

نسبت PE تعادلی بازار سرمایه

دکتر احمد پویان فر - مدیر عامل شرکت مشاور سرمایه گذاری آیکو - آذر ۹۲

در طی ۱۰ سال گذشته متوسط نسبت PE بازار در حدود عدد ۶ بوده است در حالی که این نسبت در حال حاضر در حدود ۸.۴ می باشد و لذا بسیاری از دست اندرکاران بازار نگران افزایش این نسبت می باشند. حال سؤال اساسی این است که مقدار مناسب PE بازار سرمایه با توجه به متغیرهای بنیادی و کلان اقتصادی در چه سطحی باشد؟ در این مقاله هدف پاسخ به سؤال فوق با ارائه رویکردی جدید به منظور تخمین PE تعادلی بازار بورس می باشد. برخلاف اکثر تحلیل های ارائه شده توسط کارشناسان به نظر اینجانب با توجه به نوسان بیش از حد نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی کشور، نمی توان از مدل رایج تخمین PE بدون انجام یکسری تعدیلات استفاده نمود. بدین منظور در رویکرد ارائه شده اثر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی کشور از محاسبات حذف و نسبت به برآورد PE بازار اقدام شده است. مبنای تئوریکی نسبت PE مدل ارزشگذاری زیر می باشد.

$$MV = \frac{D}{k-g} = \frac{E \times b}{k-g} \leftrightarrow \frac{MV}{E} = \frac{b}{k-g} \quad (1)$$

که در آن عنوان می شود ارزش بازار شرکت های حاضر در بازار سرمایه (MV) می بایست برابر با ارزش فعلی سودهای تقسیمی ($D = E \times b$) با در نظر گرفتن نرخ رشد (g) آنها باشد. E سود خالص و b نسبت تقسیم سود می باشد. اگر مدل فوق را بر مبنای k حل کنیم نرخ بازده مورد انتظار بازار را خواهیم داشت.

$$k = \frac{D}{MV} + g \quad (2)$$

نرخ بازده مورد انتظار در بازار با توجه به رابطه فوق، متأثر از نرخ رشد عایدات شرکت ها و نسبت سود پرداختی به ارزش بازار شرکت ها می باشد. با توجه به اینکه نرخ رشد قابل تفکیک به نرخ رشد واقعی و نرخ رشد اسمی (نرخ رشد ناشی از تورم) می باشد، لذا نرخ تورم بصورت مستقیم تاثیر قابل توجهی بر نرخ بازده مورد انتظار بازار و نرخ رشد و به صورت غیر مستقیم بر نسبت PE آن ایفا می کند.

بدین ترتیب که 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 نرخ های بهره کم خواهند 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 بدلیل کاهش سودآوری شرکت ها و افزایش نرخ بازده مورد انتظار سهامداران نسبت PE باید افت نماید و در واقع این رابطه نظری مبنای نظرات بسیاری از کارشناسان می باشد که معتقدند PE کنونی بازار از سطح تعادلی و میانگین بلندمدت فراتر رفته و نگران رشد قیمت ها می باشند.

۴. در خصوص نرخ رشد سودآوری شرکت ها نیز می توان عنوان نمود که چنانچه شرکت های بزرگ را به عنوان نمونه ای از کل اقتصاد در نظر بگیریم، می بایست نرخ رشد سودآوری آنها در بلندمدت برابر با نرخ رشد اقتصادی کشور باشد.

بدین ترتیب با توجه به رابطه (۱) در تعیین نسبت PE دو عامل کلیدی؛ نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران و نرخ رشد عایدت می باشد و هر دو متغیر فوق متاثر از نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی کشور می باشند. با توجه به اینکه این دو نرخ در کشور در مرحله با ثباتی قرار ندارند، لذا نمی توان بر مبنای آنها نسبت PE درست بازار را تخمین زد. بدین منظور می بایست مدل را به نحوی تعدیل کرد که با توجه به شرایط ناپایدار نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی کشور، اثر هر دو آیت در محاسبات کنترل گردد.

طبق مدل بنیادی، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران برابر است با نرخ بازده واقعی، نرخ تورم و صرف ریسک، یعنی $k = r_r + I + \rho$ از سوی دیگر نرخ رشد نیز قابل تجزیه به دو نرخ رشد واقعی و نرخ رشد اسمی ناشی از تورم می باشد، $g = g_r + g_n$. صرف ریسک در واقع نرخ بازده مازاد مورد انتظار سرمایه گذاران در سرمایه گذاری ریسکی نسبت به نرخ سرمایه گذاری بدون ریسک می باشد، $\rho = r_f - r_m$. باید توجه نمود که تحقیقات نشان داده است که صرف ریسک متغیری تصادفی است و مقدار دوره های قبلی، تاثیری بر مقادیر آتی آن ندارد. در طی ۳۰ سال گذشته صرف ریسک برای کشورهای پیشرفته همانند امریکا، انگلیس، آلمان، استرالیا و ژاپن و بلژیک در حدود ۶٪ تا ۱۰٪ بوده است.

