

## مقدمه ای بر تحلیل بنیادی

اصولاً خریداران باید بررسی‌های وسیعی در موقع خرید یا فروش سهام انجام دهند. اگر آن‌ها بدون توجه به کسری عوامل، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عایدشان نخواهد شد. این موضوع بیشتر در کشورهایی مطرح است که بازار اوراق بهادار (بورس) کار آبی ندارند. در کشورهایی که بورس اوراق بهادار کاراتری دارند، قیمت بازار سهام نزدیک به ارزش ذاتی (واقعی) آن اوراق است.

به‌هر حال در همه کشورها تجزیه و تحلیل‌های ضروری برای خرید سهام وجود دارد، این تجزیه و تحلیل‌ها به چند بخش عمده تقسیم می‌شود که به‌شرط زیر است:

- تجزیه و تحلیل عوامل اقتصادی
- شناخت عوامل سیاسی و نظامی
- تجزیه و تحلیل صنعت
- تجزیه و تحلیل شرکت
- تعیین ارزش شرکت و ارزش‌یابی سهام.

---

### ● تجزیه و تحلیل عوامل اقتصادی

سرمایه‌گذار در هنگام خرید سهام ابتدا باید وضعیت اقتصادی کشوری را که قرار است سرمایه‌گذاری در آن صورت پذیرد، مورد بررسی قرار دهد. اگرچه هدف سرمایه‌گذار خرید سهام شرکت‌های منفرد هست، ولی مشکل است بتوان تصور نمود که شرکت‌های موجود در صنعت تحت تأثیر عوامل اقتصادی قرار نگیرند. بنابراین خریدار ناگزیر است اقتصاد کشور را تجزیه و تحلیل نماید. در اقتصاد ملی عوامل بی‌شماری از قبیل

نرخ تورم، نرخ بهره در بازار، نرخ ارز، نرخ مالیات بر سود سهام، سیاست اعتباری بانک‌ها، وجود ابزارهای حمایتی در بورس اوراق بهادار و... باید مورد بررسی قرارگیری. سرمایه‌گذار باید عوامل فوق را شناسایی نموده و باید بررسی نماید که اگر هر یک از عوامل فوق یا مجموعه آن‌ها تغییر نمایند، چه تغییری در بازار سهام و خصوصاً در قیمت سهام خاص ایجاد خواهد شد. در ادامه این عوامل تشریح می‌گردد:

#### الف) نرخ تورم:

نرخ تورم اثرات گوناگونی بر قیمت سهام شرکت‌ها می‌گذارد. نخست وقتی اقتصاد در شرایط تورمی است،

سهامداران با توجه به نرخ تورم بر نرخ بازده مورد توقع خود می‌افزایند. زیرا سودهای آتی شرکت با نرخ تنزیل بالاتری به ارزش فعلی تبدیل می‌شود و ارزش فعلی سودهای آتی کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، شرایط تورمی موجب می‌شود، فروش شرکت‌ها در سال‌های آتی برابر یا متفاوت از نرخ تورم باشد. در مورد آن دسته از شرکت‌ها که قادرند قیمت محصولات خود را بیشتر از نرخ تورم و نرخ افزایش در هزینه‌های عملیاتی افزایش دهند، نرخ رشد سود بیش از نرخ تورم خواهد بود و قیمت سهام آن‌ها در آینده افزایش خواهد یافت. برعکس در شرکت‌هایی که نرخ افزایش قیمت محصولات آن‌ها کمتر از نرخ افزایش در هزینه آن‌ها است، نرخ رشد سود، کمتر از نرخ تورم خواهد بود. در هر صورت شرایط تورمی اثرات متفاوتی بر قیمت سهام می‌گذارد.

**(ب) نرخ بهره در بازار:** اقتصاددانان معتقدند که با کاهش نرخ بهره، میزان سرمایه‌گذاری در جامعه افزایش می‌یابد. زیرا در صورت کاهش نرخ بهره، اجرای آن دسته از طرح‌های سرمایه‌گذاری که نرخ بازده پایینی دارند، مقرون به صرفه به نظر خواهد آمد. با افزایش نرخ بهره حجم سرمایه‌گذاری در جامعه کاهش خواهد یافت، زیرا با افزایش نرخ هزینه سرمایه، بسیاری از طرح‌های صنعتی توجیه‌پذیری خود را از دست خواهند داد و بدین ترتیب آن طرح‌ها اجرا نخواهند شد. همچنین کاهش نرخ بهره موجب افزایش مصرف بخش خصوصی و افزایش آن باعث کاهش مصرف بخش خصوصی خواهد شد.

