

# تحليل بنيادی در بازار بورس اوراق بهادار



مهدي ميرزايي

گروه تحليلي نوسان نگر

## فهرست مطالب

ریسک و بازده پرتفوی

### تجزیه و تحلیل صورتهای مالی

درک صورتهای مالی

هدف از تحلیل صورتهای مالی

ترازنامه

صورت سود و زیان

تجزیه و تحلیل صورتهای مالی

تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی (نسبتهای نقدینگی، نسبتهای سودآوری، نسبتهای فعالیت،

نسبتهای سرمایه گذاری و ارزش ویژه)

تجزیه و تحلیل شرکتهای سرمایه گذاری با استفاده از متغیر ارزش پرتفولیو (NAV)

تجزیه و تحلیل شرکتهای خدماتی و پیمانکاری

### بررسی مدلهای ارزشگذاری بر اوراق بهادار

بررسی انواع مدلهای ارزشگذاری بر مبنای داراییها

مدل ارزش جایگزینی

مدل تنزیل جریانهای نقدی آینده DDM

ارزشگذاری بر مبنای مدل P/E

### آشنایی با استراتژی های معاملاتی در بازار

استراتژی های معاملاتی در بازار بورس اوراق بهادار

روش فاندمنتال (بنیادی)

پیش بینی بالا به پایین و بررسی عوامل کلان و خرد در تحلیل بنیادی

نواقص تحلیل بنیادی

روش تکنیکی

مزیت اصلی روش تکنیکی

روش CANSLIM

روش تئوری مدرن پرتفولیو MPT

روش موج سواری و سفته بازی

دور اندیشان

نظریه های ناکارآمدی تحلیل در بازار سهام

### ریسک و بازده

بررسی مفهوم و انواع ریسک

تجزیه و تحلیل ریسک و بازده

ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک

بازده انتظاری و ضریب بتا

مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای Capital Asset Pricing Model

نسبت شارپ

عوامل موثر بر ریسک بازار، ریسک خاص صنعت و شرکت

تئوری پرتفوی و مزایای تنوع بخشیدن به سرمایه گذاری ها

## فصل اول

### آشنایی با متدهای تحلیل و استراتژی های معاملاتی در بازار بورس اوراق بهادار

پس از مطالعه این فصل شما می توانید:

۱. انواع تکنیکها در تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و تفاوت های آنها را درک کنید و با کاربرد آنها آشنا شوید.
۲. روش پیش بینی موسوم به بالا- پایین را درک خواهید نمود و با نقش متغیرهای خرد و کلان اقتصادی بر چشم انداز شرکت آشنا خواهید شد.
۳. شما خواهید دانست یک تحلیل گر با تکنیکهای مرسوم مبداء و مقصد خود از ارزیابی اوراق بهادار و سهام یک شرکت را چگونه ترسیم می کند.

## استراتژی های معاملاتی در بازار بورس اوراق بهادار

فعالان بازار عموماً در تصمیم گیری های خرید و فروش خود از روشهای گوناگونی بهره می جویند. این روشها به شش گروه اصلی طبقه بندی می شود :



### روش فاندامنتال (بنیادی)

گرایشی از تحلیل که در آن ارزش یک شرکت مورد محاسبه قرار می گیرد، تحلیل بنیادی نام دارد. یک تحلیل گر فاندامنتال، با استفاده از ابزارها و روشهای گوناگون، سعی بر آن دارد تا ارزشمندی یک شرکت را تعیین کند. وی سپس، ارزش به دست آمده را با قیمت کنونی شرکت مقایسه می کند. چنانچه ارزش حاصل، بیش تر از قیمت فعلی سهم بود، واضح است که اخطار خرید و اگر ارزش محاسبه شده، کم تر از قیمت شرکت بود، اخطار فروش صادر می کند. تحلیل بنیادی (فاندامنتال) از نقش مرکزی و محوری اقتصاد جهت

تعیین حرکت نرخ‌های مبادله در بازارهای مالی سود میبرد. به عبارت دیگر تحلیل بنیادی ریشه در علم اقتصاد دارد و هدف آن توضیح و تفسیر علل حرکت قیمت‌ها در نتیجه عوامل و بنیادهای اقتصادی است.

**فرق تحلیل تکنیکال با تحلیل بنیادی نیز در همین است که تحلیل تکنیکی مبتنی بر قیمت و حجم مبادلات است و عوامل موثر روی قیمت‌ها نادیده گرفته میشود.** در تحلیل بنیادی هر عاملی که منجر به تغییر در عرضه و تقاضا بر روی قیمت سهم می‌گردد مورد مطالعه قرار می‌گیرند و در حقیقت یک تحلیلگر بنیادی با بررسی کلیه اطلاعات الگویی را طراحی میکند تا بدان وسیله **ارزش جاری و آینده یک سهم** را در بازار تعیین کند.

هدف اصلی از انجام این گونه مطالعات، **تعیین ارزش واقعی سهام و ارزش ذاتی شرکتهاست.** تجزیه و تحلیل‌های بنیادین به عوامل تاثیرگذار بر بازار می‌پردازد و معامله‌گر تمایل دارد تا به کمک آن تغییرات اقتصادی را پیش‌بینی کند. این تحلیل معمولاً بر **اطلاعات و آمار کلیدی مندرج در صورتهای مالی شرکت** تمرکز می‌نماید تا مشخص کند که آیا قیمت سهام به درستی ارزشیابی شده است یا نه؟

برای پیش‌بینی قیمت‌های بازار سهام در آینده، تحلیل بنیادی شرکت، صنعت و اقتصاد را ترکیب خواهیم نمود تا ارزش عادلانه جریان بازار را بدست آوریم و ارزش‌های آینده را برآورد کنیم.

تکنیک‌های تصمیم‌گیری بنیادی نه تنها در بازار بورس اوراق بهادار بلکه در سایر سرمایه‌گذاری‌ها و تصمیمات اقتصادی ما دارای کاربرد می‌باشد. فرض کنید شما برای خرید اتومبیل اقدام می‌کنید. در قیمت‌گذاری بر اتومبیل شما ابتدا مزایا و معایب آنرا بررسی خواهید نمود. به طور مثال؛ تاریخ ساخت، میزان کارکرد، وضعیت موتور و بدنه، بیمه اتومبیل، جرائم معوقه، مالک، میزان مصرف سوخت، استهلاک قطعات و.....

در نهایت شما با جمع‌آوری موارد فوق به ارزشی عرفی از دارایی مورد نظر دست خواهید یافت و در صورتی که فروشنده رقمی بالاتر از ارزش مورد نظر شما اعلام دارد، شما با استفاده از تکنیک بنیادی نسبت به خرید یا سرمایه‌گذاری در آن نوع دارایی تصمیم‌گیری خواهید نمود.

این به عنوان نمونه ای است که ما ناخواسته از تکنیک‌های بنیادی در ارزش‌گذاری بر یک نوع دارایی از آن استفاده می‌کنیم. اما در بازار بورس اوراق بهادار بدلیل سیالیت و وجود متغیرهای متعدد، تعدد مولفه‌های موثر بر ارزش یک سهم می‌تواند معادلات بسیار پیچیده‌تری را نسبت به خرید سایر دارایی‌های فیزیکی و مالی رقم بزند. از اینرو تحلیل‌گران بنیادی با بررسی وضعیت اقتصادی و صنعت، ساختار مالی، موقعیت شرکت و وضعیت سودآوری گذشته و آتی آنها از بین ۵۰۰ شرکت بورسی پذیرفته شده، شرکتهای شاخص را پالایش نمایند تا بتوانند رفتار بازار، صنایع و شرکتهای را در آینده پیش‌بینی نمایند.

تحلیلگر بنیادی، سعی دارد با تحلیل اطلاعات توصیفی **گذشته سهم** و با در نظر گرفتن **شرایط آتی**، ارزش یک شرکت را تعیین کند. نکته‌ای که نباید فراموش کنیم، قسمت دوم مسئله، یعنی در نظر گرفتن شرایط آتی است. خیلی از اوقات، شرکت‌ها پیشینه مطلوبی ندارند ولی با تغییر میزان تولید یا نرخ فروش، ناگهان تحولی در آن‌ها رخ می‌دهد. معامله‌گران بورس **همواره آینده را معامله می‌کنند**. پس نگاه هر تحلیلگری **باید رو به آینده باشد**. اگر به بورس در چند سال اخیر توجه کنیم، متوجه می‌شویم که خیلی از شرکت‌هایی که پیشینه‌ای ضعیف داشتند، ناگهان رشد پایدار و خیلی از شرکت‌هایی که گذشته‌ای قوی داشتند، نزول بیش از انتظار را تجربه کرده‌اند. در سال ۹۱ هیچکدام از فاکتورهای گذشته نگر، نمی‌توانستند صنعت پالایش نفت را به عنوان گزینه خوبی برای خرید معرفی کنند ولی افزایش ناگهانی قیمت برابری دلار و ریال، تمام معادلات آتی را دگرگون نموده و شاهد بودیم که سهام این شرکتها تا ۱۰ برابر افزایش پیدا کرد. در اینجا اگر تحلیلگر بنیادی نگاهی معطوف به گذشته داشت، هرگز نمی‌توانست خریدار گروه پالایش نفت باشد

بخش قابل ملاحظه‌ای از اطلاعات بنیادی، بر اطلاعات و آمار اقتصاد ملی، صنعت و شرکت تمرکز دارد. رویکرد معمول در تحلیل شرکت، در برگیرنده چهار مرحله اساسی است :

(۱) تعیین وضعیت کلی اقتصاد کشور

(۲) تعیین وضعیت صنعت

(۳) تعیین وضعیت شرکت

(۴) تعیین ارزش سهام شرکت

تحلیلگر بنیادگرا عوامل تعیین کننده ارزش ذاتی یک ابزار مالی را شناسایی و ارزیابی می کند از جمله محیط کلی اقتصادی و سیاسی و هر عاملی که بر عرضه و تقاضای محصول یا خدمات زیربنایی تاثیر گذار باشد

به طور خلاصه روند تحلیل فاندانتال به صورت زیر می باشد:

۱. گردآوری داده های مربوط به بنیادهای اقتصادی و عوامل موثر بر چشم انداز صنعت و شرکت

۲. بررسی و تفسیر اطلاعات و آگاهی های موجود

۳. طراحی الگو و ساختار آن

۴. تعیین روابط بین متغیر های الگو

۵. تعیین اهمیت متغیر های الگو

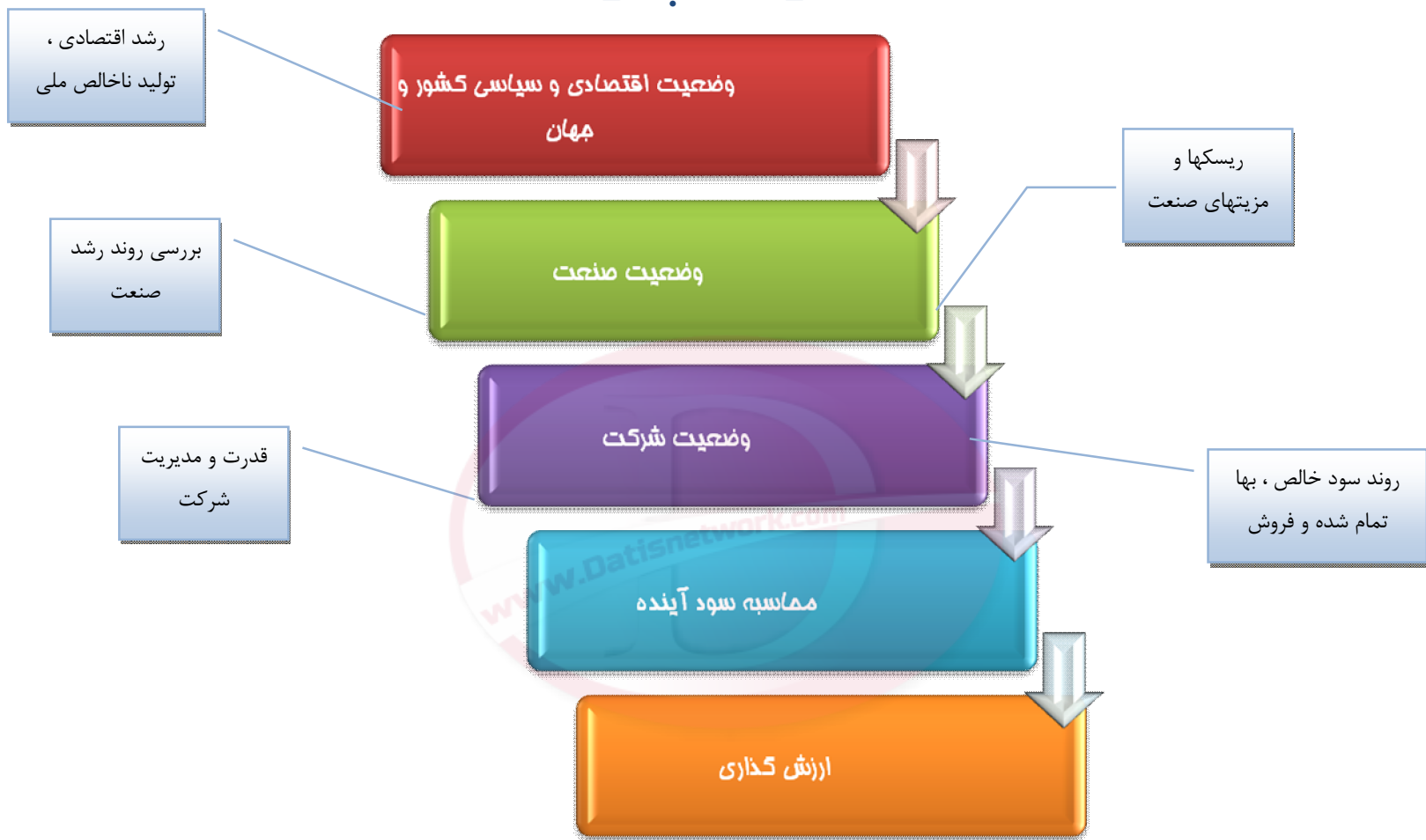
۶. تعیین ارزش آینده

۷. مقایسه ارزش ذاتی با قیمت جاری

در واقع یک معامله گر یا تحلیل گر فاندانتال ماشینی را می سازد که ورودی ها را به آن داده و خروجی ها را تحویل می گیرد. مثلاً یک معامله گر در بازار جهانی ارز پس از بررسی اقتصاد ایالات متحده روند سه ماهه دلار را کاهشی می بیند و بر این اساس تلاش می کند ارزی را که در ۳ ماه آینده تقویت می شود خریداری کرده و دلار را در برابر آن به فروش برساند. زمانیکه چنین انتظاری داشته باشد با انتشار واقعیت های بازار سعی در تسویه معاملات خود خواهد کرد.

تحلیلگر بنیادی الگویی را طراحی میکند تا به وسیله آن بتواند **تغییرات عرضه و تقاضا** را تعیین کرده و بتواند **ارزشهای آینده** را پیش بینی کند. ما به عنوان یک تحلیلگر بنیادی به دنبال آن هستیم تا چشم انداز اقتصادی ایران و کشورهای مختلف را درک کنیم تا بدان وسیله روند های بلند مدت صنایع و شرکتها را به کمک تغییرات توان سودآوری آنها تشخیص دهیم. آنگاه تلاش میکنیم زمانیکه نرخ های مبادله سهام کمتر از حد ارزشگذاری شده، آن را خریداری کنیم و زمانی که بیش از حد ارزشگذاری شده آن را به فروش برسانیم. در واقع ما در تحلیل بنیادی در نظر اول به دنبال روند کلی آینده قیمتها هستیم.

# تحلیل بالا به پایین





## تجزیه و تحلیل اقتصاد

وضعیت اقتصاد ملی از آن جهت مطالعه و بررسی می‌شود که مشخص شود آیا شرایط کلی برای بازار سهام مناسب است یا نه؟ آیا تورم مؤثر است؟ نرخهای بهره در حال افزایش است یا کاهش؟

آیا مصرف‌کنندگان کالاها را مصرف می‌کنند؟ تراز تجاری مطلوب است؟ اینها تنها بخشی از سؤالاتی است که تحلیل‌گر بنیادی برای تعیین کردن تأثیرات شرایط اقتصادی بر بازار سهام با آنها مواجه است.

پیش‌بینی تحلیل‌گر بنیادی، شامل میزان تولید ناخالص داخلی، فروش و سود صنایع بزرگ و فروش و سود شرکتهای بزرگ است. این پیش‌بینی‌ها تبدیل به برآورد بازده مورد انتظار سهام یک شرکت و شاید صنایع خاص و حتی بازار سهام بشود. این تبدیل اغلب عینی است. برای مثال برای برآورد سود پیش‌بینی شده هر سهم، نسبت قیمت به سود در سود پیش‌بینی شده هر سهم ضرب می‌شود تا ارزش ذاتی آن محاسبه شود و سپس تحلیل‌گر اقدام به تصمیم‌گیری در مورد ورود و خروج به بازار و سهم مورد نظر خواهد کرد. **استفاده از این روش‌ها به تحلیل‌گر اجازه پیش‌بینی بازده سهام را می‌دهد. زیرا قیمت سهم با سود شرکت رابطه‌ای مستقیم دارد.**

در روش پیش‌بینی بالا-پایین ابتدا وضعیت اقتصاد، سپس صنعت و در خاتمه شرکت پیش‌بینی می‌شود. در نتیجه پیش‌بینی صنعت مبتنی بر پیش‌بینی وضعیت اقتصاد و در کل پیش‌بینی شرکت مبتنی بر پیش‌بینی وضعیت صنعت و اقتصاد است. این تجزیه و تحلیل شامل بررسی وضعیت کلان اقتصادی از قبیل نرخ تورم، میزان تولید ملی، نرخ بهره، نرخ ارز، میزان بیکاری، نرخ‌های رشد اقتصادی، شاخص خرده‌فروشی و سیاست‌های پولی و مالی دولت و سایر نهادهای تأثیرگذار است که تحلیل‌گر با بررسی آنها پیش‌بینی‌های دقیق‌تری از وضعیت بازار سهام و صنعت خاص به عمل می‌آورد و از دورنمای آتی سهام موجود در بازار و بالاخص سهام شرکت مورد نظر مطلع می‌شود. دومین مرحله از تحلیل بنیادی بررسی صنعت و روند رشد آن است. صنایع نیز مانند بازار و اقتصاد، 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. 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. مرحله سوم تحلیل بنیادی، تحلیل شرکت است. در این مرحله مواردی همچون موقعیت رقابتی شرکت، کیفیت عملکرد شرکت، بررسی نسبت‌های سودآوری، بدهی، کارایی و نقدینگی مورد بررسی قرار می‌گیرد. به‌طور مثال تحلیل‌گری که درصدد است سهام

شرکت ایران خودرو را ، در صنعت اتومبیل سازی تجزیه تحلیل کند ، باید به هر دو جنبه بازارهای داخل و خارج توجه نماید. این شرکت بزرگترین تولید کننده انواع خودروهای سواری و وانت در خاورمیانه می باشد. در نتیجه تحلیل گر باید در زمینه صنایع خودروسازی هم اطلاعاتی داشته باشد. از آنجا که هر کدام از این صنایع زیر گروه نسبت به اوضاع اقتصادی حساسیتهای متفاوتی دارند (همانند طرح سهمیه بندی بنزین) بنابراین پیش بینی وضعیت کل اقتصاد اهمیت زیادی دارد. تحلیل گر یاد شده برای این که بتواند سهم شرکت مزبور از بازار محصول را تعیین کند باید بتواند میزان سرمایه گذاری و استراتژی های بازاریابی شرکتهای رقیب را که شامل تولیدکنندگان اتومبیل در داخل و خارج کشور می شود نیز تعیین کند. سرانجام تحلیل گر باید اطلاعات مربوط به شرکت ایران خودرو را مطالعه کند. به عنوان مثال باید ظرفیت تولید ، طرحهای سرمایه ای ، شبکه توزیع و فروش اتومبیل ، استراتژی بازاریابی ، ساختار مالی و توان شرکت در تامین مالی را بررسی کند. علاوه بر عوامل یاد شده عوامل دیگری هم هستند که آن تحلیل گر باید در نظر بگیرد تا بتواند توانایی پرداخت سود سهام و بهره وامهای شرکت را اندازه گیری کند و از این طریق بتواند میزان ریسک اوراق بهادار شرکت ایران خودرو و قیمت آینده سهام آنرا پیش بینی کند. بنابراین کار تحلیل گر چندان ساده نیست. همه صاحب نظران و متخصصان بورس اوراق بهادار و اقتصاد دانان نیز این مطلب را تایید می کنند که

**پیش بینی امری مخاطره آمیز است.**



## تجزیه و تحلیل بنیادهای اقتصادی

هرگونه داده، اطلاعات و اخباری اعم از سیاسی و اقتصادی که به طور مستقیم بر روی عرضه و تقاضا دارایی‌های مالی موثر باشد، به عنوان یک داده بنیادی تلقی می‌شود. تحلیل بنیادی روشی است که اثر داده‌های بنیادی بر روی وضعیت اقتصاد، بازارها و صنایع بررسی شده تا بوسیله آن به واکنش سرمایه گذاران و احساس عمومی بازارها پی برده شود. تمرکز این روش بر روی یافتن دلایل و ریشه‌های تغییرات قیمت است. بنیادهای اقتصادی مشتمل بر عوامل اقتصادی، عوامل مالی، بحرانها و حوادث غیر مترقبه و عوامل سیاسی الگوهای خبری موثر در تحلیل بنیادی شناخته می‌شوند.

### عوامل اقتصادی:

عوامل اقتصادی همه متغیرهای کلان اقتصاد به ویژه رشد درآمد ملی، سطح قیمت، اشتغال و مسکن را در بر می‌گیرد و در این زمینه همه شرکت کنندگان در بازار بورس اطلاعات جدید اقتصادی را بوسیله شاخص‌ها و گزارش‌های آنها دنبال می‌کنند. بدون تردید تولید، تجارت بین الملل، درآمد ملی، گزارش‌های صنعتی، اشتغال و بیکاری و دیگر پایه‌های اقتصادی در شکل‌گیری روند قیمت‌ها نقش عمده بازی می‌کنند.

### عوامل مالی:

عوامل مالی بیشتر بر روی نرخ‌های بهره در سطح بین الملل و شیوه نگرش بانک‌های مرکزی به آن تکیه می‌کند. همانطور که می‌دانیم نرخ‌های تنزیل توسط بانک‌های مرکزی تغییر می‌کند و علی‌رغم این حقیقت که بازارها به دقت فعالیت بانک‌های مرکزی را زیر نظر دارند و برای پیش‌بینی زمان تغییر نرخ‌های بهره و چگونگی حرکت نرخ‌های تنزیل تلاش می‌کنند اما فعالیت بانک‌های مرکزی به صورت پنهانی و محرمانه صورت می‌پذیرد. در این میان بانک‌های مرکزی تنها نرخ‌های تنزیل را در نشست‌های مشخص خود تغییر می‌دهند. زمان برای عوامل مالی همچون یک راز و معما به شمار می‌آید. کاهش و افزایش نرخ بهره و نرخ مبادلات ارز (برای شرکتهای صادرکننده محصولات و واردکننده مواد اولیه) تاثیرات متفاوتی را بر بازار سهام و شرکتهای فعال در آن می‌گذارد و همواره به عنوان یکی از مخاطرات بازار سهام شناخته شده است. شرکتهای صنعت دارو عمدتاً مواد اولیه خود را از منابع خارجی تامین می‌کنند و تغییرات نرخ برابری ارز (دلار و یورو) نسبت به بودجه برآوردی آنها می‌تواند باعث افزایش یا کاهش هزینه‌های ارزی آنها شود. همچنین صنایع فلزات اساسی و محصولات شیمیایی بخش عمده‌ای از تولیدات خود را صادر می‌کنند و تغییرات نرخهای برابری ارز باعث کاهش یا افزایش سطح درآمدی آنها می‌شود.

### رویداد های سیاسی و اجتماعی:

در کل، عوامل سیاسی، بر اساس اطمینان، از زمان و تاریخ افشای آنها تنوع و گوناگون، بسیاری دارند. برای مثال، زمان، برگزاری انتخابات ریاست جمهوری و همچنین روابط بین

الملل با دیگر کشورها و همچنین عوامل اجتماعی نقش بزرگی در تغییرات بازارهای مالی دارند. تحریمهای بین المللی ، لغو قراردادهای تجاری با طرفهای خارجی ، مصادره و بلوکه نمودن دارایی های شرکتهای ایرانی ، انتخابات مجلس و ریاست جمهوری ، عزل و نصب وزراء (صنایع ، اقتصاد ، نیرو ، نفت و امور خارجه) و تغییر رئیس بانک مرکزی می تواند واکنشهای متفاوتی را در بازار سهام ایجاد نماید.

## بحران ها:

بحران ها بسته به میزان توانایی پیش بینی آن ممکن است در برخی موارد برای بازار یک عامل مهم باشند. حملات تروریستی ، جنگ ، خشکسالی ، زلزله و پیش بینی های غیر متظره در این دسته قرار میگیرند.

مانند سیل در استرالیا به عنوان یکی از بزرگترین تولید کنندگان شکر و مواد معدنی و سونامی و زلزله در ژاپن به عنوان یکی از بزرگترین کشورهای مصرف کننده انرژی و مواد خام معدنی. بحران در این دو کشور بزرگ تولید کننده و مصرف کننده مواد خام معدنی باعث تغییرات حجم عرضه و تقاضای محصولات ، تغییر قیمت این محصولات در بازارهای جهانی و در نهایت افزایش یا کاهش قیمت سهام شرکتهای تولید کننده فرآورده های نفتی و معدنی شده است. همچنین نمونه هایی از این دست می توان به بحران بانکهای امریکا و تاثیر آن بر اکثر بازارهای مالی جهان ، برحان سیاسی در کشورهای نفت خیز و حملات تروریستی ۱۱ سپتامبر اشاره نمود.



برای درک این موضوع به یک نمونه واقعی توجه کنید. در نیمه نخست سال ۲۰۰۸، قیمت نفت با وجود افزایش میزان تولید نفت اوپک همچنان بالا رفت و به سطح ۱۵۰ دلار نزدیک شد. رشد میزان تقاضای اقتصادهای نوظهور و کاهش ارزش دلار عوامل موثری بودند که بر روی تقاضا فشار وارد می آوردند. در این زمان طرف عرضه نتوانست بر روی

روند افزایشی نفت موثر باشد. در نیمه دوم سال ورق برگشت و با پایین آمدن رشد اقتصادی و بروز بحران مالی در سراسر دنیا تقاضا برای نفت کاهش یابد. انتظارات رکود اقتصادی عامل مهمی برای عقب‌نشینی تقاضا بود. بررسی بنیادهای اقتصادی بیانگر آن است که در نیمه اول سال ریسک تورم و عوامل موثر بر تقاضا سبب افزایش قیمت نفت بوده و در نیمه دوم سال ریسک رکود و عوامل موثر بر پایین آمدن سطح تقاضا در کاهش قیمت نفت اثرگذار بوده است. در تجزیه و تحلیل بنیادی نفت عوامل **موثر بر کاهش** یا **افزایش تقاضا** باید مورد بررسی قرار گیرد. این وضعیت نشان می‌دهد که درک درست از عوامل موثر بر روی عرضه و تقاضای نفت میتواند به تحلیل‌گر کمک کند تا واکنش نیروهای بازار را پیش‌بینی کند.





## بنیادها و عوامل موثر بر اقتصاد ایران



• بانک مرکزی

• ذخایر ارزی

• بخش دولتی، خصوصی و تعاونی

• نرخ سود بانکی

• بورس

• تورم و سبب خانوار

• بخش صنعت ساختمان

• تحریم و امنیت

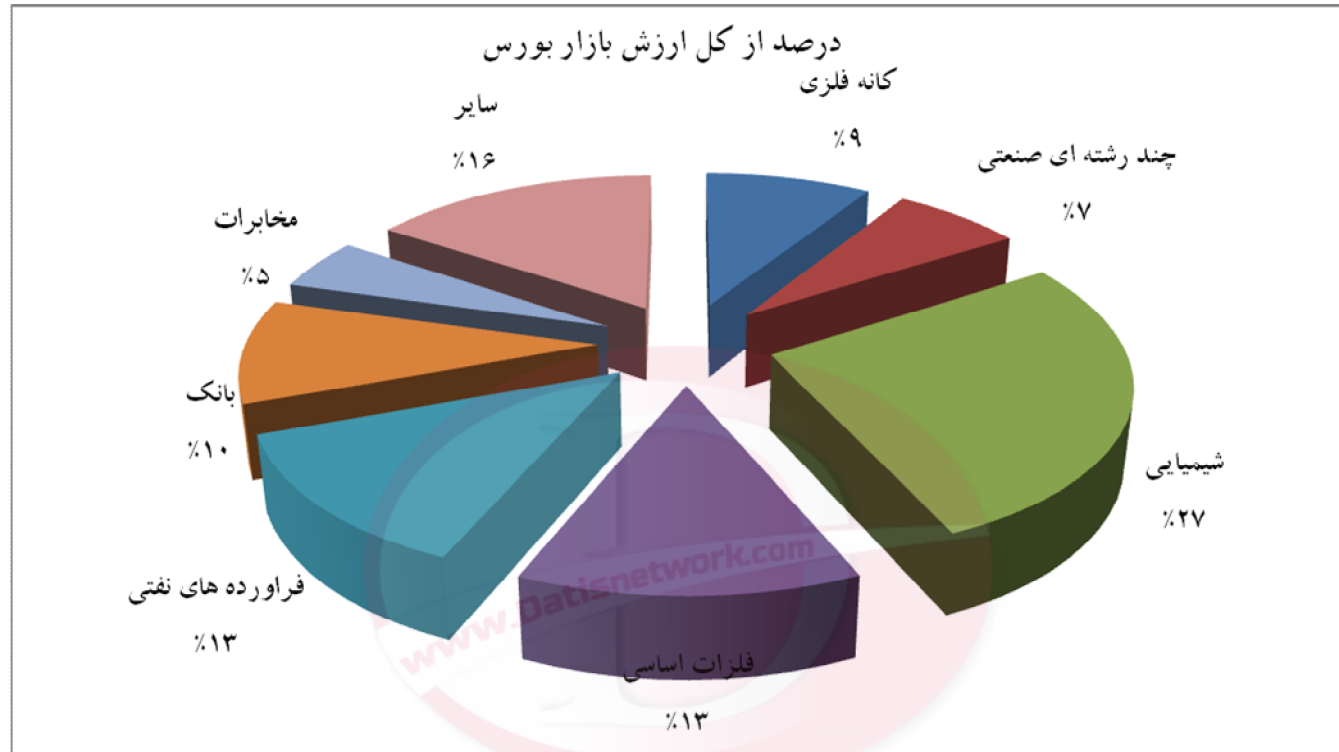
• روابط بین الملل

• نفت خام و سایر فرآورده های نفتی





## تجزیه و تحلیل صنایع



هدف از تفکیک پله ای بازار سرمایه به صنایع و گروههای صنعت ، مشخص کردن راهکارهای مقایسه ای بین صنایع مختلف ، طبقات و شرکتها می باشد. در تحلیل فاندamental پیش بینی بالا به پایین ؛ هدف تحلیل گر بنیادی از بررسی وضعیت اقتصادی ترسیم چشم انداز صنایع فعال در بازار سرمایه از حیث سودآوری می باشد و با شناسایی صنایع برتر بتوانیم به بازده مناسبی دست یابیم.

انتخاب یک شرکت برتر از بین چند صد شرکت فعال در صورتی که ما از شیوه تحلیل فاندamental بهره نجویم امری طاقت فرسا و بیهوده خواهد بود. تقسیم بندی مجموع بازار به صنایع برتر ، طبقات برتر و شرکتهای برتر می تواند حوزه تصمیم گیری ما را کوچک و کوچکتر نماید تا بتوانیم از زمان بهترین استفاده را ببریم.

## تشخیص صنایع برتر



### اطلاعات و اخبار صنعت

ماهیت بازار سرمایه به گونه ای است که اخبار و اطلاعات جدید به نحو چشمگیری می تواند آینده یک سهم یا صنعت را تحت الشعاع قرار دهد. تصمیمات دولت ، اسناد چشم انداز توسعه ای ، تغییرات سیاستهای اقتصادی ، تغییرات وضعیت صنایع در اقتصاد جهانی و حوادث غیر مترقبه می تواند چشم انداز صنایع را دگرگون نماید. از اینرو اخبار و اطلاعات می تواند بر روند حرکتی آینده یک صنعت موثر باشد. این قبیل اطلاعات و اخبار به دسته های مختلفی تقسیم بندی می گردد.

### تصمیمات دولت

با عنایت به اقتصاد دولتی و تمرکز و تسلط دولت بر صنایع مادر تصمیمات دولتی در قالب بودجه جاری و عمرانی ، اسناد چشم انداز توسعه ای و برنامه های پنج ساله توسعه ، تعرفه ها و مالیاتها و سیاستهای تشویقی می تواند تاثیراتی جدی بر چرخه حیات صنایع داخلی کشور بگذارد. این موضوع در مورد شرکتهایی که تولیدات آنها یا مواد اولیه آنها در

سبد حمایتی قرار دارد و مشمول دریافت یارانه می باشند و یا به نحوی به زیر ساختهای کلان اقتصادی مرتبط می باشند نمود بیشتری دارد. به عنوان نمونه وضع تعرفه های سنگین واردات جهت حمایت از صنایع خودرو و فولاد از این دست می باشد.

## گرایشات بازار

تمایل بازار سرمایه به صنعت و گروهی خاص نشان دهنده اثرات اخبار و اطلاعات جدید و تصمیمات دولت و سایر پارامترهای کلان بر صنعت می باشد. با مشاهده و بررسی روند شاخص صنایع در بازه های زمانی مختلف می توان به تمایل سرمایه گذاران و گرایش آنها به صنعت یا گروهی خاص پی برد. زیرا همگام شدن با روند بازار می تواند بازدهی مناسبی را نصیب سرمایه گذاران نماید.

## تصمیمات فراملی

یکی از ریسکهای عمده بازار سرمایه تصمیمات و تغییرات فراملی در حوزه سیاسی و اقتصادی است. افزایش قیمت نفت بدلیل حوادث غیر مترقبه مانند جنگ، طوفان و .....، تنشهای منطقه ای، وضع تحریمهای اقتصادی علیه کشور، محدودیتهای مرادوات تجاری و بانکی، لغو قراردادهای شرکتهای خارجی با طرفهای ایرانی، بحران مالی در کشورهای صنعتی و ..... که در مقوله ریسک سیستماتیک بدان پرداختیم، می تواند تاثیراتی مستقیمی بر چرخه حیات صنایع برجای گذارد. امنیت سرمایه گذاری عاملی مهم برای انتخاب نوع سرمایه گذاری است. هر عاملی که بتواند امنیت سرمایه گذاری را به خطر بیندازد به سرعت با واکنش منفی بازار روبرو می شود.

## گذشته و آینده

همیشه عالم زمان را در تصمیم گیری های خود لحاظ نماید و به یاد داشته باشید اقتصاد حوزه ای سیال و در حال دگرگونی است. بازارهایی از بین می روند و بازارهای جدید خلق می شوند. برخی صنایع با بحران مواجه می شوند و برخی دیگر جای آنها را پر می کنند. بنابراین توصیه می شود صرفاً بر مبنای گذشته یک صنعت در مورد آن قضاوت نکنید. زیر تغییر سیاستها می تواند صنایع و شرکتهایی را که بعضاً در گذشته بازدهی اندکی داشته اند متحول نماید. بررسی روند شاخص و میزان بازدهی سهام شرکتهای فعال در آن حاوی داده هایی کاربردی جهت ارزیابی گذشته صنایع می باشد.

## تشخیص مزیتهای نسبی و چالشهای پیش رو

حال برای تشخیص صنایع برتر بایستی بتوانیم مزیتهای نسبی و ریسکهای پیش روی آنها را به خوبی تحلیل کنیم. همیشه به خاطر داشته باشید در صورتی می توانیم در یک زمینه موفق عمل نماییم که دارای برتری نسبی باشیم. در بازار سرمایه نیز تمرکز بر روی صنایعی که دارای برتری و مزیت نسبی هستند (بدلیل توان سودآوری آنها) می تواند بازده مناسبتری را در بلندمدت عاید سرمایه گذار نماید. حال به عقیده شما با بررسی شرایط اقتصادی کشور کدام یک از صنایع زیر دارای مزیتهای نسبی هستند؟

شناخت مزیت‌های نسبی صنایع کشور امری بسیار ساده جلوه می‌کند، زیرا چرخه حیات، فعالیت و میزان سودآوری آنها در زندگی ما ملموس و مشهود است. در ادامه به بررسی مزیت‌های نسبی و ریسک‌های عمده صنایع بزرگ بازار بورس اوراق بهادار خواهیم پرداخت.

## مدل پنج نیروی پورتر

یکی از الگوهای مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل محیط رقابتی در یک صنعت با هدف تدوین استراتژی لازم، مدل پنج نیروی پورتر است. اساس این استراتژی بر رقابت مبتنی است. تلاش برای کسب سهم بیشتر در بازار رقابت، تنها در حرکت‌های رقبا متجلی نمی‌شود بلکه رقابت در یک صنعت، ریشه در اصول اقتصادی و نیروهای رقابتی دارد که فراتر از رقبا هستند. مشتریان، عرضه‌کنندگان مواد اولیه، نوریسیدگان بالقوه و کالاهای جانشین، همگی عاملی رقابتی بوده و ممکن است برحسب نوع رشته صنعتی، کم و بیش برجسته و فعال باشند.

### ۱) تهدید تازه واردها

یکی از نیروهای رقابتی، تهدید تازه‌واردهای یک صنعت است. ورود شرکت‌های جدید به هر صنعت، اغلب با افزایش ظرفیتها، منابع و تمایل برای کسب سهم بازار از سوی شرکتها همراه است. جدی بودن تهدید تازه واردها، به موانع موجود بر سر راه ورود آنها و واکنش رقبا موجود بستگی دارد، به بیانی دیگر، اگر موانع ورود زیاد باشند و تازه واردها منتظر برخورد شدید از سوی رقبا باشند، طبیعی است که امکان ورود و تهدید رقبا بالقوه کاهش می‌یابد. این نکته برای بازاریابان جهانی بسیار حائز اهمیت است که شرکت‌های جهانی می‌توانند بازار یک کشور را رصد کرده، وارد آنها شوند و به‌طور طبیعی با ورود آنها به بازار، بخشی از سهم بازاری موجودشان را از دست بدهند. این پدیده را می‌توان در بازارهای نوپا بخوبی مشاهده کرد. بازارهای نوپا، فرصتهایی را برای اولین شرکتی که وارد آن میشود، به همراه دارد، بویژه زمانی که رقابت داخلی ضعیف است و یا اصلاً وجود ندارد. در هر حال، اول بودن در بازار، هم می‌تواند منافی برای شرکت داشته باشد و هم آن را با مخاطره مواجه سازد. برخی مزایای تازه وارد بودن عبارتند از: شهرت بیشتر نام تجاری، وفاداری بیشتر مشتری، توزیع بهتر و تجربه بیشتر.

### ۲) قدرت تأمین کنندگان مواد اولیه

عوامل موثر در قدرت تأمین کنندگان عبارتند از: وجه تمایز واردها، هزینه متغیر عرضه کنندگان، وجود واردها و مواد جایگزینی، تمرکز عرضه کننده، اهمیت حجم محصول از نظر عرضه کننده، تأثیر واردها بر هزینه، مجبور به فروش نبودن.

### ۳) قدرت چانه زنی خریداران

هنگامی که مشتریان، بسیار متمرکز یا انبوه باشند و یا خرید آنها دارای حجمی زیاد باشد، توان آنها در چانه زدن، به عنوان نیرویی بسیار قوی عمل می کند و می تواند موجب تشدید رقابت در حوزه آن صنعت شود. توان مشتریان، هنگامی بالا می رود که محصولات، استاندارد یا همانند باشند. اگر وضع به این منوال باشد، مصرف کنندگان می توانند قیمت هایی پایین تر، ضمانتنامه هایی بلندمدت تر و بسته بندی هایی بهتر را درخواست کنند.

عوامل موثر در قدرت خریداران عبارتند از: نفوذ چانه زنی، تمرکز خریدار در برابر تمرکز مؤسسه، حجم خرید، هزینه-های متغیر خریدار، میزان اطلاعات خریدار، توانایی نخریدن، حساسیت به قیمت ها، اختلاف میان محصولات، کیفیت بالا، منابع خریدار.

#### ۴) تهدید کالای جایگزین

وجود کالای جایگزین، هزینه کالای جایگزین، کیفیت کالای جایگزین و گرایش خریدار به کالاهای جایگزین، عوامل موثر بر شدت رقابت تلقی می شوند. در بازارهای جدید که شرایط آنها با شرایط بازار محلی بسیار متفاوت بوده و سلاقی و ترجیحات مصرف کنندگان متفاوت است، محصول می-تواند با یک سری جانشین مواجه شود. محصولات جایگزین، امکانات بالقوه هر صنعتی را محدود کرده و تا حدی معین اجازه افزایش قیمت را به کالا می-دهند مگر اینکه کیفیت کالای موردنظر افزایش یابد یا تغییراتی در آن صورت گیرد که در این صورت، امکان رشد و افزایش درآمد وجود دارد. غالباً جذابیت بیشتر قیمت محصولات جانشین توان سودآوری صنعت اصلی را محدودتر می-کند. اگر قیمت نسبی محصولات جانشین و هزینه های مربوط به تهیه این محصولات کاهش یابد، در بازاری که محصولات جانشین وجود دارند رقابت شدت می یابد و بر فشارهای ناشی از رقابت افزوده می-شود. کالاهای جانشین، نه تنها سودآوری را در شرایط عادی محدود می-کند بلکه به هنگام شکوفایی اقتصادی نیز ممکن است سود صنعت مربوطه را کاهش دهند. برخی عوامل تعیین-کننده در مورد کالاهای جانشین عبارتند از: قیمت نسبی، عملکرد کالای جانشین و رغبت خریداران به کالای جانشین و...

#### ۵) شدت رقابت

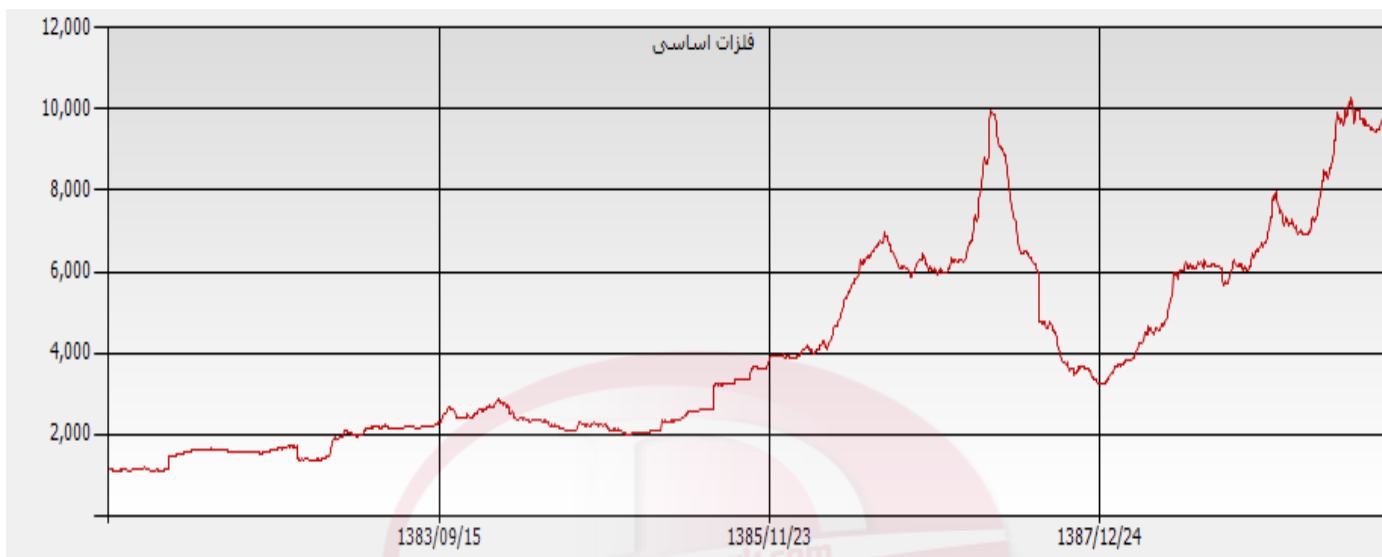
شدت رقابت بین شرکت های رقیب در بازار یک کشور، مهمترین عامل رقابتی است. به دلیل اهمیت این عامل، بهتر است در بازاریابی بین المللی، رقبا را به شرکتهای داخلی و خارجی تقسیم کرد. در بازار بسیاری از کشورها، گروهی از شرکت های داخلی وجود دارند که مدت هاست در این بازارها فعالیت می-کنند و بخشی از بازار را به خود اختصاص داده اند. بسیاری از کشورها به نام امنیت ملی، سیاستها و خط مشی هایی را به منظور عدم وابستگی و خودکفایی در صنایع غذایی، حمل و نقل، کالاهای صنعتی و تکنولوژی های اساسی اتخاذ کرده اند. برخی کشورها به منظور حمایت از صنایع کوچک قوانینی محدودکننده را مقابل مالکیت خارجی وضع کرده اند. چنین اقداماتی، به عنوان موانع ورود برای

شرکت‌های خارجی محسوب می‌شوند. تنها محصول یا محصولاتی می‌توانند در این رقابت بر سایر محصولات پیروز شوند که از مزیت رقابتی برخوردار باشد. عوامل ذیل می‌توانند نقش تعیین‌کننده‌ای بر شدت رقابت بین شرکت‌های رقیب ایفا کند:

افزایش شرکت‌های رقیب (رشد صنعت)، تنوع رقبای، تفاوت محصولات، هزینه‌های ثابت ارزش افزوده، همسان شدن بزرگی، شهرت نام تجاری، اندازه و توانایی شرکت‌های رقیب، کاهش تقاضا در محصولات مورد نظر و متداول شدن روش مبتنی بر کاهش دادن قیمت‌ها، زمانی که مصرف‌کنندگان براحتی جذب محصولاتی با نام و نشان تجاری متفاوت شوند، هنگامی که به دلیل ازدیاد موانع نتوان براحتی بازار را ترک کرد (موانع خروج)، هنگامی که هزینه‌های ثابت بالاست، هنگامی که محصولات فاسدشدنی است و هنگامی که در صنعت مورد نظر بحث خرید و ادغام شرکت‌ها به صورت امری متداول درآید.

صنعتی که یک شرکت در آن قرار دارد، به طور مشخصی بر روی چشم‌انداز آن تاثیر می‌گذارد. هرگاه سهام یک شرکت در یک صنعت ضعیفی در حال کسب‌وکار باشد حتی بهترین سهام می‌توانند درآمدهای ناچیزی نشان دهند. **معمولا به طور ساده گفته می‌شود که یک سهم ضعیف در یک صنعت قوی بر یک سهم قوی در یک صنعت ضعیف ترجیح داده می‌شود.**

## تحلیل صنعت فلزات اساسی (طبقه تولید کنندگان فولاد و آهن)



(گروه مدیران پارس): ستون تمدن صنعتی و فراصنعتی بر آهن و فولاد استوار است و با به وجود آمدن انواع مواد و مصنوعات این صنعت در زمره صنایع اساسی و مادر قرار دارد. از نظر وزنی حدود ۹۰٪ فلزات مصرفی در کشورهای صنعتی امروز آهن و فولاد است چرا که از تجهیزات نظامی تا وسائل حمل و نقل و ماشین‌هائی که صنعت و فرا صنعت را تشکیل می‌دهند و اسکلت‌های فلزی ساختمانها همه از فولاد است و هنوز آهن و فولاد ارزانترین فلزات هستند. در حال حاضر در دنیا حدود ۸۰۰ میلیون تن فولاد تولید می‌شود که بیشتر آنها در چین، آمریکا و هندوستان ..... می‌باشد و بیشترین سنگ تولیدی نیز در برزیل، استرالیا، هندوستان، روسیه و اکراین تولید می‌گردد، و سهم ایران نیز از تولید فولاد در حال حاضر حدود ۱۲ میلیون تن در سال است که تا سال ۱۴۰۴ (سند چشم انداز ۲۰ ساله) قرار است به ۴۰ میلیون تن افزایش یابد در کشورهای هم جوار و خاورمیانه بیشترین تولید متعلق به ترکیه و سپس کشور ایران است.

ایران در شروع برنامه اول حدود ۱/۵ میلیون تن فولاد تولید می‌کرد و در اول برنامه دوم به ۵ میلیون تن رسید که نیاز داخل را برطرف می‌کرد و پس از برنامه دوم به ۱۰ میلیون تن افزایش یافت و در حال حاضر تولید کشور حدود ۱۲ میلیون تن است. مصرف کشور در حال حاضر حدود ۲۰ میلیون تن می‌باشد که حدود ۸ میلیون تن آن از طریق واردات تامین می‌شود.

سیکل تولید فولاد ابتدا از سنگ آهن شروع و با افزودن سایر مواد افزودنی تبدیل به شمش ویلت می شود و سپس نورد گردیده و به محصول نهائی تبدیل می شود. ذوب آهن در ایران از قرن ۱۹ با کمک فرانسوی ها در اصفهان و تبریز برای ذوب ریزی و تفنگ سازی شروع شد .

فکرایجاد اولین واحد کارخانه ذوب آهن به روش صنعتی در سال ۱۳۰۴ بوده که نهایتاً در سال ۱۳۴۴ قرار داد احداث ذوب آهن اصفهان با کشور روسیه منعقد و در سال ۱۳۵۱ اولین کارخانه ذوب آهن ایران احداث گردید و اولین کارخانه نورد مفتول ایران در سال ۱۳۴۶ با ظرفیت ۶۵ هزار تن در اهواز به بهره برداری رسیده است .