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 با جایگذاری در مخرج کسر خواهیم داشت

$$d = k - g$$

$$d = (r_r + \rho + I) - (g_r + g_n)$$

با توجه به تعریف، $I = g_n$ می باشد و لذا

$$d = r_r + \rho - g_r$$

حال سؤال این است که آیا نرخ رشد واقعی اقتصاد برابر با نرخ رشد واقعی سودآوری شرکت های حاضر در بازار سرمایه می باشد؟ داده های تاریخی نشان داده است که نرخ رشد واقعی شرکت های بورسی همواره بیشتر از نرخ رشد واقعی اقتصاد بوده است. به عنوان مثال در امریکا در طی ۴۰ سال گذشته نرخ رشد واقعی اقتصاد ۳.۳٪ و نرخ رشد سودآوری شرکت های بورسی ۶.۳۴٪ بوده است. در ایران نیز نرخ رشد واقعی اقتصاد در طی ۱۰ سال گذشته ۵٪ و نرخ رشد واقعی سودآوری شرکت های بورسی ۱۳٪ بوده است. بدین ترتیب رابطه تجربی زیر بین دو نرخ رشد برقرار می باشد.

$$g_r = r_r + e$$

که e نرخ رشد مازاد شرکت های بورسی نسبت به نرخ رشد واقعی اقتصاد می باشد. با جایگذاری در رابطه فوق داریم

$$d = r_r + \rho - (r_r + e) = \rho - e$$

که ρ صرف ریسک بازار و e نرخ رشد مازاد شرکت های بورسی نسبت به اقتصاد می باشد. بدین ترتیب با مفروضات فوق، اثر نرخ تورم و نرخ رشد واقعی اقتصاد را از محاسبات خارج نمودیم. و لذا رابطه PE را می توان به صورت زیر نوشت.

$$\frac{P}{E} = \frac{b}{\rho - e}$$

اینک با توجه به روابط فوق نسبت به تعیین PE بازار اقدام می نمائیم. با توجه به پیش بینی های انجام شده سود شرکت های بورسی برای سال ۹۲ مبلغی در حدود ۵۰۰۰۰۰ میلیارد تومان می باشد. البته انتظار بر این است که با توجه به روند تاریخی شاهد تعدیل هائی در سود شرکت ها حداقل به میزان ۲۰٪ باشیم. چنانچه نسبت تقسیم سود بازار را برابر با متوسط بلند مدت آن در طی ۱۰ سال گذشته یعنی ۷۰٪ در نظر بگیریم، در این صورت سود تقسیمی مورد انتظار برای سال ۹۲ در حدود $50000 \times 1.2 \times 0.7 = 42000$ میلیارد تومان خواهد بود. ارزش بازار بورس در زمان نگارش این مقاله ۴۲۰۰۰۰۰ میلیارد تومان بوده است، یعنی PE بازار در حال حاضر با توجه به سودهای اعلامی شرکتها در حدود $\frac{420000}{50000} = 8.4$ می باشد.

حال مهمترین اقدام، تخمین دو نرخ e و ρ می باشد. نرخ رشد مازاد سود شرکت ها و صرف ریسک بازار را می توان از متوسط تاریخی بدست آورد. با این فرض که شرایط اقتصادی دچار تغییرات اساسی نگردد. با عنایت به اینکه انتظار نمی رود تغییرات و توافقات بعمل آمده در حوزه روابط سیاسی کشور، بزودی اثر قابل توجهی بر عملکرد شرکت ها و در نتیجه بازار سرمایه بگذارد، لذا از متوسط های تاریخی دو متغیر استفاده می نمائیم. در طی ۱۰ سال گذشته نرخ رشد سود خالص شرکت های بورسی در حدود ۳۰٪ بوده است. بدین ترتیب نرخ بازده مورد انتظار بازار در حال حاضر با جایگذاری در رابطه (۲) برابر با ۴۰٪ برآورد می گردد.

$$k = \frac{42000}{420000} + 0.30 = 0.40$$

توجه نمائید که نرخ بازده مورد انتظار بازار، انتظاری بوده و هر ساله می تواند تغییر نماید. نرخ رشد سودآوری شرکت های بورسی طی ۱۰ سال گذشته در حدود ۳۰٪ و نرخ رشد واقعی آن (تعدیل شده نسبت به نرخ تورم) در حدود ۱۳٪ بوده است. از سوی دیگر نرخ رشد واقعی اقتصاد در طی دوره مذکور در حدود ۵٪ بوده است. بدین ترتیب نرخ رشد سود واقعی مازاد برای شرکت های بورسی در حدود ۸٪ بوده است. از سوی دیگر نرخ فعلی سود واقعی اوراق مشارکت و سپرده های بلندمدت در حدود ۲۵٪ و نرخ بازده مورد انتظار بازار با توجه به مدل گوردون در حدود ۴۰٪ می باشد. لذا صرف ریسک بازار را می توان در حدود ۱۵٪ (= ۲۵٪ - ۱۰٪) در نظر گرفت. بدین ترتیب با صرف ریسک ۱۵٪ و نرخ رشد واقعی سود ۸٪ (۱۳٪ - ۵٪) نسبت PE بازار ۱۰ برآورد می گردد.

$$\frac{P}{E} \approx \frac{MV}{D} = \frac{b}{k - g} = \frac{b}{\rho - e} = \frac{0.70}{0.15 - 0.08} \approx 10$$

طبیعی است هرچقدر نرخ رشد مورد انتظار از سودآوری شرکتها افزایش یابد و یا صرف ریسک بازار کاهش یابد (بدلیل افزایش در نرخ سود سپرده ها) نسبت PE بازار بزرگتر خواهد بود. با توجه به محاسبات فوق، می توان عنوان نمود که قیمت ها در بورس تهران متورم نبوده و یا به عبارت دیگر حباب قیمتی نداریم. در مقطع کنونی انتظار بر این است که شاهد رشد تقریبی ۲۰٪ شاخص بورس جهت رسیدن به سطح تعادلی قیمت ها در بورس باشیم.