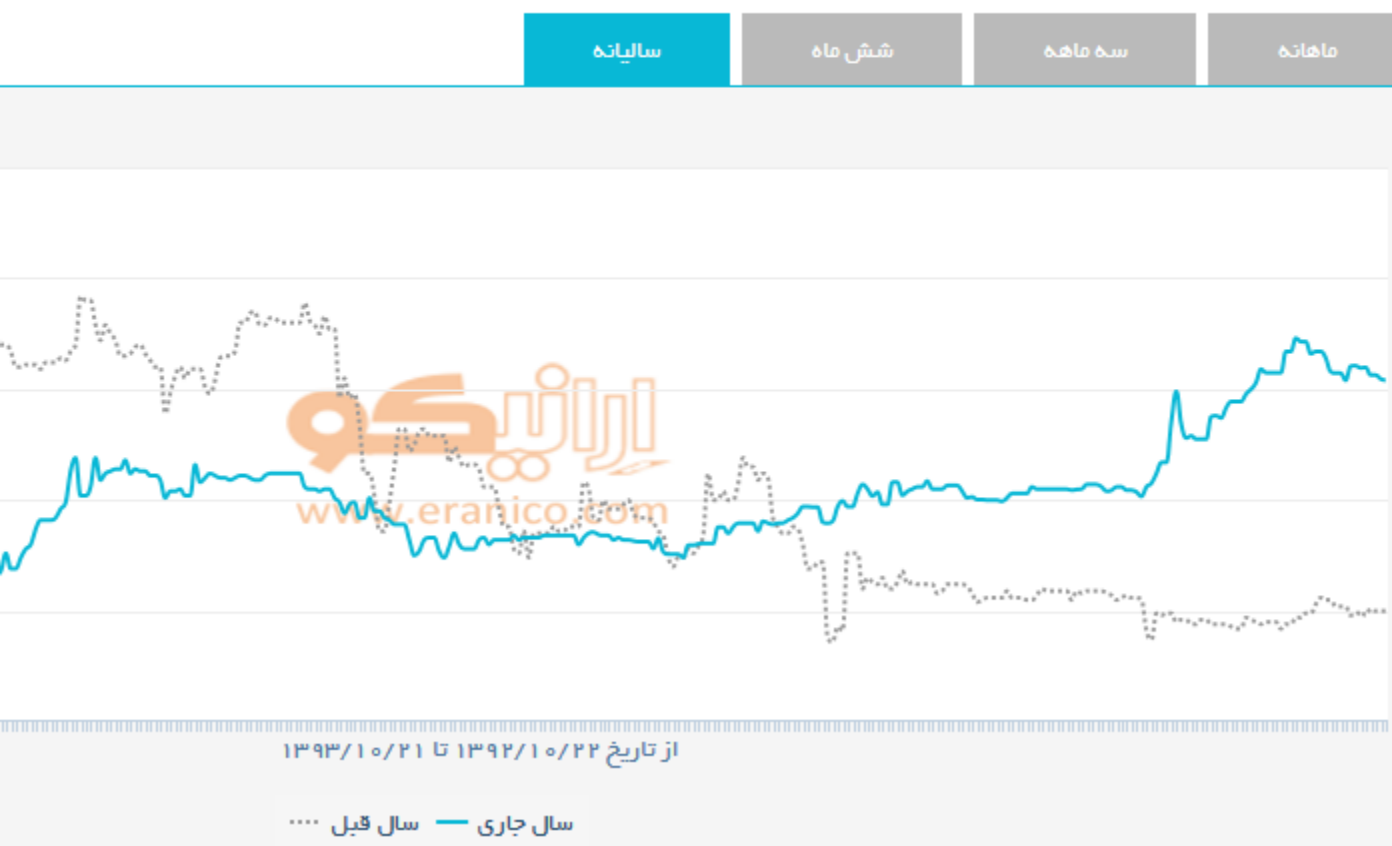
تغییر نرخ بهره همچنین اثر معکوسی بر قیمت بازار اوراق بهادار خواهد گذاشت. به دنبال کاهش نرخ بهره قیمت سهام عادی افزایش و در صورت افزایش نرخ بهره، قیمت سهام عادی کاهش خواهد یافت. بنابراین مشاهده می‌شود که پیش‌بینی نرخ بهره می‌تواند اثر مهمی بر نرخ بازده سرمایه‌گذاری در سهام داشته باشد.