حدود ۷۰٪ آهن و فولاد در کشورهای صنعتی در حمل و نقل و ساختمان و ماشین سازی مصرف می شود. در ایران نیز بیشترین مصرف در صنایع ساختمان و ماشین سازی است . مصرف جهانی فولاد همواره رو به افزایش بوده و هست . کشور ما نیز در حال توسعه محسوب می شود و با توجه به اینکه در این نوع کشورها همواره مصرف فولاد افزایش می یابد ، در ایران نیز مصرف فولاد افزایش خواهد یافت .

### فرصتها و مزیت‌های صنعت فولاد ایران

صنعت فولاد بصورت تولید انبوه در ایران جوان بوده و از طرفی کشور ما جزء کشورهای در حال توسعه و همواره با افزایش مصرف فولاد روبرو می باشد و تقریباً " تولید فولاد کشور حدود ۵۰٪ مصرف می باشد. لذا تولید این محصول در کشور مقرون بصرفه بوده و تاسالهای آتی ( حدود ۷ سال آینده ) واردات فولاد خواهیم داشت و از طرفی مصرف فولاد کشورهای چین و هند بدلیل اینکه در حال توسعه محسوب می شوند به میزان زیادی در حال افزایش است ، لذا تولید این محصول در کشور بدلیل مزیت های خدادادی بسیار مقرون به صرفه خواهد بود . (وجود منابع و معادن غنی مواد اولیه و انرژی)

**در ایران معادن سنگ آهن بسیاری که ماده اولیه تولید فولاد می باشند وجود دارد. همچنین انرژی ارزان بوده و تکنولوژی ساخت کارخانجات فولادی را نیز ایرانیان بدست آورده اند ، لذا این امر موجب شده تولید کالای حیاتی فولاد در ایران به عنوان یکی از کالاهای دارای مزیت های نسبی محسوب گردد .**

این صنعت بدلیل **استراتژیک بودن** آن همواره مصرف داشته و دارد و تاکنون هیچ کالای دیگری نتوانسته به طور کامل جایگزین این صنعت شود و لذا نمی توان گفت در ابتدا و یا انتهای این صنعت هستیم .

باتوجه به موارد فوق حجم تولید و فروش فولاد همواره روبه افزایش بوده ولذا سیکل عمر مفید این صنعت در ایران در حال رشد تلقی می شود و هنوز تا دوران بلوغ فاصله دارد ، ضمن اینکه امکان صادرات برای ایران به خوبی وجود دارد.

نظر به اینکه فولاد از کالاهای استراتژیک در کشورها محسوب می شود و بدلیل تنوع کاربرد آن گسترش زیادی یافته است لذا موقعیت صنعت در زنجیره تامین در اوایل و وسط زنجیره قرار دارد.



این کالا باتوجه به مشکلات جابجائی و حمل و نقل و هزینه های انبارداری زیادی که برای تولیدکنندگان و واسطه ها دارد اثر شلاقی آن زیاد نمی باشد ولی نمی توان گفت بدلیل افزایش هزینه های انبارداری و جابجائی اثر شلاقی ندارد لذا چه بسا بدلیل محدودیت در حمل و جابجائی گاهی اوقات اثر شلاقی آن افزایش یافته و باعث تغییرات قیمت مقطعی خواهد شد .

۳- درتقسیم بندی زنجیره تولید فولاد اگر آن را به سه دسته کلی تقسیم کنیم ، شامل : ۱- معدن ۲- فولاد خام ۳- محصول می باشد .

آنگاه بازار فولاد خام که عمدتاً شامل بیلت و شمش است و بازار بیلت برای تولید کنندگان انواع ورق کاربرد دارد و شمش فولادی برای تولیدات انواع میلگرد و تیرآهن استفاده می شود. این تولید کنندگان یک کالای واسطه ای تولید می کنند و صرفاً با کارخانجات ارتباط دارند و تولید کنندگان محصولات نهائی بدلیل تولید انبوه و استراتژیک آن خرده فروشی ندارند و عملاً بدلیل شرایط و نوع محصول به واسطه ها بفروش می رسد و عملاً پس از ۲ یا ۳ واسطه محصول نهائی با افزایش قیمت حدود ۳۰٪ به دست مصرف کنندگان نهائی می رسد.

در تقسیم بندی صنعت براساس گروه های استراتژیک ، تولیدکنندگان فولاد خام (بیلت و شمش ) مانند کارخانه فولاد خوزستان و فولاد مبارکه استراتژیک محسوب می شوند . در بحث تقسیم بندی مشتریان که فصل مشترک بین حوزه استراتژی و بازار یابی می باشد در این صنعت ، مشتریان آن بصورت خاص هستند و مشمول تقسیم بندی مشتریان از قبیل *Inovators , lagers* مصرف کننده و یا مشتریان تاخیری نمی باشند .

این کالا حسب ضرورت برای ساختمان سازی و یاساخت ماشین آلات صنعتی و کشتی سازی و ..... مصرف می شود، لیکن از این جنبه که عمده مصرف این کالا برای اشخاصی است که مثلاً در ابتدای سن بلوغ می باشند و نیاز به مسکن و اشتغال دارند، برای مثال در مصرف آهن آلاتی که (برای ساختمان سازی استفاده می شود) در کشوری که تعداد جوانان بیشتری دارند و نیاز به تشکیل خانواده خواهند داشت ، مصرف این محصول افزایش می یابد .

درحال حاضر تولید محصولات فولادی در کشور تمرکز خاصی ندارند لیکن بیشتر تولیدات این صنعت در شهرهای اهواز ، اصفهان و خراسان انجام می شوند ، که باتوجه به طرحها و پروژه های در جریان ، دردیگر نقاط کشور پراکنده خواهند شد .

صنعت فولاد در کشور به دلیل استراتژیک بودن آن عموماً بصورت مستقیم یا غیر مستقیم مورد مداخله دولتها قرار میگیرد و درخصوص تولیدات و قیمت گذاری محصولات نیز دخالت دارند هرچند در اقتصاد جهانی نرخهای کالاهای استراتژیک برهم تاثیر دارند و عرضه و تقاضای جهانی نقش عمده ای در تعیین قیمتها دارند .

در خصوص عوارض دولتی نیز بدلیل بهره مالکانه دولت برروی معادن بزرگ ، نقش اساسی در تعیین زنجیره قیمت تمام شده خواهد داشت که البته در ایران این نرخ پائین بوده لیکن با اتمام اجرای سیاستهای اصل ۴۴ ، قطعاً بهره مالکانه توسط دولت افزایش خواهد یافت که در قیمت تمام شده فولاد اثر گذار خواهد بود.

## تهدیدات و چالشهای صنعت فولاد (مدل پنج نیروی پورتر)

### تهدید ورود رقبای جدید

باتوجه به اینکه این صنعت در حال رشد می باشد و همچنین مواد اولیه مورد نیاز برای تولید فولاد در ایران و جهان در سطح وسیعی وجود دارد ، این موضوع می تواند ورود رقبای جدید به این صنعت را تسهیل کند .

باتوجه به همگن بودن این محصول برای خریداران لذا نام تجاری شرکت های تولید کننده ایجاد وفاداری نمی کند و مفاهیمی مانند نام تجاری نقش چندان زیادی ندارد که این امر می تواند موجب تسهیل ورود رقبای جدید شود .

عدم وجود قوانین سرسخت محیط زیستی در کشور در نتیجه عدم ایجاد محدودیت جدی برای تولید کنندگان فولاد ، می تواند ورود رقبای جدید به صنعت را تسهیل کند. بالابودن سرمایه گذاری اولیه ورود رقبای جدید به این صنعت را با محدودیت روبرو می کند . این صنعت با حاشیه سود بالای ۲۵٪ از جمله صنایع با حاشیه سود بالا تلقی می شود ، ضمن اینکه علیرغم برآورد کاهش حاشیه سود فعلی به لحاظ حذف یارانه های دولتی با توجه به نیاز داخلی همچنان از حاشیه سود بالائی در مقایسه با سایر صنایع برخوردار است که این امر موجب سرمایه گذاری جدید خواهد شد .

### تهدید وجود محصولات جانشین

نظر به اینکه فولاد به عنوان مواد اصلی ساخت وساز و ماشین آلات و ..... مورد استفاده قرار میگیرد. لذا در زمان حاضر تهدیدی از این لحاظ نیست و مواد جایگزین برای این محصول وجود ندارد و تاکنون صنایع پلاستیک نتوانستند جایگزین این محصول شوند .

### قدرت چانه زنی مشتریان

در زمان کنونی باتوجه به مازاد تقاضا که در شرایط عادی و معمول رشد اقتصادی وجود دارد و از طرفی اینکه قیمت های این محصول به نرخهای جهانی مرتبط است لذا از قدرت چانه زنی بالائی برخوردار نیستند.

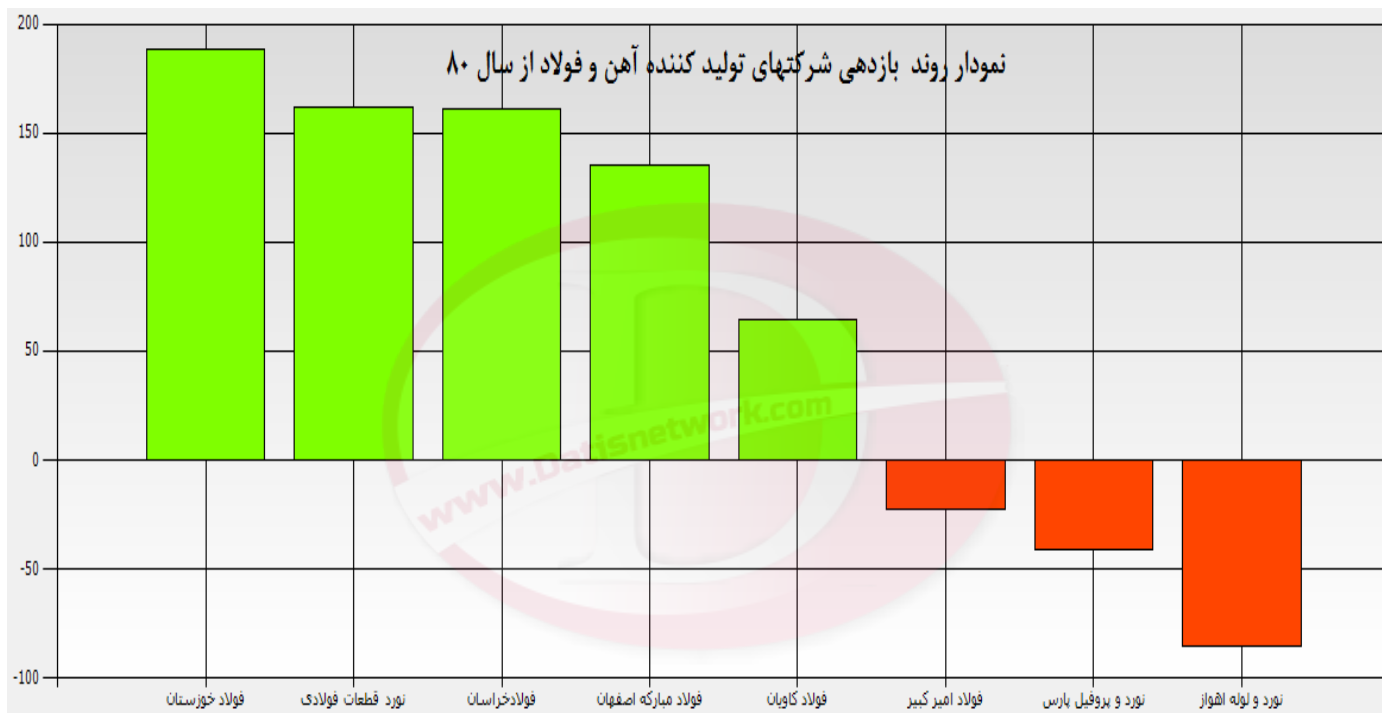
باتوجه به پائین بودن قدرت چانه زنی مشتریان در داخل کشور این امر موجب کاهش رقابت و افزایش سود در این صنعت می گردد .

### قدرت چانه زنی تامین کنندگان

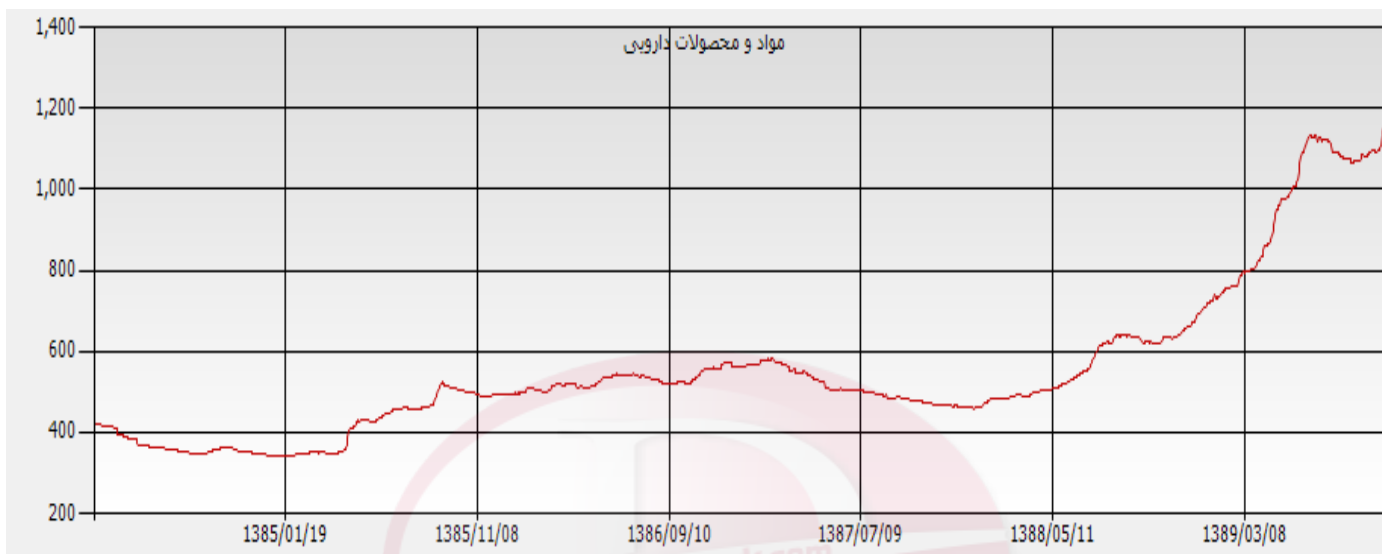
باتوجه به اینکه فعلاً مواد اولیه فراوان در کشور و تعدادی از کشورها وجود دارد در نتیجه تهدیدی از طرف تامین کنندگان مواد اولیه برای تولید فولاد وجود ندارد ، هرچند باتوجه به اینکه در حال حاضر در کشور ، طرحهای پائین دستی زودتر از طرحهای بالادستی در جریان راه اندازی هستند ، لذا ممکن است بعد از حدود یکسال آتی ، برای مدت ۲ سال بعد از آن نیز واردات مواد اولیه افزایش یابد .

## میزان رقابت در درون صنعت

به صورت کلی تولیدات داخلی فولاد نسبت به مصرف در شرایط فعلی کسری وجود دارد و از حدود ۲۰ میلیون تن مصرف سالانه حدود ۸ میلیون تن آن از خارج کشور وارد می شود و باتوجه به افزایش مصرف در ایران و استمرار آن تا چند سال آتی کسرها بالا وجود دارد و باتوجه به گسترش فعالیت های عمرانی و صنعتی میزان رقابت در چند سال آتی تابعی از شرایط فوق می باشد .



## تحلیل صنعت مواد و محصولات دارویی



### تاریخچه مختصری از داروسازی در ایران

از اوایل قرن پنجم میلادی که تعصبات مذهبی در اروپا به اوج خود رسیده بود، عده زیادی از پزشکان و داروسازان از اروپا طرد شدند و ایران را بهترین پناهگاه دانستند و با مساعدت شاهپور اول به خدمت دانشگاه جندی شاپور درآمدند و بالاخره جندی شاپور به مرکز تجمع اندیشه های یونان، هند، آسیای غربی و ایران تبدیل شد و علم پزشکی و داروسازی در آن رونق چشم گیر یافت. برای اولین بار رشته پزشکی از داروسازی تفکیک شد و نیز کتابهای داروسازی و طبی حکمای یونانی چون ارسطو، سقراط و جالینوس در این دانشگاه به فارسی ترجمه شد. «ابوبکر محمد بن زکریای رازی» از مفاخر دانشمندان ایران و جهان و کاشف الکل در ۵ شهریور ماه سال ۲۰۹ هجری شمسی در ری متولد شد . رازی هوشی سرشار و حافظه ای قوی در فراگیری علوم داشت. «الحاوی» یکی از مهمترین کتاب های رازی است که شامل همه نظرات پزشکی قبل از خود اوست و به قول مورخان اروپایی بزرگترین دایره المعارف طبی به زبان عربی است اما عمر زکریای رازی مهلت نداد تا آن را به اتمام برساند. ۴۱۲ صفحه از کتاب «الحاوی» درباره داروسازی است و نیز یکی از آثار ارزنده رازی کتابی است که در موزه آستان قدس موجود است. او در این کتاب شکل گیاهان دارویی را نیز ترسیم کرده است. رازی این نابغه علم شیمی و داروسازی علاوه بر تألیفات ارزشمند متعدد، بزرگترین نتیجه تحقیقات علمی خود یعنی «الکل» را که کشف آن کاری در خور ستایش و خدمتی ارزنده به جهان علم بود از خود به یادگار گذاشت. سالروز تولد زکریای رازی در ایران روز داروسازی نام گرفته است.

## جایگاه صنعت داروسازی کشور

در حال حاضر بالغ بر ۶۰ شرکت داروسازی داخلی بیش از ۹۶ درصد نیازهای دارویی کشور را تأمین می کنند. بدین ترتیب، این شرکت ها از یک سو ضامن بهداشت و سلامت جامعه و از سوی دیگر، تأمین کننده استقلال و خوداتکایی کشور در خصوص تأمین این کالای استراتژیک و حساس می باشند. به علاوه، این صنعت علاوه بر جذب و بکارگیری بخش قابل توجهی از نیروهای متخصص، همواره به عنوان بستری مناسب در جهت ارتقای سطح دانش فنی داروسازی در کشور، نقش قابل توجهی داشته است. علیرغم مشکلاتی که در کل بخش صنعت کشور وجود دارد، مقایسه شاخص های ارزش افزوده، اشتغال، سطح تحصيلات شاغلین و ... در صنعت داروسازی با کل بخش صنعت، حاکی از عملکرد مناسب این صنعت است، به گونه ای که سهم ارزش افزوده این صنعت روند فزاینده و مثبتی داشته است. بررسی آمارها نشان می دهد که نرخ رشد صادرات در این صنعت نسبت به نرخ رشد واردات، به مراتب بالاتر بوده و فزونی گرفته است.

مزیت صنایع داروسازی کشور را از دو بعد بررسی کرد. یکی از بعد اقتصادی و دیگری از بعد اجتماعی. کشور ما در دو دهه گذشته همواره دچار چالش های اقتصادی و سیاسی بین المللی بوده است. در واقع، شاید ما در خیلی از صنایع از مزیت و رقابت پذیری در دنیا برخوردار نباشیم، ولی ضرورت سیاسی، اجتماعی و اقتصادی کشور و محیط بین الملل ایجاب می کنند که در این صنایع حضور داشته و به یک خوداتکایی نسبی دست یابیم. بنابراین سرمایه گذاری در صنعت دارو، منطقی و عقلایی است.

در خصوص مواد اولیه، در حال حاضر بخش قابل توجهی از مواد اولیه مورد نیاز صنعت داروسازی از طریق انتقال دانش فنی از کشورهای پیشرفته صنعتی، در داخل کشور تولید می شود. ولی Intermediate ها غالباً از خارج از کشور وارد می شود. در حال حاضر حدود ۲۵ شرکت در داخل کشور تولید مواد اولیه و برخی مواد جانبی را بر عهده دارند که با استفاده از دانش فنی روز دنیا و آخرین استانداردهای تولید مواد اولیه، این فعالیت مهم را انجام می دهند.

هم اکنون کشورمان حدود ۵۰ تا ۶۰ میلیون دلار صادرات دارویی دارد. اغلب بازارهای هدف ما، کشورهای آسیای جنوب شرقی و کشورهای همسایه و برخی کشورهای آفریقایی می باشد که مقادیر قابل توجهی از محصولات ما به این کشورها صادر می گردد.

قیمت پایین داروهای تولید داخل اساساً توجیه منطقی و اقتصادی ندارد، زیرا دارو کالایی است که علاوه بر هزینه های تولید، ضرورتاً نیاز به صرف هزینه های مطالعاتی و تحقیقاتی دارد که در حال حاضر نه تنها به این موضوع در نظام قیمت گذاری توجه نمی شود، بلکه حداقل های قیمت تمام شده را هم تأمین نمی کند. در حال حاضر قیمت گذاری داروهای تولید داخل بر اساس قانون سال ۱۳۳۴ مشمول نرخ گذاری دولتی و متمرکز است. در این روش قیمت گذاری دولت صرفاً با افزودن درصد بسیار اندکی به عنوان سود عملیاتی به قیمت تمام شده، قیمت نهایی را تعیین و اعلام می نماید. عوامل متعددی به عنوان مشکلات پیش روی صنایع دارویی مطرح هستند. عواملی مانند: افزایش مستمر هزینه های تولید - بالا بودن نرخ مالیات و کسورات قانونی - عرضه محصولات دارویی تولید داخل بیش از تقاضا و نیاز بازار داخلی - مشکلات عدیده موجود در فرآیند صادرات محصولات دارویی - مشکلات موجود در زمینه توسعه همکاری های دوجانبه با کمپانی های صاحب نام داروسازی دنیا.

## عمده‌ترین مشکلات صنعت داروسازی در ایران

در حال حاضر میانگین عمر ساختمانی و ماشین‌آلات کارخانجات داروسازی کشور در حدود ۳۰ تا ۴۰ سال می‌باشد و در مجموع می‌توان گفت که کارخانجات داروسازی ایران از لحاظ فیزیکی وسخت افزاری دارای GMP متوسط متمایل به ضعیف بوده ولی به لحاظ پرسنلی و تجربه دارای GMP متوسط رو به رشد می‌باشد. GMP به معنای تولید خوب یک محصول (با در نظر گرفتن مجموعه چندین شاخص از جمله شاخص‌های انسانی، مدیریتی و فنی در مراحل تولید) می‌باشد. وضعیت کارخانجات داروسازی ایران هم از نظر سخت افزاری و هم از لحاظ نرم افزاری مورد ایراد قرار گرفته‌اند که ایرادات سخت افزاری بیشتر و عمدتاً شامل نامناسب بودن فضاهای فیزیکی و عدم جداسازی مناسب بخشها از یکدیگر، قدیمی بودن ساختمانهای کارخانجات داروسازی، عدم انطباق تعداد اقلام تولیدی با فضای فیزیکی و تجهیزاتی موجود، قدیمی و مستهلک بودن ماشین‌آلات است.

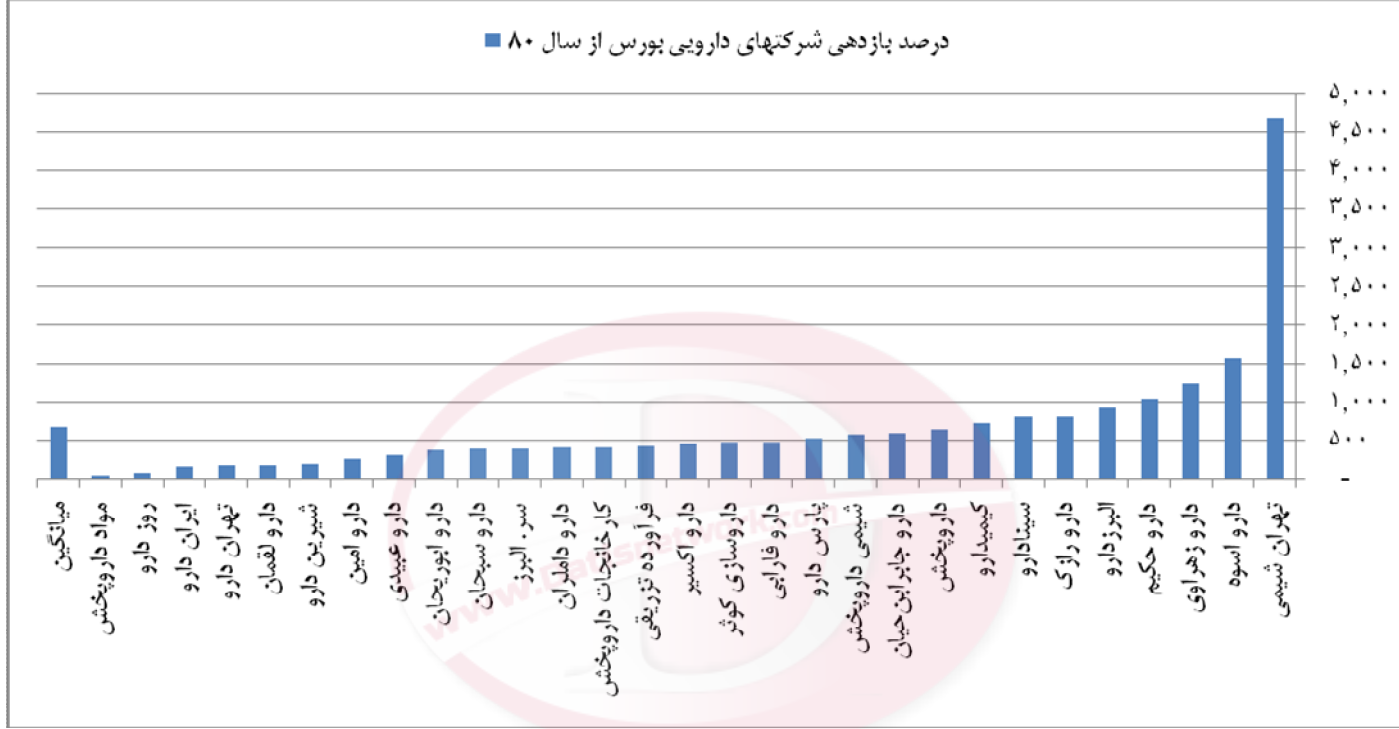
## وضعیت بازار داروهای بیولوژیک

از زمان پتنت شدن اولین محصول داروئی بیولوژیک تاکنون ۲۰ سال گذشته است. برخی از این محصولات عبارتند از: اینترفرون آلفا، اریترپوتین، هرمون رشد انسانی، انسولین انسانی، GCSF و برخی از اینترلوکین‌ها. با توجه به رشد و گسترش کاربرد داروهای بیولوژیک در درمان و رشد سریع بازار فروش این محصولات، تاکنون برخی از بیولوژیک سازها بدون در نظر گرفتن حق مالکیت معنوی محصول خود را در معرض فروش قرار داده‌اند. البته بازار بیوژنریک‌ها نیز از مقبولیت قابل قبولی برخوردار است و تاکنون فروش مناسبی را نیز داشته‌اند. هم‌اکنون در داخل کشور چند شرکت داروسازی برخی از این اقلام را تولید کرده یا در مرحله اخذ مجوز هستند. مشارکت در انتقال دانش علمی و انتقال فناوری به منظور ارتقاء صنعت فرآورده‌های داروئی و بیولوژیک امری اجتناب‌ناپذیر است. به علت فشار رقابتی که بین تولید کنندگان وجود دارد و به علت نیازمندی ضوابط قانونی برای تأییدیه‌ها، صنایع داروئی و بیولوژیک می‌بایستی که از ارتقاء و دست آوردهای جدید همواره برخوردار باشند. روش‌های تولید با توجه به امکانات داخل مؤسسه (in-house) و یا تولید از طریق سفارش ساخت. (out-sourcing) روش‌های متدوالی می‌باشد. اخیراً شرکت‌های مجازی با پیروی از استراتژی ارائه ایده‌ها به سمت تجارت concept-to-market به منظور انتقال علمی - تخصصی و نوآوری‌ها ایجاد شده هستند.

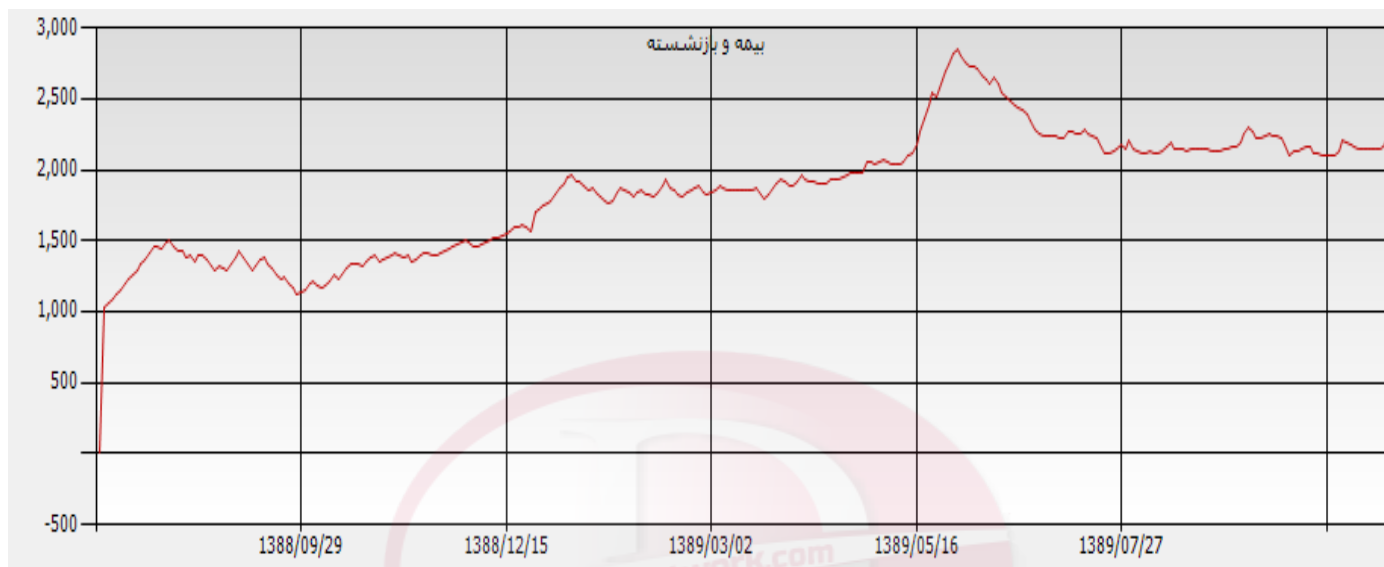
## کاربرد فناوری‌های نوین از قبیل نانو

در حال حاضر هزینه ارائه و کشف یک داروی جدید به بازار مصرف بین ۵۰۰ میلیون دلار تا ۱/۵ میلیارد دلار تخمین زده شده است. مهمترین علت این رقم سرسام‌آور، تعلل و توقف داروها در مرحله آزمایشات بالینی و احياناً طی مطالعات بعد از ورود به بازار یا post-marketing می‌باشد. لذا اکثر مؤسسات و صنایع داروئی به دنبال یافتن راه‌هایی هستند تا از طریق آن داروها را به دقت به محل اصلی خود برسانند تا بیشترین اثر درمانی آنها بروز نماید. مسیر دارورسانی از طریق ذرات نانو یکی از این تمهیدات می‌باشد. سامانه‌های دارورسانی کاشتنی زیست تخریب‌پذیر، سامانه‌های دارورسانی خوراکی با بهره‌گیری از فناوری نانو و تهیه نانو مواد در دارورسانی موضعی جهت طراحی سامانه‌های

ترانس درمال نیز از این قبیل می‌باشد. ، استفاده از فناوری‌های نانو در درمان بیماری‌ها، راه کارهایی برای مقابله با ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری در تحقیقات داروئی باشند که هر یک به نوعی از توسعه چشمگیری برخوردار خواهد شد.



## بررسی و تحلیل صنعت بیمه در ایران



بیمه جز صناعی است که در ایران عمر آن به صد سال نیز نرسیده است. اولین شرکت بیمه ایرانی در سال ۱۳۱۴ ه.ش. به نام بیمه ایران آغاز به کار نمود هر چند پیش از آن شرکتهای خارجی در این بازار بیمه ایران فعال بودند. ۲ سال پس از تاسیس بیمه ایران، بیمه مرکزی تاسیس و سپس بیمه های خارجی که در ایران پیش از این تاریخ مشغول به فعالیت بودند به نامهای بیمه آسیا، البرز و دانا تغییر نام و ادامه فعالیت نمودند. بیمه مرکزی نیز مسئولیت نظارت بر عملکرد بیمه های را بر عهده گرفت. در صنعت بیمه کشور، فعالین صنعت می بایست در تمامی شاخه های صنعت فوق (مانند شخص ثالث، بدنه، حوادث و آتشسوزی، عمر و غیره) فعالیت نمایند، لذا امکان تفکیک این صنعت به زیر گروه هامقدور نمی باشد. در نتیجه این صنعت به صورت یک گروه استراتژیک واحد مطرح و باید بررسی باید شود. نقطه قابل توجه صنعت بیمه در ایران و جهان سیکل عمر آن است، بدین معنا که در حال حاضر نمی توان افولی را برای آن متصور شد و صنعتی جایگزین نیز برای آن وجود ندارد. این صنعت در ایران در حال حاضر در نقطه بلوغ چرخه عمر خود قرار دارد، زیرا پتانسیل بازار به مقدار کمی فعال شده و رقابت همچنان باقی است. **نکته مهم این که، در ایران (با تقریب بالایی) بیش از ۱۰٪ از بازار این صنعت فعال نشده و پتانسیل بالایی برای رشد و توسعه وجود دارد. به همین علت میانگین آینده نگری (قیمت به درآمد هر سهم) شرکتهای بیمه ای بورس بیش از ۱۱ واحد است.**



از آنجایی که حجم بازار فوق العاده بزرگ (با توجه به اجباری شدن بیمه عمر برای تمامی افراد جامعه مانند بیمه شخص ثالث برای اتومبیل) لذا با این توضیح می توان این صنعت را صنعتی جذاب برای ورود برشمرد.

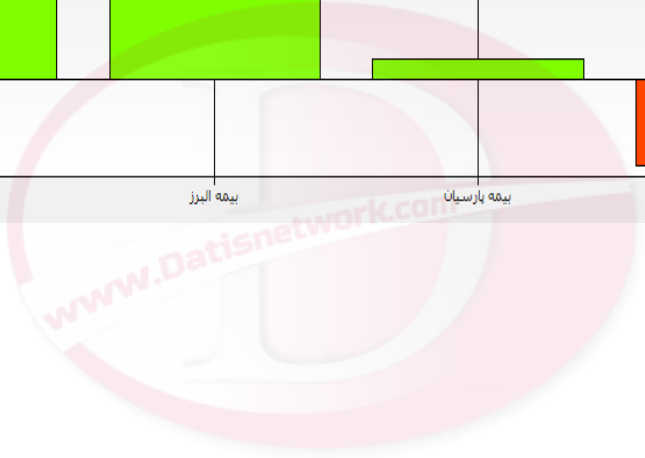
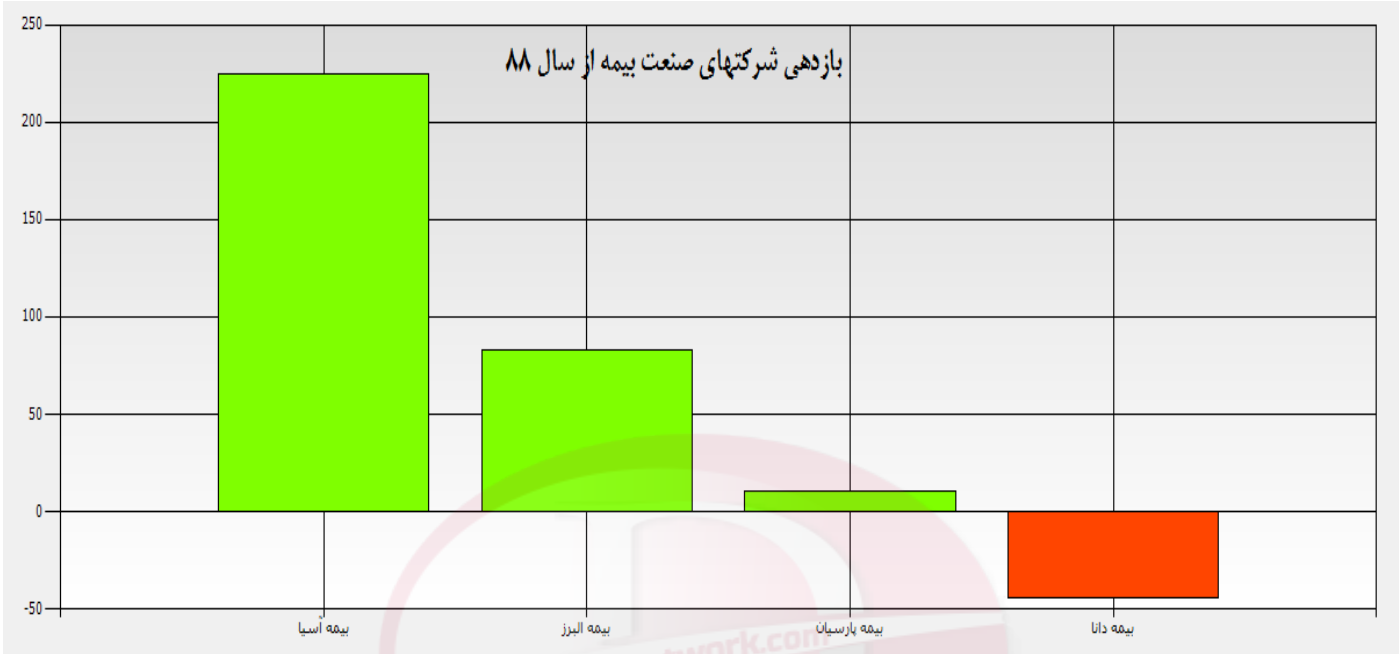
این صنعت از جمله صنایع همیشه در حال گردش است و مختص فصل یا دوره خاصی نمی باشد و در ضمن در رده صنایع مادر قرار می گیرد. در ضمن سیاست قیمتی خاصی بر این بازار حاکم نیست و با نرخ سودی متعادل ولی با ظرفیت بالایی برای ایجاد بازارهای وابسته (captive) بصورت بسته های ترکیبی بیمه های مختلف در حال فعالیت می باشد.

از دیگر امتیازات این صنعت در این است که قدرت چانه زنی مشتریان تقریباً صفر است و مشتری هیچ کنترلی بر قیمت ندارد. در ضمن تهدیدی برای ادغام در این صنعت وجود ندارد.

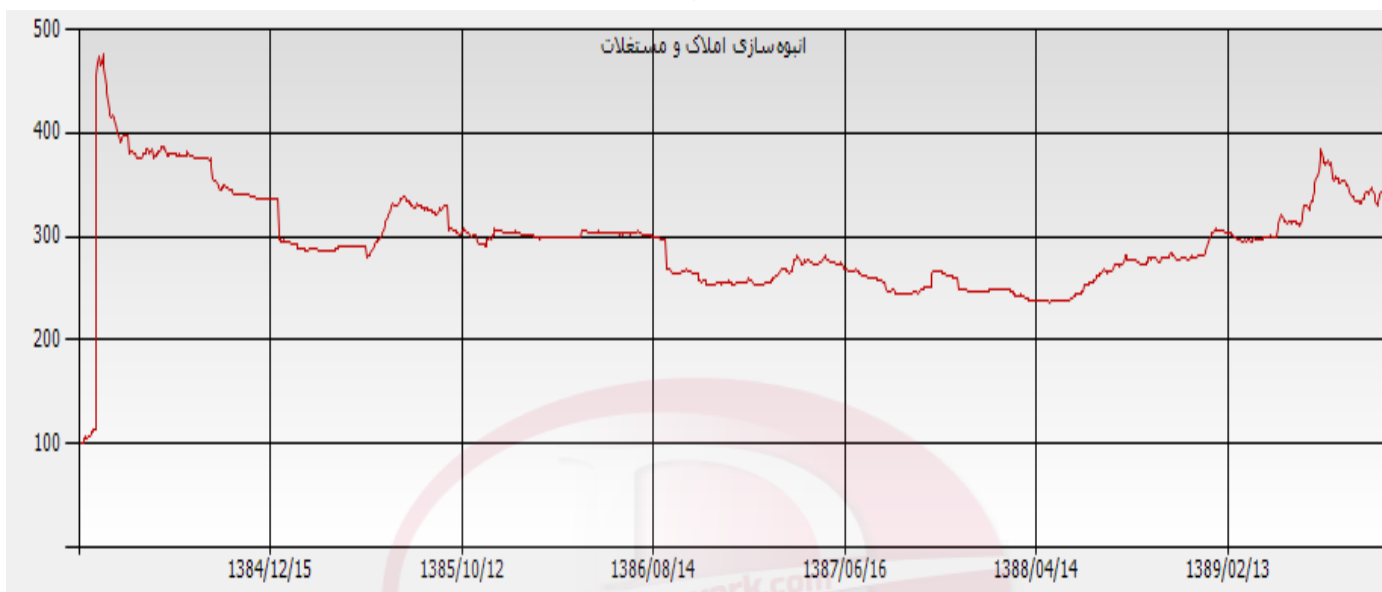
حال با تمامی این توضیحات سئوالی که مطرح می شود این است که چرا با تمامی مزایای و محاسن ذکر شده، تعداد شرکتهای فعال در این صنعت محدود می باشد؟ در پاسخ باید به دو دلیل عمده اشاره نمود.

۱- سرمایه مورد نیاز جهت ورود به این صنعت حداقل ۵۰۰ میلیارد تومان می باشد که در کنار آن داشتن هیئت مدیره متشکل از افراد تحصیل کرده در رشته بیمه و دارای سابقه کار در صنعت جزء الزامات تاسیس شرکت است که تا حدی مشکل می باشد. اما مهمتر از این موضوع، نیاز به دسترسی به شبکه توزیع می باشد که اگر غیر ممکن نباشد عملاً فوق العاده سخت است. در این صنعت یکی از روشهای معمول لابی کردن است و برتری همیشگی رابطه بر ضابطه در آن به راحتی قابل رویت است. در نتیجه شرکت بیمه جدید بدون رابطه لازم هیچ وقت حتی یک سال هم در مقابل قولهای بیمه کشور دوام نخواهد داشت.

۲- با حضور شرکتهای بیمه خصوص در این صنعت، بازار رقابتی بسیار سنگینی بین این دسته از شرکتهای و شرکتهای بیمه گر دولتی قدیمی شکل گرفته است. شرکتهای خصوصی در آغاز شروع به ارائه خدمات بیمه ای جدید مانند بیمه عمر برای اولین بار نمودند، ولی مسلماً جهت بقای آنان کافی نبود و این موضوع باعث جنگ قیمتی در بازار بیمه گردید که البته با تدبیر شرکت بیمه ایران که سهم بازاری نزدیک بر ۶۳٪ بازار بیمه کل کشور را دارد در نقطه قیمتی مناسبی متوقف و در حال حاضر با کنترل این شرکت بیمه گر قیمتتها تثبیت شده است. اما در هر حال امکان از سر گیری آن وجود دارد و در صورت شروع چنین امری تازه واردین به سرعت نابود خواهند شد.



## تحلیل صنعت ساختمان ، املاک و مستغلات



صنعت ساختمان در ایران ، صنعتی با سابقه بسیار طولانی و هنرمندانه بوده است که در سیر زمان در هر عصری بسته به مقتضیات سیاسی، اجتماعی، فرهنگی و مذهبی آن دوره تغییر پیدا کرده است. در حال حاضر این صنعت به شکل امروزی یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصاد کشور بوده و تحرک یا عدم تحرک آن تأثیر مستقیمی بر سایر فعالیت‌های اقتصادی در کشور می‌گذارد. مهم‌ترین ویژگی‌های این صنعت نرخ مطلوب بازگشت سرمایه در آن است که باعث شده تا هزاران نفر به سرمایه‌گذاری در آن بپردازند. این امر باعث شده تا این بخش از اقتصاد، یکی از معدود بخش‌هایی باشد که حضور بخش خصوصی در آن قوی‌تر و پررنگ‌تر از دولت است، فعالیت و حضور دهها شرکت قوی در بخش ساختمان و تمایل جدی مردم برای سرمایه‌گذاری در ملک دلیلی است بر این مدعا.

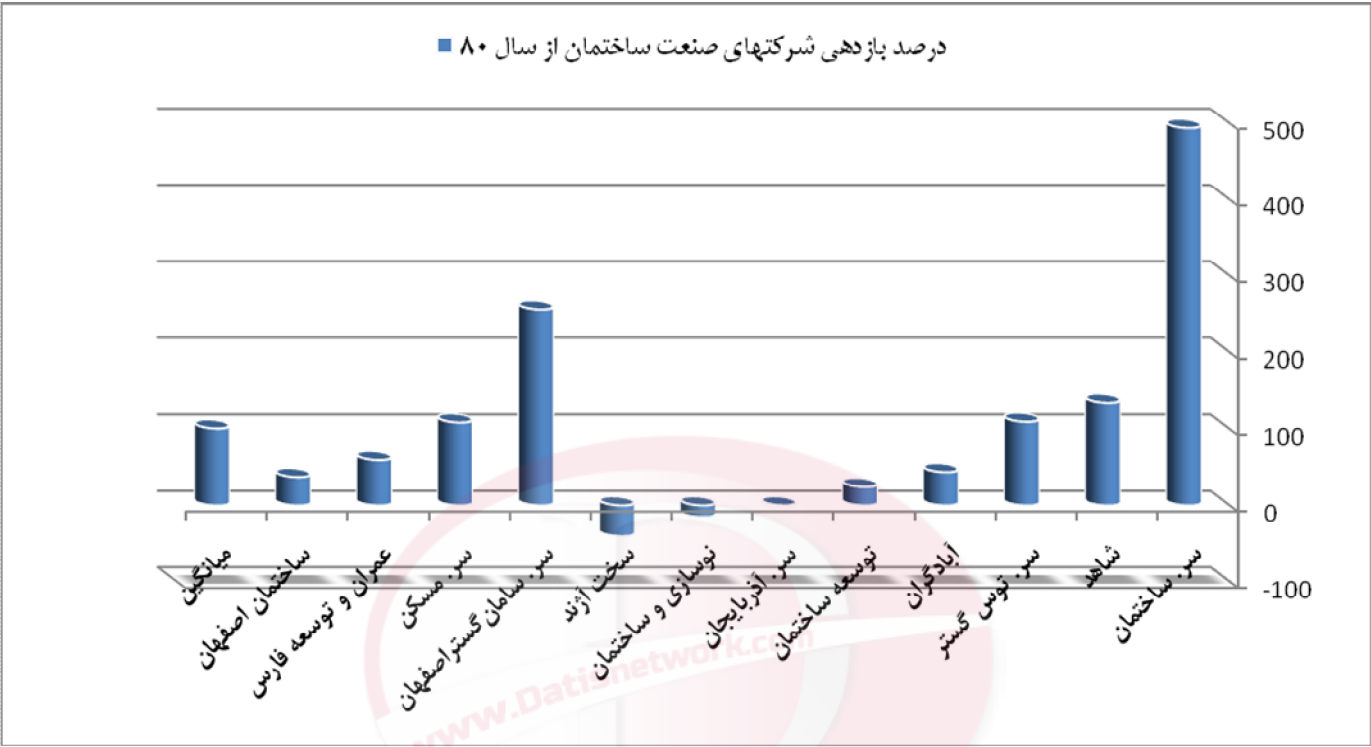
بطور متوسط سالانه نزدیک به ۹۰٪ از تولید مسکن شهری ایران توسط بخش خصوصی انجام میشود. علاوه بر این بزرگی و فراگیری صنعت ساختمان آنرا به یک صنعت مادر تبدیل کرده و در اطراف آن صنایع مرتبط را بوجود آورده است. حدود ۴۰٪ سرمایه‌گذاری در کشور در هر سال به این بخش اختصاص می‌یابد به سرمایه‌گذاری بخش مسکن ۸٪ تولید ناخالص داخلی ایران را کسب کرده در عین حال ۱۲٪ ارزش افزوده را نیز به خود اختصاص داده است. طبق آمار بدست آمده ۱۱.۳٪ شاغلین ایران در بخش مسکن فعالیت دارند و همچنین نرخ بالای تورم و قدرت خرید پایین ، بهره‌وری اندک و نرخ بیکاری بالا مهمترین مشکلات اقتصادی ایران در مواجهه با توسعه بخش مسکن ارزیابی میشود و افزایش قابل توجه جمعیت در ایران و جوان بودن ترکیب جمعیتی بر نیاز شدید کشور به مسکن بیشتر تأکید می‌کند. در بورس اوراق بهادار تهران حدود ۱۰ شرکت ساختمانی

فعالیت دارند که با وجود اینکه از نظر تعداد ۲.۵٪ شرکتهای بورسی را تشکیل میدهند اما تقریباً ۴.۵٪ ارزش کل بازار را تشکیل میدهند. میانگین سرمایه صنعت ساختمان در بورس ۲۹۴ میلیارد ریال است که در مقایسه با کل شرکتهای حاضر در بورس (۱۸۶ میلیارد ریال) بالاتر است.

