجهیزات در مقایسه با سطح عمومی قیمت‌ها کم‌نمایی می‌شود. بنابراین در زمان‌های تورمی P/E ها عموماً پایین‌تر می‌آیند زیرا بازار سودها را که به صورت ساختگی به بالا گرایش دارد تخریب شده می‌بیند. بررسی P/E همانند تمامی نسبت‌ها در گذر زمان برای پی بردن به روند آن ارزشمند است. تورم این بررسی را دشوار می‌کند زیرا اطلاعات گذشته در امروز از فایده‌مندی کمتری برخوردارند.

- تفسیری دیگر:

P/E پایین لزوماً بدین معنی نیست که ارزش یک شرکت کم‌نمایی شده است. بلکه به معنای آن است که بازار معتقد است شرکت در آینده نزدیک با مشکل روبه‌رو خواهد شد. سهمی که قیمت‌ش پایین می‌آید معمولاً دلیلی دارد. عمده‌ترین دلیل‌اش این است که سود شرکت کمتر از سود انتظاری‌اش خواهد بود. این مسئله P/E دنباله دار بازتابی ندارد مگر آن که سود در عمل نیز محقق گردد.

اتکای صرف به P/E یکی از پربسامدترین اشتباهاتی که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای مرتکب می‌شوند خرید سهام صرفاً به اتکای P/E بالا یا پایین است. توجه کنید که ارزشیابی سهام تنها با تکیه بر شاخص‌های ساده ای مانند P/E ساده انگارانه و نادرست است. P/E بالا ممکن است به معنی بیش‌نمایی ارزش سهم باشد و هیچ تضمینی وجود ندارد که بعداً به سرعت پایین نیاید. ضمناً توجه کنید که حتی اگر ارزش سهمی کم‌نمایی شده باشد ممکن است ماه‌ها یا حتی سال‌ها طول بکشد تا بازار ارزش آن را اصلاح نماید.

در هر صورت تجزیه و تحلیل سهام امری بسیار پیچیده‌تر از دانستن چند نسبت ساده است. به عبارت دیگر هر چند کلیدی برای معمای ارزش‌گذاری سهام است اما تمام آن نیست. از این رو توصیه می‌شود که سرمایه‌گذاران برای خرید سهام با خبرگان سرمایه‌گذاری رایزنی نمایند.

✓ خلاصه

P/E همه چیز یا به عبارتی حرف آخر را درباره ارزش سهم نمی‌گوید اما برای مقایسه شرکت‌های یک صنعت، کل بازار یا روند تاریخی P/E یک شرکت سودآور است.

به یاد بسپارید که :

الف) P/E یک نسبت است و از تقسیم قیمت روز سهم به سود هر سهم به دست می‌آید.

ب) دو نوع اصلی P/E ، P/E دنباله دار و P/E آینده وجود دارد.

ج) به لحاظ تاریخی، میانگین P/E در دامنه $3/2$ قرار می‌گیرد.

د) به لحاظ نظری، P/E یک سهم به ما می‌گوید که سرمایه‌گذاران حاضرند چند ریال به ازای یک ریال سود بپردازند.

ه) تفسیر بهتری از P/E این است که آن بازتاب خوش‌بینی بازار از آینده رشد یک شرکت است.

و) P/E در مقایسه با قیمت بازار شاخص بهتری برای ارزش‌گذاری یک سهم است.

ز) بدون در نظر گرفتن نرخ‌های رشد صنعت، صحبت از بالا یا پایین بودن P/E یک شرکت بی‌معناست.



- ح) تغییر در اصول حسابداری شامل وجود چندین روش مجاز برای سود (EPS) تجزیه و تحلیل P/E را دشوار می‌کند.
ط) P/E ها عموماً در زمان تورم حاد پایین تر می‌آیند.
ی) تفاسیر بسیاری پیرامون دلیل پایین بودن P/E یک شرکت وجود دارد.
ن) تنها به اتکای ضریب P/E اقدام به خرید و فروش سهام نکنید.

- جنبه‌های حسابداری درآمدها (سود)

اگر سرمایه‌گذاران برای تحلیل یک شرکت، بر سود هر سهم که حاصل تقسیم سود خالص یک مؤسسه که بر سهام عادی است به عنوان جزء کلیدی در تحلیل اوراق بهادار متمرکز شوند، باید بدانند EPS چگونه به وجود آمده (منشاء آن چیست) و بیانگر چیست؟ برای سرمایه‌گذاران، نمودار EPS اغلب، یک خط حدی در صورتهای مالی یک شرکت است. به علاوه، آنها قبل از تلاش برای تخمین EPS باید بدانند EPS چیست.

تغییر در سود حسابداری به واسطه یک تغییر در روشهای حسابداری، در فهم سود برای سرمایه‌گذاران مهم می‌باشد. آنچه سرمایه‌گذاران، سعی در تعیین آن دارند قدرت سودآوری "صحیح" یک شرکت است زیرا نهایتاً آنها تلاش می‌کنند تا سود آینده را پیش‌بینی کنند، اگر چه یک تغییرات کوچک برای کواکولا زیاد مهم نیست، ولی تغییرات بوجود آمده از تعدیلات حسابداری، برای شرکتهای دیگر، در زمانهای مختلف بسیار زیاد بوده است. به طور کلی، سرمایه‌گذاران باید بر سود قبل از تغییرات در استانداردهای حسابداری تکیه کنند.

