

## تحلیلی بر نسبت PE بازار سرمایه - دی ۹۲

### دکتر احمد پویان فر - مدیر عامل شرکت مشاور سرمایه گذاری آیکو

در حال حاضر یکی از نگرانی های اصلی دست اندرکاران بازار، متوسط نسبت ارزش بازار به سودهای پیش بینی شده شرکت ها می باشد. در طی ۱۰ سال گذشته متوسط این نسبت در حدود عدد ۶ بوده است. مبنای تئوریک نسبت PE مدل ارزشگذاری زیر می باشد.

$$MV = \frac{D}{k - g}$$

که در آن عنوان می شود ارزش بازار شرکت های حاضر در بازار سرمایه (MV) می بایست برابر با ارزش فعلی سودهای تقسیمی (D) با در نظر گرفتن نرخ رشد (g) آنها باشد. برای تعیین نسبت PE مورد انتظار بازار، لازم است که ابتدا نرخ بازده مورد انتظار بازار را بدست آوریم. دو رویکرد اصلی برای تعیین نرخ بازده مورد انتظار مدل فوق و مدل CAPM می باشد.

بدلیل نوسان بیش از حد نرخ تورم، وجود عوامل و ریسک های غیرسیستماتیک و همچنین نرخ بازدهی بالای بازار در طی سال جاری، بجای مدل CAPM از مدل فوق برای تخمین نرخ بازده مورد انتظار استفاده می نمائیم.

$$k = \frac{D}{MV} + g$$

با توجه به پیش بینی های انجام شده سود شرکت های بورسی برای سال ۹۲ مبلغی در حدود ۴۰۰۰۰ میلیارد تومان می باشد. انتظار بر این است که سود واقعی شرکت ها رقمی در حدود ۵۰۰۰۰ میلیارد تومان باشد. ارزش بازار بورس نیز در حال حاضر ۴۱۰۰۰۰ میلیارد تومان می باشد. در طی ۱۰ سال گذشته نیز نرخ رشد سود خالص شرکت های بورسی در حدود ۳۰٪ بوده است. بدین ترتیب نرخ بازده مورد انتظار بازار با جایگذاری در رابطه فوق در حال حاضر با سود ۴۰۰۰۰ هزار میلیارد تومانی ۳۶.۸٪ و با سود ۵۰۰۰۰ میلیارد تومانی ۳۸.۸٪ برآورد می گردد.

حال اگر مدل ارزشگذاری را بر حسب نسبت PE بیان نمائیم

$$\frac{P}{E} \approx \frac{MV}{D} = \frac{1}{k - g}$$

می توان نسبت PE مورد انتظار بازار را بدست آورد.

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{k - g} = \frac{1}{0.368 - 0.30} = 14.7$$

چنانچه از نرخ بازده مورد انتظار ۳۸.۸٪ استفاده نمائیم، نسبت PE بازار ۱۱.۴ خواهد بود. در حال حاضر این نسبت برای بورس در حدود ۱۰.۵ می باشد. با توجه به محاسبات فوق، انتظار بر این است که شاخص بازار تا آخر سال با فرض عدم تغییر در شرایط سیاسی و متغیرهای کلان پولی، رشدی بین ۱۰ تا ۴۰ درصد را تجربه نماید و قاعدتا نباید نگران رشد قیمت ها در بازار سرمایه بود.

بدین ترتیب در تعیین نسبت  $pe$  دو عامل کلیدی نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران و نرخ رشد عایدت می باشد. هر دو متغیر فوق متاثر از نرخ تورم می باشند. چرا که طبق مدل بنیادی، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران برابر است با نرخ بازده واقعی، نرخ تورم و صرف ریسک. از سوی دیر نرخ رشد نیز قابل تجزیه به دو نرخ رشد واقعی و نرخ رشد اسمی ناشی از تورم می باشد.

چنانچه اثر نرخ تورم را در هر دو متغیر خارج نمائیم، نسبت  $pe$  تابعی از نرخ رشد (بازده) واقعی و صرف ریسک خواهد بود. به عبارت دیگر در مخرج کسر خواهیم داشت

نرخ تورم به طرق های مختلفی قیمت ها را در بازار سرمایه تحت تاثیر قرار می دهد. در کل سرمایه گذاران مبلغ کمتری را به سطح مشخصی از سود، زمانی که نرخ تورم بالاست پرداخت می نمایند. در خصوص رابطه نرخ تورم و  $pe$  می توان موارد زیر را مطرح نمود

۱. نرخ تورم کم به معنی امکان رشد اقتصادی بیشتر می باشد. چرا که فرض بر این است تحت چنین شرایطی بانک مرکزی نرخ های بهره را افزایش نخواهد داد. لذا وقتی که نرخ تورم و نرخ بهره کم می باشد فرصت بیشتری برای نرخ رشد واقعی عایدات وجود خواهد داشت و در نتیجه سرمایه گذاران پول بیشتری بابت عایدات پرداخت خواهند نمود. و این یعنی افزایش نسبت  $pe$ .
۲. وقتی نرخ تورم کم می باشد، سرمایه گذاران نرخ بازده مورد انتظار کمتری را از سرمایه گذاری های خود خواهند داشت. بنابراین با افزایش نرخ تورم نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران افزایش می یابد تا قدرت خرید خود را حفظ نمایند. بنابراین اگر سرمایه گذاران نرخ بازده مورد انتظار بالایی را مطالبه نمایند تحت این شرایط نسبت  $pe$  افت خواهد کرد.
۳. در کل نتیجه اصلی این است که با افزایش نرخ تورم نسبت  $pe$  باید افت نماید.