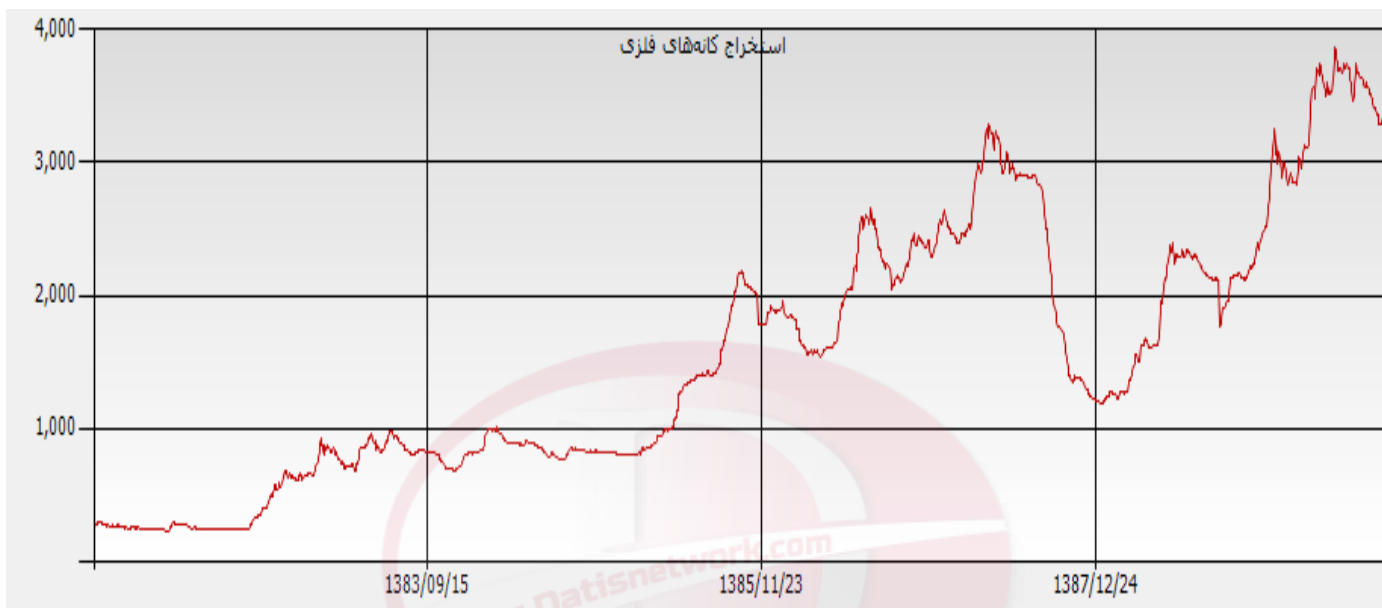
شرکتهای فعال در صنعت ساختمان دارای ریسک نقدینگی بسیار پایین می باشند و همین امر زمینه گسترش و افزایش سودآوری این شرکتهای را در سالهای آتی فراهم میسازد. شرکتهای ساختمانی بطور معمول دارای سود عملیاتی بالاتر از میانگین صنعت هستند. دلیل اصلی این امر نیز بالا بودن میزان حاشیه فروش و سود این صنعت میباشد. هرم جمعیتی ایران به گونه ای است که غالب آن را قشر جوان تشکیل داده که طی دهه آینده وارد بازار مسکن ایران خواهند شد.

همانطور که بازار مسکن در انتهای زنجیره تامین قرار گرفته و با توجه به اینکه برای ورود به این صنعت قوانین دولتی ویژه ای وجود ندارد و همچنین نیز تکنولوژی پیچیده و دانش فنی خاصی مورد نیاز نیست تامین کنندگان نمی توانند محصولات خود را با استراتژی تمایز بفروش برسانند اما بدلیل حجم سرمایه بالا و زمان نسبتاً طولانی سرمایه گذاری جهت تولید محصول نیاز میباشد بنابراین برای ورود به این صنعت دیوارهای چندان بلندی وجود ندارد.

برای اینکه بازار مسکن در سال ۸۹ به لحاظ ساخت و ساز و انجام معاملات رونق بگیرد بهتر است زمینهای دولتی با قیمتهای رقابتی به سازندهها واگذار شود تا از این طریق انگیزه ساخت و ساز ایجاد شود. همچنین تسهیلات ساخت و خرید مسکن توسط بانکها پرداخت شود تا به موازات تامین سرمایه مالی ساخت، قدرت خرید واحدهای در حال ساخت نیز افزایش پیدا کند. در حال حاضر بازار مسکن از نقدینگی تخلیه شده و برای برگرداندن سرمایههایی که از این بازار فرار کرده باید بخش مسکن رونق بگیرد.



## تحلیل صنعت استخراج کانه های فلزی (طبقه معادن آهنی)



در عصر کنونی، کاربرد آهن از دیگر فلزات بیشتر است و ۹۵ درصد فلزات تولید شده در سراسر جهان را تشکیل می‌دهد. قیمت ارزان و مقاومت بالای ترکیب آهن، استفاده از آن را بویژه در اتوموبیل‌ها، بدنه کشتی‌های بزرگ و ساختمان‌ها اجتناب‌ناپذیر می‌کند. «فولاد» معروف‌ترین آلیاژ آهن است و پس از آن، «آهن خام» (با ۴ تا ۵ درصد کربن و مقادیر متفاوتی ناخالصی از قبیل گوگرد، سیلیکون و فسفر)، «چدن» (شامل ۲ تا ۳/۵ درصد کربن و مقدار کمی منگنز)، «فولاد کربن» (شامل ۰/۵ تا ۱/۵ درصد کربن و مقادیر کمی منگنز، گوگرد، فسفر و سیلیکون)، «آهن ورزیده» یا «آهن نرم» (با کمتر از ۰/۵ درصد کربن)، «فولادهای آلیاژی» (حاوی مقادیر متفاوتی کربن و همراه با فلزات دیگر مانند کروم، وانادیم، مولیبدن، نیکل و تنگستن) و «اکسیدهای آهن» که عموماً در ساخت ذخیره مغناطیسی در کامپیوتر کاربرد دارند؛ از دیگر گونه‌های آهن به‌شمار می‌روند.

### منابع آهن در جهان

با توجه به جایگاه ویژه فولاد در اقتصاد و صنعت هر کشور، آهن بعنوان کالای استراتژیک و یکی از فاکتورهای مورد توجه در زمینه شاخص توسعه‌یافتگی کشورهای جهان به‌شمار آمده و سرمایه‌گذاری‌های مختلفی در زمینه توسعه این صنعت صورت گرفته است. تولید فولاد در نیم قرن گذشته دستخوش تغییر و تحولات زیادی شده است. اگرچه آهن، بعنانه قدیم ترین فلز به‌کار گرفته شده توسط بشر شناخته می‌شود، اما هنوز به‌شمار جدید باارزش‌ترین استخراج می‌شود. کیفیت این محصول قابل توجه است. هم‌اکنون

استخراج سنگ آهن در ۴۸ کشور صورت می‌گیرد که چین، برزیل، استرالیا، روسیه و هند با تولید ۷۰ درصد سنگ آهن جهان، ۵ کشور عمده تولیدکننده آهن محسوب می‌شوند. در این حال، سازمان مطالعات زمین‌شناسی آمریکا، چین، برزیل، استرالیا، هند، روسیه، اوکراین و ایالات متحده را بعنوان ۷ کشور عمده تولید سنگ آهن معرفی کرده که ۸۵ درصد از کل تولید جهانی این ماده معدنی را برعهده دارند و ۳ شرکت بزرگ بین‌المللی "C.V.R.D" برزیلی، ریوتینتوی انگلیسی - استرالیایی و بی‌اچ‌پی بیلیتون استرالیایی نیز که توانسته‌اند ۳۷ درصد از سهم جهانی سنگ آهن را در اختیار بگیرند، بعنوان ۳ غول صنعت سنگ آهن جهان معرفی شده‌اند.

## منابع آهن در ایران

عمده کانسارهای سنگ آهن کشف شده در ایران، به انواع ماگمایی، دگرسانی - گرمابی، رسوبی - گرمابی، رسوبی و دگرگونی تقسیم می‌شوند. تاکنون مجموع ذخایر و منابع سنگ آهن در ایران که اکتشاف تفصیلی آنها به پایان رسیده حدود ۴/۳ میلیارد تن برآورد شده است. کانی‌های آهن تشکیل‌دهنده کانسارهای آهن ایران بیشتر از نوع کانی‌های اکسید (منتیت و هماتیت) بوده و روی سایر ترکیبات آهن فعالیتی صورت نگرفته است. در سال گذشته، ۳۴/۹ میلیون تن سنگ آهن از ۹۹ معدن فعال سنگ آهن کشور استخراج شده است. از ۱۱۲ معدن سنگ آهن موجود در کشور که ۱۰۵ معدن سنگ آهن متعلق به بخش خصوصی و تعاونی و ۷ معدن در دست بخش دولتی است؛ هم‌اکنون ۱۳ معدن غیرفعال است. میزان ذخایر قطعی معادن فعال بیش از ۲ میلیارد و ۳۵۵ میلیون تن گزارش شده که عمدتاً در استان‌های خراسان رضوی، اصفهان، زنجان، سمنان، فارس، کرمان، مرکزی، هرمزگان، یزد و کردستان واقع شده‌اند.

## کانسارهای آهن ایران

کانسارهای سنگ آهن در تمام سطح کشور وجود داشته و قابل رویت هستند، اما فقط تعداد محدودی از آنها مورد ارزیابی و اکتشاف قرار گرفته‌اند. نتایج عملیات اکتشافی و مطالعات انجام شده حاکی از آن است که محدوده مناطق آهن‌دار ایران به ۴ زون تفکیک می‌شود که عبارتند از: زون همدان - اصفهان - کرمان (که مهم‌ترین کانسار این زون، معادن گل‌گهر سیرجان در استان کرمان است)؛ زون زنجان - سمنان - خراسان (که بزرگ‌ترین کانسار این زون، معادن سنگ آهن سنگان در استان خراسان است)؛ زون انارک - بافق - یزد - کرمان (که مهم‌ترین کانسار این زون، معادن چغارت و چادرملو است) و زون حوزه خلیج فارس بوشهر - بندرعباس - زاهدان؛ علاوه بر این‌ها، کانسارهای پراکنده‌ای نیز در نواحی ملایر، کاشان، نائین و ... کشف شده‌اند.

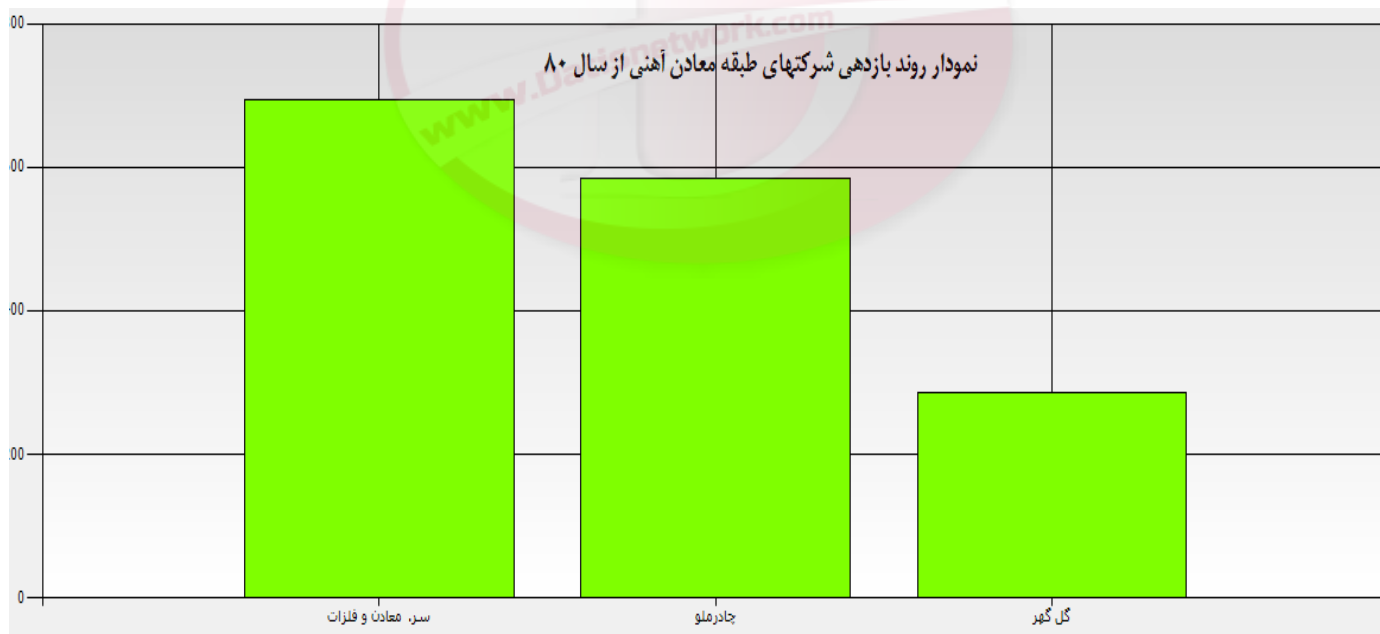
**گل‌گهر:** معدن سنگ آهن گل‌گهر در ۵۵ کیلومتری جنوب غرب سیرجان قرار دارد. پیشینه تاریخی استخراج این معدن با توجه به مدارکی که به‌دست آمده حداقل به ۹۰۰ سال پیش می‌رسد. این ناحیه معدنی، در سال ۱۳۴۸ مورد شناسایی قرار گرفت. در این ناحیه، شامل ۶ ذخیره سنگ آهن، پتانسیل‌های بالایی از سنگ آهن با عیار مناسب و ذخیره قابل توجه شناسایی شده است. با توجه به مطالعات ژئوفیزیکی اولیه، مجموع ذخایر ۶گانه گل‌گهر بیش از یک میلیارد و ۱۳۵ میلیون تن تخمین زده شده که با توجه به مطالعات اکتشافی، انجام شده اخیر، ذخایر موجود بیشتر از این مقدار نیز برآورد می‌شود.

**سنگان:** این کانسار در ۲۵۰ کیلومتری جنوب شرقی مشهد و ۱۸ کیلومتری شمال شرقی سنگان قرار دارد. در این معدن کانسارهای آهن را به دو تیپ تقسیم کرده‌اند که میانگین عیار تیپ یک، ۵۳ درصد و تیپ دو، کمی بیش از ۳۳ درصد است.

**چغارت:** عملیات اکتشافی معدن سنگ آهن چغارت در ۱۳۳ کیلومتری جنوب شرقی یزد و ۱۳ کیلومتری شمال شرقی بافق هم در تیر ۱۳۴۰ صورت گرفت و عملیات اکتشافی تکمیلی آن نیز در سال ۱۳۵۴ با ذخیره‌ای معادل ۲۱۶ میلیون تن پایان یافت. بهره‌برداری از این معدن که نخستین معدن سنگ آهن ایران محسوب می‌شود، از سال ۱۳۵۰ توسط شرکت سنگ آهن مرکزی ایران آغاز شده است.

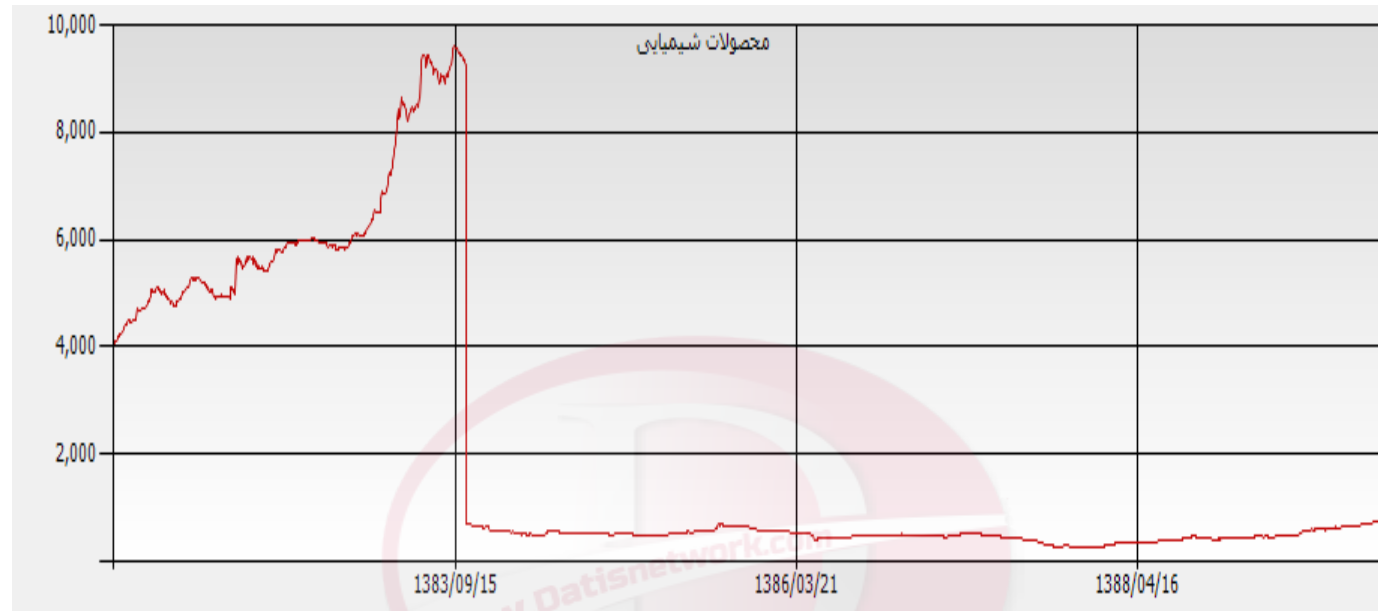
**چادرملو:** معدن سنگ آهن چادرملو در قلب کویر مرکزی ایران، در جنوب ساغند، ۱۸۰ کیلومتری شمالی شرقی یزد و ۳۰۰ کیلومتری جنوب طبس قرار گرفته است. این معدن در سال ۱۳۱۹ شناسایی و از سال ۱۳۴۲ اکتشاف آن آغاز شد. ذخیره این معدن ۴۰۰ میلیون تن، ذخیره قابل استخراج آن ۳۲۰ میلیون تن، عمر این معدن با توجه به ظرفیت تولید فعلی ۵۰ سال و مجموع محصول نهایی تولیدی معدن چادرملو ۲۰۰ میلیون تن اعلام شده است.

**هم‌اکنون از ذخایر سنگ آهن کشور، سالانه تنها ۰/۷ درصد به استخراج می‌رسد. با توجه به اینکه براساس سند چشم‌انداز ۲۰ ساله، ایران در سال ۱۴۰۴ به تولید ۵۵ میلیون تن فولاد خام دست خواهد یافت، تا آن سال، دست کم باید ۹۰ میلیون تن سنگ آهن در سال به تولید برسد.**





## تحلیل صنعت محصولات شیمیایی (طبقه تولیدکنندگان محصولات پتروشیمی)



صنایع پتروشیمی، بخشی از صنایع شیمیایی است که فرآورده‌های شیمیایی را از مواد خام حاصل از نفت یا گاز طبیعی تولید می‌کند. محصولات پتروشیمی بر اساس نوع تکنولوژی، پیچیدگی فرآوری تولید و نزدیکی ماده تولیدی به مرحله نهایی بازار مصرفی به دو دسته مواد پایه‌ای بالادستی که مواد حد واسط و خوراک واحدهای پایین دستی را تشکیل می‌دهند و محصولات پایین دستی، تقسیم می‌شوند. تغییرات نرخ بازار معاملات محصولات فوق نمایانگر آن است که محصولات پایین دستی که به بازار نزدیک‌تر می‌باشند همواره از ارزش افزوده بالاتری نسبت به محصولات پایین دستی برخوردار بوده‌اند. نمونه این محصولات، پلیمرهای مهندسی است که به دلیل شکل خاص تولید و کاربرد ویژه آنها، ضمن داشتن قیمت گران از ارزش افزوده بالاتری نسبت به دیگر مواد پلیمری برخوردار می‌باشد. خوراک اولیه این صنعت از محصولات جانبی حاصل از استخراج نفت خام، مانند میعانات گازی و همچنین محصولات جانبی پالایشگاه نظیر نفتا و اتان استحصال از گاز طبیعی تامین می‌گردد و محصولات آن به عنوان ماده اولیه بسیاری از صنایع پایین دستی مانند صنایع بهداشتی آرایشی، شوینده‌ها، رنگ و ورزین، حلال‌ها، کود و سموم کشاورزی، لاستیک‌ها، پلاستیک‌ها، کفش، بسته‌بندی و نساجی مورد مصرف قرار می‌گیرد.

نفت و مشتقات آن به عنوان مواد تامین کننده نهادهای اساسی در نمونه سوخته‌های نفتی و الباقی نقش بنیادی در پیدایش و توسعه صنایع دیگری مانند کودها،

امروزه فرآورده‌های نفتی علاوه بر مصرف در زمینه سوخت و ماشین‌ها نقلیه، روغن موتور در تهیه بسیاری از قطعات مورد نیاز ساخت وسایل نقلیه، نقش به‌سزایی دارند. و در بخشی دیگر مشتقات نفتی و محصولات پتروشیمی مواد اولیه اکثر داروها و آنتی‌بیوتیک‌ها و مواد پاک‌کننده و باکتری‌کش‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. مطالعات اخیر نشان می‌دهد که استفاده از منابع گازی برای تامین خوراک طرح‌های پتروشیمی در قیاس با نفتا مقرون به صرفه‌تر است. به‌عنوان مثال هزینه تولید اتیلن با خوراک گاز، ۴۰ درصد کمتر از روش‌های دیگر است.

تولیدات مجتمع‌های پتروشیمی را به پنج گروه اصلی می‌توان طبقه‌بندی کرد:

محصولات شیمیایی پایه: طیف وسیعی از محصولات را شامل می‌شود که دارای بالاترین تنوع محصولات بین پنج گروه اصلی می‌باشد. انواع اسیدها، بازها و نمک‌های مربوطه، انواع گازها و مواد شیمیایی دیگر در این گروه قرار می‌گیرند.

پلیمرها: از بیشترین ارزش افزوده نسبت به سایر گروه‌ها برخوردار هستند که به دلیل تغییرات مستمر نیازمندی‌های بازار، تکنولوژی‌های تولید آنها به سرعت تغییر می‌نماید و به پلیمرهای پایه، پلیمرهای ویژه، پلیمرهای مهندسی و پلیمرهای نیمه مهندسی تقسیم می‌شوند:

پلیمرهای پایه مانند پلی‌الفین‌ها، پی‌وی‌سی و پلی‌استایرن. پلی‌اتیلن و پروپیلن مهمترین الفین‌های پایه می‌باشند که جهت ساخت پلیمرهای مختلف، بازارهای بزرگی را به خود اختصاص داده‌اند.

پلیمرهای ویژه مانند تفلون، پلیمرهای مهندسی مانند پلی‌کربنات و نایلون، پلیمرهای نیمه مهندسی که دارای خصوصیتی بین پلیمرهای مهندسی و پایه هستند مانند ABS محصولات آروماتیک: مانند گروه مواد شیمیایی شامل طیف وسیعی از محصولات هستند. محصولاتی مانند: بنزن، تولوئن، اورتوزایلن، پارازیلن و آروماتیک‌های سنگین و غیره. با وجود تنوع زیاد محصولات این گروه و اهمیت زیاد آنها در فرآیند تولید، میزان مصرف برخی از محصولات این گروه در مقایسه با محصولات سایر گروه‌ها ناچیز به نظر می‌رسد. این محصولات ارزش افزوده زیادی ایجاد نمی‌کنند به همین دلیل در اکثر کشورها تولید این مواد تنها در مقیاس تولید بسیار زیاد، دارای توجیه اقتصادی می‌باشد. ضمن اینکه از صادرات آن نیز صرفه اقتصادی قابل ملاحظه‌ای حاصل نمی‌شود، به همین دلیل اکثر تولیدکنندگان این محصولات شرکت‌های بسیار بزرگ هستند.

محصولات مربوط به گروه کودها و سموم: شامل ترکیبات اوره و آمونیاک بوده که به عنوان کود کشاورزی، دی‌آمونیم فسفات، نترات آمونیوم و سولفات آمونیوم استفاده می‌گردد. محصولات مربوط به گروه سوخت و مواد هیدروکربوری: شامل انواع سوخت‌های مورد استفاده صنایع نظیر بنزین، نفت، گازوئیل، نفت کوره، قیر، حلال‌های آلی و مواد هیدروکربوری دیگر نظیر انواع روغن‌ها می‌باشد.

## بررسی صنایع پتروشیمی در خاور میانه

خاورمیانه با تسلط بر بازارهای نفت جهان و با داشتن ذخایر عظیم گازی، به عنوان منبع انرژی جهان توصیف می‌گردد. با توجه به اینکه ۲۵ درصد از کل نفت وارداتی آمریکا، ۲۶ درصد از نفت وارداتی اروپا و ۶۷ درصد از نفت مورد نیاز آسیا از طریق خاورمیانه تامین می‌شود میزان اهمیت این ذخایر مشخص می‌گردد. همچنین ذخایر پارس جنوبی خلیج فارس که میان ایران و قطر مشترک می‌باشد، بزرگترین میدان گازی جهان می‌باشد که از امتیازات بزرگ خاورمیانه محسوب می‌گردد.

امتیاز خوراک ارزان، شرکت‌های خاورمیانه و بین‌المللی را تا حد زیادی به پیگیری پروژه‌های وابسته به الفین ترغیب می‌نماید. بررسی مقایسه‌ای میزان هزینه‌های واحدهای الفین در مناطق مختلف شامل آسیا، اروپای غربی، آمریکا، کانادا، مالزی، ونزوئلا و خاورمیانه بر حسب ظرفیت تجمعی نشان می‌دهد که هزینه واحدهای اتان و پلی‌اتیلن خطی سبک در منطقه خاورمیانه نسبت به سایر مناطق ذکر شده پایین‌تر می‌باشد. این امر باعث تغییر تمایل عمومی از مصرف مواد خام به هیدروکربورهای گازی شده است و سبب شده تا مجتمع‌های تولید مواد پتروشیمی در نزدیکی میادین گازی ساخته شود که منجر به گسترش صنعت پتروشیمی در کشورهای منطقه خلیج همیشه فارس گردیده.

صنایع پتروشیمی موجود در منطقه آمریکای شمالی، ونزوئلا، عربستان سعودی، قطر، کویت و ایران دارای مزیت‌های زیادی همچون استفاده از اتان به عنوان خوراک ارزان و هزینه‌های پایین تاسیسات، ساختارهای مناسب بازاریابی و سایر موارد خواهند بود. برخورداری از این مزیت‌ها سبب خواهد شد تا این کشورها بتوانند بازار را با محصولات ارزان خود اشباع نمایند.

افزایش صادرات محصولات این واحدها، تغییرات عمده‌ای در تعادل قیمت‌ها و تجارت جهانی محصولات پتروشیمی به وجود خواهند آورد. با این وجود قیمت تمام شده پایین‌تر محصولات خاورمیانه نسبت به سایر مناطق و پیش‌بینی در اختیار گرفتن حدود ۸۰ درصد از تجارت دریایی پلی‌الفین بوسیله خاورمیانه تولیدات این منطقه را از نظر اقتصادی توجیه‌پذیر می‌نماید.

قطر اگر چه یکی از کوچکترین کشورهای منطقه است به دلیل برخورداری از ذخایر عظیم گاز سرمایه‌گذاری زیادی را انجام داده است و ۱۴.۷ درصد از افزایش ظرفیت منطقه در بخش پتروشیمی را از آن خود خواهد کرد. کویت، امارات و عمان در مجموع ۹.۸ درصد از افزایش ظرفیت را صورت خواهند داد.

## بررسی اجمالی از صنعت پتروشیمی ایران

صنعت پتروشیمی ایران در سطح جهان سهم بسیار ناچیزی را در اختیار دارد. سهم ایران از تولیدات ۵۷۰ میلیارد دلاری پتروشیمی در سطح جهان در شرایط کنونی کمتر از یک درصد است.

با این حال سیر صعودی و روند فزاینده تولیدات پتروشیمی کشور بر روی تعدد و تنوع محصولات پتروشیمی تاثیرگذار بوده است.

در ده سال گذشته عمده مواد پتروشیمی از نفت تولید می‌شد ولی امروزه فناوری تولید مواد پتروشیمی از گاز در بیش از ۷۰ درصد موارد در سطح تولید انبوه وجود دارد. تغییر فناوری و تولید مواد پتروشیمی از گاز به جای نفت خام، موقیت بی نظیری برای ایران ایجاد کرده است. ایران می‌تواند گاز هر متر مکعب ۲.۵ سنت را به اتان تبدیل کند. اگر اتان به مواد پتروشیمی تبدیل شود گاز یک متر مکعب ۲.۵ سنت به ۲۰ سنت افزایش می‌یابد. در چنین حالتی به ازای هر متر مکعب گاز مصرفی ۱۷.۵ سنت ارزش افزوده ایجاد می‌شود. از این رو هر بخشی که گاز را به محصول نهایی تبدیل کند، ایران در آن بخش مزیت نسبی دارد.

میزان سرمایه‌گذاری ایران در صنعت پتروشیمی حدود ۷۰ میلیارد دلار بوده است که با توجه به ظرفیت‌های موجود منجر به تولید سالانه‌ای حدود ۲۰ میلیارد دلار خواهد شد. در صورتی که روند طرح‌های توسعه‌ای صنعت پتروشیمی متوقف نگردد. تا سال ۱۳۹۰ یک سوم بازار پتروشیمی خاورمیانه در اختیار ایران قرار می‌گیرد.

**ایران به عنوان چهارمین صادرکننده بزرگ محصولات نفت و پتروشیمی و همچنین تلقی صنایع پتروشیمی به عنوان یکی از صنایع پیشرو که از گزینه‌های اصلی در صادرات غیر نفتی کشور که متضمن ارزش افزوده بالایی نیز می‌باشد و همچنین به دلیل قرار گرفتن در شاهراه انرژی جهان و در اختیار داشتن منابع عظیم نفت و گاز با توجه به روند رو به رشد این صنعت می‌تواند نقش مهم و شایسته‌ای در عرصه صنعت پتروشیمی جهان به عهده گیرد.**

یکی از مهمترین بحث‌های این صنعت، بحث تامین مواد اولیه می‌باشد که مواد اولیه عمده این شرکت‌ها نفت و فرآورده‌های نفتی، گاز و مواد اولیه‌ای مانند هیدروژن می‌باشد که رابطه تنگاتنگی با قیمت‌های جهان دارند و تامین این مواد با قیمت‌های مناسب و به موقع بسیار حائز اهمیت می‌باشد.

مواد اولیه ارزان که عمدتاً از محصولات جانبی حاصل از استخراج نفت خام نظیر میعانات گازی، فرآورده‌های پالایشی نظیر نفتا و گاز طبیعی و اتان استحصالی از آن تامین می‌شود می‌تواند عامل مهمی جهت افزایش محصولات صنایع انرژی بر از قبیل پتروشیمی و فولاد باشد و به عبارت دیگر در حوزه پتروشیمی ارزش افزوده صنایع پایین دستی پتروشیمی را افزایش دهد.

دسترسی به منابع گازی به عنوان خوراک مجتمع‌های پتروشیمی که منجر به تولید محصولات با بهای تمام شده کمتر می‌گردد.

- **قابلیت ایران در زمینه استفاده از نیروی کار ارزان تر**
- **امکان تامین نیاز داخلی کشور برای تولیدات پتروشیمی**
- **رونق محصولات پتروشیمی و تقاضای مناسب بین‌المللی جهت این محصول**

صنعت پتروشیمی ایران با اختیار داشتن مزیت‌هایی چون خوراک فراوان، نیروهای متخصص در طراحی و مهندسی و ساختمان و نصب، ساخت تجهیزات ثابت و دیگر قابلیت‌های مهندسی و همچنین دسترسی به آب‌های آزاد از موقعیت منحصر به فرد جهانی برخوردار می‌باشد. یکی دیگر از مزیت‌های صنعت پتروشیمی ایران با سایر رقبا در منطقه داشتن سواحل طولانی آب‌های خلیج همیشه فارس و دریای عمان از لحاظ صادرات محصولات و واردات تجهیزات و تامین آب مورد نیاز تاسیسات پتروشیمی می‌باشد.

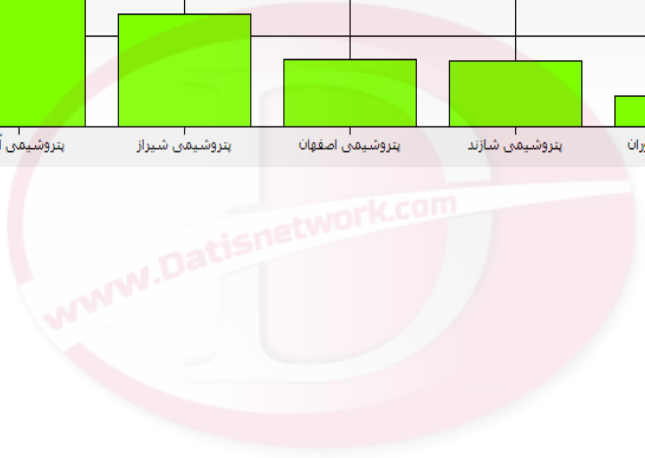
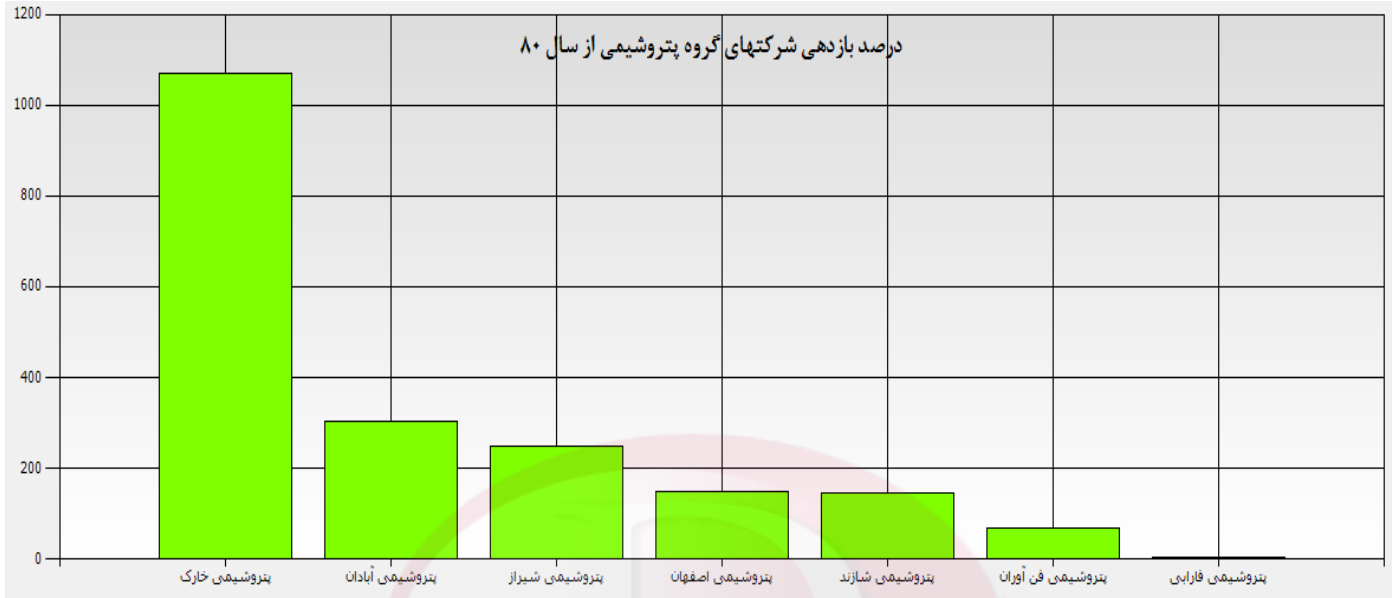
علیرغم ارزان بودن خوراک گاز با توجه به مصرف غیر معمول گاز در ایران به ویژه در فصل سرما ریسک توقف فعالیت آن دسته از واحدهایی که از گاز طبیعی استفاده می‌نمایند بیشتر می‌باشد.

نکته مهم در این صنعت تبعیت قیمت‌ها از نظام قیمت‌گذاری دولتی می‌باشد و بحث خارج شدن از سبد حمایتی دولت.

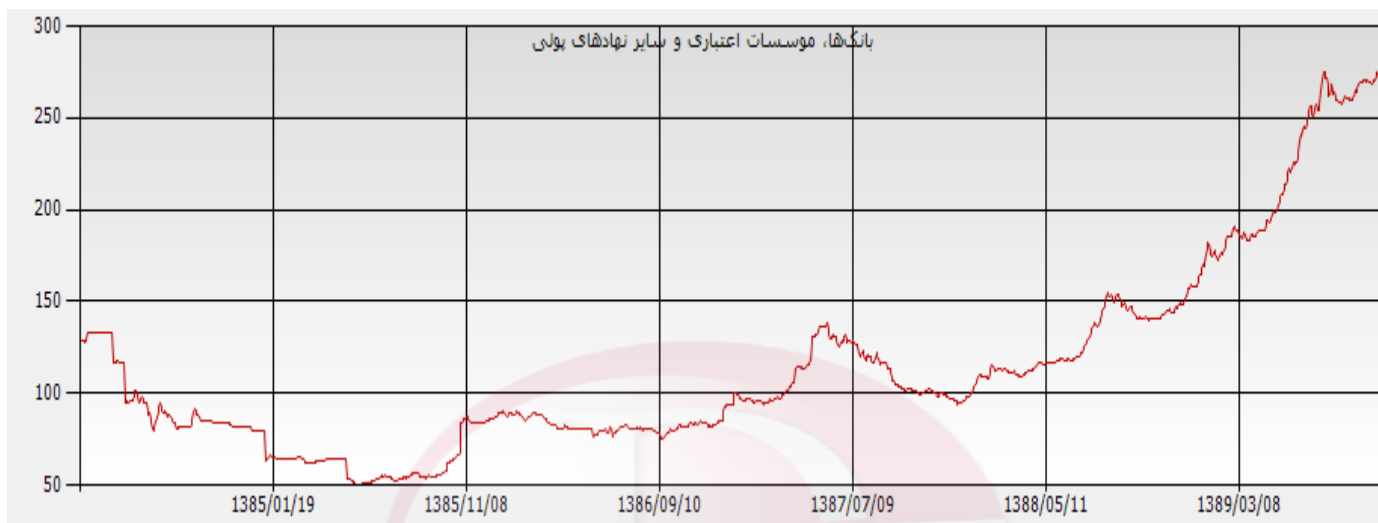
محدودیت‌های موجود جهت راه‌اندازی پروژه‌ها با استفاده از انواع مشارکت‌های مالی و جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی.

مشکلات موجود در رابطه با محدودیت‌های خرید و استفاده از brand های مناسب و امکان افزایش ظرفیت و کیفیت محصولات.

مشکل عمده‌ای که این شرکت‌ها با آن رو به رو هستند مساله بازاریابی و ایجاد یک بازرگانی فعال و کارآمد است تا از این طریق بتوانند تولیدات خود را وارد بازار بین‌المللی کرده و درآمدهای ارزی خود را افزایش دهند با توجه به این که مدیریت این شرکت‌ها که خصوصی اداره می‌شوند و از داخل (عرضه محصولات داخلی) با قیمت‌های مصوب و حمایتی تولیدات خود را به فروش برسانند امکان سوددهی داخلی برای آنها نسبت به عرضه خارجی کم‌تر بوده و می‌توانند برای این شرکت‌ها چالش برانگیز و مشکل آفرین باشد. در صورتیکه بهره‌برداری از هر پروژه به دلیل فقدان نیروی انسانی کافی و مواد اولیه لازم و موارد دیگر با تاخیر روبرو شود و بهره‌برداری از آن به تعویق افتد آغاز به کار مجتمع‌های پایین‌دستی نیز که قرار بوده است مواد اولیه خود را از این مجتمع‌های پتروشیمی تامین کنند نیز به عقب خواهد افتاد. این تاخیر در افتتاح پروژه‌ها و طرح‌ها در زنجیره صنعت پتروشیمی بر روی طرح‌های پایین‌دستی تأثیری سو دارد و بهره‌برداری از آنها را ماه‌ها و یا سال‌ها به تعویق خواهد انداخت.



## تحلیل صنعت بانک و نهادهای پولی و مالی



- (علی رحمانی ، روزنامه سرمایه ) صنعت بانکداری یک صنعت قدیمی، تحت نظارت دولت و کم تحرک است، ولی روندهای اخیر جهانی به خصوص مقررات زدایی، توسعه تکنولوژی اطلاعات و اینترنت، کسب و کار و افق های جدیدی را به روی این صنعت گشوده است.
- بدون تردید تجزیه و تحلیل بانک ها از **مشکل ترین موضوعات مالی** است. تبیین و تشریح کامل صنعت بانکداری نیازمند تدوین هزارها صفحه گزارش است، ولی این نوشتار در صدد تحلیل اجمالی جنبه های مهم تر بانک به عنوان یک سرمایه گذاری است.
- بانک ها در اقتصادهای امروزی نقش زیربناها را دارند. آن ها از طریق جمع آوری سپرده ها، انتقال ریسک، تامین نقدینگی، تسهیل انجام معاملات عمده و تهیه اطلاعات مالی برای افراد و بنگاه ها، نقش خود را ایفا می کنند.
- اداره بانک، کار بسیار تخصصی و سختی است. مدیریت بانک قبل از تصمیم گیری در این خصوص که چه مبلغ تسهیلات (وام) به چه کسی و با چه نرخ اعطا کند، باید معیارهای زیر را در نظر گیرد:
- ۱- کفایت سرمایه و نقش سرمایه که عموماً براساس الزامات بانک مرکزی تعیین می شود.
  - ۲- مدیریت دارایی ها و بدهی ها که به ارتباط بین دارایی ها (تسهیلات) و بدهی ها (عمدتاً سپرده ها) و چگونگی ایجاد تعادل بین آن ها به منظور کسب سود توجه دارد.

۳-ریسک نرخ بهره که چگونگی تاثیر نرخ بهره بر سودآوری را نشان می دهد.

۴- نقدینگی که به عنوان نسبت وام ها به کل دارایی ها تعریف می شود. معمولاً اگر این نسبت بیش از ۷۰ تا ۸۰ درصد باشد، نقدینگی ضعیف ارزیابی می شود.

۵- کیفیت دارایی ها که به احتمال نکول (عدم وصول) دارایی ها (وام ها) مربوط است. هرچه قدر احتمال وصول و بازیافت دارایی ها بیشتر باشد، کیفیت آن ها بالاتر ارزیابی می شود.

۶- سودآوری که شامل سود EPS و رشد آن، بازده دارایی ها و بازدهی سرمایه است.

شاید بزرگ ترین وجه تمایز صنعت بانکداری، دخالت شدید دولت (در همه کشورها) در آن باشد. دولت (بانک مرکزی) علاوه بر وضع محدودیت در خصوص سقف تسهیلات (وام ها)، مبلغ نقدینگی که بانک باید در خزانه خود نگهداری کند، نرخ سپرده قانونی، سقف های سرمایه گذاری و خرید منقول را تعیین می کند که تاثیر زیادی بر سودآوری بانک ها دارد.

## بازیگران اصلی

مؤسسات پولی عمده در ایران را به سه گروه زیر می توان طبقه بندی کرد:

- ۱- بانک ها که در حال حاضر شامل ۱۰ بانک دولتی (شش بانک تجاری و چهار بانک تخصصی) و هشت بانک خصوصی می باشد و چند بانک دیگر نیز در شرف تاسیس است.
- ۲- مؤسسات اعتباری غیربانکی که فقط شامل مؤسسات اعتباری توسعه، بنیاد، قوامین و مهر است و با اجرای قانون بازار غیرمتشکل پولی، تعداد آن ها در آینده افزایش خواهد یافت.

۳- صندوق های قرض الحسنه و شرکت های تعاونی اعتبار که اطلاعات رسمی در خصوص تعداد، حجم معاملات، دارایی ها و سرمایه آن ها وجود ندارد. در صنعت بانکداری کنونی، بازیگران اصلی به شرح زیر هستند:

۱- بانک های دولتی که به تجاری و تخصصی به شرح زیر تقسیم می شوند:

الف - بانک های تجاری: بانک های ملی، ملت، صادرات، سپه، تجارت و رفاه.

ب - بانک های تخصصی: بانک های مسکن، صنعت و معدن، کشاورزی و توسعه صادرات.

۲- بانک های خصوصی شامل اقتصاد نوین، کارآفرین، پارسیان، سامان، سینا، شهر، تات، دی.

## اصطلاحات و نسبت های کلیدی صنعت بانکداری



نرخ سود: در اکثر کشورها از جمله ایران، حدود نرخ های سود توسط بانک مرکزی (شورای پول و اعتبار) تعیین می شود. از آن جا که نرخ های سود مستقیماً بر بازار اعتبارات (وام ها) تاثیر دارد، بانک ها به طور مستمر باید جهت نرخ های سود را پیش بینی کنند تا بتوانند به موقع نرخ های خود را تعدیل کنند. با توجه به این که در ایران نرخ های سود نه براساس سیاست پولی که براساس ملاحظات سیاسی تعیین می شود، بنابراین نوسان زیادی در آن مشاهده نمی شود. به هر حال روند نرخ بهره به خصوص با سیاست های دولت جدید نزولی است.

**شکاف تسهیلات و سپرده ها GAP:** این اصطلاح تفاوت بین وام های اعطایی و سپرده های دریافتی را بیان می کند. شکاف منفی زمانی وجود دارد که سپرده های آزاد (کل سپرده ها به کسر سپرده قانونی و حداقل نسبت نقدینگی) بیشتر از وام های اعطایی باشد. شکاف مثبت به معنی بزرگ تر بودن مبلغ تسهیلات از مبلغ سپرده ها اشاره دارد که مطلوب است ولی ریسک (نوسان) نرخ بهره نباید نادیده گرفته شود.

**کفایت سرمایه Capital Adequacy:** سرمایه بانک یا حقوق صاحبان سرمایه، حاشیه ای برای پوشش اعتباردهندگان (عمدتاً سپرده گذاران) است. نسبت کفایت سرمایه حاصل تقسیم سرمایه پایه به مجموع دارایی های موزون شده بر حسب ضرایب ریسک است. حداقل نسبت کفایت سرمایه براساس الزامات قانونی تعیین می شود. این نسبت در حال حاضر هشت درصد است. بر مبنای همین درصد، گفته می شود بانک ها تا ۱۲/۵ برابر سرمایه شان می توانند تسهیلات اعطا کنند. البته این سقف برای بانک تخصصی مسکن با توجه به ضریب ریسک وام مسکونی ۲۵ برابر است و باید به خاطر داشت که این امر فقط در صورتی محقق می شود که بانک سپرده جذب کرده باشد. استفاده گسترده از وام موجب ایجاد اهرم برای بانک ها می شود.

**بازده ناخالص سود:** کل درآمد مالی تقسیم بر کل تقسیم اعطایی (دارایی های درآمدزا). این نسبت بیان می کند که از دارایی های وامی چه بازدهی عاید شده است. **نرخ های پرداختی بابت وجوه Rates Paid on Earning:** کل هزینه مالی (سود سپرده گذاران و هزینه سایر بدهی ها نظیر اوراق مشارکت) تقسیم بر کل تسهیلات اعطایی (دارایی های درآمدزا). این نسبت متوسط نرخ بهره ای که بانک با توجه به تسهیلات اعطایی پرداخت می کند را نشان می دهد. حاشیه خالص درآمد مالی: این نسبت از تقسیم تفاوت درآمد مالی و هزینه مالی به کل تسهیلات اعطایی (دارایی های درآمدزا) محاسبه می شود. این نسبت نشان می دهد که متوسط حاشیه سود بانک از بابت دریافت سپرده (استقراض) و اعطای وام چقدر است.

### نکات قابل توجه در تحلیل بانک ها

نوسان نرخ بهره نقش عمده ای در سودآوری بانک دارد. بنابراین بانک ها سعی می کنند منابع درآمد خود را متنوع سازند که یک روش آن ارایه خدمات کارمزدی است. بسیاری از بانک ها درآمدها را به دو گروه کارمزد خدمات و بهره (سود تضمین شده) تقسیم بندی می کنند. بنابراین لازم است منابع درآمدی مورد تحلیل قرار گیرد. معمولاً بانک هایی که درآمد خدمات بیشتری دارند، بازدهی دارایی های آن ها نسبت به رقبا بالاتر است. ارزیابی مدیریت بانک مشکل است، زیرا بسیاری از جنبه های کار نامشهود است.

یک رقم کلیدی برای ارزیابی مدیریت، حاشیه خالص مالی و روند آن است. روند یکنواخت و یا افزایشی ایده آل است. در بیشتر بانک ها حاشیه خالص مالی بین دو تا پنج درصد است که ممکن است کم به نظر رسد، ولی باید توجه داشت که حتی تغییری در حد یک هزارم نسبت به سال قبل می تواند تغییر بزرگی را در سود ایجاد کند. در تحلیل بانک های ایران باید توجه داشت که به دلیل سیستم بانکداری اسلامی و این که نرخ های سود سپرده ها علی الحساب تلقی می شود، ممکن است بخشی از این حاشیه به عنوان مابه التفاوت سود قطعی و علی الحساب سپرده ها در سال مورد گزارش، منظور شود.

معیار خوب دیگر برای ارزیابی مدیریت، نرخ بازده دارایی های بانک ROA است. هنگام محاسبه ROA باید توجه داشت که بانک ها شدیداً متکی به اهرم (سپرده ها) هستند (حداقل نسبت کفایت سرمایه هشت درصد است) و یک ROA یک درصد نیز می تواند نشان دهنده سود زیاد باشد. در این زمینه اکثر سرمایه گذاران از مقایسه ROA بانک ها و شرکت ها به اشتباه می افتند، ولی باید به خاطر داشت که نمی توان مقایسه مستقیمی انجام داد. دیگر زمینه تحلیل بانک ها، تحلیل هزینه ها و کارایی عملیات آنهاست. این کار از طریق مقایسه هزینه های عملیاتی با سال های قبل، محاسبه روند و محاسبه نسبت هزینه های عملیاتی به دارایی های درآمدزا صورت می گیرد. با توجه به این که بخش عمده هزینه ها غیر از سود سپرده ها و هزینه های مالی، هزینه های حقوق و دستمزد و سربار ثابت است، افزایش هزینه های عملیاتی در مقایسه با افزایش حجم عملیات بانک ها (اعطای وام و اعتبار و اخذ سپرده) باید کندتر باشد. معیار سلامت مالی بانک ها، کفایت سرمایه است. اگر بانک مشکلاتی در رعایت نسبت کفایت سرمایه داشته باشد، باید از طریق افزایش سرمایه و یا کاهش دارایی ها (عدم اعطای تسهیلات جدید) اقدام کند که حالت اخیر به سودآوری بانک آسیب خواهد رساند.