میزان نرخ بهره در بازار به عرضه و تقاضای پول و اعتبار بستگی دارد. اگر بانک مرکزی سیاست پولی انقباضی اجرا کند و عرضه پول و اعتبار را محدود سازد، نرخ اعتبارات در بازار افزایش خواهد یافت. افزایش نرخ بهره موجب

می‌شود بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یابد و موجبات کاهش قیمت سهام فراهم آید. در ایران، اتخاذ سیاست انقباضی پول در سال‌های ۷۵ و ۷۶، نرخ بازار غیررسمی سرمایه را افزایش داد و سبب شد تا عده‌ای از سهامداران برای کسب سود بیشتر، سهام خود را به فروش رسانند و سرمایه حاصله را به بازار غیررسمی منتقل کنند. این سهامداران با فروش سهام خود، کاهش قیمت سهام در بورس تهران را تشدید کردند.

## پ) نرخ ارز :

### نمودار قیمت دلار آمریکا در بازار تهران



در ایران تغییرات نرخ ارز، وضعیت ارزی درآمدهای ارزی شرکت بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و باعث افزایش مخاطرات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته به ارز می‌گردد. اگر نرخ ارز افزایش یابد، شرکت‌های صادرکننده مواد و یا کالا کوشش بیشتری خواهند کرد تا کالا یا مواد بیشتری صادر کنند.

به عبارت دیگر انگیزه برای صادرات بیشتر می‌شود. در صورت افزایش نرخ ارز، درآمد شرکت‌ها افزایش خواهد یافت. برعکس، در صورت کاهش نرخ ارز، درآمد ناشی از صادرات برای شرکت‌ها کاهش خواهد یافت. در مورد شرکت‌های وارداتی زمانی که نرخ ارز افزایش یابد، قیمت تمام‌شده کالاهای وارداتی افزایش می‌یابد. افزایش قیمت تمام‌شده باعث افزایش قیمت فروش و کاهش تقاضا برای محصولات شرکت می‌گردد، بنابراین میزان فروش شرکت ممکن است کاهش یابد. اگر به خاطر شرایط حاد رقابتی شرکت‌ها نتوانند به نسبت افزایش قیمت تمام‌شده، قیمت محصول خود را افزایش دهند، افزایش نرخ ارز باعث کاهش حاشیه سود خالص شرکت می‌گردد. از طرف دیگر افزایش نرخ ارز سرمایه در گردش موردنیاز شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و آن‌ها را مجبور به استقراض بیشتر و یا افزایش سرمایه می‌نماید.

افزایش هزینه بهره یا افزایش تعداد سهام باعث کاهش سود هر سهم و نهایت کاهش قیمت هر سهم می‌گردد

### (ت) نرخ مالیات بر سود سهام :

یکی دیگر از عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام نرخ تصاعدی مالیات بر درآمد ناشی از سود سهام است. نرخ نهایی مالیات در ایران حدود ۵۴ درصد است. نرخ گزاف مالیات سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران بزرگ و کسانی که درآمد مشمول مالیات آن‌ها در سال از مبلغ معینی تجاوز می‌کند، از سرمایه‌گذاری در سهام خودداری کنند و سرمایه خود را در اوراق مشارکت با نرخ ۲۰ درصد ظاهر معاف از مالیات و یا پیش‌خرید کردن خودرو با بازدهی متجاوز از ۲۵ درصد به کار اندازند. نرخ ۲۰ درصد معاف از مالیات معادل نرخ بازده حدود ۴۰ درصد مشمول مالیات است. در بیشتر کشورها برای تشویق مردم به سرمایه‌گذاری، معافیت‌ها و تخفیف‌های مالیاتی قائل می‌شوند.

### (ث) سیاست اعتباری بانک‌ها :

اجرای سیاست‌های انقباضی و انبساطی پولی توسط بانک مرکزی و تحدید سقف تسهیلات بانکی صنایع مختلف، شرکت‌ها را وادار می‌کند تا در جهت رفع تنگناهای موجود تصمیماتی را بگیرند که بر قیمت‌های سهام تأثیر خواهد گذاشت.