- گزارش حسابرس مستقل:

سود ابرازی در صورت عملکرد مالی (سود و زیان) از استانداردهای حسابداری مشتق شده است. استانداردهای حسابداری مجموعه روشهای قراردادی است که توسط انجمن‌های حرفه‌ای با تاکید بر اندازه‌گیری مبتنی بر ارزشهای تاریخی تدوین شده اند. یک حسابرس از یک مؤسسه حسابرسی مستقل در گزارشی به نام "گزارش حسابرس مستقل" تصدیق می‌کند که برای محاسبه سود طبق استانداردهای حسابداری عمل شده است.

توجه داشته باشید که گزارش حسابرسی به طور قطع تضمین‌کننده صحت یا چگونگی (کیفیت) سود نیست بلکه تنها بیان می‌کند صورتهای مالی، بیان منصفانه‌ای از موقعیت مالی شرکت برای یک دوره زمانی مشخص است. حسابرسان به نوبه خود تأیید می‌کنند که آیا گزارش ارائه شده مطابق با استانداردهای حسابداری است؟ کمیته تدوین استانداردهای حسابداری سازمان حسابرسی استانداردهای حسابداری ایران را در سال 1378 منتشر کرده است.

مشکل که در رابطه با سود وجود دارد این است که برای تهیه صورتهای مالی، می‌توان از استانداردهای حسابداری متفاوتی استفاده نمود. بسیاری از اقلام ترازنامه و صورت سود و زیان حداقل به دو روش قابل محاسبه‌اند، که در نتیجه منجر به آن چیزی می‌شود که رفتار محافظه‌کار و رفتار جسورانه ESP نامیده می‌شود. با داشتن تعدادی از اقلام که صورتهای مالی را شکل می‌دهند، تعداد ترکیبات پذیرفتنی ممکن (مطابق با استانداردهای حسابداری) که می‌توان استفاده کرد، بسیار است. با ثابت نگهداشتن دیگر متغیرها مانند فروش، تعداد تولید و توانایی عملیاتی، یک شرکت قادر به ارائه چندین شکل EPS مجاز و قانونی خواهد بود که تنها به اصول حسابداری استفاده شده بستگی دارد. سؤالی که سرمایه‌گذاران باید جواب دهند این است که کدام EPS، موقعیت "درست و منصفانه" شرکت را به بهترین نحو ارائه می‌دهد؟



از آنجا که سود هر سهم گزارش شده (EPS)، تابع بسیاری از استانداردهای حسابداری است، انعکاس عملکرد صحیح یک شرکت به طور پیوسته به یک شکل اگر غیرممکن نباشد، بسیار مشکل است. از آنجا که هر شرکتی متفاوت از دیگری است، آیا انتظار یک سیستم حسابداری واحد برای عملکرد صحیح تمامی شرکتها معقولانه است؟ در سیستم های حسابداری، هر شرکتی می تواند روشی را ثبت و گزارش موضوعات مختلف حسابداری مانند موجودی ها یا استهلاک استفاده کند. حسابداران، بین سرمایه گذاران، که خواهان شکل واضحی از EPS هستند و مدیریت شرکت که خواهان ارائه صورتهای مالی به مناسبترین شکل هستند، گیر کرده اند. به غیر از این موارد، مدیریت شرکت حسابداران را استخدام می کند و با توجه به راهبردهای مشخصی می تواند روشهای حسابداری را تغییر دهد. تا زمانی که شرکت، استانداردهای حسابداری را رعایت کند، برای حسابدار مشکل است که در مقابل فشار مدیریت مبنی بر استفاده از روش خاصی مقاومت کند. در بعضی موارد، یک موسسه حسابرسی به دلیل مشکلات و فشارهایی که مدیریت شرکت در چشم پوشی از برخی از موارد مغایر با استانداردهای حسابداری به حسابرسان وارد می کند ممکن است از کار حسابرسی کناره گیری می کند.

- تحلیل بنیادی در مقابل تحلیل فنی

اغلب در روش تحلیل فنی 80% رفتار بازار را مبتنی بر حالات روانی افراد و 20% را بر پایه منطق می دانند. در حالیکه تحلیل بنیادی اغلب بازار را 20% روان شناختی و 80% منطقی در نظر می گیرد. در هر صورت می توان بر سر موضوع منطقی یا روانشناختی بودن بازار بحث کرد، اما، هیچ شکی در مورد قیمت فعلی یک سهم نمی توان داشت. به هر حال، منطقی یا روانشناختی بودن بازار تعیین می شود نشان دهنده مجموع اطلاعات کلیه مشارکت کنندگان در بازار در مورد آن سهم می باشد. این افراد تمامی اطلاعات منتشر شده در مورد سهم را در نظر گرفته اند و بر روی قیمت مشخصی در مورد خرید یا فروش آن به توافق رسیده اند. اینها نیروهای عرضه و تقاضا هستند روش فنی تلاش دارد با بررسی رفتار قیمت یک سهم تعیین کند کدامیک از نیروهای عرضه و تقاضا پیروز میدان خواهد بود؟ قیمت سهم در گذشته چقدر بوده است و در آینده به کجا خواهد رفت؟ هر چند با استفاده از روش فنی می توان برخی قواعد و قوانین کلی برای خرید و فروش سهام در نظر گرفت لیکن این نکته را نباید فراموش کرد که این روش بیش از آنکه یک علم باشد هنر است. لذا مانند دیگر کارهای هنری در معرض تفسیر قرار دارد. لیکن در عین حال این روش به لحاظ نوع رویکرد انعطاف پذیر بوده و هر یک از سرمایه گذاران باید طبق روش خاص خود از آن استفاده نمایند. این روشها نیازمند صرف وقت و تلاش بسیار بوده اما فواید آن می تواند در خور توجه باشد. تحلیل فنی می تواند برای بازار به عنوان یک کل یا برای سهام یک شرکت خاص انجام شود. تحلیل فنی با استفاده از نمودار یا شاخص ها انجام می شود.