### تحلیل پنج عاملی پورتر

طبق مدل پورتر دلایلی که باعث تفاوت در موفقیت و سودآوری شرکت ها می شود، شامل پنج عامل: تهدید تازه واردان، قدرت تامین کنندگان، قدرت مشتریان، کالای جانشین و رقابت است. از مدل پنج عاملی به طور گسترده در تجزیه و تحلیل شرکت ها و صنایع استفاده می شود. در مورد بانک ها عوامل مذکور به شرح زیر تحلیل شده است:

**تهدید تازه واردان:** تاسیس بانک نیازمند اخذ مجوز از بانک مرکزی، تامین سرمایه بالا و تخصص های ویژه است و خصوصی سازی بانک های دولتی به دلیل اصل ۴۴ قانون اساسی با مشکل مواجه شده است. بنابراین تازه واردان تهدیدی جدی برای صنعت بانکداری تلقی نمی شوند. بانک های خصوصی موجود با توجه به شرایط فعلی و کنترل شدید صدور مجوز از سوی بانک مرکزی، حق امتیازی دارند که ارزش آن در قیمت سهام این بانک ها منعکس شده است. در مورد فعالیت بانک های خارجی نیز به نظر نمی رسد در کوتاه مدت تهدید جدی متوجه این صنعت شود.

**قدرت تامین کنندگان:** تامین کنندگان سرمایه و سپرده بانک ها، مردم هستند که قدرت چانه زنی بالایی ندارند. نکته قابل توجه در مورد تامین کنندگان سپرده بانک های خصوصی، نقش، مؤسسان، و سهام داران، حقوق، آن ها است که بر توان مالی بانک تاثیر مستقیم دارد.

پیشنهاد نرخ های سود بالاتر برای سپرده گذاری در بانک های خصوصی امکان انتخاب مردم را افزایش داده است. با این وجود حدود نرخ ها توسط شورای پول و اعتبار تعیین می شود. نیروی انسانی متخصص بانکی با توجه به پرداخت های بالاتر بانک های خصوصی، قدرت چانه زنی دارند ولی سهم هزینه های حقوق و دستمزد افراد کلیدی در مجموع، هزینه های بانک ها زیاد نمی باشد. تامین کنندگان تکنولوژی اطلاعات و فن آوری بانکی قدرت چانه زنی بالایی دارند. با توجه به نقش ارزنده تکنولوژی اطلاعات و فن آوری های نوین در افزایش توان رقابتی و سودآوری بانک ها، هزینه های بانک ها در این بخش می تواند قابل توجه باشد.

**قدرت مشتریان:** وام گیرندگان فردی (اشخاص حقیقی) تهدیدی برای صنعت بانکداری نیستند، اما یک عامل اصلی که بر توان مشتریان تاثیر دارد، هزینه های مربوط به انتقال از یک بانک به بانک دیگر است. اگر فردی وام مسکن، اتومبیل، کارت اعتباری و دسته چک خود را از یک بانک خاص گرفته باشد، بدون تردید انتقال آن به بانک دیگر هزینه های زیادی برای او خواهد داشت. در مقابل شرکت های بزرگ و گروه های صنعتی، قدرت چانه زنی بالاتری دارند، لذا بانک ها خدمات بهتری به این گروه از مشتریان ارائه می کنند.

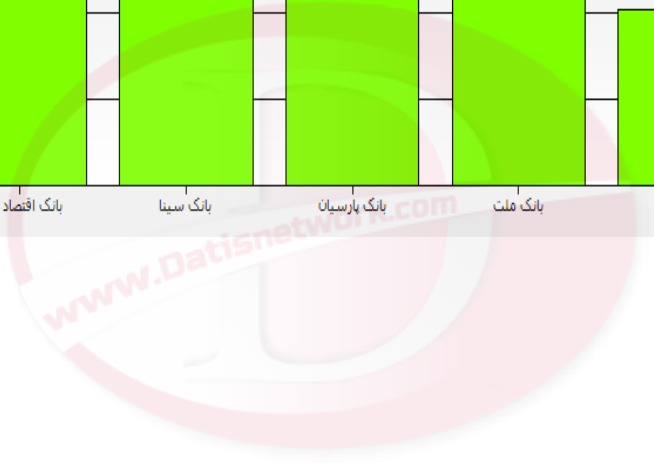
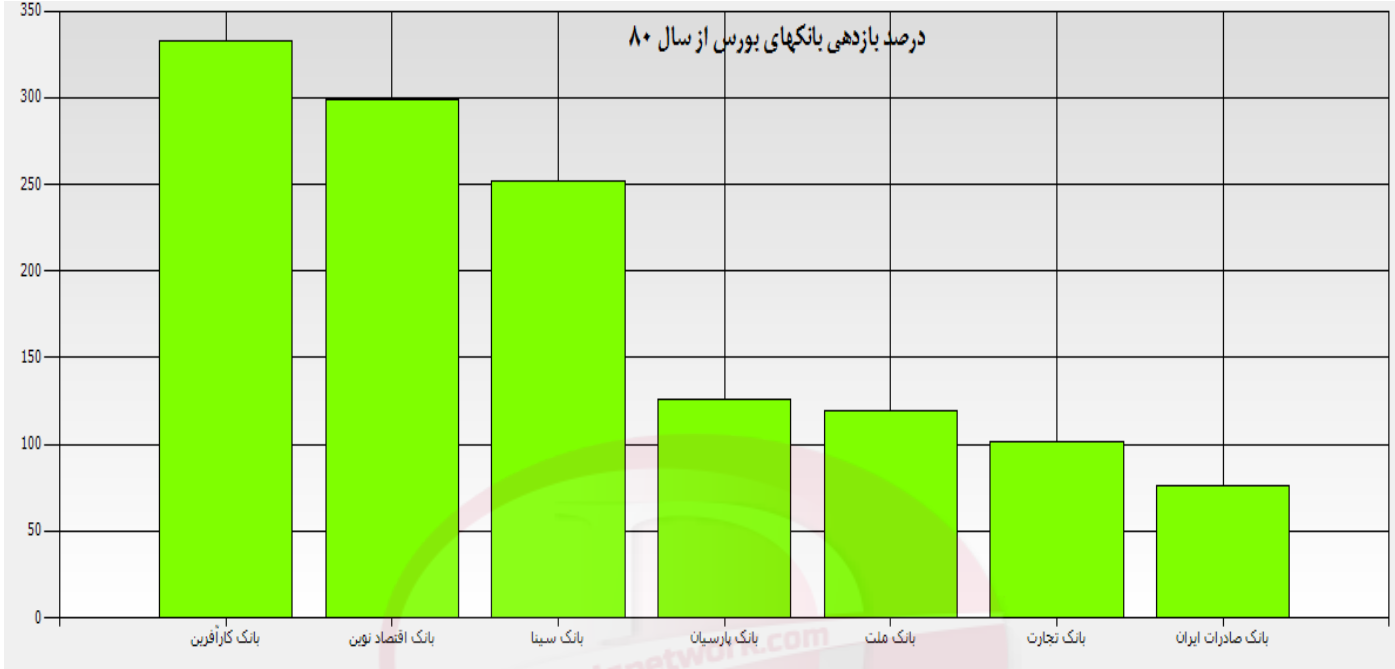
**کالای جانشین:** کالای جانشین در صنعت بانکداری زیاد است. شرکت های تعاونی اعتبار، صندوق های قرض الحسنه و شرکت های لیزینگ بخشی از نیازهای افراد حقیقی را تامین می کنند. اشخاص حقوقی نیز می توانند از طریق افزایش سرمایه، صدور اوراق مشارکت، فاینانس، تسهیلات بانکی و خرید اقساطی ماشین آلات و تجهیزات بخشی از نیازهای مالی خود را تامین کنند. اقدام بورس در فراهم کردن امکان صدور اوراق مشارکت توسط شرکت ها نیز قابل توجه است. شرکت های بزرگ مثل ایران خودرو و سایپا برای فروش محصولاتشان، شرکت لیزینگ ایجاد کرده اند و یا راساً اقدام به فروش اقساطی می کنند. در مورد لوازم خانگی، فرش و حتی ماشین آلات تولیدی نظیر ماشین تراش و امثالهم نیز این امر صادق است. همین فشارها باعث شده است که بانک های خصوصی طی سال اخیر نرخ های سود خود را به طور قابل توجهی کاهش دهند. این عامل یک تهدید جدی برای سودآوری بانک ها تلقی می شود.

**رقبای:** رقابت درون بانک ها چندان جدی نیست. نوع خدمات و نرخ ها برای هر گروه از بانک های دولتی یا خصوصی تقریباً مشابه است. با این وجود به نظر می رسد بازار به نوعی بین بانک های خصوصی و دولتی تقسیم شده است. زمینه های اعطای تسهیلات نشان می دهد که بانک های خصوصی به بخش مسکن، اتومبیل و خدمات توجه بیشتری دارند و سقف های تسهیلات جذابیت خاصی را برای مشتریان آن ها ایجاد کرده است.

شرکت های لیزینگ، شرکت های تعاونی اعتبار و صندوق های قرض الحسنه می توانند رقیب جدی برای بانک ها در تامین مالی مصرف کنندگان Consumer Finance باشند. عدم توفیق بانک مرکزی در اعمال نظارت بر تعاونی های اعتبار و صندوق های قرض الحسنه و سیاست های دولت جدید در خصوص گسترش صندوق های قرض الحسنه، می تواند بر فعالیت بانک ها تاثیر منفی داشته باشد. در مورد شرکت های لیزینگ به دلیل وابستگی آن ها به بانک ها (از لحاظ تامین تسهیلات و یا تعلق اکثریت

سهام آن ها به بانک ها) خطر جدی تلقی نمی شود. مطمئناً بانک هایی که خدمات کارمزدی خود را گسترش دهند و استراتژی تمایزسازی را دنبال کنند، موفقیت بیشتری خواهند داشت.

برای تحلیل بانک ها باید **نرخ های سود، کفایت، سرمایه، حاشیه خالص درآمد مالی و سهم درآمدهای کارمزدی** را مورد توجه قرار داد. معیار سلامت مالی نسبت کفایت سرمایه است. معیار موفقیت و سودآوری بانک حاشیه خالص درآمد مالی، نرخ بازده دارایی ها، روند افزایش دارایی ها، روند هزینه های عملیاتی و ثبات و رشد سودآوری بانک است. کیفیت دارایی های بانک، یعنی **قابلیت وصول تسهیلات بانکی**، عامل کلیدی است که باید به دقت بررسی شود و از کفایت ذخیره های پیش بینی شده برای سوخت و عدم وصول مطالبات اطمینان حاصل شود. مدل جالبی که برای تحلیل بانکداری کاربرد دارد، مدل پنج عاملی پورتر است. براساس این مدل، صنعت بانکداری از بابت ورود تازه واردان، قدرت چانه زنی تامین کنندگان و مشتریان تهدید جدی ندارد ولی از قوت کالای جانشین و رقبا این صنعت با تهدید جدی برخوردار است. وضعیت فعلی اقتصادی و روند رشد آن نویدبخش افزایش ظرفیت فعالیت های بانکی است. پیش بینی می شود حاشیه خالص درآمد مالی کاهش، ولی حجم دارایی ها (تسهیلات) افزایش یابد و در مجموع سودآوری بانک ها دستخوش تغییر زیادی نشود. مطمئناً بانک هایی که بتوانند خدمات متمایز از دیگران ارائه کنند و درآمدهای کارمزدی خود را افزایش دهند، موفق تر خواهند بود.



بازدهی %	صنعت	بازدهی %	صنعت
۱۴۱.۸۸	سایر مالی	۶۰.۸۶۵	کانه های فلزی
۱۳۱.۴۷	مبلمان، مصنوعات	۵۵۸.۱۲	دارو
۱۲۷.۶۹	حمل و نقل	۴۰۴.۱۷	رایانه
۱۲۳.۰۷	سایر کانی غیر فلزی	۳۱۱.۷۵	پیمانکاری صنعتی
۱۱۸.۶۷	فنی و مهندسی	۲۷۵.۹	فلزات اساسی
۱۱۲.۵۶	لاستیک و پلاستیک	۲۶۳.۸۸	چندرشته ای صنعتی
۱۰۷.۸۷	انتشار چاپ تکثیر	۲۶۳.۵۷	قند و شکر
۱۰۴.۳۶	کاشی و سرامیک	۲۲۷.۸۷	استخراج ذغالسنگ
۱۰۳.۶۷	ماشین آلات و تجهیزات	۲۱۲.۴	محصولات چوبی
۹۵.۲۳	املاک و مستغلات	۱۹۶.۹۶	دباغی چرم پاپوش
۸۱.۷۹	بیمه	۱۹۵.۶۹	سیمان آهک گچ
۷۲.۲۵	محصولات فلزی	۱۸۳.۰۷	خودرو و قطعات
۶۹.۷۵	سرمایه گذاریها	۱۸۲.۵۳	دستگاههای برقی
۴۶.۱۳	واسطه گریه های مالی	۱۷۶.۱۹	بانکها و نهاد پولی
۴۲.۸۲	سایر حمل و نقل	۱۷۰.۵۶	نفتی کک هسته ای
۳۳.۵	وسایل ارتباطی	۱۵۷.۵۷	غذایی بجز قند و شکر
۲۳.۹۱	محصولات کاغذی	۱۵۵.۱۲	شیمیایی
۲۳.۴۳	تامین وجوه بیمه	۱۵۲.۴۹	اندازه گیری و پزشکی
-۸.۷۹	منسوجات	۱۴۷.۲۹	سایر معادن
	۱۸۷.۱۹		مانگن

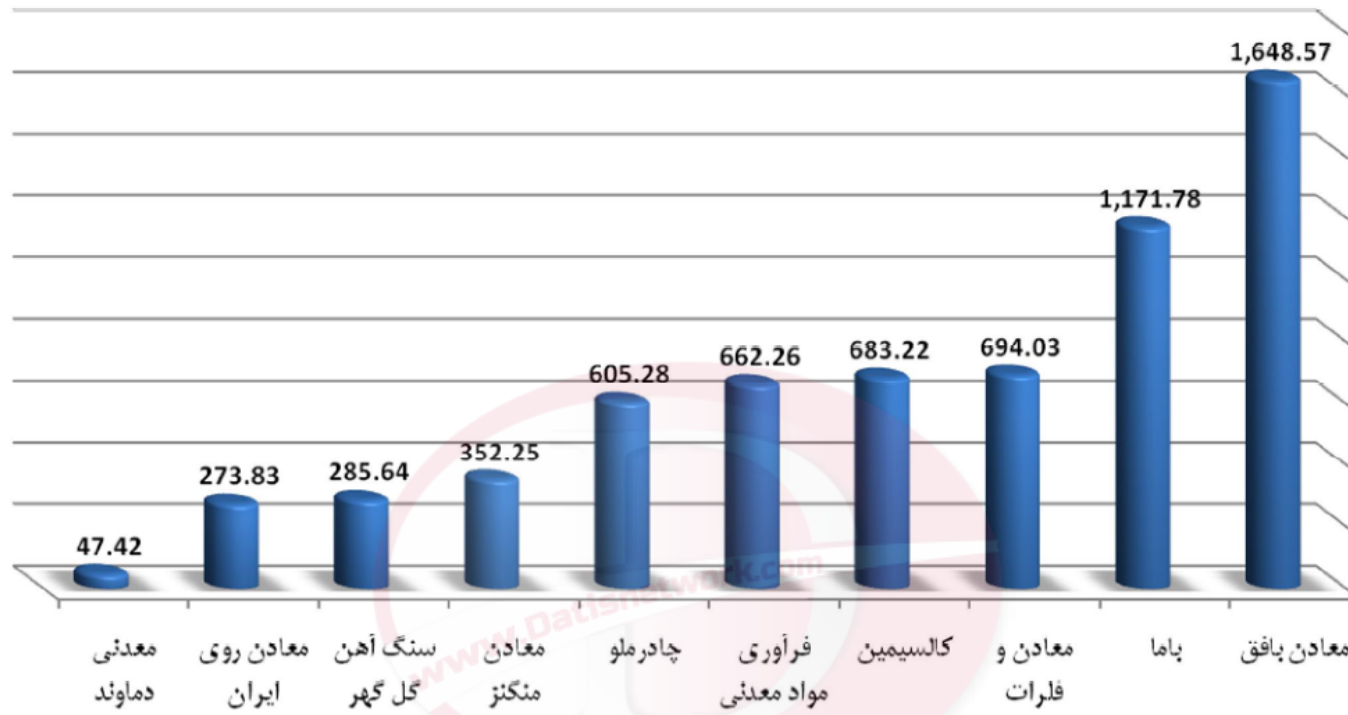
## تشخیص طبقه برتر

در بخش پیشین عنوان شد، در تحلیل بنیادی تحلیل گر به دنبال صنایعی برای سرمایه گذاری می گردد که دارایی مزیت‌های نسبی باشد و چشم انداز آینده آن حاکی از بازده مناسب سرمایه گذاری در آن صنعت می باشد. اکنون پس از شناسایی صنایع برتر، لازم است تا درون صنایع به دنبال طبقات برتر بگردیم. اکثر صنایع بازار بورس اوراق بهادار از طبقات متعددی تشکیل شده اند. در این راستا صنعت استخراج کانه های فلزی، یکی از بزرگترین صنایع بازار سرمایه دارای مزیت‌های نسبی متعددی می باشد و به عنوان یکی از صنایع پیش رو بازار مطرح بوده است. از اینرو به بررسی مجموعه شرکت‌های این صنعت و طبقات آن می پردازیم. این صنعت از سه طبقه معادن آهنی (شرکت‌های تولید کننده سنگ آهن)، معادن غیر آهنی (شرکت‌های تولید کننده سنگ معادن سرب و روی) و واسطه گری کانه های فلزی (منظور شرکت‌های سرمایه گذاری سهامدار معادن آهنی یا غیر آهنی) تشکیل شده است.

جدول زیر به مقایسه میزان بازدهی (افزایش سرمایه + سود نقدی + بازده قیمت) طبقات صنعت استخراج کانه های فلزی از سال ۸۰ به این سو می پردازد.

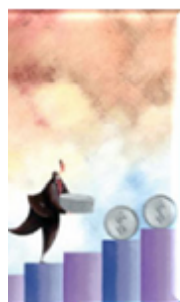
بازدهی %	شرکت
۴۴۵.۴۶	معادن آهنی
۷۰۹.۶۳	معادن فلزی غیر آهن
۶۹۲.۶۹	واسطه کانی فلزی
۶۴۱.۴۷	میانگین

درصد بازدهی





## بررسی عوامل خرد و کلان موثر بر انتخاب سهم



### عوامل خرد

- قابلیت نقد شوندگی
- سهام شناور
- عمر شرکت و استهلاک ماشین آلات
- بودجه شرکت ، پیش بینی سود هر سهم و میزان تحقق آن
- طرح های توسعه
- انتشار اطلاعات
- نسبت سود تقسیمی هر سهم DPS/EPS
- سابقه و اعتبار شرکت
- ارزش ویژه هر سهم
- ثبات نسبی سودآوری
- عرضه و تقاضای سهم
- روند قیمت سهم
- اطلاعات درون شرکت و شایعات
- سودآوری EPS و نسبت P/E
- ترکیب سهامداران



### عوامل کلان

- وضعیت اقتصادی جهان و کشور
- بودجه سالانه کشور
- سیاست های کلان پولی ، مالی و ارزی
- رویدادهای با اهمیت
- قیمت های جهانی کالا و خدمات ، تحولات تکنولوژیک
- وضعیت خاص صنعت و ارتباطات بین المللی
- سمتگیری کلی بازار
- تغییر قوانین و مقررات

## نواقص و معایب تحلیل بنیادی

در بسیاری اوقات سهام شرکت سودده ، برای مدت نسبتاً طولانی کاهش می‌یابد یا سهام شرکت زیان‌ده ، در مدتی کوتاه به مقدار قابل توجهی افزایش می‌یابد. اگر همه ما منطقی بودیم و می‌توانستیم احساسات خود را از تصمیمات سرمایه‌گذاریمان تفکیک نماییم. آنگاه روش تعیین قیمت سهام براساس سود آینده یا همان تحلیل بنیادی به نحو درخشانی درست کار می‌کرد و از آنجا که انتظارات کاملاً منطقی داشتیم قیمت‌ها تنها هنگامی تغییر می‌کرد که اطلاعات سهام منتشر می‌شد. اما در بازار واقعی این حالت هرگز اتفاق نمی‌افتد. همانطور که گفتیم ، بازیگران بازار ، بارها و بارها شرکت‌هایی را با سودهای بالادیده که سقوط کرده‌اند و شرکت های زیانده‌ی رانیز دیده‌اند که سهامشان به نحو چشمگیری افزایش داشته است. این گفته‌ها به ما می‌گوید که تحلیل بنیادی به تنهایی پارامتری در تعیین قیمت‌ها محسوب نمی‌شود و در نظر گرفتن سایر عوامل موثر بر نوسانات قیمت اهمیت می‌یابد.

اولین کسی که این موضوع را در بازار سرمایه دریافت **چارلز داو** بود که می‌توان او را **بنیانگذار تحلیل تکنیکی** نامید. وی برای اولین بار در سال ۱۹۰۰ میلادی براساس اطلاعات هر سه (نظریه داو) راندوین کرد. بیشتر مطالعات او براساس میانگین صنعتی داو جونز و وجود آوردن این شاخص مهم بود. داو متوجه شد که **روند بازار صرفاً از سود و زیان و اطلاعات مالی شرکتها (تحلیل بنیادی) تبعیت نمی‌کند** ، بلکه عوامل دیگری نیز در این زمینه تأثیر دارند. به نظر داو بازار در عین بی‌نظمی ، نظم خاصی دارد.

به نظر داو ، نوسان قیمت‌های بازار را می‌توان به سه بخش تقسیم کرد :

الف) نوسانهای اولیه: این نوسان ها بازارهای افزایشی و بازارهای کاهش می‌شوند. در بازارهای افزایشی، قیمت‌ها برای چند سال روبه بالامی‌روند. از طرف دیگر ، در بازارهای کاهش ، قیمت‌ها برای چند ماه یا چند سال رو به پایین می‌روند.

ب) نوسانهای ثانویه: در این نوسانها ، قیمت‌ها به مدت چند ماه بالامی‌روند این حالت تحت عنوان دوره تعدیلات یا تصحیحات معروف است.

ج) نوسانهای روزانه: این نوسانها ، نوسانهای روزانه تصادفی و بدون مفهوم هستند. تحلیل‌گران تکنیکی بازار برای تعیین روندهای بازار یا تعیین روند تک تک سهام از نظریه داو استفاده می‌کردند.

همچنین وابستگی این مدل به برخی رشته های تحصیلی را می‌توان مانعی پیش روی عمومیت یافتن آن در بازار تلقی نمود. به عبارتی با توجه به نیازمندی این روش به برخی از پیش زمینه های مالی ، اقتصادی و حسابداری به عنوان یک پارامتر محوری مطرح می‌باشد و این در حالی است که گروه عظیمی از فعالان بازار اگر چه دارای تحصیلات عالی

از سویی عوامل دیگری **مانند زمان طولانی** جهت تحلیل شرکتها به روش بنیادی و محدودیتهای اطلاع رسانی شرکتها نیز از جمله معایب تحلیل بنیادی به حساب می آید. **بزرگترین مزیت تحلیل بنیادی امنیت در مقابل امواج روانی بازار است.** موج سازان خطرناکترین گروه بازار سرمایه به شما می روند. این گروه دائما بدنبال قربانی از میان فعالان بازار سرمایه هستند. تحلیل گران بنیادی به کمک استفاده از این متد کمتر در دام این گروه می افتند زیرا به راحتی می توانند به کمک پارامترهای موثر بر سودآوری شرکت به تجربه و و تحلیل آن پرداخته و در نهایت به ارزش منصفانه از قیمت سهم دست یابند.

## روش تکنیکی

تحلیل تکنیکی به معنی بررسی نوسانات قیمت سهام در گذشته است که به کمک نمودار و به منظور پیش بینی حرکت آتی بازار انجام می گیرد. در این نوع تحلیل سعی می شود از روند قیمت یک سهم در گذشته، آینده آن پیش بینی شود.

تحلیل تکنیکی را می توان برای هر نوع کالا یا شاخص یا سهام و غیره بکار برد. اساس این نوع تحلیل ها ریاضیات می باشد که در چارت و اندیکاتور (شاخص) خلاصه می شود. یک تحلیل گر تکنیکی معتقد است که همه اطلاعات یک سهام یا یک ارز در سابقه قیمت آن نهفته است و از روند حرکت قیمت، می توان آینده آنرا پیش بینی نمود. تحلیل تکنیکی سرعت عمل بالائی داشته و به ما این امکان را می دهد که در مدت کوتاهی نسبت به تحلیل پایه ای (فاندامنتال)، تعداد خیلی بیشتری سهام را مورد مطالعه و بررسی قرار بدهیم.

تحلیل تکنیکی نیاز به دانش بالای علوم اقتصادی و سیاسی ( بر عکس تحلیل پایه ای ) ندارد. در حال حاضر تحلیل تکنیکی در بورس های معتبر دنیا رواج زیادی پیدا کرده و طرفداران خاص خود را دارد. مزیت این نوع تحلیل در سرعت عمل آن است و می توان در مدت کوتاهی چندین نوع ارز یا قیمت سهام چندین شرکت را بررسی کرد ولی تحلیل فاندامنتال همین تعداد ارز یا سهام، بسیار وقت گیر خواهد بود. تحلیل تکنیکی مانند هر تئوری دیگر منطق خاص خود را دارد. سه محور اصلی تحلیل تکنیکی عبارتند از:

### ۱- همه چیز در نوسان قیمت خلاصه می شود

مهمترین اصل تحلیل تکنیکی همین است. جان کلام اینست که هر عاملی که بر قیمت سهام تاثیرگذار باشد، چه اقتصادی و چه سیاسی و یا روانشناختی به نوعی بر قیمت سهام (ارز) اثر خواهد داشت و در نمودار منعکس خواهد شد. به عبارتی هر تغییر قیمتی همراه با یک محرک خارجی است و این امر لزوم بررسی دقیق نوسان قیمت و تحلیل آنرا نشان می دهد. پس با تحلیل نمودن نمودار قیمت و بررسی اندیکاتورها، بازار خودش را به تحلیل گر نشان می دهد و آینده آن قابل پیش بینی خواهد بود.

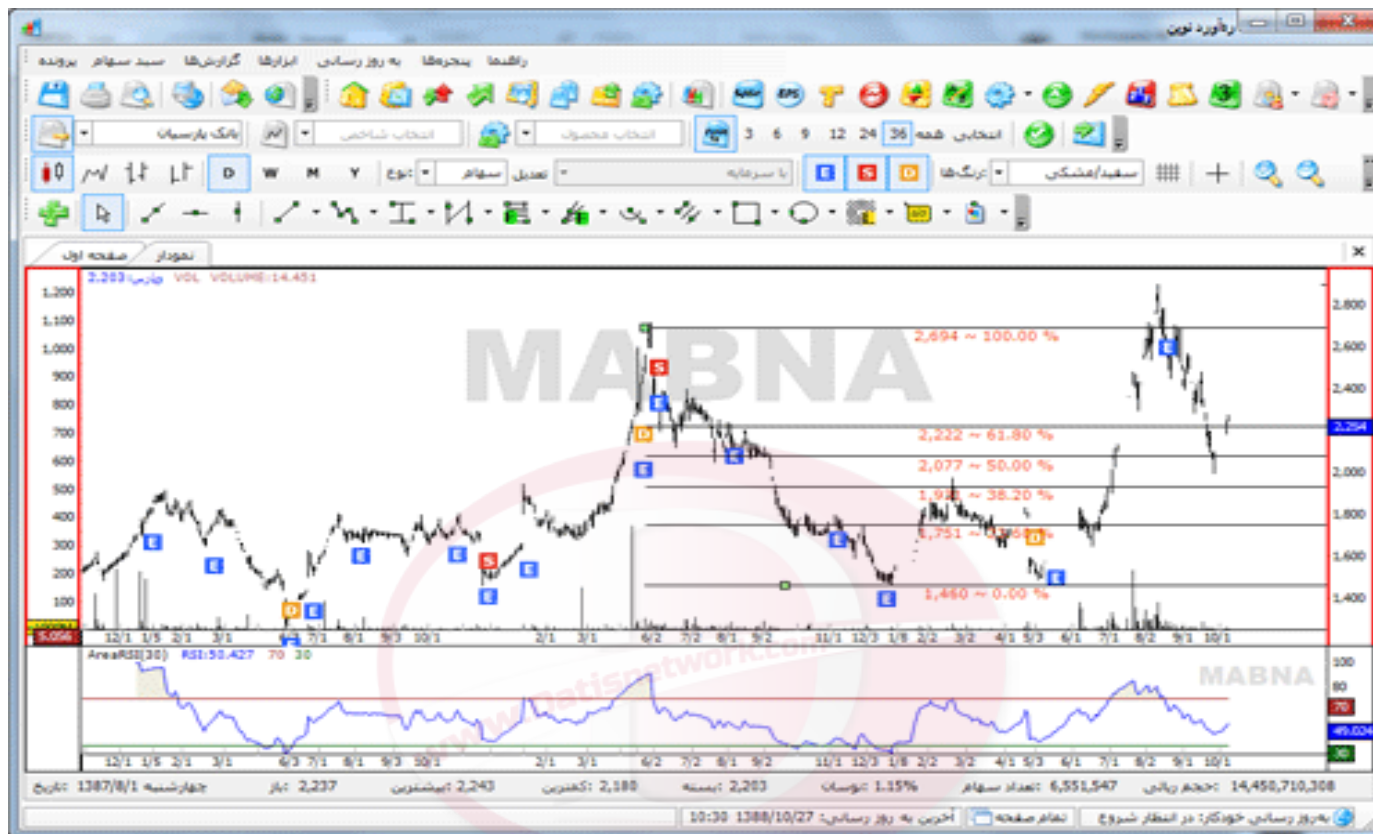
این منطق در تضاد با تحلیل پایه‌ای است، زیرا در تحلیل پایه‌ای به چرایی عوامل توجه می‌شود و پس از تحلیل عوامل تاثیرگذار، روند حرکت بازار بدست می‌آید. به عنوان مثال، اگر تقاضا بیش از عرضه باشد فوندامنتالیست خواهد گفت که قیمت بالا می‌رود در حالیکه چارتیست با دیدن رشد قیمت خواهد گفت که تقاضا بیشتر از عرضه بوده است.

## ۲- قیمت در یک روند (ترند) حرکت می‌کند

پیش فرض فوق اساس همه متدهای تحلیل تکنیکی است. وقتی نوسانات بازار (مارکت) با ترند مطابقت داشته باشد، این حرکت قابل تحلیل است و برعکس، یک بازار آشفته را نمی‌توان تحلیل کرد. با مسلم دانستن اینکه حرکت قیمت، ناشی از ترند است دوماطلب قابل ذکر است. اول اینکه ترند جاری با احتمال بیشتری ادامه خواهد یافت و روی خودش برنخواهد گشت، به استثنای بعضی بی‌نظمی‌ها در حرکت بازار. دوم اینکه ترند جاری ادامه خواهد یافت تا زمانی که ترند مخالف جایگزین آن شود.

## ۳- تاریخ تکرار می‌شود

تحلیل تکنیکی وپویایی بازار رابطه نزدیکی با روانشناسی انسان دارد. بنابراین، الگوهای گرافیکی قیمت در صد سال اخیر شناسایی و تقسیم بندی شده اند تا حالات روانشناسانه بازار را نمایش بدهند. اول از همه، این الگوها وضعیت روانی حاکم بر بازار را نشان می‌دهند که آیا بازار صعودی ویا نزولی است. این الگوها در گذشته بوده واکنون هم می‌تواند استفاده شود چون اساس آن بر روی روانشناسی انسان است که در طول سالها بدون تغییر مانده است. حال ما عبارت تاریخ تکرار می‌شود را به این صورت بیان می‌کنیم که گذشته چراغ راه آینده است یعنی بررسی نوسانات قیمت در گذشته آینده بازار را به ما نشان می‌دهد.



## مزایا و معایب تحلیل تکنیکی

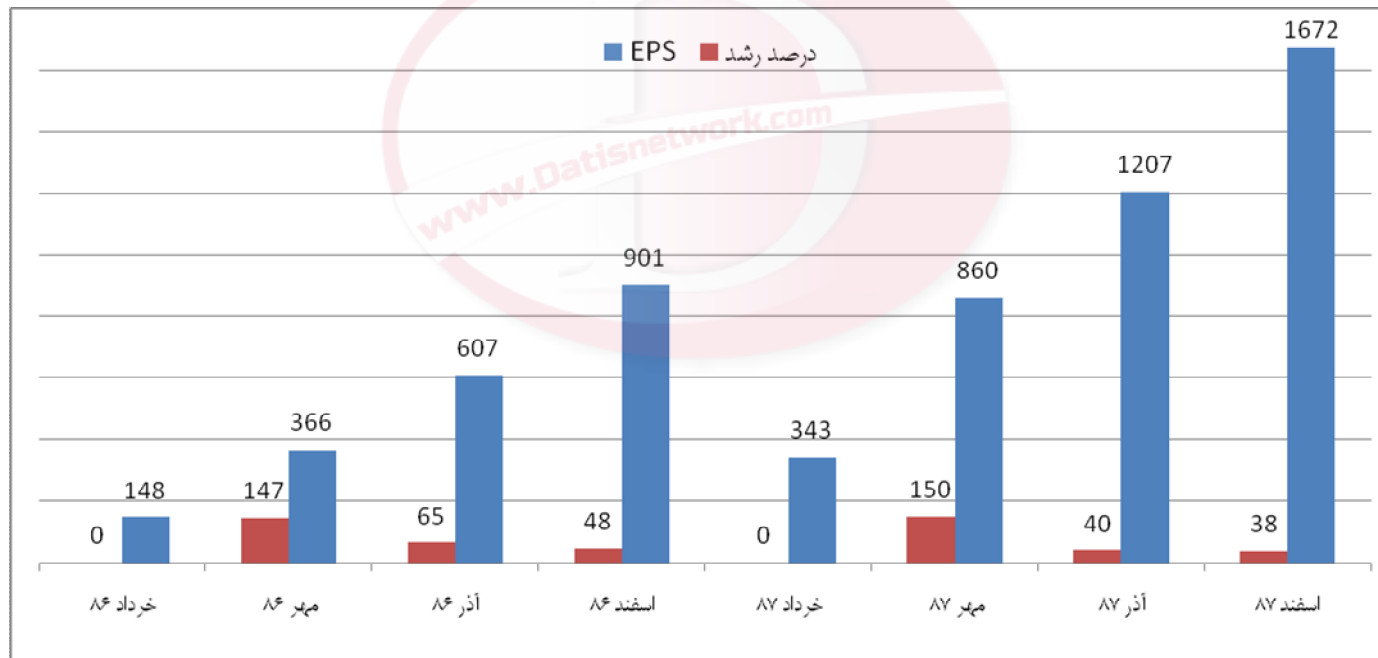
یک تحلیلگر تکنیکال می‌تواند از استراتژی خود در تمام بازارها و روی تمام چارتهای استفاده کند (مانند قیمت جهانی فلزات پایه، محصولات شیمیایی و غذایی و شاخصهای سهام) و این یکی بزرگترین نقاط قوت این نوع تحلیل می‌باشد. در صورتی که تحلیلگران فاندامنتال فقط می‌توانند از نتیجه بررسی اطلاعات و صورتهای مالی خود در بازار مربوطه استفاده نمایند و این ناشی از حجم زیاد این اطلاعات می‌باشد. از جمله معایب تحلیل تکنیکی می‌توان به دشواری در گردآوری اطلاعات و ایجاد زیرساختهای نرم افزاری جهت استفاده از نمودارهای قیمتی سهام اشاره کرد.

## روشی CANSLIM

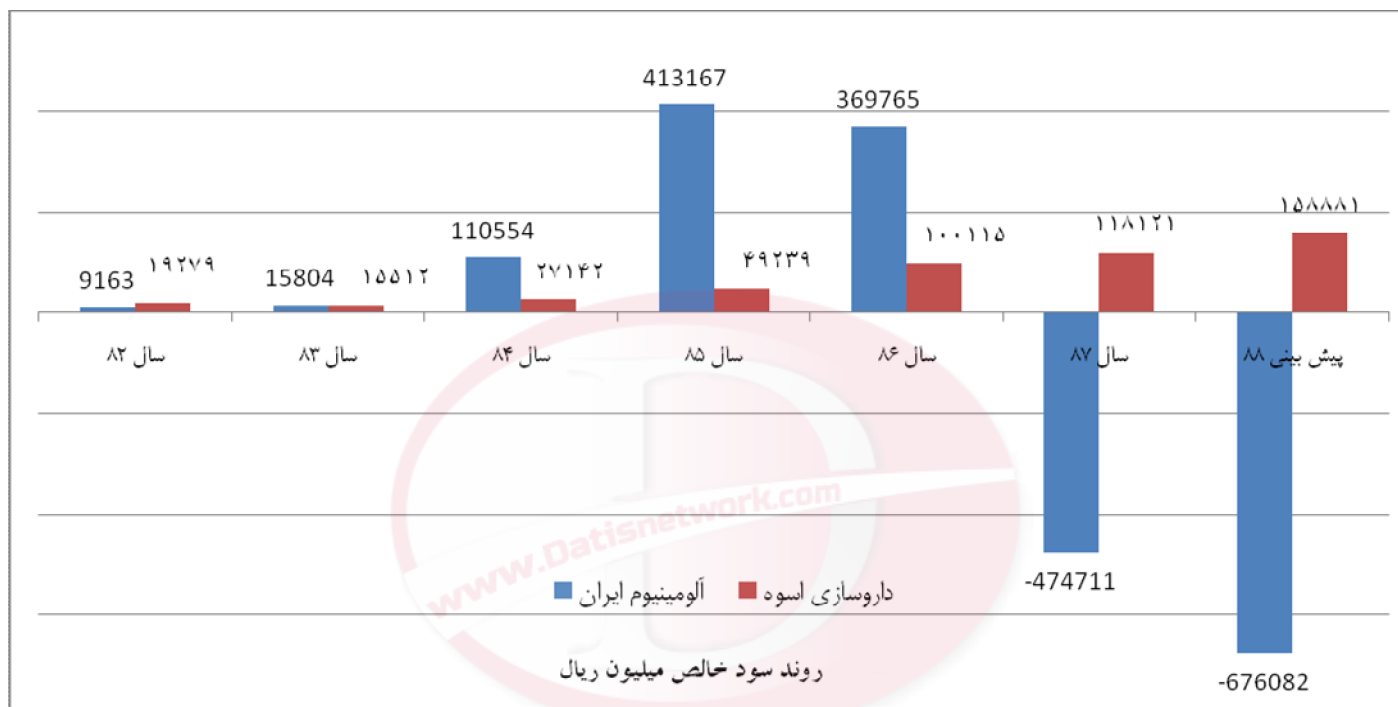
این روش توسط Oneil.W بیان گذار یک موسسه تحقیقاتی و سرمایه گذاری برای انتخاب سهم عنوان شده است. هر لغت در این کلمه مخفف و نشانه یک عامل کلیدی برای انتخاب یک شرکت از دید Oneil.W می باشد. ۷ معیار به ترتیب زیر می باشد:

**C: (Current Quarterly Earning per Share)** سود دوره های فصلی رشد مناسبی نسبت به مدت زمان مشابه سال گذشته داشته باشد. آن گاه سیگنال مناسب در تحلیل CANSLIM دریافت می شود.

در نمودار زیر سود خالص محقق شرکت معدنی و صنعتی چادرملو در گزارش های میان دوره ای سالهای ۸۶ و ۸۷ بررسی شده است. با مقایسه صورتهای مالی میان دوره ای با مدت مشابه سال گذشته به این نتیجه خواهیم رسید که سود محقق در گزارش های سالانه رشدی موزون و مناسب را تجربه کرده است .

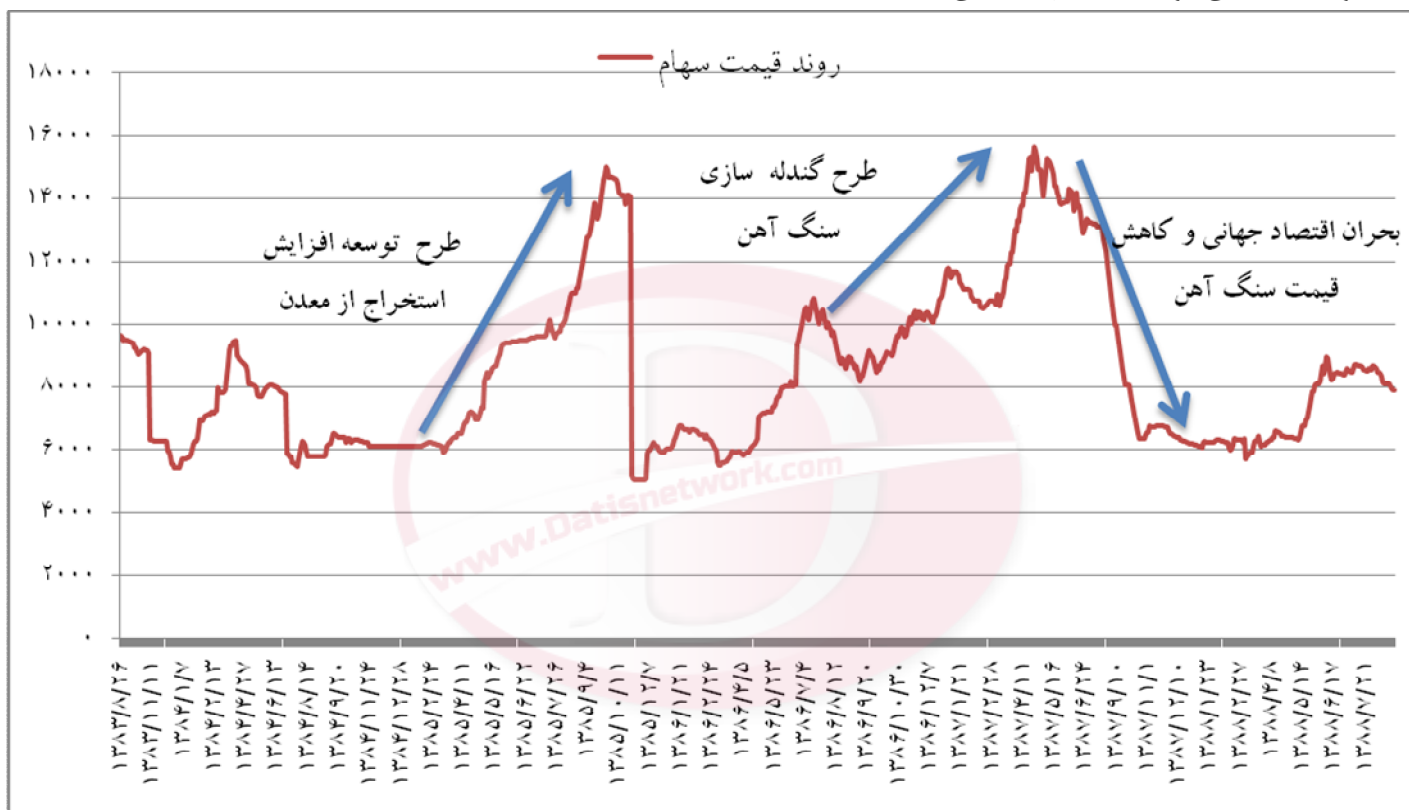


**A: (Annual Earning per Share)** سود سالیانه نسبت به ۵ سال اخیر رشد مناسبی را تجربه کرده باشد. در صورت وجود رشد مناسب به صورت مرکب و دوره ای آنگاه به روش CANSLIM موقعیت مناسبی برای خرید سهم فراهم است.



در نمودار فوق روند سود خالص ریالی شرکتهای داروسازی اسوه و آلومینیوم ایران در روند ۷ ساله بررسی شده است. روند افزایش سود شرکت داروسازی اسوه رشدی منطقی و موزون را تجربه کرده است. اما روند سود خالص شرکت ایرالکو همراه با نوسان بوده است و در دو سال گذشته تبدیل به یک شرکت زیان ده شده است که دلیل آن کاهش شدید قیمت جهانی آلومینیوم پس از بحران جهانی اقتصاد بوده است. اما داروسازی اسوه از این بحران هیچ آسیبی متحمل نشده است و به روند رو به رشد سود خالص خود ادامه داده است.

**N: (New Product, Management New High)** اگر شرکت در سال جاری یا آتی طرح و توسعه ای را در دستور کار دارد که منتهی به تولید محصول جدید یا ارائه خدماتی جدید می شود می تواند باعث افزایش سود شرکت پس از بهره برداری از طرح گردد. بعلاوه اینکه شرکت به قیمت های جدیدی در دوران معاملاتی خود رسیده است که تاکنون این قیمت ها را تجربه نموده است می تواند سیگنال مناسبی باشد.



ارائه برنامه های شرکت جهت طرح و توسعه افزایش میزان استخراج از معدن باعث رشد چشمگیر قیمت سهام شرکت شد. افزایش سرمایه ای که به جهت تامین هزینه های طرح افزایش ظرفیت انجام شد باعث شکست روند افزایشی سهم شد. اما ارائه گزارش برنامه طرح و توسعه گندله سازی که می توانست سود شرکت را ۱۰۰٪ افزایش دهد باعث افزایش شدید قیمت سهام شرکت به اندازه قبل از افزایش سرمایه گردید و سرمایه گذارانی که قبل از افزایش سرمایه سهم را خریداری کردن سود بسیار زیادی را کسب کردند.



**S: (Supply Demand)** تقاضای زیاد و عرضه کم می تواند باعث افزایش قیمت سهم شود و جوی را فراهم کند که قیمت سهم می تواند صعود مستحکمی را آغاز کند. هنگامی که سهامداران عمده سهام شرکت مذکور را خریداری می کنند؛ می تواند نشان از انتظاراتشان برای افزایش سودآوری آتی شرکت باشد. در این بخش به هر مقدار که سهام شناور سهم کمتر باشد و سهم در اختیار عده کمتری باشد می تواند سیگنال مناسب تری باشد.

**L: (Leader)** صنعت برتر و سهام پیشرو در هر صنعت را انتخاب کنید. برای این منظور از شاخص قدرت نسبی (RSI) استفاده کنید.

**M: (Market Direction)** جهت بازار را مشخص نمایید که می توانید از مرور شاخص کل استفاده نمایید. زیرا به اعتقاد Oneil.W جو مثبت یا منفی در بازار می تواند بسیار تاثیر گذار بر سهام باشد.

Oneil.W دسته بندی خود را برای هر کدام از هر هفت معیار به این صورت تقسیم می کند که اگر بین ۵۰-۰ باشد سیگنال منفی و اگر بین ۵۰ تا ۱۰۰ باشد سیگنال مثبت برای خرید می باشد.

## روش تئوری مدرن پرتفولیو MPT

غیر از روشهای بنیادین و تکنیکال برای تحلیل بازار سهام روش دیگری نیز هست که بر مبنای محاسبات ریاضی و تئوری های مرتبط با ریسک و بازده سهام پایه ریزی شده است.

این روش که ابتدا توسط هری مارکویتز به صورت عملی بیان شد براساس یک سری مفروضات خاصی است که اهم آن گویای این است که بازار کاراست و انتشار اطلاعات به صورت یکپارچه و در اختیار همگان است و شفافیت اطلاعات در معاملات حاکم است. مبنای این روش بر پایه این استدلال استوار است که احتمال خطر از دست دادن سرمایه یا سود یک نوع سهام در بازار بسیار بیشتر از مجموعه یا ترکیب سهام است.

لذا قاعدتاً سرمایه گذار حرفه ای **نباید تمامی سرمایه خود را در یک قلم دارایی سرمایه گذاری کند** (و منطق اقتصادی نیز این را تایید می کند) بلکه بایستی آن را در مجموعه ای از سهام یا دارائی ها سرمایه گذاری کند که این مجموعه به پرتفوی معروف است. پرتفوی یا سبد سهام متشکل از سهام متعدد شرکت هایی است که در شرایط عادی **احتمال کاهش بازده همه دارائی ها تا حدودی به صفر نزدیک است** و تلاش ها بر این است که ریسک غیرسیستماتیک یا تنوع پذیر به حداقل ممکن تقلیل یابد. به همین جهت ترکیب پرتفوی بهتر است به گونه ای باشد که نوسانات مشابهی نداشته باشند یعنی زمانی که بازده یکی کاهش پیدا می کند بازده دیگری افزایش یابد. در این راستا مراحل زیر توسط سرمایه گذار در بازار رعایت می شود:

- تعیین بازده مورد انتظار سبد سهام و تک تک سهام
- ارزیابی وضعیت سهام مختلف و انتخاب آنها
- بهینه کردن ترکیب سهام (پرتفوی)
- ارزیابی پرتفوی و بازنگری در مجموعه سهام

ذرتها نیاز به باران بیشتری دارند ، ولی کنگرها نه . ذرت ها در شرق آمریکا هستند و کنگرها در غرب . شما از هر دو بفرید و به باران کاری نداشته باشید. ( نظریه های مالی نوین – رابرت هاگن)

همچنین باید توجه داشت که این روش منوط به وجود اطلاعات تاریخی گسترده است و محاسبات ریاضی پس از جمع آوری داده ها امری طاقت فرساست. اما در سالهای گذشته نرم افزارهای کاربردی مناسبی جهت بررسی ریسک و بازده سهام و پرتفوی در بازار سرمایه کشور تدوین شده است که استفاده از آنها به سرمایه گذارانی که علاقه مند هستند به صورت نظام مند و تحلیل محور در بازار فعالیت کنند ، توصیه می گردد همانند نرم افزار ره آورد نوین.