به‌طور مثال تحدید سقف اعتباری و تسهیلات بانکی، شرکت‌ها را در تأمین وجوه موردنیاز خود با مشکل مواجه خواهد ساخت و این‌گونه شرکت‌ها برای تأمین وجوه خود مجبور به استفاده از روش‌های دیگری مانند افزایش سرمایه و یا عدم تقسیم سود می‌شوند که بر قیمت سهام تأثیر خواهد گذاشت. اتخاذ سیاست انقباضی توسط بانک مرکزی و کاهش اعتبارات بانکی موجب می‌شود بسیاری از شرکت‌ها برای تأمین سرمایه در گردش موردنیاز خود، افزایش سرمایه و یا عدم تقسیم سود می‌شوند که بر قیمت سهام تأثیر خواهد گذاشت. اتخاذ سیاست انقباضی توسط بانک مرکزی و کاهش اعتبارات بانکی موجب می‌شود بسیاری از شرکت‌ها برای تأمین سرمایه در گردش موردنیاز خود، افزایش سرمایه را در دستور کار قرار دهند. این اقدام شرکت‌ها باعث می‌شود منبع مالی سرمایه‌سازان، جایگزین منابع ارزان‌تر مالی (وام‌های بانکی) شود و در نتیجه نرخ هزینه سرمایه شرکت‌ها افزایش یابد.

### **(ج) وجود ابزارهای حمایتی در بورس اوراق بهادار :**

بررسی‌های صورت گرفته در مورد اکثر بهابازارهای کارآمد جهان دلالت بر وجود ابزارهای کارآمدی همانند وجود شرکت‌های بزرگ کارگزاری، پذیرهنویسان، متخصصان، بازارسازان، شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری، صندوق‌های همگانی سهام دارد که همگی در چهارچوب یک خط‌مشی عملیاتی که منجر به ثبات در بازار می‌شود، عمل می‌کنند. به‌عنوان مثال وقتی که قیمت سهمی به‌طور غیرعادی و بی‌مورد در حال کاهش باشد، از طریق خرید و جمع‌کردن آن سهام در میز معاملات اوراق بهادار از کاهش قیمت آن جلوگیری می‌کند و زمانی که قیمت سهام شرکتی بدون علت در حال افزایش باشد، با عرضه زیاد آن سهام در بازار سرمایه، از افزایش بی‌رویه قیمت جلوگیری و بدین‌وسیله بازار سرمایه را متعادل می‌نمایند. به همین ترتیب فقدان چنین موسسات حمایت‌کننده می‌تواند به‌عنوان یکی از عوامل عدم ثبات قیمت‌ها تلقی گردد.

### **شناخت عوامل سیاسی و نظامی :**

به تجربه ثابت شده که از ویژگی‌های بورس اوراق بهادار، تأثیرپذیری فوری آن از مسائل سیاسی است. به‌عنوان مثال احتمال به قدرت رسیدن یک جناح سیاسی تندرو که با دیدگاه‌های حاکم بر شرایط اقتصادی فعلی مخالف است و یا فوت ناگهانی یکی

از مقامات بلندپایه کشور و یا ملی کردن تمام یا بخشی از دارایی‌های خصوصی، همگی می‌تواند جزو عوامل سیاسی مؤثر قرار گیرند. همچنین قطع رابطه سیاسی و اقتصادی با کشورها نیز می‌تواند بر قیمت سهام مؤثر باشد، به‌خصوص اگر آن کشور روابط اقتصادی تنگاتنگی با کشورها داشته باشد. مسائلی مثل جنگ و صلح، روی قیمت‌های سهام تأثیر بسزایی دارند. چنانچه در کشوری جنگ باشد، چون مردم آن کشور بیشتر به دنبال حفاظت از جان و مال خود هستند، معمول پس‌اندازهای خود را به‌صورت نقد و یا طلا یا ارزهای معتبر نگهداری می‌کنند و به دنبال سرمایه‌گذاری نیستند، ولی بالعکس در زمان صلح به دنبال سرمایه‌گذاری‌های مختلف و افزودن بر سرمایه‌های خود می‌باشند.

به‌طور اجمالی انگیزه سرمایه‌گذاری در مردم تا حدود زیادی به احساس آنان در مورد امنیت سرمایه و جایگاه سرمایه‌گذار در جامعه بستگی دارد. اگر در جامعه تهدیدی مطرح شود به امنیت سرمایه‌گذار در جامعه بستگی دارد. اگر در جامعه تهدیدی مطرح شود که امنیت سرمایه و سرمایه‌گذار را به خطر اندازد، مردم به‌جای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های تولیدی، سرمایه خود را از کشور خارج و یا در محیطی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که شناخت کامل داشته باشند. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در سهام یک سرمایه‌گذاری شفاف است، اصل سرمایه و بازده آن به‌آسانی از طرف دولت شناسایی می‌شود. موقعی که این نوع سرمایه مورد تهدید قرار می‌گیرد، سرمایه‌گذاران محتاط سعی می‌کنند که در سهام پذیرفته‌شده در بورس سرمایه‌گذاری نکنند و به‌جای آن مثل اوراق مشارکت بی‌نام خریداری کنند