در تجزیه و تحلیل قیمت های سهام و گزینش تصمیمات سرمایه گذاری هر سه روش فوق الذکر کاربرد زیادی دارند، لیکن ترکیبی از هر سه متد ، قدرت تشخیص و رویه های انتخاب بهتری را به سرمایه گذار عرضه می دارد، به طوری که روش بنیادین از دید کلی وضعیت کنونی بازار و دور نمای آتی را شناسایی می کند. روش تکنیکال با بررسی دقیق قیمت ها می خواهد اشتباهات گذشته تصمیم گیری را تکرار نکند و از لغزش ها دوری جوید و پیش بینی خود را بر منطق دقیق و عاری از هرگونه احساسات فردی استوار کند.

در حالی که روش مدرن پورتفولیو MPT نیز که اساس و پایه تحلیل‌های موجود بازار سرمایه است درصدد این است که از ریسک‌های سیستماتیک اجتناب کرده و یا آن را کاهش داده و به کسب بازده معقول (نسبت به ریسک آن) بیندیشد. اما تجربه نشان داده است که **ترکیب روش‌های فوق** ابزاری به مراتب بهتر برای تحلیل قیمت و بازده سهام است مخصوصاً در بازارهای سهامی که سرمایه‌گذاران آن زیاد حرفه‌ای به نظر نمی‌رسند.

انسانها ماهیتاً تمایل به ریسک کمی دارند و معروف است که انسان موجودی است ریسک‌گریز. اما درجه ریسک‌گریزی افراد به مدت زمان سرمایه‌گذاری (بلند مدت، میان مدت، کوتاه مدت)، میزان تخصیص سرمایه (بالا، متوسط، پایین)، میزان کسب بازده مورد انتظار (بازده بالا، متوسط، پایین)، ویژگیهای فردی (جسور، ترسو) و سایر عوامل روانی، فرهنگی، اجتماعی بستگی دارد و این درجه ریسک‌گریزی عامل مهمی در تصمیم‌گیری است.

مقاله ای که هری مارکوتیز در سال ۱۹۵۲ نوشت منشاء پیدایش تئوری مجموعه اوراق بهادار (پرتفوی) شد. او فرض خود را بر این گذاشت که سرمایه‌گذارها الزاماً در پی به حداکثر رسانیدن بازده مورد انتظار نیستند. اگر آنان تنها در پی به حداکثر رسانیدن بازده مورد انتظار بودند، تنها در یک قلم دارای بیشترین بازده مورد انتظار است سرمایه‌گذاری می‌کردند. ولی با یک نگاه می‌توان مشاهده کرد که سرمایه‌گذارها صاحب مجموعه ای از اوراق بهادار (پرتفوی) هستند. در توجیه این رفتار می‌توان گفت که سرمایه‌گذارها به صورت همزمان به دو پدیده ریسک و بازده توجه می‌کنند. همانگونه که خواهیم دید **با سرمایه‌گذاری در یک مجموعه اوراق بهادار (متنوع ساختن سرمایه‌گذاری ها) می‌توان ریسک را پایین آورد، بدون اینکه نرخ بازده مورد انتظار کاهش یابد.**

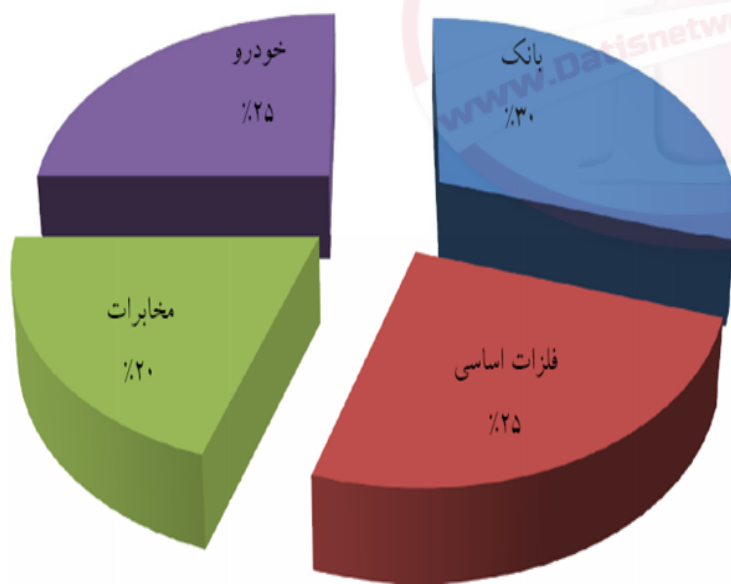
علت کاهش ریسک تأثیرات مختلفی است که شرکت‌های سرمایه‌پذیر از شرایط متفاوت اقتصادی سیاسی و اجتماعی می‌پذیرند، به عنوان مثال وقوع جنگ می‌تواند برای دو یا چند شرکت نتایج متضادی در برداشته باشد. فرض کنید سهام دو شرکت تولید کننده دارو و پتروشیمی در سبد سهام شما باشد؛ در صورت ایجاد ناامنی در منطقه و درگیری شدید تقاضا برای دارو افزایش و امکان صادرات محصولات پتروشیمی کاهش خواهند یافت. بازده سرمایه‌گذاری در پرتفوی، معادل بازده متوسط آن پرتفوی خواهد بود؛ اما ریسک پرتفوی در غالب موارد کمتر از متوسط ریسک سهام داخل سبد می‌باشد. میزان آن بستگی دارد به تاثیر متقابل اتفاقات بر سهام داخل سبد.

اگر سهام موجود در سبد متعلق به شرکتهایی باشد، که کالاها یا خدمات آنها جانشین یکدیگر هستند، ریسک تا حدود زیادی کاهش می‌یابد. زیرا در صورت بروز هرگونه عامل ریسک‌زا و کاهش بازده یکی از سهام، تقاضا برای کالاهای جانشین افزایش یافته، بازده اضافی حاصل از آن بازده از دست رفته شرکت اول را جبران می‌کند.

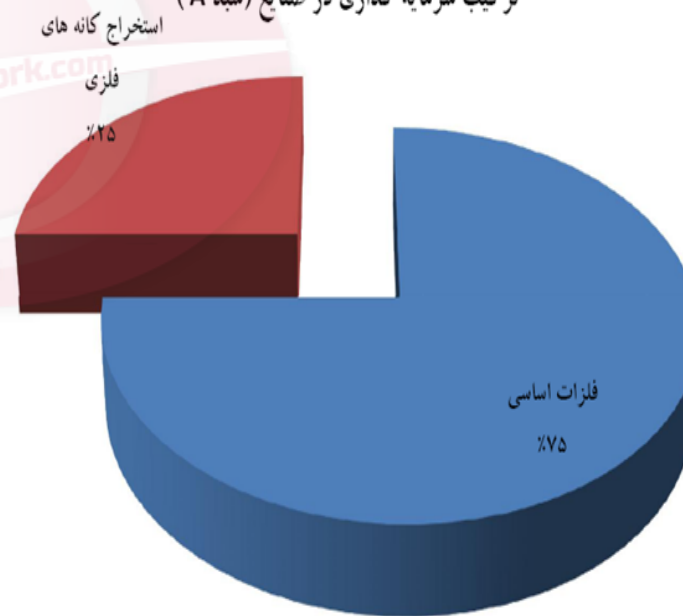
بر خلاف بازده مجموعه، ریسک الزاما میانگین موزون اجزای تشکیل دهنده مجموعه نیست، بلکه با توجه به ارتباط بین سهام از نظر تاثیرپذیری و ارائه عکس العمل مشابه یا مخالف، در برابر وقایع ایجاد کننده ریسک، می تواند کمتر از این میانگین بوده و حتی حذف شود. لذا محاسبه همسویی و شدت آن سهام، بین دیگر سهام، از اهمیت ویژه ای برای تعیین ریسک برخوردار است.

سید B				سید A			
نام شرکت	ارزش ابتدایی	ارزش پایایی	درصد از سرمایه	نام شرکت	ارزش ابتدایی	ارزش پایایی	درصد از سرمایه
فولاد مبارکه	۵۸۰۰	۱۱۳۰	۲۰	بانک سینا	۲۱۰۵	۱۲۷۰	۳۰
گل گهر	۲۸۹۰۰	۵۵۰۰	۲۵	فولاد خراسان	۱۳۷۰۰	۳۸۳۰	۲۵
فولاد خوزستان	۱۱۲۱۰	۱۴۱۰	۳۰	مخابرات ایران	۴۶۸۰	۱۸۴۰	۲۰
ملی صنایع مس	۸۹۶۰	۱۱۷۰	۲۵	زامیاد	۴۶۰۰	۱۲۵۰	۲۵

ترکیب سرمایه گذاری در صنایع (سید B)



ترکیب سرمایه گذاری در صنایع (سید A)



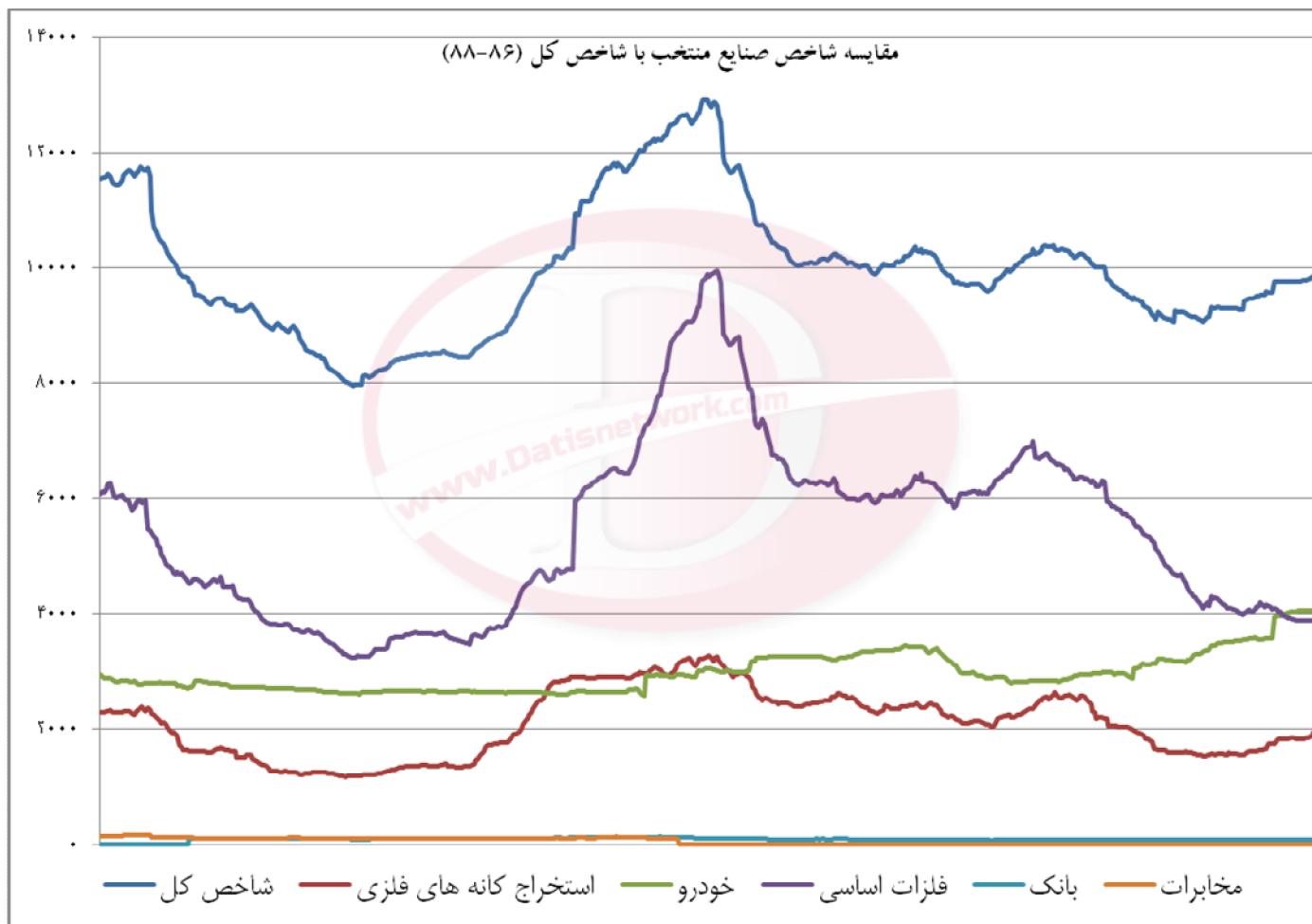
سبد سهام	بازدهی به درصد	بازدهی ریالی
A	۵۵٪	(۵۵,۵۳۰,۸۲۰)
B	۳۸٪	۳,۸۸۹,۱۴۰

دو سبد سهام با سرمایه اولیه ۱۰ میلیون ریال تشکیل شده است. سبد A از صنعت فلزات اساسی و استخراج کانه های فلزی تشکیل شده است که پیوندی ارگانیک باهم دارند. با توجه به ضریب همبستگی بالا بین این صنایع تغییرات کلان اقتصادی باعث افت و خیز یکسان این شرکتها می گردد. همچنین ضرب بتای بیش از یک واحد این شرکتها باعث می شود در روند نزولی شاخص ، این سبد با کاهش ارزش شدیدی مواجه شود.

همچنین اشکال این پرتفوی عدم تنوع یافتگی آن است. زیرا با تنوع بخشیدن به صنایع سبد ، ما در واقع ریسک غیر سیستماتیک سبد را کاهش می دهیم. اما **در سبد A در صورتی که تعرفه واردات فولاد کاهش پیدا کند و یا شرکتهای سنگ آهنی دچار مشکل در تولید شوند و یا یارانه های انرژی حذف شوند ، ۷۵٪ سرمایه سبد در معرض خطر قرار می گیرد. به عبارت ساده تر سرمایه گذار سبد A اشتباه کرده است و همه تخم مرغهایش را در یک سبد قرار داده است.** این در حالی است که ما نمی توانیم از اثرات ریسک سیستماتیک بدلیل ضریب بتای بیش از یک واحد شرکتهای موجود و تاثیرات غیر قابل اجتناب سیاسی و اقتصادی در این سبد بکاهیم.

سبد سهام B از تنوع یافتگی مناسبی برخوردار است. در این سبد از ۴ صنعت بانک ، مخابرات ، فلزات اساسی و خودرو شرکتهایی برگزیده شده است. بحران جهانی تاثیر چندانی بر این سبد ننهاده است. بدلیل آنکه صنایع برگزیده شده به جز فلزات اساسی کمترین ارتباط تجاری و درآمدی با دنیای خارج دارند. کاهش شدید قیمت سهام فولاد خراسان بر اثر افت شدید قیمت های جهانی فولاد و میلگرد ۲۵٪ از سرمایه اولیه سبد را تشکیل داده است. اما چون وزن آن بیش از سایر شرکتها نیست ، باعث تحمیل زیان چشمگیری به سبد سهام B نشده است و کاهش قیمت آن با افزایش قیمت سایر شرکت همپوشانی شده است. مزایای تنوع بخشیدن به سبد سهام نیز همپوشانی افت قیمت ها توسط سایر شرکتهاست. این در صورتی است که ما در سبد سهام خود شرکتها و صنایع با ضریب بتای کمتر و بیشتر از ۱ واحد را به یک نسبت دارا باشیم.

بنابراین ریسک سیستماتیک را نمی توان با تنوع بخشیدن به سرمایه گذاری کاملاً از بین برد. زیرا بحرانهای سیاسی و اقتصادی کل بازار سهام را در بر می گیرد و شاخص کل را به سمت روند نزولی سوق می دهد. اما به آسانی می توان ریسک غیر سیستماتیک صنعت را از طریق تنوع بخشیدن به سرمایه گذاری از بین برد.



## روش موج سواری و سفته بازی

در بازارهای غیر کارا همانند بازار سرمایه ایران، بدلیل عمق اندک، سهام شناور پایین، محدودیتهای نوسان و تعداد خریدار و فروشنده محدود غالباً فعالان شاهد ایجاد صفهای خرید و فروش هستند. پیروان این روش همواره به دنبال صفهای خرید و فروش و یا بدنبال ایجاد صفهای کاذب هستند. دیدگاه این گروه به بازار سرمایه کوتاه مدت و ابتدایی است و غالباً بدون تحلیل سرمایه خود را از صنعتی به صنعت دیگر منتقل می کنند. حضور این گروه افراد در همه بازارهای مالی دارای کثرت و قلت متفاوتی است.

**موج سازان:** موج سازان گروهی هستند که به کمک ابزارهای متعدد از قبیل سرمایه های کلان و توانایی در ترویج اطلاعات و اخبار کذب از طریق رسانه های مرتبط و تاثیر گذار بر بازار سرمایه همانند سایتها و روزنامه ها به دستکاری قیمتی و ایجاد شرایط هیجانی و کاذب در بازار می پردازند. این گروه خطرناکترین دسته از فعالان بازارند زیرا غالباً سهام شرکتها را به محدوده ای خارج از ارزش ذاتی اش سوق می دهند و در این میان دسته ای که در دام آنها می افتند سهامداران عجول و کم تجربه هستند. وجود محدودیتهایی همانند دامنه نوسان، حجم مینا، گره معاملاتی، تعداد خریدار و فروشنده محدود و منابع اطلاعاتی محدود بر دامنه فعالیت این گروه می افزاید.

**موج سواران:** موج سواران که اکثراً شخصیتهای حقیقی هستند تابع موج سازان هستند. با این تفاوت که سرمایه آنها قلیل تر از موج سازان است. اما با پیروی از موج سازان درصدد کسب انتفاع هستند. این گروه با تجمع سرمایه های خرد خود کمک مضاعفی به تقویت موج ایجاد شده کرده و دامنه آنرا گسترش می دهند. اما از سویی موج سواران خرد موفق به تشخیص زمان به موقع خروج از موج کاذب ایجاد می شوند و سرنوشتشان مانند سرنوشت سهامداران شتابزده و بی اطلاع گرفتاری در دام صفهای فروش خواهد بود.

## دور اندیشان

دور اندیشان در بازار سرمایه افرادی هستند که اکثراً خریدار به شمار آمده و بسیار کمتر به فروش سهام مبادرت می ورزند. دور اندیشان با شناخت مزیتها و نسبی صنایع و بررسی دقیق چشم انداز آینده آنها، هر ماه مقداری از پس انداز خود را صرف خرید سهام می کنند. با توجه به بازدهی بیش از ۱۵ درصدی میانگین سود تقسیمی مجامع، مجدداً این مبلغ را به خرید سهام اختصاص می دهند و در درازمدت ارزش دارایی های خود در بازار سرمایه را به مقدار قابل توجهی می رسانند. پرتفوی این سرمایه گذاران از سهام شرکتهای حاضر در تابلو تا شرکتهای در مرحله پذیره نویسی خارج بورسی گسترده می باشد.

## نظریه های ناکارآمدی تحلیل در بازار سهام

### نظریه بازار کارا

#### EMH یا Efficiency Market Hypothesis

یک بازار زمانی کارآمد است که قیمت ها منعکس کننده تمامی اطلاعات موجود باشد. بازار سهام نیز زمانی کارآمد است که نرخ های موجود دقیقا مطابق با ارزش ذاتی سهم باشد . به عبارت دیگر خریداران و فروشندگان نرخ های یک سهم را بر اساس تمام اطلاعات موجود مبادله می کنند . در واقع این نظریه بیان میکند که قیمت سهام بیانگر همه آن چیزهایی است که در مورد آن و در همان لحظه می دانیم.

همچنین نظریه بازار کارا به این موضوع اشاره می کند که میتوان اندیشه و گمانه های سرمایه گذاران در مورد وقایع منطقی و قابل استنتاج آینده را در قیمت ها مشاهده کرد. بنابراین این نظریه غیر ممکن بودن پیش بینی دقیق نرخ سهام را بیان می کند. این گفته های ساده به ما می آموزد که عوامل اقتصادی به تنهایی پارامتری در تعیین نرخ ها به شمار نمی آیند.

## نظریه چرخ رولت و نقش شانس در بازار های مالی

### Roulette Wheel

چنانچه واقع گرایانه به پیرامون محیط داد و ستد توجه داشته باشیم، در می یابیم که همه معامله گران و سرمایه گذاران نمی توانند همواره برآورد دقیق و درستی در مورد قیمت ها و نرخ های آینده داشته باشند. شاید بتوان تنها اندکی از کارشناسان بسیار حرفه ای و معامله گران هوشیار را یافت که بتوانند در بیشتر زمان ها بطور دقیق و صحیح نرخ های آینده را مشخص کنند.

نظریه چرخ رولت بیان میکند که در بازارهای مالی نیز شانس نقش اصلی را بازی می کند و در واقع سرمایه گذاران در بازار سهام با استفاده از تحلیل بنیادی یا تکنیکی تنها شانس خود را افزایش میدهند. مانند افرادی که در یک کازینو با چرخ رولت پول می سازند. آنها با کسب تجربه در طی زمان و یادگیری برخی فنون شانس خود را در بازی برای پیروزی افزایش می دهند.

شخصی که در بازار بورس سرمایه گذاری میکند کاملا مطمئن نیست که بواسطه معامله خود سود به دست می آورد اما در شرایطی می تواند شانس خود را برای سود افزایش دهد که از یک سو با احتمال بالایی مثلا انتظار افزایش شایعات در باره سهم مورد نظرش را داشته باشد و از سوی دیگر نشانه هایی مبنی بر خریدهای افراطی دیده شود. در این حالت او با بررسی بنیادی و تکنیکی شانس خود را افزایش داده است و باید گفت این شرط بندی نیست بلکه دانش و بینش است. بر اساس این نظریه هدف شما صرفا باید افزایش شانس در داد و ستد های سودآور باشد. حال اگر تفسیر های بنیادی و تکنیکی با وجود سادگی بتوانند آینده نرخ ها را پیش بینی کنند احتمال شانس در پیروزی بالا می رود.



## نظریه گشت تصادفی

### RWT یا Random Walk Theory

نظریه گشت تصادفی معتقد است که تغییرات و نوسانات قیمت یک پدیده کاملاً تصادفی است و چون اطلاعات به محض انتشار در قیمت‌ها بازتاب می‌یابند از این رو برای تحلیلگر بنیادی فرصت استنتاج و بهره بردن از فرصت‌ها را ندارد. نظریه تصادفی بودن تغییرات قیمت در بازارهای مالی توانایی تحلیلگران و معامله‌گران را در پیش‌بینی آینده با تردید روبرو ساخته است. بر این اساس کیفیت تفسیرهای سرمایه‌گذاران (فاندامنتال یا تکنیکال) از درجه اعتبار اندکی برخوردار است. رقابت بین معامله‌گران در بازار سهام تقریباً گردونه بازی را طوری ساخته است که اطلاعات جدید به سرعت ارزش خود را از دست می‌دهند و تنها انتظارات در مورد آینده مبنای تصمیم‌گیری خواهد بود. اما با این وجود آمارها و ارزیابی‌ها در دنیای واقعی نشان داده است که بدون تفسیرهای بنیادی و تکنیکی معامله‌گران نمی‌توانند راه به جایی ببرند و موفقیتی کسب کنند.



## فصل دوم

### ریسک و بازده

#### پس از مطالعه این فصل شما می توانید:

۱. با مفهوم ریسک و شیوه های محاسبه آن و رابطه آن بازدهی سهام آشنا شوید.

۲. مفهوم ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک را درک کنید.

۳. با شاخصهای حوزه ریسک و بازده آشنا شوید.

## ریسک و بازده

همه ما می دانیم که تقریباً همه فعالیت‌های زندگی به طور نسبی دارای ریسک هستند. خواه سرمایه گذاری، خواه رانندگی و یا پیاده روی در خیابان باشد. همه و همه چیز در معرض ریسک قرار دارد. هستی و دوره زندگی انسانها با ریسک همراه است. تقریباً پدیده های جهانی که می شناسیم، ماهیت ریسکی دارند. این به ما می گوید که زندگی یک معامله بزرگ بر روی میزان ریسکی است که می توانیم در هر شرایط بپذیریم. چنانچه در بازارهای مالی سرمایه گذاری کنید، ممکن است به آسودگی شبها را به خواب نروید، چرا که سرمایه گذاری شما ریسک بسیار بزرگی دارد.

ریسک و بازده واژه هایی هستند که در کنار یکدیگر معنی و مفهوم می یابند. داد و ستد های بازارهای مالی ریسک و بازده را با هم در خود جای داده اند و این دو مفهوم کلیدی همواره با یکدیگر بکار برده می شوند. سرمایه گذاران و معامله گران کارآزموده در هر معامله، ریسک و بازده را می سنجند و هیچ گاه نگاه یک سویه به تجارت ندارند. آنها می دانند که تجارت و داد و ستد در بازارهای مالی تنها بازده و سود را در بر نمی گیرد و هیچ معامله ای در آن خالی از ریسک نیست.

ریسک را می توان چنین تعریف کرد: "ریسک احتمال و شانسی است که بازده واقعی سرمایه گذاری با بازده مورد انتظار آن اختلاف و تمایز خواهد داشت." به بیان دیگر ریسک احتمال انحراف بازده سرمایه گذاری از بازده مورد انتظار در نظر گرفته می شود. ریسک امکان و احتمال زیان اندکی یا همه اصل سرمایه گذاری را شامل می شود. از این رو زمانی با ریسک مواجه خواهیم بود که نسبت به بازده مورد انتظار آینده عدم اطمینان وجود داشته باشد. در آمار ریسک را به صورت انحراف معیار می شناسیم.

تصمیمات سرمایه گذاری ما بدون در نظر گرفتن ریسک و بازده مورد انتظار معنی و مفهوم خود را از دست می دهد. چرا که منافع آینده حاصل از سرمایه گذاری در ورقه بهادار با اطمینان و به طور قطعی مشخص نیست. سرمایه گذار در هنگام تصمیم خود بازده انتظاری خود را تعیین می کند. از این رو برای سرمایه گذاری سه عامل اصلی و تعیین کننده نرخ بازده سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود. این سه عامل ریسک سرمایه گذاری، نرخ تورم انتظاری و نرخ بازده واقعی و بدون ریسک را دربر می گیرد. تفاوت بازار سرمایه با بازار

پول در بازدهی و ریسک آن است. به آن اندازه که ما بازده بیشتری را هدف گذاری نماییم، متعاقباً بایستی متحمل ریسک بیشتری شویم. در بازار سرمایه میزان ریسک و بازده بسیار بیشتر از بازار پول می باشد. اوراق خزانه داری آمریکا (US Treasury Bond) یکی از امن ترین موارد سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود و

هنگامی که با اوراق قرضه شرکتی مقایسه میشود بازده کمتری را شامل میشود و دلیل آن اینست که شرکتها امکان ورشکستگی بیشتری نسبت به دولت آمریکا دارند و به همین دلیل با قبول ریسک سرمایه گذاری در اوراق قرضه شرکتی؛ سرمایه گذاران مستحق بازده بیشتری میباشند. در سرمایه گذاری ارتباط بین ریسک و بازده وجود دارد به این صورت که سرمایه گذار در ازای مقدار ریسک بیشتر انتظار بازده بیشتری را نیز دارد. دلیل آن اینست که سرمایه گذار بدلیل قبول ریسک اضافی مستحق پاداش است.

در نتیجه نرخ بازده مورد نظر سرمایه گذار ، دست کم تا حدی تابع ریسک سرمایه گذاری است. سهام عادی در مقابل در مقایسه با اوراق قرضه دولتی و اوراق خزانه دارای ریسک بیشتری است. طبق تحقیقاتی که از سال ۱۹۲۶ تا ۱۹۸۵ در ایالات متحده امریکا صورت پذیرفته است ، تغییرات بازده سهام عادی شرکتها بسی بیش از بازده اوراق قرضه دولتی است. از این رو بیشتر سرمایه گذاران در این مورد اتفاق نظر دارند که سهام شرکتها ریسک بیشتری دارد. در طول دوره مورد مطالعه ، نرخ بازده سهام شرکتهای بازار وال استریت ، به طور متوسط ۹.۸٪ بوده است و این رقم بسیار بیشتر از متوسط نرخ بازده اوراق قرضه دولتی و اوراق خزانه است ، که به ترتیب ۴.۱٪ و ۳.۴٪ بوده است. همین مدرک موید این است که هر چه میزان ریسک سرمایه گذاری بیشتر باشد بازده آن بیشتر خواهد بود. به همین نسبت ، تغییرات بازدهی سهام عادی هم بسیار زیاد است. به عنوان مثال کسانی که در سال ۱۹۳۱ صاحب سهام عادی شرکتها بوده اند ، به طور متوسط در آن سال ۴۳٪ زیان کرده اند ؛ و درست در سال بعد نرخ بازده سرمایه گذاری این افراد به ۵۴٪ رسید.

به طور خاص سرمایه گذاری در سهام به معنی پذیرش مقداری ریسک است. اگر شما می خواهید در بازار سهام به یک توفیق ناگهانی برسید بایستی ریسک را بپذیرید. اگر شما تمام اندوخته زندگیتان را در یک سرمایه گذاری امن همانند اوراق مشارکت دولتی، سرمایه گذاری کنید با هیچ مخاطره ایی مواجه نخواهید شد ، اما بازدهی که بدست می آورید ناچیز است و تورم باعث از بین رفتن ارزش سرمایه گذاری شما می شود. **بین ریسک و بازده یک موازنه برقرار است.** ریسک کمتر به معنی بازده کمتر و ریسک بالاتر به معنی احتمال بازده بالاتر است. مانند اختلاف ریسک بازده اوراق مشارکت دولتی (سرمایه گذاری بدون ریسک) با ۱۶.۵٪ ، سپرده های سرمایه گذاری در بانکها با ۱.۸٪ ، سپرده های سرمایه گذاری موسسات مالی و اعتباری با ۲۱ تا ۲۵٪ و بازدهی سهام با ۴۵ تا ۵۰٪ به طور میانگین. سطوح مخاطره به تصمیم گیری شخص بستگی دارد.

اینطور می توان استنتاج نمود که با بالا بردن ریسک می توان انتظار بازده بیشتری را نیز داشت. اما این بدان معنی نخواهد بود که با ریسک بی نهایت می توان بازدهی فوق العاده بدست آورد. زیرا همگرایی بین ریسک و بازده تا سطحی مشخص دارای وابستگی می باشد. اما با بالا رفتن ریسک از سطح معینی قدرت بازده کم می شود و از نقطه شکست ، خط بازده دارای شیب نسبتاً افقی خواهد شد. به طوری که از نقطه مذکور هرچه ریسک را بالاتر ببریم به بازه انتظاری چیزی اضافه نخواهد شد. هدف از سرمایه گذاری در بازارهای پر ریسک مالی ، **کسب بیشترین بازده ممکن با تحمل کمترین ریسک** می باشد. لازمه این امر شناخت صحیح و جامع از عامل ریسک می باشد.

به یاد بیاورید کودکانی را که سوار بر اسبهای چوبی دور گردونه ای بالا و پایین می روند و یا راه آهن پر پیچ و خم شهربازی که با قطارهای تفریحی پر از هیجان مردم به سرعت حرکت می کنند. حرکت و مسیر قیمتها در بازارهای سهام، اوراق قرضه و مبادلات ارز شباهت زیادی به آنها دارند.

آیا با این همه بالا و پایین شدن می توانیم ریسکهای آن را تحمل کنیم؟ آیا تاکنون به ریسکهای مختلف و نامشخصی که در بازار با داد و ستد شما شریک می شوند با دقت فکر کرده اید؟ به نظر شما آیا فعالیت بدون ریسک در دنیای ما وجود دارد؟

حقیقت آن است که بسیاری از مردم نه به ریسکهای گرداگرد خود توجه می کنند و نه راه برخورد با آن را مورد بررسی قرار می دهند. گاهی نیز نمی دانند که چطور خود را در برابر ریسکهای ناشناخته محافظت نمایند.

این داستانی است که شما را با ریسک آشنا می سازد و به ما می آموزد که چطور بین بازده و ریسک ارتباط برقرار کنیم. **هدف از بررسی ریسک در بازار سرمایه ، تشخیص مناسب آن می باشد تا متضمن فعالیتی مطمئن تر در بازارهای مالی پر ریسک باشد.** در بین راهکارهای مختلف سرمایه گذاری در بازارهای مالی ، می توان ریسک را از اوراق قرضه ۱۷ درصدی با ریسک صفر تا سهام های بسیار پر ریسک بازار سرمایه را به کمک الگوهای رایج طبقه بندی نمود.

بیباید در این رابطه نگاهی به بورس اوراق بهادار ایران داشته باشیم. از زمانی که شرکت کنندگان در این بازار گردهم آمدند و قیمتها را به جریان انداختند، فراز و نشیب های زیادی در قیمت سهام و شاخص کل بورس رخ داده است. این طبیعی است که قیمتها بر اساس ساز و کار عرضه و تقاضا تغییر یابند و نباید انتظار داشته باشیم که قیمتها تنها در راستای خواست ما حرکت کنند. زمانی که دارنده سهام یک شرکت می شویم، انتظار داریم که قیمت آن افزایش یابد و به سرعت به سود دست یابیم. اما اگر چنین نشود، واکنش ما چه خواهد بود؟ آیا باید تنها بازده و سود را در نظر داشته باشیم؟ آیا در هر مبادله و داد و ستد ریسک ناشی از کاهش قیمتها وجود ندارد؟ هرگاه مفاهیم سرمایه گذاری و ریسک و بازده را نادیده گیریم و نگاه یک طرفه به بازار داشته باشیم، ناامیدی در کنار ما خواهد بود. در شرایطی که بازار بر خلاف روند مورد انتظار ما حرکت می کند و یا به دلیل عوامل مالی، سیاسی و یا اقتصادی در دوران رکود قرار می گیریم، بازگشت به مفاهیم سرمایه گذاری و درک عمیق از ریسک و بازده مفید خواهد بود.

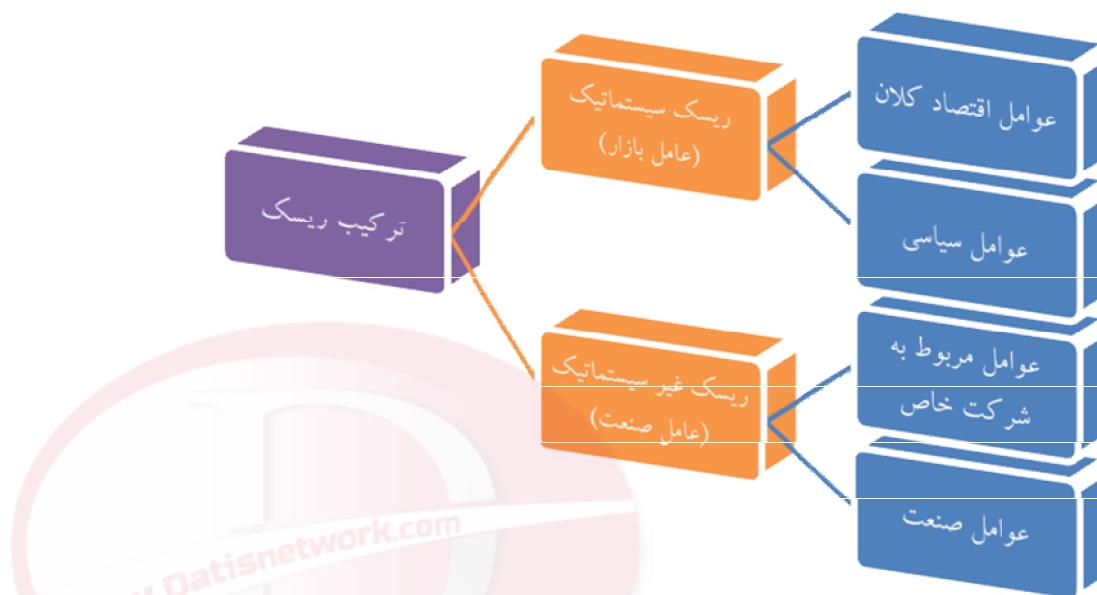
هنگامی که به عنوان یک سرمایه گذار در داد و ستد سهام شرکت می کنیم، باید مخاطرات و ریسکهای آن را در نظر داشته باشیم. در واقع شرکت کنندگان در این بازار ریسکهای آن را پذیرفته اند و بابت وجود ریسکهای آن پاداش یا بازده طلب می کنند. هر چه فعالیت تجاری ریسک بیشتری داشته باشد، بازده بالاتری در انتظار است. تصور کنید به عنوان یک معامله گر در شرایطی قرار می گیرد که یک مخاطره سیاسی بازار را از حرکت بازداشته و اغلب سرمایه گذاران در ابهام هستند. شرایط آینده و پیش بینی آن دشوار است و هاله ای از تاریکی در پیش رو قرار می گیرد. اکنون چه تصمیمی باید گرفت؟ آیا باید زیان را پذیرفت و یا این که برای همیشه بازار را ترک کنیم؟ همانطور که اشاره شد، ریسک و بازده در کنار هم هستند. در واقع فرصتهای سرمایه گذاری و مخاطرات را باید در هر زمان بررسی و مطالعه کرد. این یک حقیقت است که هرگاه به یک فرصت سرمایه گذاری می اندیشیم، ریسک و مخاطره ای در کنار آن نهفته است و در هنگامی که به مخاطرات و ریسکهای بازار فکر می کنیم، ممکن است فرصتهای سرمایه گذاری در پیش رو باشند.

نمونههای واقعی بسیاری را می توان در طی زمان بازسازی کرد. به طور نمونه مخاطرات سیاسی و مسائل مربوط به پرونده هسته ای ایران در نیمه دوم سال ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ موجب شد که شاخص کل و قیمت سهام افت شدیدی پیدا کنند، اما در کنار شرایطی که پیش بینی دشوار به نظر می رسید، فرصتهای سرمایه گذاری در صنعت پتروشیمی،

گروه شیمیایی و دارویی، گروه معادن و کانیهای فلزی بوجود آمد. به نظر می رسد **برخی موفقیت‌های تجاری می توانند در شرایط فروشهای افراطی بازار** پدید آیند. همچنین هرگاه نگاه بسیار خوشبینانه ای داشته باشیم و تنها به بازده فکر کنیم، این ریسک همواره وجود دارد که روند کنونی ناپایدار شود و سودهای بدست آمده را از دست دهیم. برای گذر از دوران کاهشی بازار، راهبرد مناسب و بررسی موقعیت نیاز است. باید اوضاع را به درستی تجزیه و تحلیل نمود و سناریوهای آینده را ترسیم نمود. بدین ترتیب می توان تصمیم گرفت که با وجود سناریوهای احتمالی چه راهبردهایی را می توان برگزید. استفاده از چنین رویکردی می تواند شانس بهره مندی از فرصتهای سرمایه گذاری و برخورد مناسب با ریسکها را بالا ببرد و شناسایی فرصتها را ساده تر می کند. **می دانیم که رویدادهای آینده به درستی و با دقت کامل قابل پیش بینی نیستند.** از این رو قیمتها به عنوان یک متغیر تصادفی در نظر گرفته می شوند. ریسک آینده، شانس و احتمال وقوع رویدادی در آینده را بازگو می کند. هرگاه داده های پیش بینی آینده را در دست داشته باشیم می توانیم با استفاده از توزیع احتمالات، شانس هر رخداد را بررسی و برآورد نماییم. بنابراین با بهره گیری از رابطه انحراف استاندارد (معیار) و در دست داشتن داده های پیش بینی آینده ریسک ورقه بهادار بدست خواهد آمد. چنانچه بتوانیم احتمال وقوع رویدادهای آینده را بدست آوریم، با استفاده از تئوری احتمالات می توان راهبردهای مشخصی را تنظیم نمود.



## تجزیه و تحلیل عوامل ریسک زا

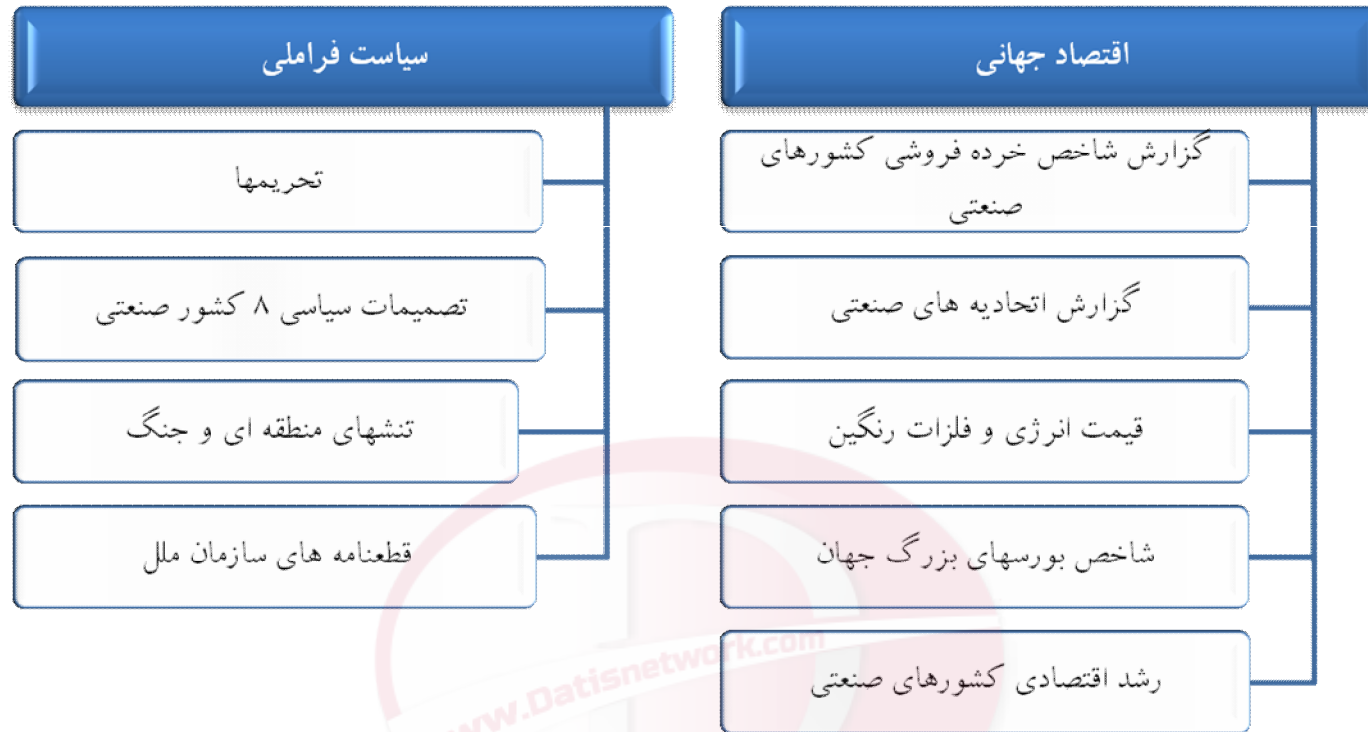


یک راه منطقی برای تقسیم ریسک کلی به اجزای آن، تمایز میان اجزای کلی بازار و اجزای خاص اوراق خاص است. این دو نوع ریسک را که تجزیه و تحلیل گران مدرن به آنها **ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک** می گویند، به صورت زیر می توان نشان داد :

$$\text{ریسک غیر سیستماتیک} + \text{ریسک سیستماتیک} = \text{ریسک کل}$$







ریسک هر شرکت از دو بخش عمده تشکیل یافته است. بخشی از ریسک ناشی از اتفاقات درونی و عملیاتی یک شرکت می باشد و بخشی دیگر که در واقع متاثر از عوامل خارج از شرکت بوده **بر روند بازدهی شرکت و نوسانات قیمتی آن** تاثیر می گذارد.

ریسک سیستماتیک شامل آن بخش از ریسک کل است که همراه با تغییر پذیری در سطح بازار همراه بوده و سرمایه گذار قادر به کاهش آن نیست. مانند وقایع غیرمترقبه، جنگ، تحریم، رونق و رکود اقتصادی و مناقشات سیاسی...

ریسک سیستماتیک آن بخشی از ریسک کل است که به تغییر پذیری در بازار سرمایه مرتبط است و با **ضریب بتا** سنجیده میشود و سرمایه گذار می تواند با مدیریت صحیح و انتخاب درست سهام این بخش از ریسک کل را کاهش دهد.

منابع اصلی ریسک سیستماتیک (سیاسی و اقتصادی و بازار) به قرار زیر است:

**ریسک نوسان نرخ بهره:** ریسک نوسان نرخ بهره، ریسکی است که یک سرمایه گذار به هنگام خریدن اوراق قرضه با بهره ثابت می پذیرد. قیمت چنین اوراق قرضه ای در صورت افزایش نرخ بهره در بازار کاهش می یابد و دارنده آن در صورت فروش اوراق قرضه خود قبل از سر رسید متحمل زیان می شود. قیمت اوراق بهادار با نرخ بهره رابطه معکوس دارد؛ به عبارت دیگر با افزایش نرخ بهره قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ بهره، قیمت اوراق بهادار افزایش می یابد. تاثیر ریسک نوسان نرخ بهره بر روی اوراق قرضه خیلی بیشتر از سهام است و بیشتر مورد توجه دارندگان اوراق قرضه است. با تغییر نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه در جهت معکوس تغییر می کند.

**ریسک بازار:** ریسک بازار عبارت است از تغییر در بازده که ناشی از نوسانات کلی بازار است. همه اوراق بهادار در معرض ریسک بازار هستند، اگر چه سهام عادی بیشتر تحت تاثیر این نوع ریسک است.

ریسک بازار می تواند ناشی از عوامل متعددی از قبیل رکود، جنگ، تغییرات ساختاری در اقتصاد و تغییر در ترجیحات مشتریان باشد.

**ریسک تورمی:** این نوع ریسک که تمامی اوراق بهادار را تحت تاثیر قرار می دهد، عبارت است از ریسک قدرت خرید. این نوع ریسک با ریسک نوسان نرخ بهره مرتبط است، چرا که نرخ بهره معمولاً در اثر افزایش تورم، افزایش می یابد. علت این است که قرض دهندگان به منظور جبران ضرر ناشی از قدرت خرید، سعی می کنند نرخ بهره را افزایش دهند.

**ریسک تجاری:** ریسک ناشی از تجارت و کسب و کار در یک صنعت خاص یا یک محیط خاص را ریسک تجاری می گویند. برای مثال، شرکت نیسان در ایالات متحده در صنعت خاص خود (اتومبیل سازی) با مسائل منحصر به خود مواجه است یا اینکه تمامی شرکت های اتومبیل سازی بزرگ تحت تاثیر تغییرات قیمتی نفت در سطح جهان یا واردات ژاپنی ها قرار می گیرد.

**ریسک مالی:** ریسک مالی ریسک ناشی از میزان بدهی های شرکت است. شرکتی که میزان بدهی آن بیشتر باشد، ریسک مالی آن افزایش می یابد.

**ریسک نقدینگی:** ریسک نقدینگی، ریسک مرتبط با بازارهای ثانویه است که اوراق بهادار در آن معامله می شوند. آن دسته از سرمایه گذاری هایی که خرید و فروش آن به آسانی صورت گیرد و هزینه مبادله آن بالا نیست از ریسک نقدینگی کمی برخوردار است. هر چه عدم اطمینان در خصوص عامل زمان و ابهام قیمتی بالا باشد، میزان ریسک نقدینگی نیز افزایش می یابد. ریسک نقدینگی اوراق خزانه خیلی کم و یا صفر است، در حالی که ریسک نقدینگی سهام مربوط به بازارهای خارج از بورس بیشتر است.

**ریسک نرخ ارز:** تمامی سرمایه گذارانی که امروزه به صورت جهانی و بین المللی سرمایه گذاری می کنند، در تبدیل سود ناشی از تجارت جهانی و بین المللی به پول رایج کشور خود با ریسک نرخ ارز مواجه هستند. برای مثال، یک سرمایه گذار کانادایی که سهام شرکت اوپل در آلمان را خریداری می کند، باید نهایتاً بخش بزرگی از

درآمد و سود ناشی از این سهام را به دلار تبدیل کند. البته در مورد شرکت های چند ملیتی مساله کمی پیچیده تر است. اگر نرخ ارز بر خلاف تصور این سرمایه گذار تغییر کند، حتی می تواند باعث شود بازده اصلی این سرمایه گذاری منفی گردد. واضح است سرمایه گذاران کانادایی که در خود کانادا سرمایه گذاری می کنند، با این ریسک مواجه نمی شوند. اما با رشد معاملات بین المللی این نوع ریسک در میان سرمایه گذاران افزایش یافته است و سرمایه گذاران مجبورند برای کسب سود به گزینه های سرمایه گذاری بین المللی نیز دست بزنند که این خود باعث ایجاد ریسک نرخ ارز می شود. می توان گفت ریسک نرخ ارز، ریسک ناشی از تغییر در بازده اوراق بهادار در نتیجه نوسانات ارزهای خارجی است. به ریسک نرخ ارز، ریسک ارزهای خارجی نیز گفته می شود.

**ریسک کشور:** ریسک کشور که به آن ریسک سیاسی نیز گفته می شود، ریسک مهمی است که سرمایه گذاران امروزه با آن مواجه هستند. سرمایه گذارانی که در کشورهای دیگر سرمایه گذاری می کنند، باید به ثبات آن کشور از ابعاد سیاسی و اقتصادی آن توجه داشته باشند. کشورهایی که از ثبات سیاسی و اقتصادی بالایی برخوردارند، ریسک کشوری پایینی دارند.

از دیدگاه تئوری، با انتخاب بیشتر سهام **(پروگونه سازی و تشکیل سبد سهام)** می توان ریسک غیرسیستماتیک را به صفر نزدیک کرد، ولی چون نمی توان تغییری در ریسک سیستماتیک به وجود آورد در نهایت ریسک سبد سهام نمی تواند کمتر از ریسک سیستماتیک شود. اگر بازار سهام به سرعت افت داشته باشد، بیشتر سهام ها را تحت تاثیر قرار می دهد و بر عکس. این تغییرات بدون توجه به رفتار یک سرمایه گذار خاص رخ می دهد و برای کلیه سرمایه گذاران بحران ساز است. به طور کلی عوامل تشکیل دهنده ریسک باعث تغییر قیمت آن سهم در بازار می شود. این عوامل عبارتند از ریسک نرخ ارز، ریسک تجاری، ریسک نرخ تورم، ریسک بهره، بحرانهای سیاسی، اجتماعی و اقتصادی و ....

**ریسکهای سیستماتیک ( که ریسک بازار نیز نامیده می شوند) رویدادهای غیر منتظره ای هستند که تمامی داراییها را با نسبتهای مختلف تحت تاثیر قرار می دهند، زیرا این رویدادها اقتصادی هستند. ریسکهای غیر سیستماتیک رویدادهای غیر منتظره ای هستند که بر یک دارایی خاص یا مجموعه ای از داراییها اثر میگذارد.**

**ریسک سیستماتیک = ریسک بازار**

ریسک غیر سیستماتیک مربوط به یک نوع سهام یا صنعت خاص است. برای مثال اگر تولید یک شرکت سازنده خودرو بر اثر اعتصاب متوقف گردد، این فقط یک عامل ریسک خاص است زیرا فقط بر سازنده خاصی تاثیر گذار است و بر سایر شرکتهای بازار سهام همانند شرکتهای گروه بیمه و محصولات شیمیایی تاثیری ندارد. مانند: افزایش بهره مالکانه

معادن چادر ملو و گل گهر، انفجار دکل شرکت حفاری شمال، ریزش معدن انگوران متعلق به شرکتهای کالسیمین، توسعه معادن روی و فرآوری مواد معدنی، کاهش تعرفه واردات خودرو، گروگان گیری یکی از کشتی های شرکت کشتیرانی ایران توسط دزدان دریایی و ..... منابع اصلی ریسک غیر سیستماتیک (مالی و تجاری) به قرار زیر است:

**ریسک بازار:** احتمال زیان ناشی از اتفاقات بازار (تغییرات عرضه و تقاضا، قوانین، رسیدن اخبار جدید در مورد سرمایه گذاری شما یا مجموعه بازار و...) همچنین صادرات محصولات دارای مزیت های متعددی از قبیل ایجاد ارزش افزوده برای صنایع دارای مزیت نسبی، قدرت رقابت پذیری با تولیدات مشابه خارجی، افزایش تولید محصولات و افزایش سطح کیفی آنها، وجود سابقه در تجارت بین الملل، قدرت چانه زنی در تجارت بین الملل، ایجاد طرح و توسعه در شرکتهای صادر کننده بدلیل افزایش تقاضا در بازار هدف و... می باشد. البته بهتر آن است که صادرات محصولات به صورت خام و واسطه های انجام نپذیرد بلکه کالاهایی که در انتهای چرخه تولید قرار دارند صادر شوند.

**ریسک اعتباری:** احتمال زیان به علت عدم توانایی در بازپرداخت بدهی ها یا کاهش اعتبار شرکت.

**ریسک مدل:** احتمال زیان به خاطر اشتباه در مدل سازی یا تخمین پارامترهای مدل براساس عناصر غیر قابل تحقق.

**ریسک عملیاتی:** احتمال زیان براساس عملکرد افراد، رویه ها یا سیستم ها. ویلموت می گوید که این ریسک شامل اشتباهات و تخلفات افراد است.

**ریسک قانونی:** احتمال زیان ناشی از مسایل قانونی یا تفسیرهای غلط از قانون و اشتباهات ناشی از مدیریت شرکت، ابداعات جدید از طرف شرکتهای رقیب.

**ریسک تامین مواد اولیه:** شرکتهای بازار سرمایه مواد اولیه خود را از منابع داخلی و خارجی تامین می نمایند که هر کدام به نوبه خود دارای ریسکها و مزیت های متعددی است. بررسی نسبت تامین مواد اولیه (داخلی به خارجی) در شرکتهای بورسی بسیار حائز اهمیت می باشد.

به طور کلی استفاده از منابع داخلی در تامین مواد اولیه دارای مزایای زیادی می باشد که تعدادی از آنها عبارتند از: سرعت عمل در تامین، امکان پذیری حذف و یا کاهش هزینه های انبارداری، کاهش سرمایه درگیر در تامین مواد اولیه، رشد صنایع تامین کننده مواد اولیه داخلی و قیمت تمام شده کمتر (بدلیل سیاستهای حمایتی دولت).

همچنین استفاده از منابع خارجی در تامین مواد اولیه دارای ریسکهای متعددی همانند: بهاء تمام شده بیشتر، هزینه های حمل و نقل و انبارداری، تحریمها و افزایش قیمت بدلیل خرید از واسطه ها، احتمال لغو قراردادها، خروج ارز از کشور، پرداختهای نقدی و چالشهای تامین نقدینگی شرکتها، بلوکه نمودن دارایی های ارزی می باشد. همچنین تامین مواد از منابع خارجی دارای مزیت های مانند تنوع محصول و کیفیت مرغوب تر برخی اقلام نسبت به کالاهای مشابه داخلی می باشد.

**ریسک تکنولوژی خطوط تولید:** در بررسی ریسک و مزیت تکنولوژی خطوط تولید شرکتها باید به عمر دستگاهها، میزان استهلاک آنها، هزینه های تعمیر و نوسازی، منابع تامین قطعات خطوط تولید (داخلی یا خارجی)، میزان راندمان و بهره وری آنها و میزان مصرف انرژی آنها در مقایسه با استانداردها توجه نمود.

## بازده مورد انتظار

عموماً ریسک پذیری در یک سرمایه گذاری بدان معنی است که در ازای **تقبل ریسک بازده بالاتری مورد انتظار بوده و سرمایه گذار مستحق دریافت پاداش بیشتری** است. ریسک سرمایه گذاری به این معنی است که ارزش اوراق بهادار (سهام یا اوراق قرضه) بدون تغییر یا با کاهش مواجه خواهد شد. اما برای ارزیابی ریسک متقبل شده و بازده انتظاری، بایستی براساس یک نرخ پایه عمل کنید. این نرخ را نرخ بدون مخاطره (بازدهی بدون ریسک) می نامند. این امر از این جهت اهمیت دارد که بازده سهام عادی شرکتی سالانه ۱۸٪ و ریسک آن بسیار بالاتر از اوراق مشارکت دولتی است. این نوع سرمایه گذاری از مطلوبیت مناسبی برخوردار نبوده و نسبت ریسک به پاداش آن متناسب نمی باشد.

هنگامی که رویدادهای آتی به طور کامل قابل پیش بینی نبوده و برخی از اتفاقات بر بعضی دیگر ارجحیت داشته باشند، عامل ریسک وجود دارد. دلیل اصلی نیاز به وجود معیارهای اندازه گیری ریسک، **ایجاد توانایی برای تصمیم گیری بهتر** است بنابراین معیارهایی مفید محسوب می شوند که بتوان به کمک آنها فرصت های سرمایه گذاری را ارزیابی و رده بندی کرد. هدف سرمایه گذاران از سرمایه گذاری، کسب سود و در نهایت به حداکثر رساندن ثروتشان است. به این منظور، **آنان در دارایی هایی با بازدهی بالا و ریسک نسبتاً پایین سرمایه گذاری** می کنند. اگر نرخ بازده یک سرمایه گذاری بیش از نرخ بازده مورد انتظار وی باشد، ارزش آن دارایی بیشتر می شود و ثروت آن سهامدار نیز افزایش می یابد. در صورتی که سرمایه گذار در اوراق بهادار (سهام)، سرمایه گذاری کند، انتظار دارد قیمت سهام وی بالارود و متعاقب آن بازده سهام افزایش یابد.

پس از درک عوامل مرتبط با ریسک و بازده، حال می توان بازده مورد انتظار را مورد ارزیابی قرار داد. درک شرایط یک نوع سرمایه گذاری و انتظارات سرمایه گذار از وضعیت سود آوری آتی می تواند پارامتر مهمی در تصمیم گیری های او باشد. هر سرمایه گذار هنگامی مصرف فعلی خود را به تعویق می اندازد که از سرمایه گذاری خود توقع کسب بازدهی مثبت داشته باشد. انتظارات از سودآوری سرمایه گذاری تنها مختص به بازار سرمایه نیست و در سایر انواع سرمایه گذاری نیز همواره سرمایه گذار برآوردی از بازده مورد انتظار خود ارائه می نماید و سپس با بررسی ریسک ها و مزیت های آن به انجام آن اقدام می نماید. مثالی در زمینه فعالیت های کشاورزی گویای این موضوع است.

کشاورزی را در نظر بگیرید که از هر هرکتار زمین زیر کشت خود توقع دریافت محصول با تناژ مشخصی را دارد. این رقم بر مبنای میانگین بازدهی دوره های گذشته بدست آمده است. بازده مورد انتظار او در واقع با محاسبه ریسک هایی مانند آفت، خشکسالی، بلایای طبیعی و سایر مولفه های ریسک زا خواهد بود. این انتظار کشاورز با توجه به ریسک موجود در واقع نوعی استراتژی بازده مورد انتظار خواهد بود.

در همه فعالیتهای اقتصادی ضریب اطمینان در مورد بازده مورد انتظار متفاوت می باشد. عوامل بسیار متعددی که بعضا از کنترل شخص سرمایه گذار خارج است می تواند تاثیرات مثبت و منفی زیادی را بر روند بازدهی سرمایه گذاری بر جای گذارد. در بازار سرمایه همانطور که پیش تر بدان پرداختیم تصمیمات سیاسی و اقتصادی در سطح ملی و فراملی می تواند بازدهی سرمایه گذاران را تحت الشعاع قرار دهد. در ادامه به کمک روشهای آماری می توانیم همانند کشاورزی که در مثال بالا آورده شد بازده انتظاری خود از بازار سرمایه و شرکتهای آنرا محاسبه نمود.

✓ ریسک دامنه تغییرات بازده یک نوع سرمایه گذاری از میانگین بازده آن در دوره های گذشته می باشد.

✓ بازده انتظاری نیز میانگین بازدهی سرمایه گذاری در دوره های پیشین می باشد.

✓ اعداد همواره تمایل دارند به سوی میانگین خود متمایل شوند.

✓ هرچه انحراف معیار یک سرمایه گذاری از بازدهی میانگین آن بیشتر باشد ، ریسک آن سرمایه گذاری بیشتر خواهد بود.

## اجزای بازده

افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی ( تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی )

این سود ( زیان ) ناشی از اختلاف بین قیمت خرید و قیمت زمانی است که دارنده اوراق قصد فروش آنها را دارد . این اختلاف می تواند سود یا زیان باشد .

سود نقدی ناخالص :

مهم ترین جزء بازده، سودی است که به صورت جریان نقد دوره سرمایه گذاری به شکل بهره یا سود بین سرمایه گذاران تقسیم می شود . ویژگی متمایز این دریافت ها این است که منتشر کننده، پرداخت هایی را به صورت نقد به دارنده دارایی پرداخت می کند . این جریانات نقدی با قیمت اوراق بهادار نیز مرتبط است

مزایای استفاده از سود سهمی یا سهام جایزه

مجمع فوق العاده شرکت می تواند از طریق افزایش سرمایه، اندوخته یا سود سنواتی را به سهام تبدیل کند . در این حالت تعداد سهام شرکت افزایش می یابد . مدیران موظفند سهام منتشره جدید را به نسبت تعداد سهام ، میان سهامداران تقسیم کنند که آن را سهام جایزه می نامند .

مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام

در صورت تصویب افزایش سرمایه در مجامع فوق العاده شرکت ها مطابق قانون بر گه هایی را تحت عنوان حق تقدم خرید سهام منتشر می کند و به نسبت تعداد سهام سهامداران در زمان مجمع در اختیار سهامداران قرار می دهند .

این بر گه ها به سهامداران اجازه می دهد که از اولویت خرید سهام جدید به قیمت اسمی برخوردار شوند . حق تقدم خرید سهام خود از اوراق بهادار به شمار می رود . این اوراق در بازار قابل معامله می باشند و دارندگان این اوراق می توانند حق تقدم خرید سهام خود را به دیگری منتقل کنند

### اندازه گیری بازده

محاسبه صحیح بازده شامل دو جزء بازده ، یعنی سود دریافتی و تغییرات قیمت است . از طریق مفهوم بازده کل ، می توان بازده در طول زمان یا بازده اوراق بهادار را به دست آورد . معمولاً بازده کل (TR) در یک دوره معین شامل هر گونه وجوه نقدی دریافتی به اضافه تغییرات در طول دوره تقسیم بر قیمت اوراق یا دارایی در زمان خرید است . تغییرات قیمت در یک دوره معین از طریق تفاوت قیمت زمان خرید و قیمت زمان فروش تعیین می شود . عدد به دست آمده از فرآیند مذکور به صورت درصدی است و نشان دهنده بازده کل آن دارایی است .

معادله کلی برای محاسبه بازده کل (TR) به صورت زیر است :

$$TR = \frac{CF_t + (P_E - P_B)}{P_B} = \frac{CF_t + P_c}{P_B}$$

که اجزای معادله عبارتند از :

CFt : دریافت های نقدی در طول دوره مورد نظر t

PE : قیمت در پایان دوره t یا قیمت فروش

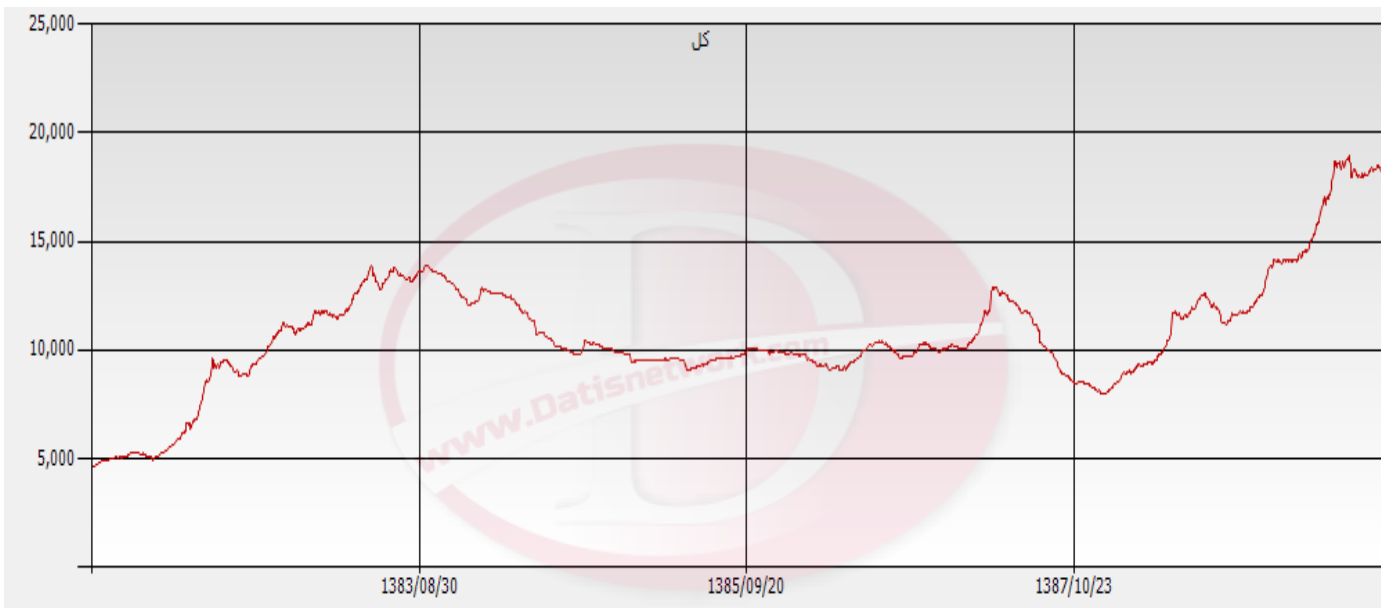
PB : قیمت خرید دارایی یا قیمت در شروع دارایی

PC : تغییر در قیمت در طول دوره یا PE منهای PB

انحراف معیار نشان دهنده اطلاعات مفیدی در خصوص پراکندگی یا تغییر پذیری بازده است . در یک توزیع نرمال می توان بازده خاصی را که بالاتر یا پایین تر از مقدار مشخص است ، تعیین کرد . دارایی که دارای بازدهی های نامنظم است پر مخاطره تر از دارایی که است که بازده آن به صورت آماری و آهسته تغییر می کند . در ادامه به روشهای محاسبه ریسک و بازده و تمرین عملی در محاسبه آن خواهیم پرداخت .

### محاسبه بازده مورد انتظار از بازار

برای بررسی وضعیت عمومی بازار سرمایه و تصمیم گیری در مورد اینکه آیا با توجه به ریسک و بازده موجود در بازار در سال پیش رو در مقایسه با اوراق مشارکت و اوراق بدون ریسک، بایستی بتوانیم در ابتدای سال تخمینی از میزان سودآوری و ریسک بازار به عمل آوریم. برای محاسبه ریسک و بازده بازار از روند شاخص بازده نقدی و قیمت بهره می‌جوییم.



سال	درصد بازدهی	سال	درصد بازدهی
۷۹	۶۲	۸۵	۳.۷
۸۰	۴۴.۶	۸۶	۲.۵
۸۱	۵۲.۸	۸۷	(۲۱)
۸۲	۱۱۳	میانگین	۲۹.۶



۲۹.۶٪	انتظار بازدهی بازار در سال ۸۸	۳۱.۳	۸۳
		(۲۲)	۸۴

برای محاسبه بازدهی بازار سرمایه ایران بایستی تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت را در ابتدا و انتهای یک دوره بررسی نمود.

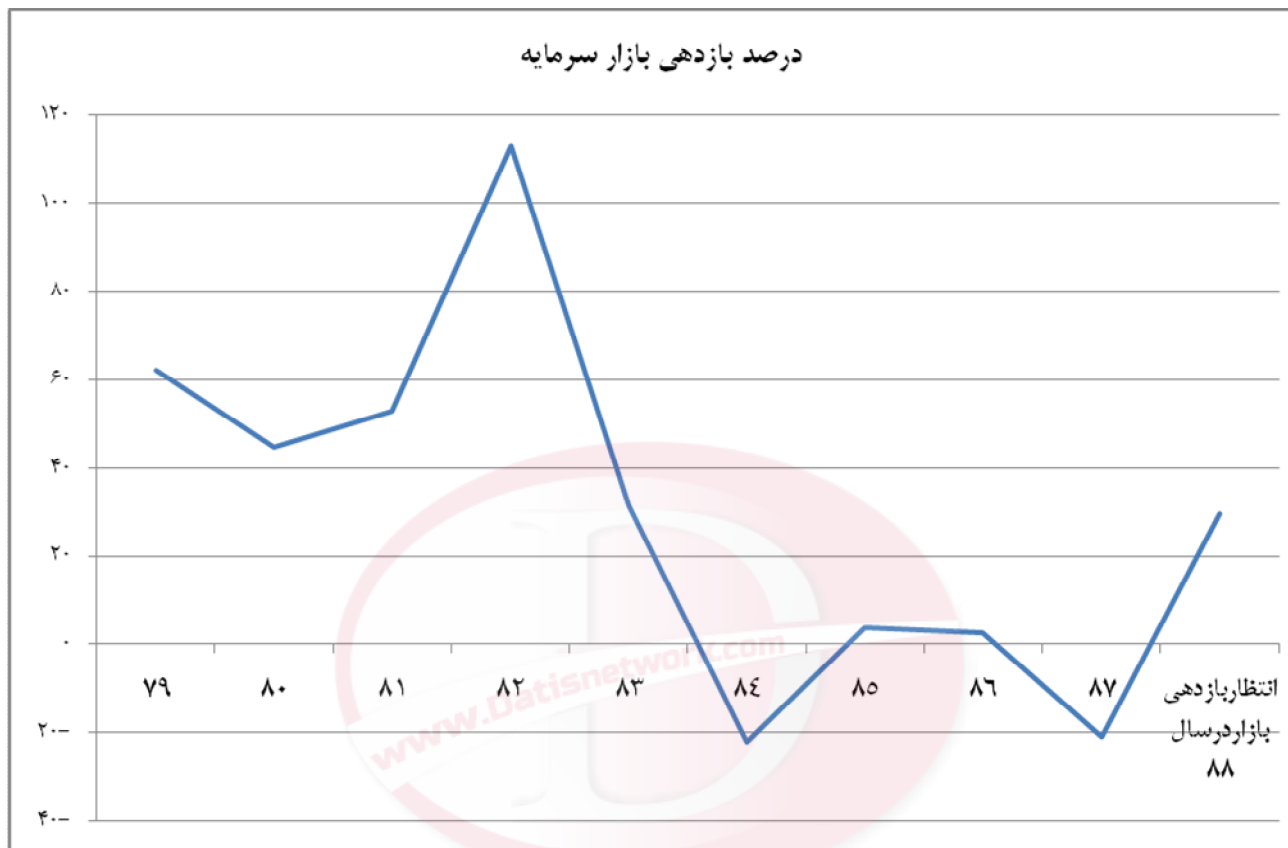
P <sub>۱</sub>	شاخص بازده نقدی و قیمت در پایان اسفند ۱۳۸۱
P <sub>۲</sub>	شاخص بازده نقدی و قیمت در پایان اسفند ۱۳۸۲

$$\frac{P_2 - P_1}{P_1} \times 100 = \text{بازدهی بر حسب درصد}$$

$$\delta^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (\text{بازدهی واقعی سال مورد نظر} - \text{میانگین بازدهی})^2$$

$$\delta^2 = \frac{1}{10-1} [(29.6 - 62)^2 + (29.6 - 44.6)^2 + \dots + (29.6 - (-21))^2] = 1144$$

$$\delta = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{1144} = 34 \quad \% \text{ درصد انحراف معیار از بازدهی انتظاری در سال ۸۸}$$



\*\* ۳۴٪ احتمال دارد بازده بازار نسبت به بازده انتظاری (۲۹.۶٪) منحرف شود. (ریسک بازده بازار)

\*\* بازده انتظاری یک سرمایه گذاری برای دوره بعد ، میانگین ساده بازده چند دوره قبل آن سرمایه گذاری است. در واقع یک متغیر تصادفی نرمال است.

\*\* انحراف معیار شاخص مناسبی برای اندازه گیری تغییرات بازده یا ریسک سرمایه گذاری می باشد.

\*\* با توجه به بازده انتظاری ۲۹.۶٪ و سود اوراق مشارکت بدون ریسک ۱۶٪ سرمایه گذاری در بازار برای روند بلند مدت مطلوب است.

## محاسبه بازده مورد انتظار سهام عادی

ردیف	ستون A	ستون B	ستون C
۱	سالهای نمونه	ملی مس ایران	بانک کارآفرین
۲	۱۳۸۵	۱۱.۳۵	۵۸
۳	۱۳۸۶	۹۹	۵۱
۴	۱۳۸۷	-۴۷	۴۰
۵	۱۳۸۸	۳۸.۲	۳۴
۶	میانگین بازده	۲۵.۳۳	۴۵.۷۵
۷	ریسک	۳۸.۳۲	۹.۳۴

$$\delta = \text{SQRT}(\text{VARPA}(B2:B6))$$

محاسبه ریسک ملی مس

برای محاسبه انحراف معیار (ریسک) بانک کارآفرین لازم است با استفاده از کپی کردن ستون B7 در ستون C7 و فشردن دکمه ENTER محاسبات مربوط به ریسک سهام بانک آفرین محاسبه میگردد.

## انحراف معیار (ریسک) ملی مس ایران

$$\delta^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (\text{بازدهی واقعی سال مورد نظر} - \text{میانگین بازدهی})^2$$

\*\*۳۸٪ احتمال دارد بازده سهم نسبت به بازده انتظاری (۲۵.۳۳٪) منحرف شود.

آنچه در مقایسه تطبیقی ریسک و بازده دو شرکت بانک کارآفرین و ملی مس ایران مشهود است ، انتظار بازدهی بانک کارآفرین ۸۰٪ بیشتر از ملی مس ایران می باشد در حالی که ریسک آن تقریباً یک چهارم ملی مس ایران می باشد. **(بازده بالاتر و ریسک کمتر)**

هدف از بررسی ریسک و بازده شرکتها در تحلیل بنیادی ، انتخاب سهام با بیشترین بازدهی و کمترین ریسک می باشد.



## فهرست شرکتهای دارای بیشترین مطلوبیت سرمایه گذاری

نام شرکت	بازدهی انتظاری	ریسک	بازده انتظاری به ریسک
بیمه البرز	۳۵.۳۴	۷.۸۲	۴.۵۲
معدنی املاح ایران	۲۷.۵۴	۷.۲۸	۳.۷۹
کارتن ایران	۲۴.۷۲	۶.۶۶	۳.۷۱
کاشی سینا	۷۴.۲۱	۲۰.۶۵	۳.۵۹
الکترونیک خودرو	۳۱.۵	۸.۹۹	۳.۵
نیروکلر	۷۶.۱۲	۲۳.۵۲	۳.۲۴
لیزینگ رایان سایپا	۶۳.۵۱	۱۹.۸۶	۳.۲
پاکسان	۵۱.۰۳	۱۶.۵۸	۳.۰۸
نیروترانس	۵۹.۱۵	۱۹.۹۶	۲.۹۶
سایپا شیشه	۳۳.۰۹	۱۲.۱۹	۲.۷۱
شاهد	۴۰.۹۱	۱۵.۱۴	۲.۷
صنعتی بهشهر	۴۷.۱۴	۱۷.۴۷	۲.۷
سر. سپه	۲۴.۹۱	۹.۵۴	۲.۶۱
گلتاش	۶۴.۰۱	۲۵.۰۴	۲.۵۶
قطعات اتومبیل	۵۲.۲۸	۲۰.۷۸	۲.۵۲
خاک چینی ایران	۴۶.۴۲	۱۸.۵۳	۲.۵
سایپا آذین	۳۵.۰۱	۱۵.۹۴	۲.۲

۲.۱۷	۲۱.۶۶	۴۶.۹۸	بانک کارآفرین
۲.۱۱	۲۷.۲۴	۵۷.۵۴	لیزینگ ایران
۲.۰۵	۱۲.۱	۲۴.۸۱	جوشکاب یزد
۲.۰۵	۱۱.۲۵	۲۳.۰۱	سر. نیرو
۱.۹۴	۱۲.۵۳	۲۴.۲۷	داروسازی کوثر
۱.۸۹	۱۹.۴۷	۳۶.۷۴	فارسازی خاور
۱.۸۵	۳۴.۵۴	۶۴	بانک پارسیان

## ریسک سیستماتیک و ضریب بتا

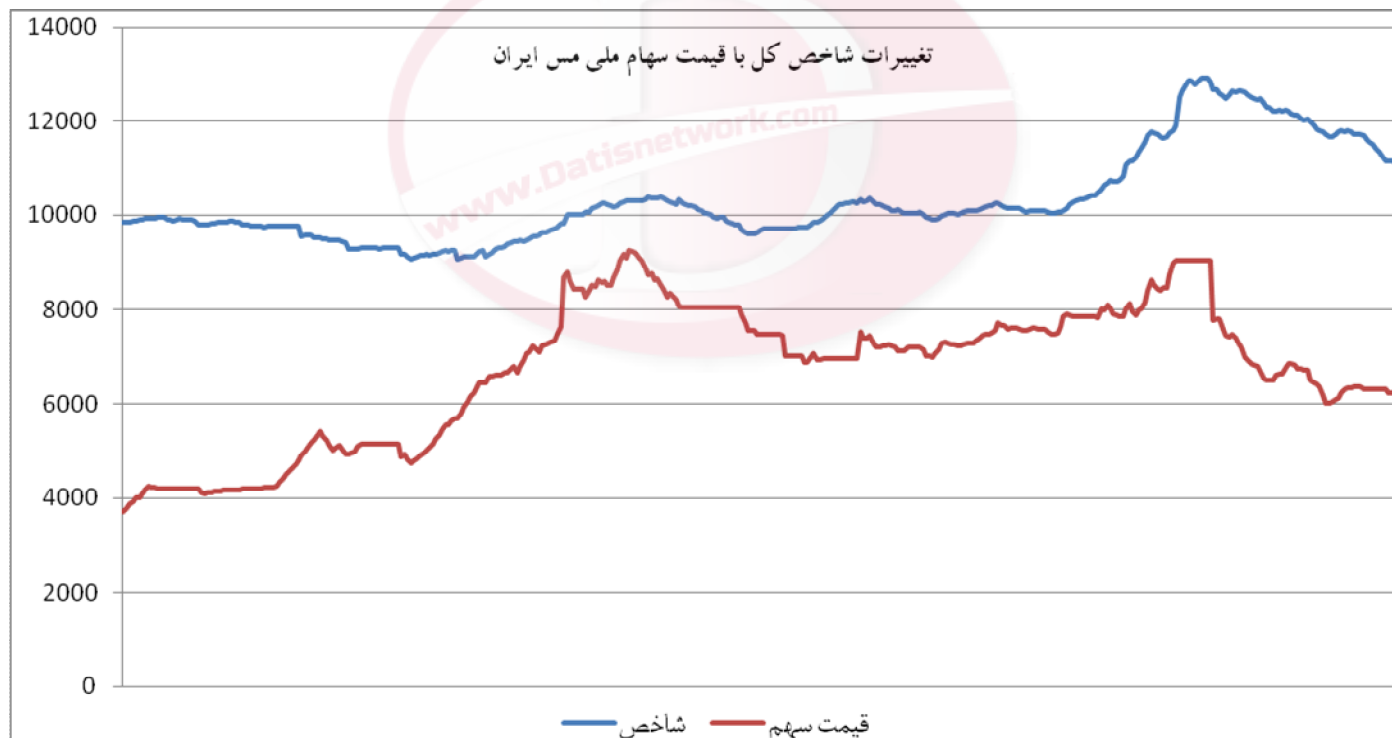
### شاخص اندازه گیری ریسک

بتا عبارت است از معیار اندازه گیری ریسک سیستماتیک یک اوراق بهادار که به عنوان قسمتی از ریسک کلی نمی توان آن را از طریق ایجاد تنوع کاهش داد یا از بین برد. **بتا، معیار نسبی ریسک یک سهام با توجه به پرتفولیوی بازار تمامی سهام ها است.** اگر بازده اوراق بهادار در نتیجه تغییرات بازار بیشتر یا کمتر از بازده بازار باشد، پراکندگی بازده آن اوراق بهادار بیشتر یا کمتر از بازده سایر اوراق بهادار موجود در بازار خواهد بود. برای مثال، به اوراق بهاداری که بازده آنها در هنگامی که بازده بازار به ۱۰ درصد افزایش یا کاهش پیدا می کند، اوراق بهادار پر ریسک یا اوراق بهادار با پراکندگی بازده بالا گفته می شود.

بتا، شیب خط رگرسیون است که بازده اوراق بهادار را با اوراق بهادار موجود در بازار مرتبط می سازد. اگر شیب این رابطه برای اوراق بهادار خاصی دارای زاویه ۴۵ درجه باشد. یعنی در صورت تغییر هر یک درصد در بازده بازار، به طور متوسط بازده این اوراق یک درصد تغییر خواهد کرد. بتا به عنوان شاخص اندازه گیری ریسک سیستماتیک عادی است. به طور خلاصه بتای معمولی بازار برابر یک است. **سهام هایی که بتای آنها از یک بیشتر است، سهام پر ریسک هستند که پراکندگی آنها زیاد است و بر عکس سهام هایی که بتای آنها کمتر از یک است، سهام کم ریسک هستند که پراکندگی بازده آنها کمتر است.** برای اندازه گیری ریسک سهام، بتا معیار مناسبی است. برای مقایسه

ریسک سیستماتیک سهام مختلف، بتا معیار مفیدی است و سرمایه گذاران برای **قضاوت در خصوص ریسک سهام** از آن استفاده می کنند. با استفاده از بتا می توان سهام مختلف را رتبه بندی نمود؛ چرا که تغییرات بازار در یک دوره مشخص برای تمامی اوراق بهادار ثابت است. بنابراین رتبه بندی سهام بر اساس معیار بتا، شبیه رتبه بندی آنها بر اساس ریسک سیستماتیک است. **سهامی که بتای آن بالا یا پایین باشد، ریسکش نیز بالا یا پایین خواهد بود.** امروزه بسیاری از موسسات کارگزاری و ارائه دهندگان خدمات مشاوره ای سرمایه گذاری، علاوه بر ارائه اطلاعات مربوط به سهام، بتای آن سهام را نیز گزارش می کنند. دو معیار انحراف معیار و بتا معیارهایی هستند که به طور گسترده ای مورد استفاده سرمایه گذاران قرار می گیرند.

**ضریب بتا نشان دهنده رابطه تغییر بازدهی یک نوع اوراق بهادار با بازدهی یک پرتفوی بزرگ همانند شاخص کل بازار بورس اوراق بهادار می باشد. هر قدر تغییرات بازده یک نوع اوراق بهادار با تغییرات شاخص بازار همخوانی بیشتری داشته باشد ریسک مربوط به آن اوراق بیشتر خواهد بود.**



در نمودار بالا روند قیمت سهام شرکت ملی مس ایران با شاخص کل بازار بورس مقایسه شده است. مشخصاً تغییرات وضعیت کلان بازار همانند افزایش رشد اقتصادی و بهاء فلزات رنگین و انرژی باعث رشد شاخص کل بازار بورس می شود. قیمت سهام ملی مس ایران نیز منطبق با تغییرات شرایط بازار افزایش یا کاهش یافته است. در آخرین سقوط همزمان قیمت سهام ملی مس و شاخص کل، آغاز دوران رکود در اقتصاد جهانی بود و نشان می دهد ریسک سیستماتیک بازار (تحولات کلان اقتصادی) بر قیمت سهام مس موثر است. با توجه به تعاریف زیر از ضریب بتا به عقیده شما بتای شرکت ملی صنایع مس ایران چقدر می تواند باشد؟

### تفسیر ضریب بتا

استفاده از شاخص بتا به عنوان یکی از شاخص‌های سنجش ریسک از دهه ۱۹۸۰ به بعد رایج شده است. ضریب بتا معیاری برای محاسبه ریسک سیستماتیک است و می تواند به عنوان شاخصی برای رتبه‌بندی ریسک دارایی‌های مختلف قرار گیرد. **ضریب بتا نشان‌دهنده شدت حساسیت قیمت سهام یک شرکت به روند کلی شاخص بازار است.** در صورتی که ضریب بتا برای یک دارایی **بیشتر از یک** باشد، نوسانات بازدهی آن سهم **بیشتر از نوسانات بازار** خواهد بود و به آن **دارایی پرریسک** گفته می شود. به عکس دارایی‌های با **ضریب بتای کمتر از یک**، به مفهوم نوسانات **کمتر از نوسانات بازار** است و به آن **دارایی کم ریسک** گفته می شود.

در ایامی که **بازار مثبت** است باید در سهام با **بتای بیشتر از یک** و در ایامی که **بازار منفی** است در سهام با **بتای کمتر از یک**، سرمایه گذاری شود. ضریب بتای یک نشان می دهد اگر بازدهی بازار ۱۰٪ باشد بازدهی سهم با بتای یک نیز ۱۰٪ است. به عبارت دیگر در صورتی که بازدهی بازار ۱۰٪ باشد بازدهی سهم با بتای ۱.۵ **بایستی ۱۵٪ باشد.** ضریب بتای زیر صفر نشان‌دهنده حرکت قیمت سهم **خلاف جهت روند بازار** می باشد. به همین منوال در روند نزولی نیز کاهش قیمت همپا و همگام با بازار دارای شدت می باشد. بتا برای بازاری یک است و اگر بتای سهم از یک کمتر شد سهم مورد نظر را یک سهم **تدافعی** گوئیم. اگر بتای سهم از یک بیشتر باشد به این سهم یک سهم **تهاجمی** گوئیم. اگر بتای سهم مساوی یک شد این سهم را **خنثی** و یا **بدون حساسیت** نامیم. معمولاً افراد محافظه کار از سهم با بتای کمتر از یک و افراد ریسک پذیر از سهم با بتای بیشتر از یک استقبال میکنند.

بعنوان نمونه اگر در اثر تغییرات اقتصادی یا سیاسی بازده سهم A ۲۳ درصد و بازده سهم B ۱۱ درصد کاهش یافت و بازده بازار نیز ۱۴ درصد کاهش یابد در این صورت سهم A که به دلیل ۱۴ درصد کاهش بازده بازار ۲۳ درصد کاهش بازده داشته نسبت به سهم B که با این شرایط ۱۱ درصد کاهش داشته از ریسک بیشتری برخوردار است.

### روشهای آماری در محاسبه ضریب بتا



محاسبه ضریب بتای یک سهم عادی کار چندان پیچیده و مشکلی نیست ، اگر چه گاهی طاقت فرسا است.

اولین مرحله این است که نرخ بازده سهام مورد بررسی و نرخ بازده پرتفوی بازار را برای یک دوره زمانی مشخص اندازه گیری کنیم (نرخ بازده پرتفوی بازار از روی شاخص قیمت بورس سهام قابل محاسبه است). سری زمانی حاصله ممکن است برای دوره های زمانی هفتگی ، ماهانه یا سالانه باشد. اگر قصد این باشد که آنرا برای یک هفته محاسبه کنیم ، باید به سادگی درصد تغییرات قیمت آن سهم و درصد تغییرات شاخص بازار را (در آن هفته) محاسبه کرد. اگر قرار باشد که میزان بازده یک سهم برای یک سال محاسبه شود ، باید مقادیر سود تقسیمی هر سهم را در آن فرمول گنجانید به معادله مراجعه کنید.

دومین مرحله این است که کوواریانس نرخ بازده این سهام و نرخ بازده پرتفوی بازار را محاسبه کنیم.

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$



مثال : به کمک نرم افزار EXCEL به راحتی می توان با جمع آوری داده های رایگان ضریب بتای یک سهام را محاسبه نمود. سرمایه گذاری غدیر نمونه ای است که در ادامه به محاسبه ضریب بتای آن خواهیم پرداخت.

ردیف	ستون A	ستون B	ستون C
	تاریخ	شاخص	سرمایه گذاری غدیر
۱	۱۳۸۹/۳/۵	۱۴۱۵۳.۸	۲۴۴۰
۲	۱۳۸۹/۲/۵	۱۴۰۵۳.۳	۲۶۳۴
۳	۱۳۸۹/۱/۷	۱۲۶۱۳.۹	۲۹۲۳
۴	۱۳۸۸/۱۲/۵	۱۱۹۹۳.۲	۲۶۱۶
۵	۱۳۸۸/۱۱/۵	۱۱۷۰۵.۱	۲۵۵۷
۶	۱۳۸۸/۱۰/۷	۱۱۱۹۶.۹	۲۳۰۰
۷	۱۳۸۸/۹/۴	۱۲۱۱۳.۴	۲۵۷۰
۸	۱۳۸۸/۸/۲	۱۲۲۴۲.۸	۲۷۷۳
۹	۱۳۸۸/۷/۵	۱۱۵۸۸.۲	۲۱۷۰
۱۰	۱۳۸۸/۶/۷	۱۱۷۳۴.۴	۲۱۵۷
۱۱	۱۳۸۸/۵/۵	۹۷۰۳.۷	۱۶۸۶
۱۲	۱۳۸۸/۴/۶	۹۳۴۲.۶	۱۷۲۶
۱۳	۱۳۸۸/۳/۵	۸۹۳۴.۶	۱۶۷۱

$$\beta = \frac{COVAR(B_{13}; C_{13}; C_{13})}{VARPA(C_{13}; C_{13})} = ۳.۲۸$$

بهتر آن است محاسبه ضریب بتا برای یک دوره پنج ساله به صورت نمونه گیری های ماهانه باشد تا همسنجی روند قیمتی سهام شرکت با شاخص کل در برگیرنده عوامل تاریخی با دوره های زمانی قابل اتکا باشد.

میانگین ضریب بتای صنایع بازار بورس اوراق بهادار (از سال ۸۴-۹۰ به صورت نمونه گیری ماهانه)

ضریب $\beta$	نام صنعت	ضریب $\beta$	صنعت
۰.۳۵	خودرو و قطعات	۲.۴۴	پیمانکاری صنعتی
۰.۳۴	مبلمان ، مصنوعات	۱.۳۹	کانه های فلزی
۰.۳۴	محصولات فلزی	۱.۲۵	استخراج ذغالسنگ
۰.۳۳	سایر کانی غیر فلزی	۱.۱۸	چندرشته ای صنعتی
۰.۳۲	ماشین آلات و تجهیزات	۰.۹۲	فنی و مهندسی
۰.۳	قند و شکر	۰.۸۷	اندازه گیری و پزشکی
۰.۲۸	انتشار ، چاپ ، تکثیر	۰.۸۲	بیمه
۰.۲۳	املاک و مستغلات	۰.۷۳	سایر مالی
۰.۲۲	کاشی و سرامیک	۰.۶۹	حمل و نقل
۰.۲۲	لاستیک و پلاستیک	۰.۶۳	فلزات اساسی
۰.۲۱	دستگاههای برقی	۰.۵۹	بانکها و نهاد پولی
۰.۱۹	غذایی بجز قند و شکر	۰.۵۷	سیمان ، آهک ، گچ
-۰.۱۳	تامین وجوه بیمه	۰.۵۵	سایر معادن
-۰.۱۵	محصولات کاغذی	۰.۵۳	شیمیایی
-۰.۳۲	منسوجات	۰.۵۲	نفی ، کک ، هسته ای
-۰.۳۶	سایر حمل و نقل	۰.۵۱	سرمایه گذاریها
-۰.۳۷	وسایل ارتباطی	۰.۴۳	کشاورزی دامپروری

دارو	۰.۴۳	واسطه گریه‌های مالی	-۲.۰۶
رایانه	۰.۴۱	دباغی چرم پاپوش	-۲.۵
محصولات چوبی	۰.۳۸		

### فهرست شرکتهای دارای بیشترین ضریب بتا (از سال ۸۴-۹۰ به صورت نمونه گیری ماهانه)

نام شرکت	ضریب $\beta$	نام شرکت	ضریب $\beta$	نام شرکت	ضریب $\beta$
ملی شیمی کشاورز	۲.۶۶	سیمان کردستان	۱.۶۵	مپنا	۱.۲۸
صنعتی دریایی	۲.۴۴	کالسیمین	۱.۶۴	ذغالسنگ نگین	۱.۲۵
سر. معادن و فلزات	۲.۱۵	باما	۱.۶۱	شو کوپارس	۱.۲۵
فرآوری مواد معدنی	۲.۱	صنایع بسته بندی فلزی	۱.۵۹	فولادخراسان	۱.۲۴
فولاد مبارکه اصفهان	۲.۰۱	سر. امید	۱.۵۸	پالایش نفت اصفهان	۱.۲۳
حفاری شمال	۱.۹۲	بیمه البرز	۱.۵۵	چینی ایران	۱.۲۱
کارآفرین	۱.۷۹	ملی سرب و روی	۱.۵۵	فرآورده های نسوز آذر	۱.۲
ماشین سازی اراک	۱.۷۹	پتروشیمی فن	۱.۵۲	آبفر	۱.۱۶

آوران					
۱.۱۵	بانک پارسیان	۱.۴۸	مخابرات ایران	۱.۷۷	چادرملو
۱.۱۵	سیمان شرق	۱.۴۷	الیاف پروپیلن	۱.۷۳	پلاسکو کار سایپا
۱.۱۴	سیمان سپاهان	۱.۴	سیمان دورود	۱.۷۲	گل گهر
۱.۱۴	غذایی مشهد	۱.۳۳	معادن روی ایران	۱.۷۲	آذراب
۱.۱۲	زامیاد	۱.۳۲	ملی صنایع مس ایران	۱.۶۸	فولاد خوزستان
۱.۱	سیمان صوفیان	۱.۳	کشتیرانی ایران	۱.۶۶	سر. غدیر



فهرست شرکتهای دارای کمترین ضریب بتا (از سال ۸۴-۹۰ به صورت نمونه گیری ماهانه)

نام شرکت	ضریب $\beta$	نام شرکت	ضریب $\beta$	نام شرکت	ضریب $\beta$
روغن نباتی پارس	-۲.۶	بسته بندی ایران	-۰.۴۹	کابل باختر	-۰.۲۲
گروه صنعتی ملی	-۲.۵	شهد	-۰.۴۶	آلومراد	-۰.۱۸
تیزرو	-۱.۴۸	کارتن البرز	-۰.۴	رنگین	-۰.۱۷
آریا الکترونیک	-۱.۴۷	ایران گچ	-۰.۳۳	الیاف مصنوعی	-۰.۱۷
مرتب	-۱.۳۴	پارس	-۰.۳۳	لاستیک البرز	-۰.۱۷
دارو حکیم	-۱.۱۲	ایرانیت	-۰.۳۲	سر. نفت	-۰.۱۷
کارتن پارس	-۰.۹۷	کاشی اصفهان	-۰.۳۲	کاشی سعدی	-۰.۱۶
صنعتی ملایر	-۰.۷۸	تولیدی تهران	-۰.۳	جنرال	-۰.۱۵
پاک وش	-۰.۶۹	پگاه اصفهان	-۰.۲۶	نساجی مازندران	-۰.۱۵
بسته بندی مشهد	-۰.۶۷	دشت مرغاب	-۰.۲۵	کابل البرز	-۰.۱۴
مهندسی فیروزا	-۰.۶	تولیدی بهمن	-۰.۲۵	نساجی بروجرد	-۰.۱۳
لاستیک دنا	-۰.۵۵	شیشه قزوین	-۰.۲۴	آبادگران	-۰.۱۲
قند					
شیرین خراسان	-۰.۵۴	سولیران	-۰.۲۴	فارسیت اهواز	-۰.۱۲
آلومینیوم پارس	-۰.۵	تهران دارو	-۰.۲۳	بهپاک	-۰.۱۲

## نسبت شارپ

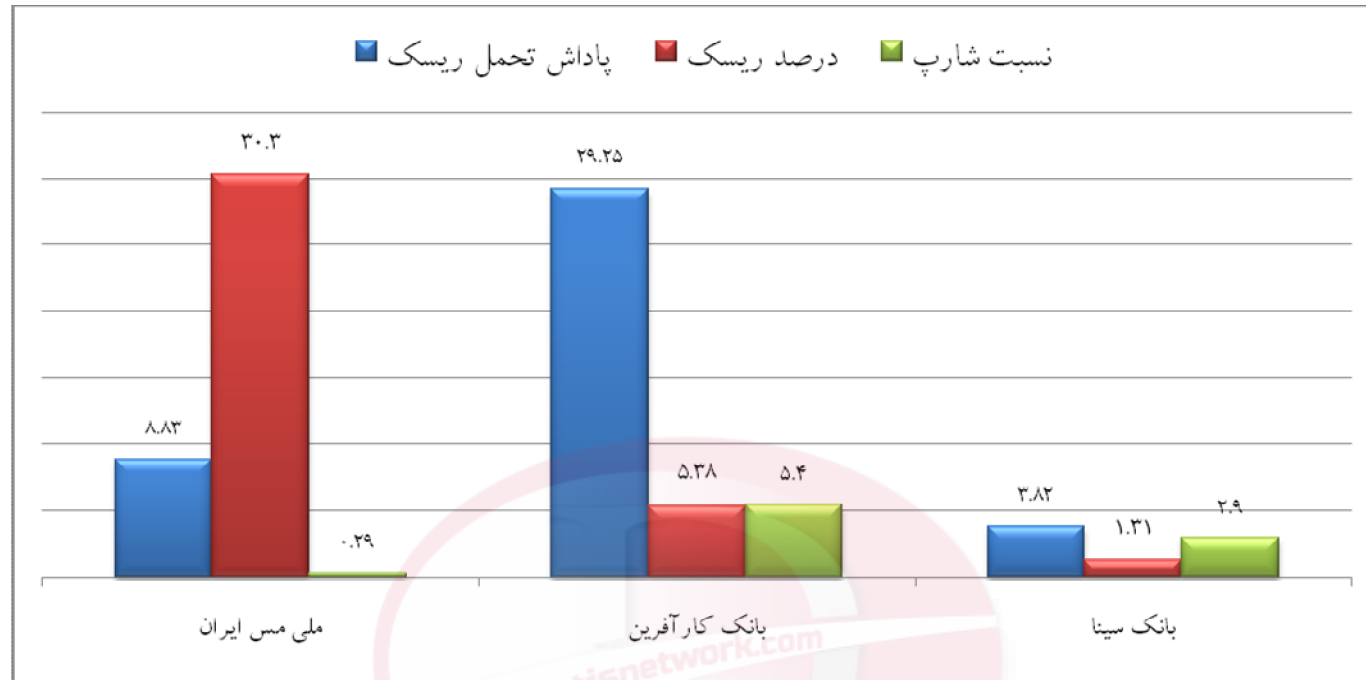
نسبت شارپ مساویست با تفاوت بازده یک سرمایه گذاری با بازده بدون ریسک تقسیم بر ریسک سرمایه گذاری موردنظر که به صورت زیر می باشد :

$$\text{نسبت شارپ} = \frac{\text{(بازدهی بدون ریسک - بازدهی انتظاری)}}{\text{انحراف معیار}}$$

نسبت شارپ مفهومی مشابه نسبت بازده به ریسک دارد با این تفاوت که بازده بدون ریسک در طی دوره مورد نظر از بازده انتظاری کسر می گردد. در ایران بازده سرمایه گذاری بدون ریسک را نرخ بازده ۱۷ درصدی سالیانه اوراق مشارکت در نظر می گیرند که بصورت سه ماه به سه ماه قابل برداشت می باشد. پس اگر نسبت شارپ در مورد بازه زمانی یکساله بکار رود ، عدد ۱۷ درصد از بازده انتظاری یکساله سهم کسر شده و حاصل بر ریسک یکساله سهم تقسیم می گردد و اگر نسبت شارپ در مورد بازه زمانی سه ماهه بکار رود ، عدد ۴.۲۵ درصد از بازده انتظاری سه ماهه سهم کسر شده و حاصل بر ریسک سه ماهه سهم تقسیم می گردد.

بدیهیست هر مقدار نسبت شارپ یک سرمایه گذاری بیشتر باشد آن سرمایه گذاری از مطلوبیت بالاتری برخوردار است. نسبت شارپ بیانگر آن است که سرمایه گذاری در سهام شرکتی خاص در مقایسه با سرمایه گذاری بدون ریسک همانند اوراق مشارکت تا چه میزان **توجیه پذیر** است. نسبت شارپ ملی مس ایران نشان می دهد که ریسک ۳۰.۳٪ در این سهم با توجه به بازده انتظاری ۲۵.۳۳٪ نمی تواند بر سرمایه گذاری بدون ریسک ترجیح داده شود. به عبارت دیگر نسبت شارپ نشان می دهد که آیا پاداش تحمل ریسک برای شما در سرمایه گذاری در سهام این شرکت به نسبت سرمایه گذاری در اوراق بدون ریسک در خور توجه می باشد یا خیر؟

در واقع آنچه که از نسبت شارپ می توان استخراج کرد ، به صرفه بودن سرمایه گذاری در شرکت مورد نظر در مقایسه با سرمایه گذاری بدون ریسک سه ماهه یا یکساله در اوراق مشارکت می باشد. بدین معنا که منفی بودن نسبت شارپ نشان می دهد که بازده انتظاری سهم مورد نظر از بازده بدون ریسک اوراق مشارکت کمتر بوده و لذا سرمایه گذاری در چنین شرکتی توجه پذیر به نظر نمی رسد.



\*\* منظور از پاداش تحمل ریسک ، ما به التفاوت بازده سهام دارای ریسک با اوراق مشارکت بدون ریسک می باشد.



## میانگین نسبت شارپ صنایع بازار سهام

نسبت شارپ	نام صنعت	نسبت شارپ	نام صنعت
۰.۷	چندرشته ای صنعتی	۱.۶۶	بیمه
۰.۶۵	دستگاههای برقی	۱.۵۶	سایر مالی
۰.۶	حمل و نقل	۱.۳۹	بانکها و نهاد پولی
۰.۵۹	استخراج ذغالسنگ	۱.۱۴	کشاورزی دامپروری
۰.۵۸	پیمانکاری صنعتی	۰.۹	دباغی چرم پاپوش
۰.۵۸	سرمایه گذاریها	۰.۸۹	رایانه
۰.۵۵	شیمیایی	۰.۸۸	فنی و مهندسی
۰.۵۴	مبلمان، مصنوعات	۰.۷۶	کاشی و سرامیک
۰.۴۶	اندازه گیری و پزشکی	۰.۷۴	دارو
۰.۴۶	محصولات چوبی	۰.۷۳	خودرو و قطعات

شاخصهای حوزه ریسک و بازده صنایع بازار بورس (از سال ۸۴-۹۰ به صورت نمونه گیری ماهانه)

روزهای معاملات	$\beta$	انتظاری به ریسک	ریسک	بازدهی انتظاری	بازدهی واقعی	صنعت
۱۹	-۲.۰۶	۱.۷۴	۳۷.۵۹	۶۵.۳۶	۶۲.۳۴	واسطه گریه‌های مالی
۱۷	-۰.۱۳	۰.۷۸	۴.۴۶	۳.۴۹	۳.۴۲	تامین وجوه بیمه
۱۷.۱۴	۰.۵۹	۰.۴۴	۱۰.۰۳	۳.۵۶	۳.۰۳	بانکها و نهاد پولی
۱۳.۸۶	۰.۵۲	۰.۳۶	۱۱.۳۳	۳.۹۴	۳.۳۵	نفتی کک هسته ای
۴	-۲.۵	۰.۱۶	۷۲.۳۳	۱۱.۴۱	۳.۶۸	دباغی چرم پاپوش
۴	۰.۳۴	۰.۲۶	۱۲.۳۹	۳.۲۶	۲.۷۱	مبلمان، مصنوعات
۳	۰.۴۳	۰.۳۲	۹.۳۲	۲.۹۴	۲.۵۸	کشاورزی دامپروری
۱۰.۶۷	۰.۴۱	۰.۲۵	۱۲.۳۸	۲.۹۱	۲.۱۱	رایانه
۹.۴۱	۰.۴۳	۰.۲۷	۱۱.۲۴	۳.۰۳	۲.۴۳	دارو
۱۴.۷۵	۰.۷۳	۰.۲۴	۱۲	۲.۷	۱.۹۵	سایر مالی
۱۲.۳۸	۱.۳۹	۰.۱۷	۱۸.۶۹	۳.۲۸	۱.۸۳	کانه های فلزی
۱۰	۰.۶۹	۰.۱۱	۱۳	۱.۷۳	۰.۸۴	حمل و نقل

استخراج ذغالسنگ	۱.۳	۱.۸۲	۱۰.۵۸	۰.۱۷	۱.۲۵	۱۳
فنی و مهندسی	۱.۱۸	۱.۸۴	۱۱.۶۹	۰.۱۵	۰.۹۲	۱۴.۵
پیمانکاری صنعتی	-۰.۸۳	۱.۲۱	۲۲.۴۸	۰.۰۵	۲.۴۴	۱۳
دستگاههای برقی	۰.۸۹	۱.۵۸	۱۱.۱۵	۰.۱۳	۰.۲۱	۷.۳۸
قند و شکر	۰.۷	۲	۱۶.۷۴	۰.۱۲	۰.۳	۴
بیمه	۱.۱۶	۲.۱۷	۱۵.۴۶	۰.۰۸	۰.۸۲	۱۶.۶۷
انتشارچاپ تکثیر	-۰.۰۱	۰.۲۸	۵.۵۱	۰.۰۳	۰.۲۸	۴
فلزات اساسی	۰.۷۵	۱.۷۹	۱۵.۰۲	۰.۱۲	۰.۶۳	۹.۴۴
شیمیایی	۰.۶۲	۱.۴۲	۱۲.۸۴	۰.۱۱	۰.۵۳	۷.۹۷
تجهیزات	۰.۷	۱.۳۵	۱۰.۱۹	۰.۱۵	۰.۳۲	۵.۶۶
خودرو و قطعات	۱.۰۳	۱.۵	۹.۸۵	۰.۱۴	۰.۳۵	۱۰.۸۷
کاشی و سرامیک	۰.۵۹	۱.۴۲	۱۲.۲۴	۰.۱۲	۰.۲۲	۵
اندازه گیری پزشکی	۰.۱۱	۱.۵۱	۱۸.۲۵	۰.۰۳	۰.۸۷	۸.۵
سایر کانی غیر فلزی	۰.۶۴	۱.۲۷	۱۰.۸۸	۰.۱۱	۰.۳۳	۵.۸۸
چندرشته ای	۰.۴۷	۱.۰۴	۱۰.۴۲	۰.۱	۱.۱۸	۱۵

غذایی	۰.۱۱	۰.۷۷	۱۱.۰۵	۰.۰۶	۰.۱۹	۵.۱۲
لاستیک و پلاستیک	۰.۳۵	۱.۰۸	۱۱.۸۹	۰.۰۷	۰.۲۲	۴.۴۳
سیمان آهک گچ	۰.۰۲	۰.۵۲	۹.۸۵	۰.۰۶	۰.۵۷	۶.۸۷
سایر معادن	-۱.۱۸	-۰.۲۷	۱۱.۶۵	۰	۰.۵۵	۳.۵
محصولات فلزی	۲.۰۵	۲.۷	۱۰.۶	۰.۲۵	۰.۳۴	۴.۰۶
محصولات کاغذی	-۱.۵۵	-۰.۵۳	۱۲.۴۷	-۰.۰۴	-۰.۱۵	۴.۱۷
املاک و مستغلات	-۰.۰۵	۰.۳۲	۸.۵۸	۰.۰۴	۰.۲۳	۱۲
سرمایه گذاریها	۰.۰۷	۰.۴۵	۸.۶۵	۰.۰۵	۰.۵۱	۱۲.۲۳
منسوجات	-۰.۹۹	-۰.۸۱	۲.۸۷		-۰.۳۲	۰.۲۲
وسایل ارتباطی	۰.۱۴	۱.۴۸	۱۵.۶۲		-۰.۳۷	۵.۸۸
میانگین	۰.۹	۱.۶۱	۱۱.۴			۷.۵۵

## محاسبه ریسک و بازده پرتفوی

اگر چه سرمایه گذاران به هنگام خرید اوراق بهادار با چنان دقتی در صدد محاسبه نرخهای بازده و واریانس آنها بر نمی آیند ، ولی همواره مقادیر بازده را تخمین می زنند ، چون در غیر اینصورت هرگز سهام یک شرکت خاص را به سهام شرکتهای دیگر ترجیح نمی دهند. تردیدی نیست که اگر افراد در انتظار بازده آینده حاصل از سرمایه گذاری نباشند ، سرمایه خود را اکنون به مصرف می رسانند. این سرمایه گذارها دست کم بر اساس قضاوتهای ذهنی خود نسبت به میزان معینی بازده آینده مطمئن هستند. همچنین استفاده از داده های ریاضی در محاسبه بازده آینده و ریسک سرمایه گذاری به تنهایی نمی تواند سرمایه گذار را در انتخاب سهام پربازده و مطمئن یاری دهد. زیرا افزایش سرمایه شرکتهای ، تغییرات در سود و زیان آنها ، اثرات متغیرهای اقتصادی بر سودآوری شرکتهای و سیاستهای متغیر تقسیم سود نقدی در مجامع می تواند احتمال نزدیک به واقع بودن برآوردهای ریاضی را کم رنگ جلوه دهد.

در ادامه به بررسی ریسک و بازده سبدهی از اوراق بهادار خواهیم پرداخت.

سهم	بازده انتظاری سهم	انحراف معیار (درصد)
مس ایران	۲۵	۳۰٪
پالایش نفت اصفهان	۳۰	۱۱٪
مخابرات ایران	۱۰	۵٪
بانک کارآفرین	۵۰	۷٪
بانک سینا	۲۰	۴٪

روش ۱ :

### بازده مورد انتظار سبد از روش میانگین موزون

ساده ترین روش در برآورد میزان بازدهی سبد روش میانگین موزون بازده می باشد. بازده پرتفوی برابر است با میانگین موزون بازده سهامی که آن مجموعه را تشکیل داده است..

وزن سهم ب \* بازده انتظاری سهم ب + وزن سهم الف \* بازده انتظاری سهم الف = بازده انتظاری سبد

سهم	بازده انتظاری سهم	وزن سهم در پرتفوی	بازده انتظاری در سبد
مس ایران	۲۵	۱۵	۳.۷۵
پالایش نفت	۳۰	۲۰	۶
مخابرات ایران	۱۰	۲۵	۲.۵
بانک کارآفرین	۵۰	۲۵	۱۲.۵
بانک سینا	۲۰	۱۵	۳

بازده انتظاری سبد : ۲۷.۷۵٪ سالانه

سهم	بازده انتظاری سهم	انحراف معیار (درصد)
مس ایران	۲۵	۳۰٪
پالایش نفت اصفهان	۳۰	۱۱٪
مخابرات ایران	۱۰	۵٪
بانک کارآفرین	۵۰	۷٪
بانک سینا	۲۰	۴٪
<b>همبستگی = <math>COVAR(B1:B5; D1:D5) = 0.042</math></b>		

۱۱.۴٪	ریسک کل سبد
٪۲۷.۷۵	میانگین بازده انتظاری دوره
۲.۴۳	نسبت بازده به ریسک



## فصل سوم

### تجزیه و تحلیل صورتهای مالی

#### پس از مطالعه این فصل شما می توانید:

۱. با اجزاء و ساختار صورتهای مالی مانند صورت سود و زیان و ترازنامه آشنا شوید.
۲. با اشکال متفاوت صورتهای مالی مبتنی بر ماهیت فعالیت شرکتها آشنا شوید.
۳. با انواع روشهای تجزیه و تحلیل صورتهای مالی و نسبتهای مالی آشنا شوید و خواهید توانست انواع صورتهای مالی و نسبتها بر حسب درصد را محاسبه نمایید.
۴. صورت سود و زیان یک شرکت تجاری، خدماتی و سرمایه گذاری را تحلیل بنیادی کنید و میزان سود و زیان آتی آنها را برآورد کنید.
۵. به کمک مقایسه صورتهای مالی می توانید شرکتهای برتر از صنایع برتر بازار سرمایه را شناسایی کنید.



## درک صورتهای مالی

صورتهای مالی اساسی عبارتند از: **صورت سود و زیان، ترازنامه و صورت جریانهای نقدی**. تجزیه و تحلیل این سه صورت، و همزمان با آن، تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی مربوط را "تجزیه و تحلیل صورتهای مالی" financial statement analysis می‌نامند. این نوع تجزیه و تحلیلها باعث می‌شود مدیران شرکتهای صاحبان سرمایه، بستانکاران و سرمایه‌گذاران بتوانند از وضع مالی حال و آینده شرکتهای سهامی موردنظر خود آگاه شوند و درباره آن قضاوت کنند. در سایه همین تجزیه و تحلیل صورتهای مالی است که عده‌ای به عملکردهای آینده برخی شرکتهای سهامی دل می‌بندند. در تجزیه و تحلیل شرکتهای سهامی می‌شود وضعیت سودآوری، ریسک مالی، وضعیت تولید و فروش، وضعیت بدهی و حاشیه سود شرکت به طور کامل بررسی گردد. ذینفعان شرکت اعم از سهامداران، بستانکاران و افراد طرف معامله با شرکت میتوانند با استفاده از تجزیه و تحلیلهای انجام شده بر روی صورتهای مالی یک شرکت خود را در وضعیت مناسبی با آن قرار دهند. اگر ریسک مالی شرکت بالا باشد سهامداران ممکن است اقدام به فروش سهام خود کنند و یا بستانکاران سعی می‌کنند اعتبار کمتری به شرکت بدهند و یا در مقابل وضعیت بستانکاری خود بازدهی بیشتری را طلب کنند.

**بهترین راه برای شناخت وضعیت مالی شرکت، بررسی صورت مالی آن است.** تحلیل صورت مالی شرکتها کار نسبتاً دقیق و فنی است. پس از بررسی صورت مالی مشخص می‌شود که گذشته شرکت از لحاظ قدرت فروش و سوددهی و... چگونه بوده است. همچنین وضعیت آینده شرکت را می‌توان تخمین زد. نیاز به تحلیل صورتهای مالی کاملاً ضروری است و **بسیاری از ضررها، ناشی از توجه نکردن به صورت مالی است.** متأسفانه در بازار شایعه‌محور، کمتر مشاهده می‌شود که صورتهای مالی پایه و اساس خرید یا فروش باشد.

## هدف از تجزیه و تحلیل صورتهای مالی

روشن است که استفاده از صورتهای مالی نیاز به داشتن اطلاعات و دانش کافی در مورد فنون تجزیه و تحلیل مالی دارد. انتخاب ارقام و اطلاعات، مقایسه و تعیین رابطه بین آنها و ارزیابی حاصل از آن را تجزیه و تحلیل مالی می‌نامند. بنابراین مرحله اول انتخاب ارقام و اطلاعاتی است که از بررسی و تفسیر آنها اخذ تصمیم امکان‌پذیر شود. مرحله دوم مقایسه و تنظیم و مشخص کردن روابط بین ارقام و بالاخره مرحله سوم تفسیر و ارزیابی نتایج حاصل از مرحله دوم است.

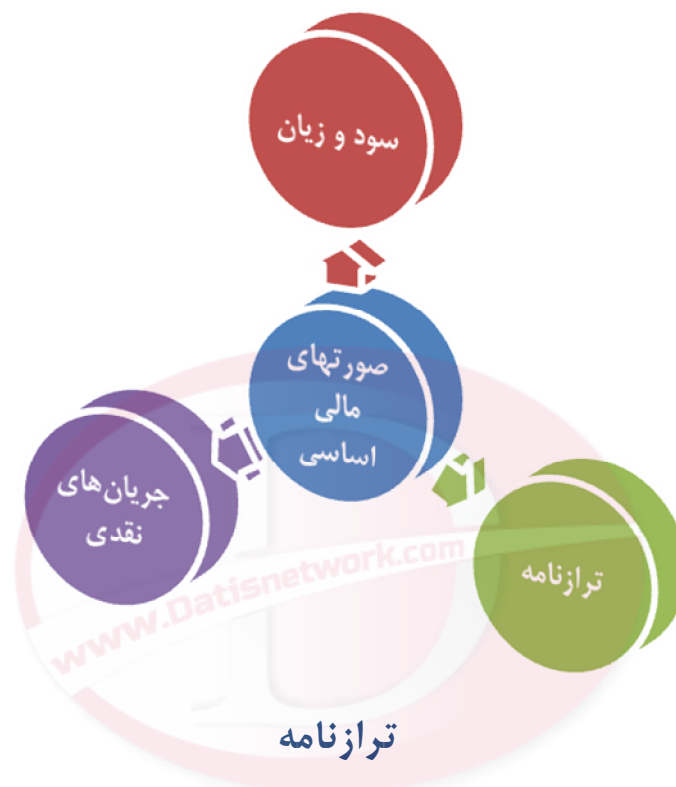
در تجزیه و تحلیل مالی فرض بر اینست که گذشته زمینه‌ساز آینده می‌شود و به این ترتیب نتیجه کوششها و تجارب گذشته که در صورتهای مالی منعکس است مبنای بررسی واقع می‌شود و نتایج بدست آمده راهنمایی اخذ تصمیم نسبت به آینده قرار می‌گیرد و این نکته‌ای است که باید همیشه و به هنگام اظهارنظر مورد توجه تحلیل‌گر مالی باشد.

تجزیه و تحلیل صورتهای مالی از طرق و تکنیکهای متفاوتی می‌تواند انجام گردد و آن بسته به نوع شرکت یا صنعت و یا نیاز خاص استفاده کننده از این تحلیل‌گری می‌باشد. به طور مثال سرمایه گذاران بالقوه از صورتهای مالی استفاده می‌کنند زیرا آنها را در امر خرید یا صرفنظر کردن از خرید یا نگهداری سهام کمک می‌کند. فروشندگان کالا و خدمات از صورتهای مالی برای تصمیم‌گیری در جهت فروش یا عدم فروش نسبه به یک شرکت استفاده می‌کنند. اتحادیه‌های کارگری از صورتهای مالی برای کمک به تعیین تقاضاها و انتظاراتشان در هنگام چانه‌زنی برای استخدام استفاده می‌کنند. مدیران می‌توانند از صورتهای مالی جهت برآورد قابلیت سودآوری شرکت بهره ببرند تحلیل‌گری صورتهای مالی شامل اندازه‌گیری ابعاد کمی و کیفی اطلاعات مندرج در آنها می‌باشد. اهمیت اطلاعات حسابداری با استفاده از پارامترهای غیر کمی به جای اطلاعات واقعی آماری که در صورتهای مالی منعکس می‌گردد در زمان تصمیم‌گیری مشخص می‌شود یعنی هیچ تصمیم‌گیری اقتصادی نمی‌تواند بدون توجه به نتایج تجزیه و تحلیل صورتهای مالی انجام گردد.

تحلیل صورت مالی به تحلیل گر در درک وضعیت جاری شرکت و عوامل موثر بر آن کمک می‌نماید. اگر تحلیل‌گران دیگر تحلیل را به خوبی انجام دهند، شناسایی سهام‌حبابی شده و بد قیمت گذاری شده آسان نخواهد بود. زیرا حباب دیگر معنایی نخواهد داشت. باید امکان ورشکستگی شرکت، حساسیت زیاد یا اندک شرکت نسبت به برخی متغیرهای اقتصادی و سیاسی را در تحلیل فراموش ننمود. تحلیل‌گری که با صورتهای مالی سروکار دارد، با عناصر با اهمیت صورتهای مالی آشنا می‌شود. است بدون تجزیه و تحلیل صحیح این اطلاعات، نتایج گمراه کننده بسیاری ممکن است از این گزارشها استخراج گردد. تحلیل گر ممکن است از روشهای متفاوتی برای بررسی صورتهای مالی استفاده نماید که تکنیکهای متداول آن در ادامه معرفی می‌گردد.

تجزیه و تحلیل مالی ابزاری جهت **ارزیابی عملکرد گذشته یک شرکت و همچنین پیش بینی وضع آن در آینده** است، که معمولاً با تجزیه و تحلیل صورت های مالی و بررسی منابع و مصارف وجوه انجام می‌گیرد. نتیجه ای که از این تحلیل ها حاصل می‌گردد، می‌تواند به سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه یاری دهد. اگر صورت های مالی به درستی تجزیه و تحلیل نشوند، ممکن است نه تنها اطلاعات مفیدی ارائه ندهند، بلکه گمراه کننده نیز باشند. از ابزارهای اندازه گیری مختلفی جهت ارزیابی سلامت یک واحد تجاری می‌توان استفاده نمود که از آن جمله، تجزیه و تحلیل افقی و عمودی صورت های مالی و بررسی نسبت ها را می‌توان نام برد.

## صورت‌های مالی اساسی



ترازنامه یکی از صورت‌های مالی اساسی است. در “ترازنامه balance sheet” وضعیت مالی شرکت در یک مقطع زمانی مشخص، به‌طور خلاصه نشان داده می‌شود. همچنین ترازنامه منبع اصلی اطلاعات درباره نقدینگی و انعطاف پذیری مالی شرکت می‌باشد. ترازنامه‌ها دو بخش مهم دارند: ۱. دارائی‌ها ۲. بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام. ترازنامه خود به دو صورت گزارشی (عمودی) و حسابی (افقی) تهیه می‌شود.

در شکل گزارشی ترازنامه ابتدا عنوان ترازنامه مشتمل بر سه سطر آورده می‌شود. سپس داراییها را به صورت ستونی می‌آوریم. پس از آن بدهیها نوشته شده و پس از آن حقوق صاحبان سرمایه را می‌آوریم. بدهیها را قبل از حقوق صاحبان سرمایه می‌آوریم بدلیل اینکه طلبکاران در دریافت مطالباتشان نسبت به صاحب یا صاحبان موسسه تقدم دارند.

ثبت ترازنامه به گونه‌ای است که میزان دارایی‌های یک شرکت همواره برابر با مجموع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام آن است. این مساله بدان معناست که همواره دو گروه نسبت به دارایی‌های یک شرکت ادعا دارند: (۱) بستانکاران (۲) صاحبان سهام.

در شکل حسابداری ترازنامه (T شکل) پس از عنوان ابتدا، داراییها در سمت راست و سپس بدهیها و حقوق صاحبان سرمایه در سمت چپ نوشته می شوند. در نمودار ترازنامه تمام دارائی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام نشان داده شده است. در طرف راست، تمام اقلامی که دارای ارزش است و سازمان این مقادیر را در امور و فعالیت‌های سودآور سرمایه‌گذاری کرده است نوشته می‌شود. در طرف چپ، منابع مالی نوشته می‌شوند که به دو دسته تقسیم می‌گردند. این مقادیر را بستانکاران و صاحبان سهام تأمین مالی می‌کند.



جمع کل دارایی‌ها - جمع کل بدهی‌ها = جمع حقوق صاحبان سهام

بدهی ها	دارایی ها
* بدهی جاری	* دارایی جاری
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ قروض اعتباری کوتاه مدت</li> <li>➤ حساب پرداختی</li> <li>➤ مالیات بر درآمد پرداختی</li> <li>➤ بخش جاری وام بلند مدت</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ وجه نقد</li> <li>➤ حساب دریافتی (طلب)</li> <li>➤ موجودی کالا</li> <li>➤ پیش پرداخت</li> </ul>
* بدهی بلندمدت	* دارایی ثابت (غیر جاری)
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ وام</li> <li>➤ مالیات معوقه</li> <li>➤ ذخیره مزایای پایان خدمت</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ زمین، تجهیزات، ساختمان</li> <li>➤ سرقفلی، حق الامتیاز بهره برداری</li> <li>➤ دارایی نامشهود ثابت</li> </ul>
حقوق صاحبان سهام	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ سهام، سرمایه</li> <li>➤ انباشته و اندوخته ها</li> </ul>	

### دارائی‌های ثابت fixed assets

برعکس دارائی‌های جاری که در مدت یک سال به پول نقد تبدیل می‌شوند، وجوهی که در دارائی ثابت سرمایه‌گذاری شده‌اند در مدت بیش از یک سال بازگشت می‌شوند. با توجه به جدول تمام دارائی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، دارائی‌های ثابت سرمایه‌گذاری‌های بلندمدتی هستند که به صورت مطالبات بلندمدت یا سایر اقلام ثابت درآمده‌اند. ارزش دارائی‌های ثابت، نشان‌دهنده ارزش اولیه (به‌هائ تمام‌شده) این اقلام است. استهلاک انباشته نیز نشان‌دهنده مبلغی است که از بهاء تمام‌شده دارائی‌های ثابت کسر شده است (با توجه به طول عمر این اقلام، هزینه استهلاک از درآمدهای سالانه شرکت، به صورت هزینه جاری، کسر شده است). با محاسبه تفاوت بین بهاء تمام‌شده دارائی‌های ثابت و استهلاک انباشته مربوط به آنها می‌توان "خالص دارائی‌های ثابت" را محاسبه کرد.

“استهلاک فرآیندی است که بدان وسیله، بهاء تمام شده دارائی‌های ثابت بر سال‌هایی که برابر با عمر مفید این اقلام است تقسیم می‌شود و به آنها تخصیص می‌یابد. در صورت سود و زیان شرکت می‌توان هزینه‌های استهلاک یک سال را در بهاء تمام شده کالاهای فروش‌رفته (یا در هزینه‌های اداری) آن سال گنجانید (اگرچه امکان دارد این رقم به صورت جداگانه نوشته نشود). به این ترتیب، هزینه استهلاک نشان‌دهنده جریان نقدی که از سازمان خارج می‌شود نیست. یادآوری این نکته مهم است که نمی‌توان با اضافه کردن هزینه استهلاک (در صورت سود و زیان) و استهلاک انباشته (در ترازنامه) کاهش واقعی ارزش یک قلم دارائی ثابت را تعیین کرد.

## دارائی‌های جاری current assets

این اقلام بالاترین قدرت نقدینگی را دارند؛ یعنی می‌توان آنها را به پول نقد تبدیل کرد، به فروش رسانید یا در مدت یک سال آن را به صورت پول نقد درآورد؛ از این رو، گاهی جمع دارائی‌های جاری را “سرمایه در گردش – working capital” می‌نامند. دارائی‌های جاری عبارتند از: وجه نقد و بانک، اوراق بهاء‌دار قابل معامله، بدهکاران، موجودی کالا و هزینه‌های پیش‌پرداخت شده که در مدت یک سال به مصرف می‌رسد.

## بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

ستون بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام ترازنامه، نشان‌دهنده چگونگی تأمین سرمایه شرکت است. “بدهی‌ها” مبالغ بدهی شرکت به بستانکاران است. “بدهی‌های جاری – current liabilities” در مدت یک سال یا کمتر و “بدهی‌های بلندمدت – long – term liabilities” در سال‌های بعد پرداخت می‌شوند. با توجه به جدول تمام دارائی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام که نشان‌دهنده ترازنامه شرکت است، بدهی‌های جاری مبالغی را در برمی‌گیرد که به بستانکاران پرداخت می‌شود. نمونه‌های آن عبارتند از: حساب‌های پرداختی، وام‌های پرداختی به بانک‌ها یا اقساط جاری وام‌های بلندمدت. سود سهام پرداختی نشان‌دهنده مبالغی است که شرکت به عنوان سود تقسیمی به سهامداران اعلام کرده است و باید آن را در زمانی کوتاه به سهامداران پرداخت کند. مقدار پول نقدی که سهامداران به طور مستقیم به شرکت پرداخت می‌کنند سرمایه (سهام عادی) و مازاد بر سرمایه پرداخت شده را “صرف سهام” می‌نامند که بخشی از حقوق صاحبان سهام را تشکیل می‌دهد.

“سود انباشته – retained earnings” مقدار سودی است که شرکت به دست آورده (و به صورت سود سهام پرداخت نکرده) و آن را دوباره در شرکت سرمایه‌گذاری کرده است.

اطلاعات موجود در ترازنامه جوابگوی نیازهای اطلاعاتی تحلیلگران نیست. برای مثال در ترازنامه دارائی‌های شرکت بر مبنای قسمت تمام شده تاریخی ثبت می‌شوند؛ بنابراین ترازنامه ارزش روز یا ارزش جایگزینی دارائی‌های شرکت را نشان نمی‌دهد مانند ارزش واقعی دارایی شرکت‌های مخابرات، ایران خودرو و سایپا و ..... این مشکل موقعی بیشتر می‌شود که اقتصاد دچار شرایط تورمی باشد. همچنین ترازنامه نشان نمی‌دهد که علت افزایش ارزش بعضی از اقلام دارائی‌ها چیست؟ مثلاً اگر

ارزش موجودی کالا افزایش نشان دهد، معلوم نیست که آیا این افزایش ناشی از افزایش مقدار فیزیکی موجودی کالا است یا ناشی از افزایش قیمت‌ها همچنین اگر مقدار فیزیکی موجودی کالا افزایش یافته باشد، معلوم نیست که آیا شرکت به‌منظور پاسخگوئی افزایش تقاضا، کالای اضافی تولید کرده است یا اینکه کالای تولیدشده را نمی‌توان بفروشد. بنابراین تحلیلگر صورت‌های مالی باید بداند ناکافی بودن اطلاعات مندرج ترانزنامه باعث می‌شود که او نتواند وضعیت مالی شرکت را به‌طور مفید و مؤثر شناسائی کند.

## تعاریف سرفصلهای ترانزنامه

### دارایی های جاری

**وجوه نقد:** وجوه نقد متعارف ترین دارایی جاری است. معادل نقد، به اوراق بهادار کوتاه مدتی گفته می‌شوند که عموماً از ابتدا سررسیدی حداکثر ۹۰ روزه داشته و به سرعت قابل تبدیل به مبلغ مشخصی وجه نقد می‌باشند.

**سرمایه گذاری های کوتاه مدت:** سرمایه گذاری در اوراق بدهی (اواق مشارکت) و اوراق سرمایه (سهام) که به قصد کسب سود خریداری می‌شوند و در مدت کمتر از یک سال قابل تبدیل به وجه نقد می‌باشند.

**مطالبات (حساب های دریافتی کوتاه مدت):** ادعا نسبت به وجوه نقد است که انتظار می‌رود ظرف یک سال یا یک چرخه عملیاتی دریافت شود.

**موجودی مواد و کالا:** دارایی هایی هستند که شرکت های بازرگانی آنها را برای فروش مجدد تحصیل می‌کنند و شرکت های تولیدی آنها را برای فروش به مشتریان در جریان عادی عملیات خود تولید می‌کنند. از طرفی، واحدهای تولیدی سه طبقه موجودی کالا در اختیار دارند:

(الف) موادخام: که شامل کالا یا موادی هستند که قرار است بخشی از محصول ساخته شده را تشکیل دهند ولی هنوز وارد فرآیند تولید نشده اند.

(ب) کالای در جریان ساخت: همان کالای نیمه ساخته در جریان فرآیند تولید می‌باشد.

(ج) کالای ساخته شده: کالای آماده فروش به مشتریان می‌باشد.

**سفارشات و پیش پرداخت ها:** مخارجی هستند که معمولاً به منافی به شکل خدمات تبدیل خواهند شد. مثل پیش پرداخت اجاره، پیش پرداخت بیمه، مالیات و ... این

منافع با وجود اینکه دریافت نشده اند، اما انتظار می‌رود ظرف یک سال یا یک چرخه عملیاتی، دریافت شوند.

### دارایی های غیر جاری

دارایی هایی که انتظار نمی‌رود ظرف یک سال یا یک چرخه عملیاتی به وجه نقد تبدیل گشته و یا مصرف شوند. دارایی های غیر جاری شامل سرمایه گذاری ها، وجوه نگهداری

شده، اموال غیر منقول، اموال مالیاتی، تجهیزات و همچنین دارایی های نامشهود می‌باشند.

## سرمایه گذاری ها و وجوه نگهداری شده جهت مصارف خاص:

الف) سرمایه گذاری بلندمدت: سرمایه گذاری در اوراق بهادار سایر شرکت ها به قصد نگهداری آن در بلندمدت،

ب) وجوه نگهداری شده جهت مصارف خاص: انباشت وجوه نقد جهت تحقق اهداف بلندمدت خاص نظیر توسعه تاسیسات و یا تسویه بدهی های بلندمدت.

این دارایی ها و سایر دارایی هایی که در قالب سرمایه گذاری و وجوه اختصاصی طبقه بندی می شوند تماماً دارایی غیر جاری محسوب می شوند و از آنها انتظار می رود که جریان های نقدی آتی برای شرکت ایجاد نمایند.

**اموال، ماشین آلات و تجهیزات (دارایی های ثابت):** دارایی های که در این طبقه جای می گیرند عبارتند از: زمین، ساختمان، تجهیزات، ماشین آلات، اثاثیه و منصوبات. لازمه جای گرفتن یک دارایی در این طبقه این است که شرکت از این دارایی در جهت ایجاد درآمد از طریق عملیات عادی و مستمر خود استفاده نماید. اگر دارایی های فوق بطور فعال در عملیات مورد استفاده قرار نگیرد باید آنها را در گروه سایر دارایی ها طبقه بندی کرد.

**دارایی های نامشهود:** دارایی های نامشهود برای چندین دوره مالی انتفاع به همراه دارند. تفاوت اصلی بین دارایی های ثابت و دارایی های نامشهود در این است که دارایی های نامشهود فاقد ماهیت فیزیکی می باشند. آنها از این جهت ارزشمند هستند که حقوق امتیازاتی را برای مالکان خود به همراه دارند. حق امتیازها، نام و علائم تجاری، سرقفلی و ... نمونه هایی از دارایی های نامشهود می باشند.

**سایر دارایی ها:** طبقه سایر دارایی ها شامل دارایی هایی است که منطقاً در طبقه دیگری قرار نمی گیرند. مانند هزینه های مرتبط با تاسیس و شروع فعالیت شرکت و هزینه های چاپ و طراحی گواهینامه های سهام، ارزش دفتری اموال بلااستفاده و نهایتاً اقلامی که از اهمیت چندانی برخوردار نیستند.

برغم آنچه گفته شد، محدودیت هایی در رابطه با آنچه ترازنامه نقل می کند، موجود است. برای مثال، از آنجا که اقلام موجود در ترازنامه اعم از دارایی، بدهی، و حقوق صاحبان سهام بر مبنای قیمت تمام شده ثبت می شود، لذا ارزش بازار بسیاری از اقلام ترازنامه افشاء نمی گردد. بعلاوه برخی منابعی که در ایجاد منافع آتی موثر واقع می گردند، در حساب ها ثبت نمی شوند. مثلاً علیرغم اینکه برتری گروه مدیریت شرکتی باعث افزایش ارزش شرکت می شود اما ارزش این تیم در حساب ها ثبت نمی شود. زیرا فرآیند حسابداری اساساً بر مبادلات مبتنی می باشد. بنابراین اطلاعات موجود در ترازنامه به تنهایی جوابگوی نیاز اطلاعاتی تحلیلگران نیست.



(مبالغ به میلیون ریال)			شرح
۱۳۸۲/۱۲/۲۹	۱۳۸۳/۱۲/۳۰	۱۳۸۴/۱۲/۲۹	
۳۹۰,۵۸۹	۴۸۶,۵۲۹	۸۷۶,۱۷۳	موجودی نقد
۱۱۲,۳۷۴	۱۳۲,۰۹۵	۶۷۷,۱۴۸	حساب‌های دریافتی تجاری
۱۷۲,۶۲۵	۵۶۱,۷۷۳	۱,۰۱۷,۵۷۸	سایر حساب‌ها و اسناد دریافتی
۱,۱۳۴,۴۴۸	۱,۴۴۳,۴۳۵	۲,۱۵۹,۵۳۵	موجودی مواد و کالا
۱۰۰,۴۲۳	۱۷۰,۰۷۸	۲۷۲,۳۸۳	سفارشات و پیش پرداخت‌ها
<b>۱,۹۱۰,۴۵۹</b>	<b>۲,۷۹۳,۹۱۰</b>	<b>۵,۰۰۲,۸۱۷</b>	<b>جمع دارایی‌های جاری</b>
۱۱,۹۸۰,۱۴۸	۱۲,۳۴۳,۹۹۷	۱۲,۷۸۶,۴۷۰	دارایی‌های ثابت مشهود
۸۸,۸۶۸	۱۰۳,۵۵۳	۱۰۲,۰۶۱	دارایی‌های نامشهود
۴,۰۹۱	۵,۳۴۱	۵,۳۴۱	سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت
۶۹,۱۳۰	۴۹,۳۸۵	۴۳,۱۳۱	سایر دارایی‌ها
<b>۱۲,۱۴۲,۲۳۷</b>	<b>۱۲,۵۰۲,۲۷۶</b>	<b>۱۲,۹۳۷,۰۰۳</b>	<b>جمع دارایی‌های غیر جاری</b>
<b>۱۴,۰۵۲,۶۹۶</b>	<b>۱۵,۲۹۶,۱۸۶</b>	<b>۱۷,۹۳۹,۸۲۰</b>	<b>جمع دارایی‌ها</b>

در جدول فوق ترازنامه شرکت ملی صنایع مس ایران برای سالهای ۸۳، ۸۴ و ۸۴ ارائه شده است. سمت راست ترازنامه نمایش دهنده وضعیت دارایی‌های شرکت می‌باشد. می‌توان به راحتی مشاهده کرد که دارایی‌های غیر جاری شرکت در سال ۱۳۸۴ (۱۲,۹۳۷,۰۰۳ م.ریال) نمایانگر رقم بسیار بزرگی از کل دارایی‌های شرکت (۱۷,۹۳۹,۸۲۰ م.ریال) است. این بدان سبب است که کارخانه تغلیظ مس سرچشمه بزرگترین مجتمع فرآوری مس در خاورمیانه است. همچنین شرکت مالک سه معدن بزرگ سونگون، سرچشمه و میدوک است و به جهت نحوه عملیات استخراج و فرآوری شرکت به دارایی ثابت بسیاری نیازمند است. همچنین در بخش دارایی‌های غیر جاری با توجه به احتمال افزایش قیمت

جهانی مس، شرکت با توجه به هزینه پایین تمام شده تولید، میزان تولید خود را به نحو چشمگیری نسبت به سال ۸۳ افزایش داد تا از محل افزایش قیمت جهانی فلز مس سود مناسبی را شناسایی کند. **موجودی مواد و کالا در تحلیل ترازنامه شرکت به همین دلیل حائز اهمیت است.** در اغلب شرکتهای بخش دارایی های جاری از مجموع حسابهای دریافتی و موجودی مواد و کالا تشکیل می شود که در مورد شرکت ملی صنایع مس ایران مجموع این دو عدد به ۶۳.۵٪ دارایی های جاری رسیده است.

### بدهی ها و حقوق صاحبان سهام

بدهی ها و حقوق صاحبان سهام در یک ترازنامه نشان دهنده چگونگی تأمین سرمایه یک شرکت است. بدهی ها به دو گروه بدهی های جاری و بدهی های بلند مدت تقسیم می شوند.

#### بدهی های جاری

تعهداتی هستند که انتظار می رود از محل دارایی های جاری و یا ایجاد بدهی های جاری دیگر تسویه شوند. و نیز سررسید آنها کمتر از یک سال و یا یک چرخه عملیاتی شرکت باشد.

**حساب های پرداختی:** نقطه مقابل حساب های دریافتی است. این بدهی زمانی ایجاد می شود که شرکتی بطور نسیه مبادرت به خرید کالا یا خدمات می نماید.

**اسنادپرداختی کوتاه مدت:** مانند چک و سفته هایی که در کوتاه مدت باید پرداخت شوند.

**هزینه های معوق:** طی دوره حسابداری، شرکت ها هزینه های خاصی رامتحمل می شوند که بابت آنها تا پایان دوره مالی وجهی پرداخت نمی گردد. مانند بهره اسنادپرداختی کوتاه مدت، بدهی های مرتبط با حقوق و دستمزد کارکنان، مالیات بردرآمد و ...

در مورد شرکت ملی صنایع مس ایران بدهی های جاری به ۵۰۸۶۶۸۶.۲۰۷ م.ریال می رسد.

#### بدهی های بلندمدت

تعهداتی که بعد از یک سال و یا یک چرخه عملیاتی تسویه خواهند شد. مانند اسنادپرداختی بلندمدت، اوراق مشارکت، تعهدات بازنشستگی، سایر مزایای بعد از بازنشستگی و ... در مورد شرکت ملی صنایع مس ایران بدهی های بلند مدت ۵۰۸۶۶۸۶ م.ریال است که بخش اعظمی از آن (۹۵٪) را تسهیلات مالی دریافتی بلند مدت تشکیل داده است.

## حقوق صاحبان سهام

حقوق صاحبان سهام از دو طبقه عمده تشکیل شده است. (۱) سرمایه پرداخت شده: سرمایه آورده توسط سهامداران به شرکت که اجزای آن شامل: سهام به ارزش اسمی و صرف سهام می باشد. (۲) سود انباشته و اندوخته‌ها: سود انباشته سودی است که شرکت سالیانه کسب می کند و بجای تقسیم بین سهامداران مجدداً در شرکت سرمایه گذاری می شود. اندوخته یا ایجاد محدودیت در تقسیم سود نیز بر دو نوع است: اجباری و اختیاری.

اندوخته اجباری یعنی اینکه قانوناً باید از سودخالص هر سال مقداری را اندوخته و مابقی را بین سهامداران تقسیم کنیم. اندوخته اجباری هم نرخ معین دارد و هم سقف معین. طبق ماده ۱۴۰ قانون تجارت، هیات مدیره مکلف است از سودخالص هر سال ۵٪ را به عنوان اندوخته قانونی منظور نماید تا زمانیکه میزان اندوخته قانونی به ۱۰٪ سرمایه شرکت برسد. پس از آن، اندوخته کردن سود، اختیاری خواهد بود. در صورتیکه شرکت افزایش سرمایه بدهد، اندوخته کردن سود باید ادامه یابد تا اینکه میزان اندوخته به ۱۰٪ سرمایه جدید برسد. اندوخته اختیاری مانند اندوخته طرح توسعه و اندوخته وجوه استهلاکی اوراق قرضه می باشد.



۶۲,۵۸۷	۹۰,۳۶۴	۹۶,۱۶۷	حساب‌ها و اسناد پرداختی تجاری
۷۵۰,۹۰۶	۱,۵۶۰,۹۲۰	۲,۷۸۳,۰۸۰	سایر حساب‌ها و اسناد پرداختی
۴۴۳,۴۸۴	۶۸۲,۵۹۹	۸۰۳,۷۹۸	پیش‌دریافت‌ها
۱۴۷,۴۱۲	۲۳۱,۹۵۸	۴۳۳,۲۷۰	ذخیره مالیات
۴۲,۵۳۶	۳۶,۰۰۰	۲۶۷,۲۸۵	سود سهام پیشنهادی و پرداختی
۲۰۵,۳۶۸	۱۷۹,۵۲۴	۱,۱۷۳,۶۰۷	تسهیلات مالی دریافتی
<b>۱,۶۵۲,۲۹۳</b>	<b>۳,۴۸۱,۳۶۵</b>	<b>۵,۵۵۷,۲۰۷</b>	<b>جمع بدهی‌های جاری</b>
۲۷,۶۳۰	۲۷,۶۳۰	۲۷,۶۳۰	حساب‌های پرداختی بلندمدت
۵,۹۲۴,۷۷۰	۵,۵۴۴,۹۹۲	۴,۸۴۰,۴۰۱	تسهیلات مالی دریافتی بلندمدت
۱۶۵,۱۱۳	۱۸۷,۸۸۸	۲۱۸,۶۵۵	ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
<b>۶,۱۱۷,۵۱۳</b>	<b>۵,۷۶۰,۵۱۰</b>	<b>۵,۰۸۶,۶۸۶</b>	<b>جمع بدهی‌های غیر جاری</b>
<b>۷,۷۶۹,۸۰۶</b>	<b>۹,۲۴۱,۸۷۵</b>	<b>۱۰,۶۴۳,۸۹۳</b>	<b>جمع کل بدهی‌ها</b>
۳,۷۰۴,۱۰۳	۳,۷۰۴,۱۰۳	۳,۷۰۴,۱۰۳	سرمایه
۱۲۲,۴۹۱	۱۴۰,۳۶۰	۲۷۴,۰۰۳	اندوخته قانونی
۲,۲۱۱,۴۵۶	۲,۲۱۱,۴۵۶	۲,۲۱۱,۴۵۶	سایر اندوخته‌ها
(۳۱,۱۶۶)	(۳۱,۱۶۶)	(۳۱,۱۶۶)	جاری سهامداران
۲۷۶,۰۰۶	۲۹,۵۵۸	۱,۱۳۷,۵۳۱	سود انباشته
<b>۶,۲۸۲,۸۹۰</b>	<b>۶,۰۵۴,۳۱۱</b>	<b>۷,۲۹۵,۹۲۷</b>	<b>جمع حقوق صاحبان سهام</b>
<b>۱۴,۰۵۲,۶۹۶</b>	<b>۱۵,۲۹۶,۱۸۶</b>	<b>۱۷,۹۳۹,۸۲۰</b>	<b>جمع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام</b>

## صورت سود و زیان "income statement"

شرکت پالایش نفت اصفهان

سال مالی منتهی به ۱۳۸۷/۱۲/۳۰					شرح
درصد پوشش از کل سال	واقعی ۳ ماهه منتهی به ۸۷/۰۳/۳۱		پیش بینی سالیانه (۳) در تاریخ ۸۷/۰۶/۲۴		
	درصد نسبت به فروش	مبلغ میلیون ریال	درصد نسبت به فروش	مبلغ میلیون ریال	
۲۷	۱۰۰	۲۸,۵۰۳,۲۳۴	۱۰۰	۱۴۲,۰۹۶,۴۹۶	(۸) درآمد حاصل از فروش
۲۶	(۹۱)	(۳۵,۰۵۷,۹۵۷)	(۹۴)	(۱۳۳,۰۶۲,۹۸۸)	(۷) پهای تمام شده کالای فروش رفته
۲۸	۹	۲,۴۴۵,۲۷۷	۶	۹,۰۳۳,۵۰۸	سود (زیان) ناخالص
۲۱	(۰)	(۸۴,۴۶۸)	(۰)	(۴۰۳,۱۲۲)	(۲) خالص درآمد(هزینه)های عملیاتی
۳۹	۹	۲,۳۶۰,۸۰۹	۶	۸,۶۳۰,۳۸۶	سود (زیان) عملیاتی
---	۰	۰	۰	۰	هزینه های مالی
---	۰	۰	۰	۰	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
---	۰	۰	۰	۰	(۵) خالص درآمد(ها) (هزینه ها) ی متفرقه
---	۰	۰	۰	۰	(۶) هزینه تامین ذخیره کسور بازتستسنگی
۳۹	۹	۲,۳۶۰,۸۰۹	۶	۸,۶۳۰,۳۸۶	سود (زیان) قبل از کسر مالیات
۳۹	(۲)	(۷۵۶,۱۸۲)	(۱)	(۱,۹۴۱,۸۳۷)	مالیات
۳۹	۷	۲,۶۰۴,۶۲۷	۵	۶,۶۸۸,۵۴۹	سود (زیان) پس از کسر مالیات
۳۹		۸۰۷		۲,۰۷۳	سود (زیان) عملیاتی هر سهم - ریال
۳۹		۸۰۷		۲,۰۷۳	سود (زیان) قبل از کسر مالیات هر سهم - ریال
۳۹		۶۲۶	(۴)	۱,۶۰۷	سود (زیان) پس از کسر مالیات هر سهم - ریال
۴,۱۶۲,۲۵۸ میلیون ریال					سرمایه

صورت سود و زیان یکی دیگر از صورتهای مالی اساسی است که نتایج حاصل از عملکرد شرکت را در طول یک چرخه معین نشان می دهد و بیانگر **میزان موفقیت یا عدم موفقیت در کسب سود** است. صورت سود و زیان گزارش دهنده نتیجه فعالیت مالی و درآمد یک مؤسسه در یک دوره زمانی است. این گزارش به شکل زیر تهیه می شود: پس از کسر گروههای هزینه از گروههای درآمد و فروش ، **سود یا زیان ویژه** بدست خواهد آمد. سود ویژه یا سود خالص در یک دوره مالی برتری ارزش حساب های درآمد و فروش بر حسابهای هزینه خواهد بود. در صورتی که ارزش حسابهای هزینه بیش از حسابهای درآمد و فروش باشد نتیجه **زیان ویژه یا خالص** می باشد.

به طور کلی هر فرد در زندگی روزانه اش می تواند میزان سود و زیان حاصل از دسترنجش را با یک تفریق ساده هزینه ها از درآمدها بدست آورد . دریک مؤسسه نیز وضعیت به همین طریق است و سود و زیان آن مؤسسه در طی دوره مالی به ترتیب زیر حاصل می گردد :

**هزینه ها در طی دوره مالی - درآمد در طی دوره مالی = سود ویژه در طی دوره مالی**

این صورت نیز دارای عنوانی مشتمل بر سه سطر است که سطر اول نام مؤسسه ای است که این صورت برای آن تهیه می گردد و سطر دوم نام صورت مالی یعنی صورت سود و زیان است و سطر سوم شامل دوره مالی که این صورت برای آن تهیه می گردد می باشد که به صورت برای سال / ماه منتهی به ..... نوشته می شود . برای تهیه صورت سود و زیان پس از نوشتن عنوان درآمدها را به صورت ستونی می نویسیم ، سپس هزینه ها را پس از جمع درآمدها می نویسیم و پس از آن جمع هزینه ها را از جمع درآمد کم می کنیم در صورتی که عدد مثبتی به دست آمد سود ویژه دوره مالی و در صورتی که عددی منفی به دست آمد زیان ویژه دوره مالی به دست می آید . البته این صورت سود و زیان از ساده ترین شکل صورتهای سود و زیان است که برای شرکتهای خدماتی مورد استفاده قرار می گیرد .

این صورت حساب معمولاً به چند طریق تهیه می شود : **تک مرحله ای و دو مرحله ای**.

در روش تک مرحله ای ابتدا کلیه درآمد ها یکجا و در ادامه کلیه هزینه ها در زیر آنها آورده می شود و در نهایت از تفاضل آنها به سود یا زیان قبل از کسر مالیات می رسیم که با کسر مالیات (در صورتی که مؤسسه سود داشته باشد) به سود یا زیان بعد از کسر مالیات یا همان سود یا زیان ویژه خواهیم رسید .

در روش دو مرحله ای ابتدا درآمدهای عملیاتی آورده شده در ادامه هزینه های عملیاتی ذکر می گردد که از تفاضل این دو به سود یا زیان عملیاتی می رسیم . در مرحله بعد درآمدهای غیر عملیاتی و هزینه های غیر عملیاتی آورده می شود که از تفاضل این مرحله و مرحله قبل به سود و زیان قبل از کسر مالیات می رسیم که با کسر مالیات به سود و زیان بعد از کسر مالیات یا همان سود و زیان ویژه یا **EPS هر سهم** خواهیم رسید.

درآمد حاصل از فروش	• درآمد ریالی حاصل از فروش کالا یا ارائه خدمات به مشتریان
بهاء تمام شده کالای تولیدی	• بهای مواد، انرژی و دستمزد و خدماتی که برای تحصیل درآمد مورد نیاز می باشد
سود ناخالص (سود ناویژه)	• عبارت است از مازاد فروش خالص نسبت به بهای تمام شده کالای فروش رفته
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	• هزینه هایی که برای کادر اداری موسسه صرف میشود مانند ( حقوق کارمندان اداری، ملزومات اداری، استهلاک ساختمان و ائانه اداری، هزینه بیمه عمومی، و ....)
سود (زیان) عملیاتی	• سود و زیان عملیاتی که حاصل کسر هزینه های اداری و تشکیلاتی از سود ناخالص است.
هزینه های مالی	• هزینه نرخ بهره تسهیلات دریافتی
درآمد حاصل از سرمایه گذاری	• درآمد حاصل از فعالیتهای سرمایه گذاری ( خرید و فروش سهام و سود سالانه شرکتهای سرمایه پذیر)
(هزینه) درآمدهای متفرقه	• درآمد حاصل از تسریع ارز، سود سپرده بانکی و فروش دارائی های ثابت
سود (زیان) ویژه قبل از کسر مالیات	• سود (زیان) قبل از کسر مالیات
مالیات	• مالیات پرداختی به دولت
سود (زیان) ویژه پس از کسر مالیات	• سود حاصل شرکت پس از کسر مالیات پرداختی

مفهوم درآمد، هر دو گروه “**درآمد عملیاتی**” و “**درآمد غیر عملیاتی**” را در برمی گیرد. درآمد عملیاتی عبارت از درآمدی است که از فعالیتهای اصلی و مستمر واحد تجاری حاصل می گردد و با عناوین مختلفی از قبیل فروش، حق الزحمه و حق امتیاز مورد اشاره قرار می گیرد.

درآمدهای غیر عملیاتی درآمدهایی هستند که در اثر فعالیت هایی غیر از مأموریت اصلی مؤسسه عاید شده است. بطور مثال مؤسسه ای که فعالیت اصلی آن خرید و فروش کالا است، قسمتی از ساختمان اداره مرکزی خود را اجاره داده باشد و یا آنرا به فروش برساند، درآمد کسب شده جزو درآمدهای غیر عملیاتی مؤسسه خواهد بود. درآمدهای غیرعملیاتی مثلا از محل فروش دارایی های ثابت، علاوه بر آنکه در ازای **کاهش ثروت شرکت شناسایی می شود**، ممکن است جنبه **مستمر** نداشته باشد (سود تجدید ناپذیر) و بنابراین از این دیدگاه باید با دقت به آن نگریست. دقت نکردن به اثر سود غیرعملیاتی بر سود خالص ممکن است موجب **ایجاد**

**انتظارات گمراه کننده از درآمد و در نتیجه قیمت سهام شرکت شود**. درآمدهای حاصل از فروش دارایی های ثابت ممکن است حداکثر برای چند دوره مالی محقق شود و سرمایه گذاران بایستی سود حاصل از درآمدهای تجدید پذیر دارای ثبات نسبی را مبنای ارزشگذاری بر سهام شرکتها قرار دهند. از سوی دیگر شرکتهایی که بخش چشمگیری از سود خالص خود را از محل درآمدهای غیر عملیاتی علی الخصوص سود حاصل از سرمایه گذاری در سهام شرکتهای فرعی و تابعه تامین می کنند، بدلیل کاهش ریسک تامین مواد اولیه و حفظ حداکثری حاشیه سود تولید کالا درون گروه، از قاعده فوق مستثنی میباشند مانند شرکتهای سایپا و مدیریت پروژه های نیروگاهی ایران.

بنابراین اصطلاح سود خالص همواره تصویری گویا و مفید از عملیات واحد تجاری ارائه نمی دهد. بلکه تحلیل گر باید مانند یک کاشف عمل کند. زیرا نتایج تحلیل گرانی که تنها به رقم سود خالص هر سهم توجه می کنند در مقایسه با تحلیل گرانی که به پشت پرده توجه می کنند از اعتبار کمتری برخوردار است. زیرا ممکن است سود خالص شناسایی شده حاصل از فروش دارایی ها همانند زمین باشد که تجدید پذیر نبوده و تنها برای یک سال دست یافتنی است و در سال آتی سود شرکت قطعا کمتر از ارقام فعلی خواهد بود. مطالعات آماری نشان می دهد که رابطه مستقیم و محسوسی بین **سود سهام** و **قیمت سهام** موجود است. سود سهام یکی از عمده معیارهایی است که افراد و شرکت ها در **انتخاب سهام به کار گرفته** و با در نظر گرفتن آن **افزایش یا کاهش قیمت** سهم را پیش بینی می کنند.

### اهمیت EPS و کاربردهای آن

سود منبع اصلی تأمین جریان نقد و زایش ثروت است. تعیین سطح سود که برای مقاصد تجزیه و تحلیل مالی مربوط باشد، یک فرآیند تحلیلی پیچیده می باشد. با توجه به تفاوت ارقام سود شرکتهای مختلف و نیز تغییر ارقام سود یک شرکت در طی دوره های زمانی مختلف، مقایسه پذیری این ارقام تا حدودی مشکل می باشد. یکی از روش های



استاندارد نمودن رقم سود، تبدیل آن به یک مبلغ سود هر سهم (EPS) می باشد. این اهمیت و حساسیت EPS باعث شده است که اولاً محاسبه و گزارش EPS واقعی و پیش بینی طبق قوانین بازار سرمایه بسیاری از کشورها الزامی گردد، ثانیاً مراجع تدوین استاندارد های حسابداری نیز الزامات معینی را جهت نحوه محاسبه و افشاء آن وضع نمایند تا سودمندی EPS را از طریق افزایش قابلیت مقایسه (بین شرکتها و طی دوره های مختلف) و کاهش صلاحدید مدیریت ارتقاء دهند. براساس تحقیقات تجربی انجام شده در سایر کشورها، EPS استفاده های زیر را دارد:

**ارزیابی، تعیین و قضاوت در خصوص قیمت سهام.** تحلیل گران مالی با ضرب EPS در رقم P/E در خصوص پایین یا بالا بودن قیمت سهام قضاوت می کنند. این دو رقم به طور گسترده در تصمیمات سرمایه گذاری استفاده می شود و حتی بورس اوراق بهادار نیز بر همین مبنا در خصوص معقول بودن قیمت، قضاوت می کند. به دلیل اهمیت EPS، ضروری است رویکردی یکنواخت برای محاسبه آن وجود داشته باشد.

**پیش بینی EPS های آینده و نرخ رشد آن، بر قیمت سهام تأثیر دارد.** سهامداران و تحلیل گران، EPS های گزارش شده را برای بر آورد EPS های آینده و برآورد نرخ رشد آتی به کار می برند و در واقع توان زایش ثروت شرکت را ارزیابی می کنند.

ارزیابی پوشش سود نقدی و توانایی پرداخت سود سهام یکی از معیارهای قضاوت در خصوص توان پرداخت سود سهام در زمان حال و آینده، مبلغ EPS می باشد. اگر چه سایر ملاحظات مالی و سرمایه گذاری، در تعیین خط مشی تقسیم سود مؤثر است ولی مسلم است که بدون وجود سود، امکان پرداخت سود سهام نمی باشد.

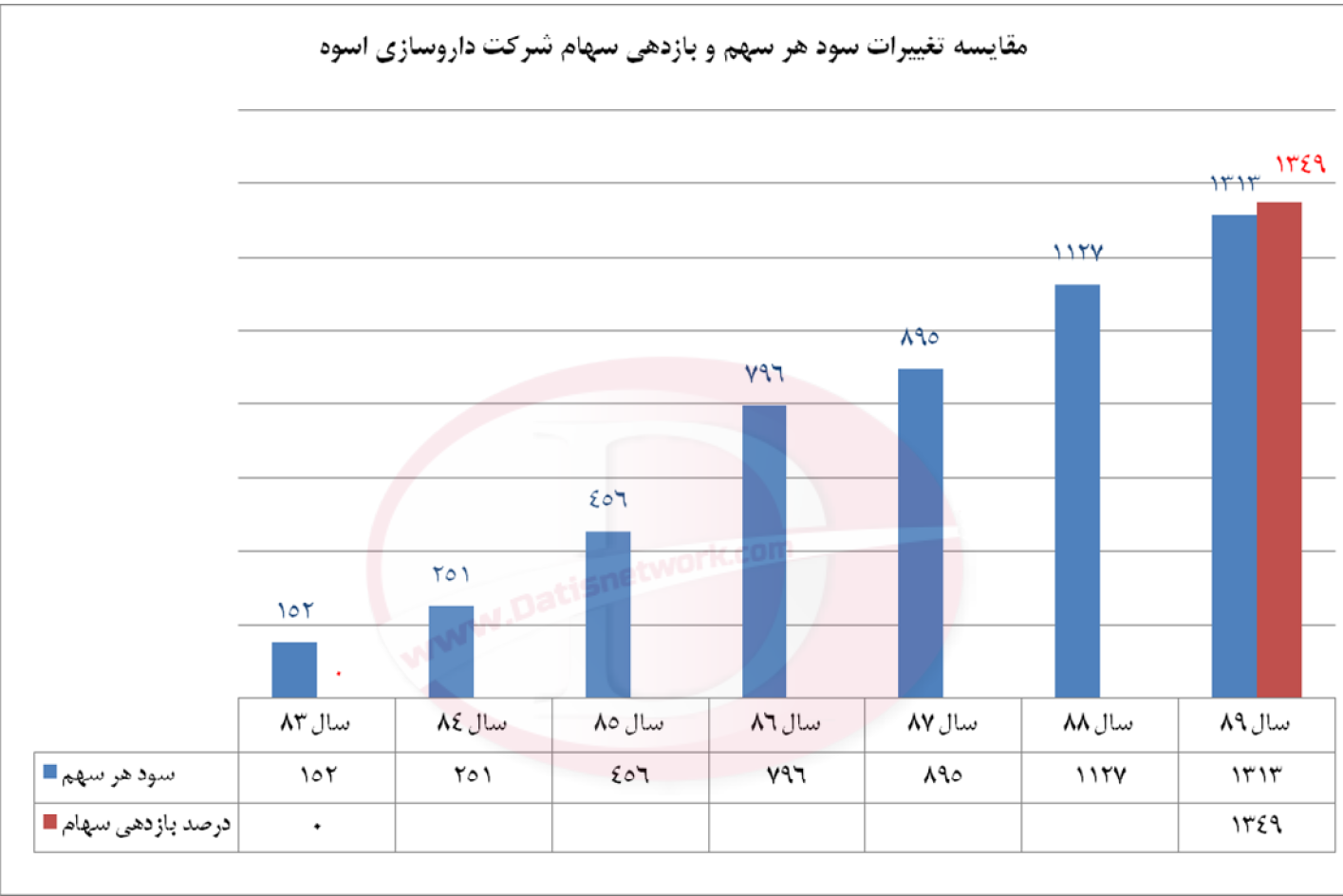
### قضاوت در خصوص وضعیت شرکت و عملکرد مدیریت و نیز ترسیم تصویری از آینده

رقم EPS نسبت به بازدهی نقدی (سود سهام) مبنای قابل قبول تری برای مقایسه عملکرد شرکت و مدیریت می باشد. اگر چه جریان های نقدی عامل مهم در ارزیابی ارزش شرکت است، ولی اعتقاد بر این است که EPS معیار بهتری برای مقایسه عملکرد شرکت طی سالهای مختلف و نیز با رقبا می باشد.

### برآورد قدرت سودآوری و ارزیابی سطح و روند سود

بهترین برآورد ممکن از متوسط سود یک شرکت که انتظار حفظ و یا تکرار آن با درجه ای از نظم در یک محدوده زمانی آتی می رود را قدرت سودآوری می گویند. بیشتر مدل های ارزیابی به نحوی قدرت سودآوری را از طریق یک عامل یا ضریب که هزینه سرمایه و نیز ریسک و بازده های مورد انتظار آتی را در بر می گیرد. EPS در صورتی برای ارزیابی قدرت سودآوری مناسب است که با تأکید بر ارقام مستمر سود و زیان محاسبه شده باشد. تحلیل گران بر شناسایی اجزائی از جریان درآمد و هزینه تمرکز می کنند که **با ثبات و قابل پیش بینی** باشند.

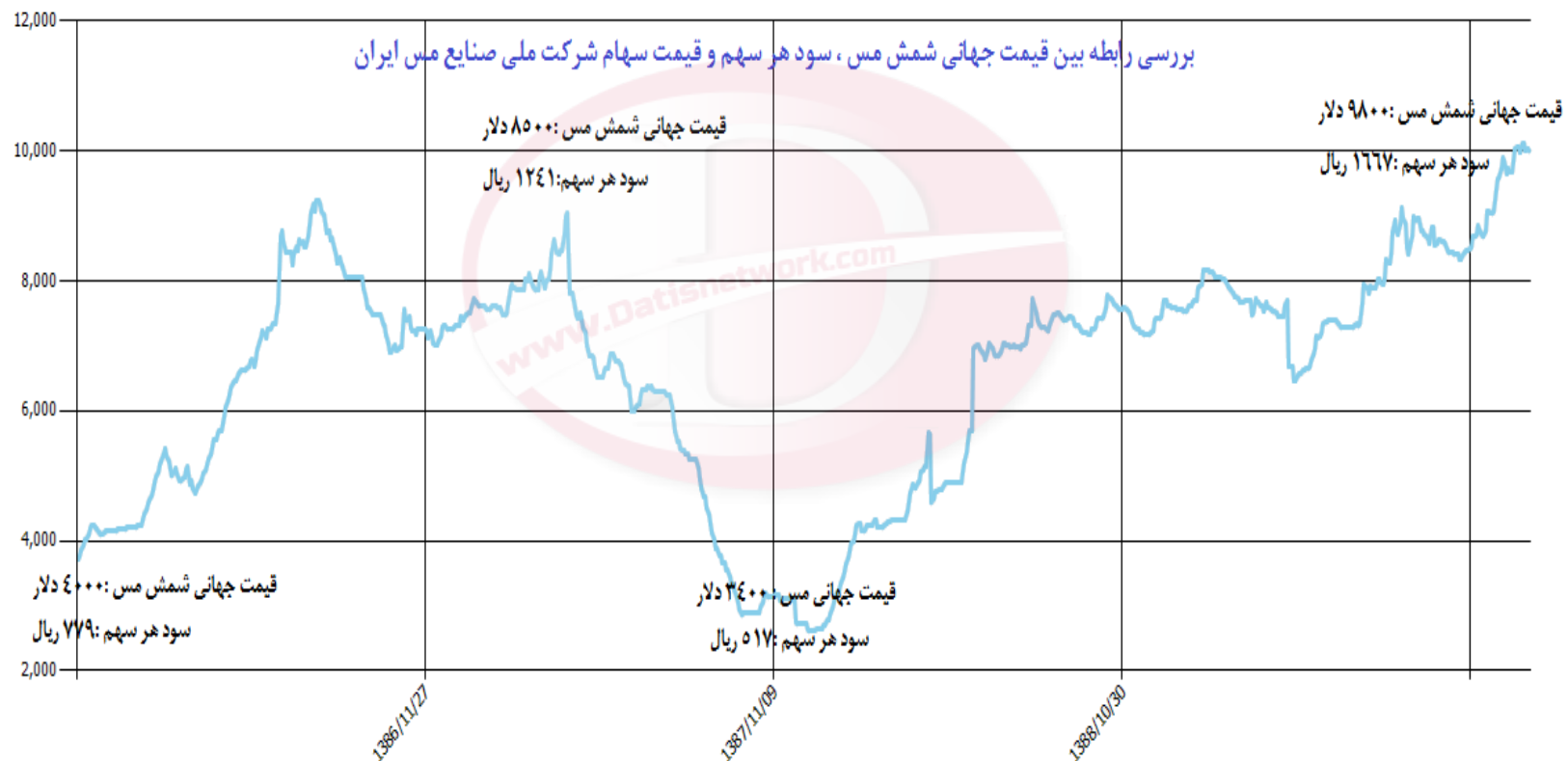
نسبت P/E (قیمت به سود) یکی از خلاصه های مهم مالی است که براساس سود هر سهم محاسبه می شود و دوره مورد انتظار برگشت سرمایه گذاری را نشان می دهد و



در هر صورت برای ارزشیابی قیمت سهام آگاهی از **پیش بینی سودهای آینده شرکت ها** برای سرمایه گذاران و تحلیلگران مالی لازم می باشد. برای پیش بینی سودهای آینده و تخمین روند آتی قیمت سهام یک شرکت ، تحلی گران بایستی شناخت درستی نسبت به ساختار صورت سود و زیان آن شرکت داشته باشند. نه تنها اطلاع قبلی از روند معمولی سود شرکت ها بلکه اطلاع قبلی از سودهای غیرمنتظره شرکت ها در پیش بینی افزایش یا کاهش قیمت ها موثرند.

بر اثر یک تحقیق سودهای غیرمنتظره یک شرکت ممکن است تا حدود ۲۰ درصد تغییرات در قیمت سهم آن شرکت را توضیح دهد. چون سود سهام را نمی توان به طور دقیق پیش بینی نمود، تحلیلگران مرتباً بایستی پیش بینی های قبلی خود را با اطلاعات جدیدی که از سود شرکت ها به دست می آورند تعدیل نمایند. پیش بینی هایی که بر اساس روند جدید سود شرکت ها تعدیل شده اند از دقت بیشتری برخوردارند.

چون رابطه مستقیم و محسوسی بین قیمت سهام و تغییر سود شرکت ها موجود است برای پیش بینی قیمت سهام یک شرکت می توان عواملی را که بر سود آن شرکت اثر دارند در نظر گرفته و سود شرکت ها را پیش بینی نمود. **عوامل موثر در تغییر سود سهام را می توان به متغیرهای اقتصادی و سیاسی (بنیادهای اقتصادی)، عوامل صنعت، بازار فروش محصولات و مواد اولیه، هزینه های تولید و سرمایه گذاریهای شرکت دسته بندی نمود.**



## انواع صورت سود و زیان



## پیش بینی بودجه سالانه

تصمیماتی که مدیران اجرائی شرکت‌ها در زمینه افزایش ثروت سهامداران می‌گیرند تا حدی در گرو پیش‌بینی‌هایی است که از وقایع آینده می‌کنند. آنان با پیش‌بینی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، برنامه‌های مالی شرکت را تهیه می‌کنند. تهیه بودجه‌های نقدی و صورت‌های تخمینی نمونه‌هایی از پیش‌بینی‌های مالی کوتاه‌مدت و وقایع جدید، در آن برنامه‌ها تجدیدنظر کرده، یک‌بار دیگر آنها را ارزیابی می‌کنند. تهیه بودجه‌های نقدی و صورت‌های تخمینی نمونه‌هایی از پیش‌بینی‌های مالی کوتاه‌مدت هستند. برای پیش‌بینی‌های یک‌ساله یا کمتر از این روش‌ها استفاده می‌شود ولی شرکت‌ها براساس پیش‌بینی‌های مربوط به چند سال بعد، از صورت‌های تخمینی استفاده می‌کنند. مفید بودن این صورت‌ها ثابت شده است.

این گزارش در حقیقت **دورنمای آینده شرکت را در سال مالی آتی** به ترسیم می‌کشد که مقایسه آن با عملکرد واقعی سال قبل روند حرکتی خود را به نمایش خواهد گذاشت.

بر مبنای الزامات قانونی، این گزارش می‌بایست **حداکثر یک ماه قبل از پایان دوره مالی** به سازمان بورس اعلام گردد. از مشخصه‌های این گزارش می‌توان به پیش‌بینی‌های مقداری و ریالی تولید، فروش و همچنین پیش‌بینی در خصوص صورت حساب سود و زیان سال آتی و سود هر سهم اشاره نمود. شرکتها برای پیش‌بینی فروش و سود دوره آتی خود اقدام به تهیه و تنظیم بودجه می‌نمایند. حال این بودجه ریزی در شرکت‌های مختلف با توجه به استراتژیها و اهداف و برنامه‌های آتی آن صورت می‌پذیرد. برای پیش‌بینی ابتدا مدیریت خواسته‌های خود را مطرح می‌نماید و به عبارتی بیان می‌کند که شرکت در سال آتی می‌بایست به چه سطحی از عملکرد برسد. بدین منظور هم عملکرد سالهای قبل و هم وضعیت فعلی شرکت و هم سایر عوامل از جمله سیاسی، اقتصادی و اجتماعی مد نظر قرار می‌گیرد. برنامه ریزی مالی سالانه در یک شرکت یا واحد تجاری با تهیه بودجه جامع صورت می‌گیرد. بودجه جامع در واقع عبارت است از یک سری گزارش، از پیش‌بینی‌های مدیریت در زمینه فروش‌ها، هزینه‌ها، حجم تولید و انواع وقایع مالی شرکت در دوره آینده. بودجه ابزاری جهت برنامه ریزی و کنترل است. در ابتدای دوره مالی، بودجه یک برنامه است و در انتهای دوره به عنوان یک وسیله کنترل در دست مدیریت جهت ارزیابی عملکرد شرکت در مقابل برنامه‌های پیش‌بینی شده می‌باشد، و در نهایت، این ارزیابی‌ها مدیریت را در اصلاح مسیر و بهبود عملکرد شرکت یاری می‌دهد.

## تنظیم صورت سود و زیان تخمینی

مدیریت شرکت سهامی می‌خواهد یک صورت سود و زیان تخمینی برای یک دوره برنامه‌ریزی دوازده ماهه، منتهی به ۲۹ اسفندماه ۱۳۹۰ تهیه کند. این صورت دربردارنده تمام اقلام پیش‌بینی شده (که در صورت سود و زیان شرکت موجود است) مانند فروش، بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته، سایر هزینه‌ها و مالیات است. آخرین بخش این صورت نشان‌دهنده سودی است که شرکت در دوره برنامه‌ریزی شده به‌دست خواهد آورد و شامل سود سهام پرداختی و افزایش سود انباشته است.

اگر برای دوره‌ای که قرار است صورت سود و زیان تخمینی تهیه شود یک بودجه نقدی تهیه کنیم، به برخی اطلاعات موردنیاز بودجه‌بندی دست می‌یابیم؛ برای مثال، اگر دوره موردنظر دوازده‌ماهه باشد و در این دوره چهار بودجه نقدی (در چهار فصل سال) تهیه شود، به سادگی چهار رقم متعلق به بودجه نقدی را با هم جمع می‌زنیم و رقم فروش متعلق به صورت سود و زیان تخمینی را به‌دست می‌آوریم. در مورد هزینه‌های عملیاتی، بهره مالیات و سود سهام نیز به همین روش عمل می‌کنند.

اگر قرار باشد مقدار موجودی کالای آخر دوره به اندازه‌ای باشد که در اول دوره بوده است، یعنی اگر فرض شود که شرکت آنچه را در آن دوره تولید کرده است به فروش برساند، در آن صورت بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته برابر با رقمی است که معادل مجموع ارقام مربوط به خرید، هزینه دستمزد و سایر هزینه‌های تولید می‌شود. به هر حال در یک صورت سود و زیان، رقم متعلق به بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته نشان‌دهنده هزینه موجودی کالائی است که به فروش رفته و نه وجوهی که برای خرید آن اقلام موجودی پرداخت شده است. اگر شرکت بخواهد موجودی کالای خود را افزایش دهد، بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته به همان مقدار از مجموع کل خرید و هزینه تولید کمتر خواهد شد. به همین ترتیب، اگر شرکت بخواهد در یک دوره زمانی برنامه‌ریزی شده فروش خود را به بیش از تولید برساند، بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته با هزینه تولید به اضافه مبلغی که از موجودی کالا کاهش یافته است برابر می‌شود. بنابراین اگر موجودی اول دوره خیلی زیاد یا خیلی کم باشد، با توجه به پرداخت‌هایی که در بودجه نقدی پیش‌بینی می‌شود باید بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته (رقم تخمینی) را تعدیل کرد.

روش دیگر این است که از نسبت‌های مالی برای تخمین صورت سود و زیان تخمینی به‌ویژه نسبت‌های متعلق به "صورت سود و زیان مبتنی بر مقیاس مشترک" استفاده کرد. اگر اوضاع اضطراری پیش آید یا شرایط تغییر کند می‌توان این ارقام تخمینی را تغییر داد و آنها را تعدیل کرد. برخی ارقام هزینه مانند هزینه‌های عملیاتی و بهاء تمام‌شده کالای فروش‌رفته احياناً از دو جزء تشکیل شده‌اند: یک جزء ثابت و یک جزء متغیر که جزء اخیر براساس افزایش فروش تغییر می‌یابد؛ برای مثال امکان دارد اجازه دارائی‌های ثابت و برخی هزینه‌های نگهداری و هزینه‌های آب و برق و تلفن را ثابت در نظر گرفت، البته اگر فروش از مبلغ معینی بیشتر شود، می‌توان به همان نسبت بر آن مقادیر افزود. این مقادیر

را با استفاده از استانداردهای مبتنی بر روش‌های آماری مانند رگرسیون خطی می‌توان افزایش داد (البته با توجه به ارقام مندرج در صورت سود و زیان سال‌های قبل). هزینه‌هایی که مانند استهلاک، بهره و سود سهام رابطه‌ای با فروش ندارند باید جداگانه محاسبه و برآورد شوند.

یکی از روش‌های پیش‌بینی **“روش مبتنی بر درصد فروش”** است که براساس صورت سود و زیان دوره قبل، اقلامی را که رابطه متناسبی با فروش دارند مشخص می‌کنند. سایر اقلام را باید جداگانه برآورد کرد. با استفاده از این روش می‌توان در اندک زمانی یک صورت سود و زیان تخمینی تهیه کرد، بنابراین صورت مزبور برای پیش‌بینی پیامدهای شرایط مختلف (مانند تغییراتی که در فروش، خطوط تولید یا هزینه‌های عملیاتی رخ می‌دهد) سودمند است.

اگر مدیریت شرکت بخواهد با استفاده از صورت‌های تخمینی (به‌عنوان ابزاری برای برنامه‌ریزی و کنترل) ارقام و مقادیر مناسبی برای یک دوره برنامه‌ریزی تخمین بزند و آنها را برآورد کند باید نقاط قوت و ضعف این صورت‌ها را بشناسد.

### مزایای صورت‌های تخمینی

مزایای این صورت‌ها عبارتند از:

۱. در این صورت‌ها اقلامی مانند سود، سهام و نیازهای مالی شرکت به روشنی پیش‌بینی می‌شود.
۲. مدیران شرکت در پایان دوره برنامه‌ریزی با مقایسه صورت‌های تخمینی و صورت‌های واقعی موفقیت‌های شرکت را در نیل به اهداف خود مشخص خواهند کرد. آنان همچنین می‌توانند آن بخش از عملکردهای شرکت را که انحراف زیادی از برنامه‌های موردنظر پیدا کرده‌اند مشخص کنند.

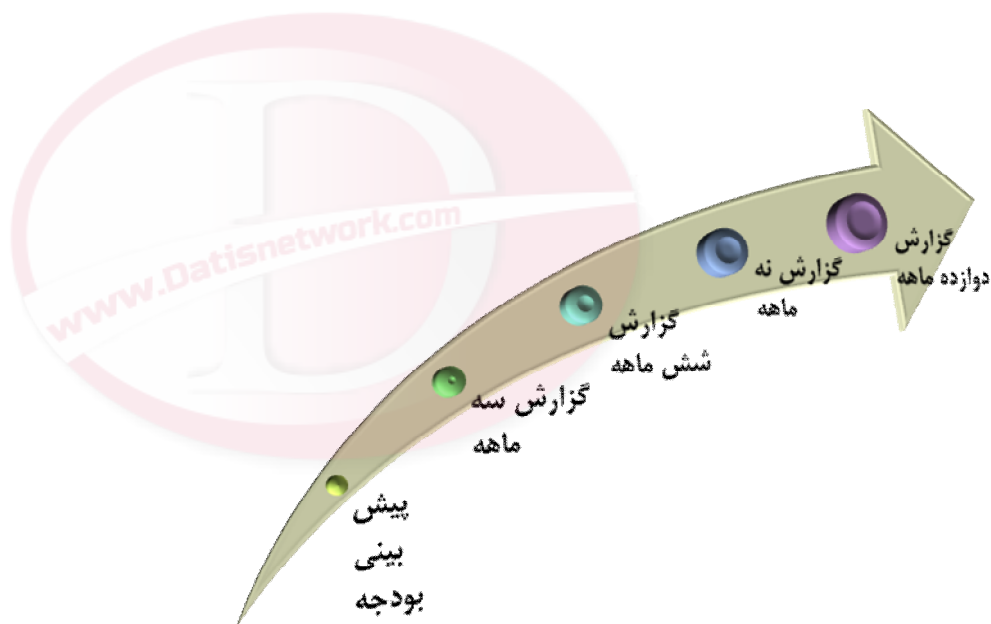
### معایب صورت‌های تخمینی

نقاط ضعفی را که برمی‌شماریم مبتنی مفروضات متعددی است:

برای تهیه صورت سود و زیان تخمینی باید فروش را پیش‌بینی کرد. فرض بر این است که برخی اقلام هزینه با فروش رابطه مستقیم دارند و برای تخمین و برآورد حساب‌های مندرج در صورت سود و زیان، از روابط تاریخی استفاده می‌شود. اگر این روابط در دوره برنامه‌ریزی تغییر کند، صورت سود و زیان تخمینی به نتایج سودمندی نمی‌انجامد؛ مگر اینکه بتوان روابط جدید را به‌صورتی دقیق پیش‌بینی کرد.

## گزارش عملکرد میاندوره ای

شرکتهای بازار بورس اوراق بهادار مکلف هستند تا گزارشاتی با حداکثر فاصله های زمانی ۳ ماهه ، در جهت شفاف سازی عملکرد و تعیین میزان پوشش بودجه اولیه و شرکتهای سرمایه گذاری همه ماهه ، حداقل مکلف به ارائه وضعیت سبد سهام خویش به بازار می باشند. طبق مقررات بورس اوراق بهادار تهران شرکتهای عضو می باید گزارشهای میان دوره ای خود را در مهلتی ۳۰ روزه جهت اطلاع عموم ارائه نمایند. در این خصوص گزارشهای ۳ و ۹ ماهه بر اساس اظهارات مدیریت شرکت به بازار اعلام خواهد گردید و این در حالی است که در جهت اعمال کنترل های لازم و حمایت از حقوق صاحبان سهام ، سازمان بورس شرکتهای را مکلف نموده تا گزارشات ۶ ماهه را به انضمام گزارش حسابرس مورد وثوق سازمان بورس اوراق بهادار ایران به این سازمان ارسال دارند.



## گزارش ۱۲ ماه حسابرسی نشده

با توجه به اینکه شرکتهای جهت ارائه اظهارنامه مالیاتی خود تا ۴ ماه پس از پایان سال مالی فرصت دارند و این زمان برای برگزاری مجامع نیز مجاز می باشد ، لذا سازمان بورس اوراق بهادار در جهت اینکه این فرجه زمانی موجب تضییع حقوق صاحبان سهام شرکتهای را فراهم نسازد، شرکتهای را ملزم نموده اند تا حداکثر یک ماه پس از پایان سال مالی خود



نسبت به ارائه صورتهای مالی یکساله و مقایسه ماقبل نهائی با بودجه سال گذشته خود، در قالب صورتهای مالی حسابرسی نشده به سازمان بورس اعلام نماید که شباهت بسیاری با اطلاعات میان دوره ای خواهد داشت.

## گزارش ۱۲ ماه حسابرسی شده

همانطور که در سطور بالاتر بدان پرداختیم ارائه صورتهای مالی حسابرسی شده شرکت بعضاً ممکن است تا ۴ ماه پس از پایان دوره تقویمی به تاخیر انجامد. که در جهت پر نمودن این خلاء اطلاعاتی سعی گردیده تا با درخواست گزارشات یک ساله حسابرسی نشده شرکتها، اطلاعاتی نزدیک به واقعیت را به بازار ارائه دهند. اما در نهایت اینکه با ارائه آخرین گزارش می توان عملیات مالی شرکت را پایان یافته تلقی نمود و این گزارش، که منظم به نظر کارشناسی حسابرس معتمد نیز می باشد، را برای سهامداران و فعالان بازار قابلیت اتکاء لازم را دارا خواهد بود.

## سایر گزارشات تکمیلی

شرکتها مکلف می باشند در جهت شفاف سازی عملکرد خود به طور مستمر هر گونه اطلاعات با اهمیتی چون: تغییر در ترکیب هیئت مدیره، تصمیمات با اهمیت توسط شرکت، هر گونه عوامل موثر بر سود، حوادث غیر مترقبه و در مجموع کلیه مسائل با اهمیتی که بتواند بر انتخاب سهامداران تاثیر بگذارد را در اسرع وقت به سازمان بورس اوراق بهادار اعلام نمایند.

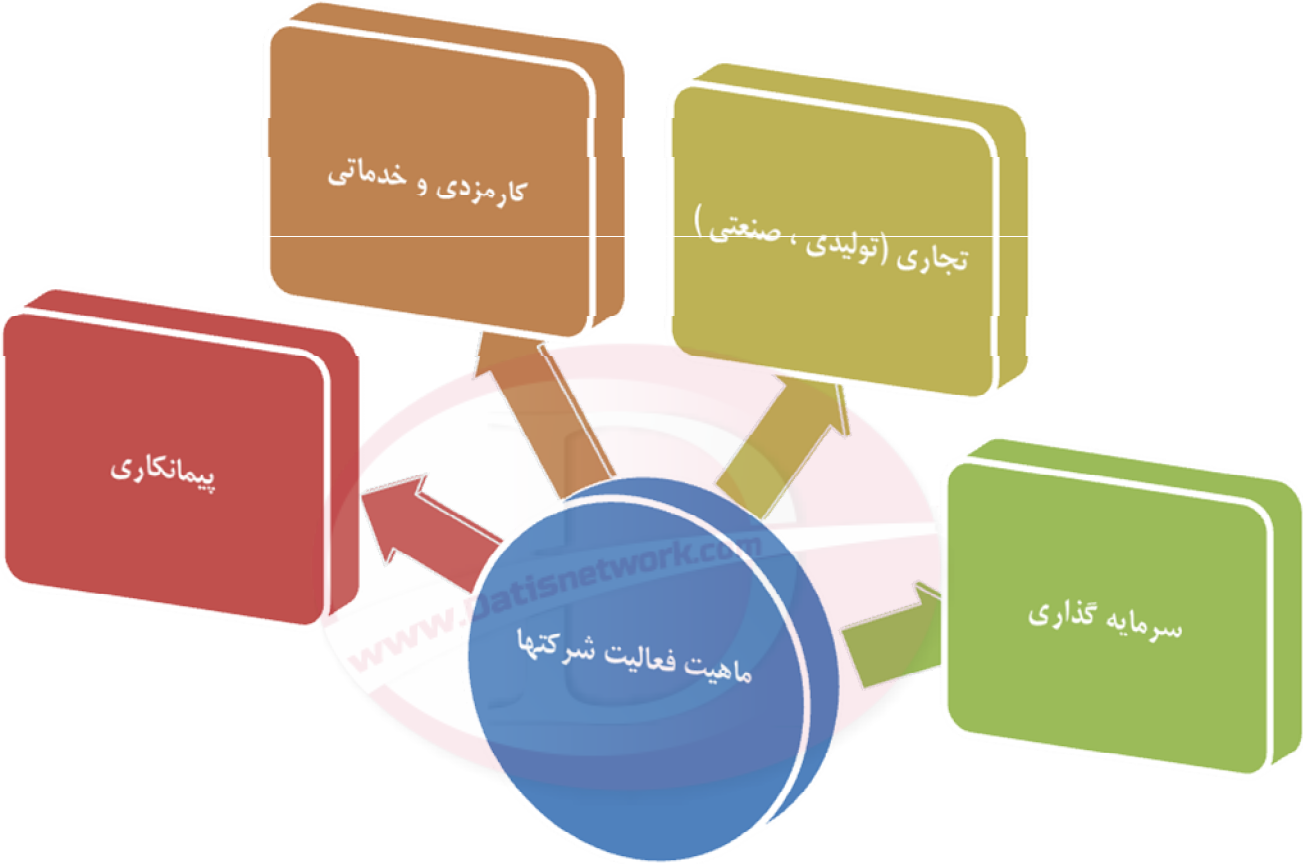
## تاثیرات اخبار و گزارشهای میاندوره ای بر قیمت سهم

تغییرات قیمت سهام شرکتها تابع عرضه و تقاضای سهام در بازار می باشد. رابطه بین عرضه و تقاضا مرتبط با نوع اخبار، گزارشات و اعلامیههایی است که درباره شرکت مربوطه در بازار سهام انتشار می یابد که این اخبار مربوط به پارامترهای موثر بر میزان سودآوری هر سهم می باشد. اخبار مربوط به شرکتها می تواند به صورت کتبی یا شفاهی باشد. از این رو می توان تغییرات قیمت سهام را ناشی از انتشار اخبار منفی و مثبت دانست.

اخبار منفی عموماً موجب فشار فروشندگان (عرضه) برای فروش سهام و کاهش قیمت سهام می گردد. اخبار مثبت غالباً موجب فشار خریداران (تقاضا) برای خرید سهام و از این رو افزایش قیمت سهام می گردد. اخبار منفی و مثبت مثل گزارشات افزایش یا کاهش سود هر سهم، رخدادهای غیرمنتظره نامساعد یا مساعد همچون فسخ یا انعقاد قرارداد فروش کالای شرکت و افزایش قیمت محصولات تولیدی در بورس کالا می باشد.

شرکت‌های بورسی در اطلاعیه‌های میاندوره ای ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه خود میزان سود تحقق یافته تا آن تاریخ را به صورت انباشته و همچنین پیش‌بینی کل سود هر سهم همراه با عوامل سازنده EPS را ارائه می‌نمایند. **قیمت سهم بر مبنای انتظارات سهامداران و تحلیلگران مالی از سودآوری آتی** است و همواره بازار در حال **ساخت انتظارات آتی از سودآوری و ارزش سهم** است. از این رو اگر انتظار رود شرکتی در گزارشات سه ماهانه خود تعدیل مثبت غیرمنتظره‌ای از سود هر سهم ارائه کند، قیمت سهم بلافاصله با رشد سریع مواجه می‌شود اما اگر در گزارش خود همان سودی را که مردم انتظارش را داشته‌اند، اعلام نماید، قیمت هر سهم تغییری نخواهد کرد **زیرا این سود قبلا در قیمت سهم منعکس شده است.**





شرکتهای بازار بورس اوراق بهادار از حیث نحوه فعالیت به ۴ دسته تقسیم بندی می شوند که شناخت نحوه فعالیت هر بنگاه ، **ارتباط مستقیمی با شیوه ارزیابی بنیادی و چشم انداز فعالیت** آنها دارد. موضوع فعالیت شرکتهای و ماهیت آن به دنبال خود نوعی ریسک دارد. مثلاً " فعالیت یک معدن سنگ نمک را با فعالیت یک معدن سنگ طلا را با هم مقایسه کنید، طبیعی است که ماهیت فعالیت یک معدن سنگ طلا دارای ریسک بیشتری است. شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران را می توان به شکل زیر تقسیم بندی کرد :

➤ **شرکت های تولیدی**

➤ **شرکت های سرمایه گذاری**

➤ **شرکت های ساختمانی**

➤ **شرکت های پیمانکاری**

➤ **بانک ها و سایر واسطه های مالی**

به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت شرکت های فوق، هر کدام از آنها باید براساس نوع خاص فعالیت شان مورد ارزیابی قرار گیرد. در ذیل به طور مختصر نحوه ارزیابی این گروه ها شرح داده خواهد شد :

**ارزیابی شرکت های تولیدی**

نحوه ارزیابی شرکت های تولیدی بیشتر به سود دهی و روند آتی متمرکز است و هر عاملی که روی سود دهی جاری یا انتظاری شرکت تاثیر بگذارد روی قیمت در نتیجه در ارزیابی جدید شرکت تاثیر خواهد داشت. به طور مثال در شرکتهای تولید کننده فولاد بررسی تغییرات قیمت جهانی فولاد و قیمت های داخلی این محصول در بورس کالا و قیمت های جهانی انرژی و سنگ آهن.

**نحوه ارزیابی شرکت های سرمایه گذاری**

ارزیابی شرکت های سرمایه گذاری معمولاً به دو شیوه صورت می گیرد. در روش اول، ملاک تصمیم گیری و تحلیل، **ارزیابی سبد سهام شرکت های سرمایه گذاری** است. و در روش دوم، ملاک **ارزیابی برپایه سود دهی این شرکت ها** است. در روش اول ارزیابی ها با توجه به ارزش سبد سهام شرکت سرمایه گذاری و وزن هر صنعت در سبد سهام آن شرکت ، صورت می گیرد معمولاً قیمت سهام شرکت های سرمایه گذاری هم جهت با قیمت سهام موجود در سبد آنها (متغیر ارزش پرتفولیو) تغییر می کند.

**ارزیابی شرکت های ساختمانی**

از نکات قابل توجه در شرکت های ساختمانی بهای تمام شده پروژه های تکمیل شده و آماده برای فروش و قیمت فروش این پروژه هاست. هر قدر این دو مقدار (بهای تمام شده و فروش) از هم فاصله داشته باشند نشان از حاشیه سود بالای شرکت است. نکته مهم دیگر در ارزیابی این شرکت ها، پتانسیل موجود در شرکت برای سود دهی است. یکی از این پتانسیل ها وجود قراردادهای جدید برای احداث پروژه های جدید و همچنین داشتن زمین مناسب در شهرها و مناطق با ارزش برای احداث بناهای مختلف تجاری مسکونی و اداری است و این پتانسیل ها می تواند در جهت خلق سود برای شرکت و سهامداران آن در آینده مورد استفاده قرار می گیرد.

### شرکت های پیمانکاری

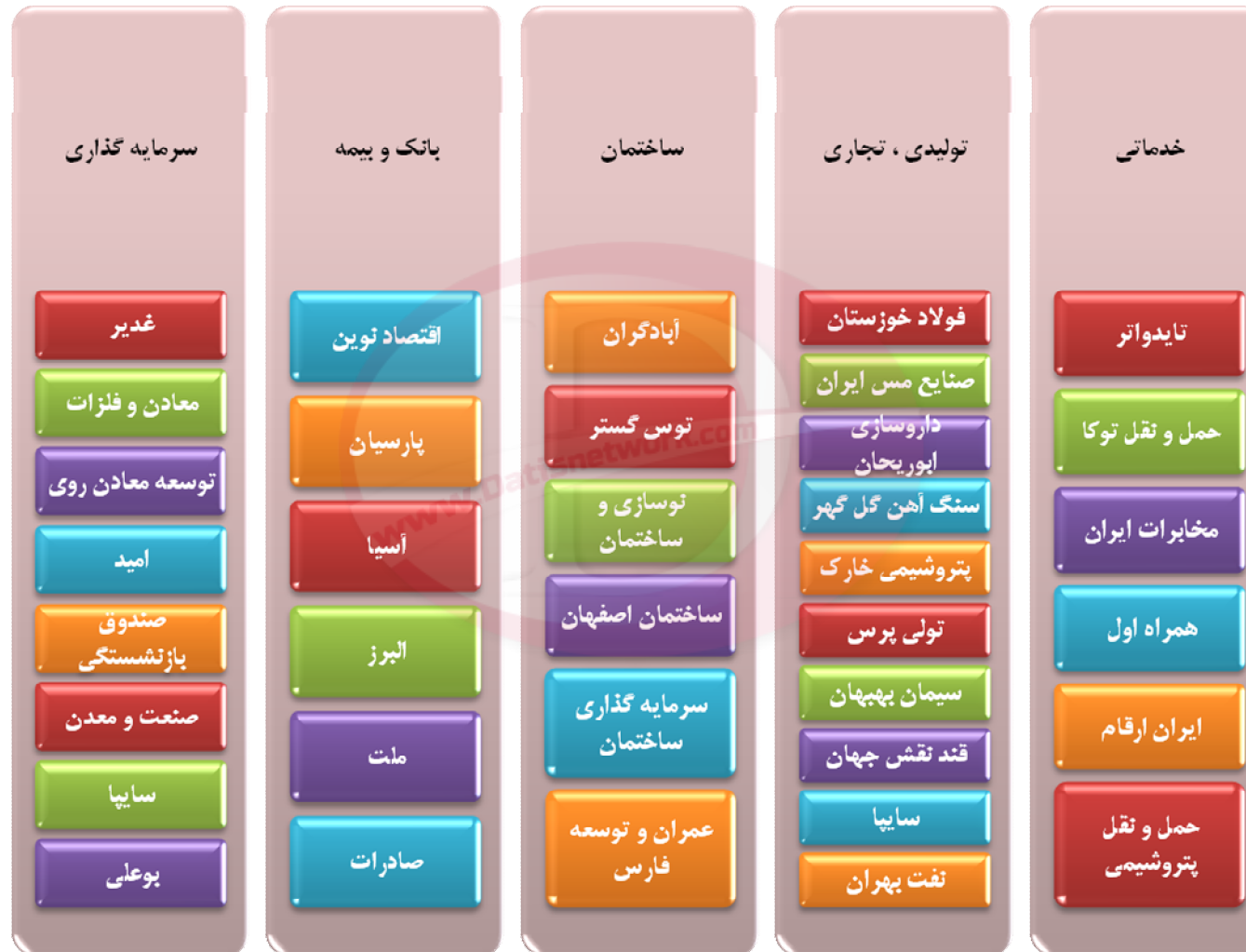
ارزیابی شرکت های فعال در این گروه کمی مشکل تر و پیچیده تر است و این مربوط به ماهیت این شرکت ها است. در این شرکت ها به دلیل اینکه یک کالای خاصی تولید نمی شود و نمی توان براساس تقاضا و عرضه آن روند فعالیت شرکت را ارزیابی کرد کمی با مشکل مواجه هستیم. دارایی شرکت براساس نوع فعالیت آن دستگاه ها و ماشین آلات موجود است و نیروی انسانی متخصص نیز از جمله عوامل مهم در این نوع شرکت ها است. یکی از بهترین روش ها برای ارزیابی این شرکت ها، توجه به صنعتی است که در آن فعالیت دارند. اگر چشم انداز آن صنعت خوب و روشن باشد انتظار این است که وضعیت قرار دادهای این شرکت نیز بهبود یابد و همزمان با رشد صنعت این شرکت نیز روبه رشد باشد.

نکته دیگر اینکه در ارزیابی این گروه توجه به رشد سود قراردادهای شرکت های پیمانکاری و توجه به استمرار این قرار دادها و همچنین تعداد رقبای موجود در این گروه است و هرچه رقبای این گروه زیاد باشند برای برنده شدن در یک مناقصه و بستن قرار داد جدید باید قیمت پیشنهادی پایین باشد و این خود به معنای کاهش سود قرار دادها است. از نکات دیگر قابل توجه در ارزیابی شرکت های پیمانکاری، سابقه و عملکرد این شرکت ها در گذشته است و هر چه سابقه و اعتبار شرکت ها بیشتر باشد، احتمال استمرار قراردادهای آنها نیز بیشتر می شود.

### نحوه ارزیابی بانکها و واسطه های مالی

عمده سود فعالیت بانک ها، از اختلاف سود تسهیلاتی که می پردازند و سود سپرده هایی که قبول می کنند به دست می آید. در این گروه سرمایه گذاری در اوراق بهادار نیز بخشی از سود آنها را تشکیل می دهد. حجم سپرده های بانک ها عامل مهمی در شناسایی سود آنها به حساب می آید. شرکت های لیزینگ نیز به دلیل ماهیت کاری که دارند شبیه به بانک ها هستند در این شرکت ها نیز نرخ سود وام هایی که دریافت می کنند و سود تسهیلاتی که پرداخت می کنند عامل مهمی در ارزیابی آنها محسوب می شود.

نکته مهم دیگر در ارزیابی این شرکت ها، میزان مطالبات مشکوک الوصول آنها می باشد که نشان دهنده عملکرد این شرکت ها در دریافت مطالبات خود است. هرچه این مطالبات بالاتر برود عملکرد شرکت ضعیف تر ارزیابی می شود. سود دهی و روند آن در گذشته نیز از جمله نکات مهم دیگری است که در ارزیابی شرکتهای لیزینگ باید به آن توجه کرد.



برای تحلیل بنیادی یک شرکت ، پیمودن دو گام مجزا حائز اهمیت است: **مرحله نخست بررسی صورت‌های مالی اساسی و تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی شرکت در گذشته می باشد (روش گذشته نگر)** تا از تغییرات ارقام صورت‌های مالی در یک بازه زمانی بلند مدت به الگویی آینده نگر از روند تغییرات دست یابیم.

**مرحله دوم به پیش‌بینی وضعیت سودآوری ، نقدینگی ، ساختار مالی و ارزش آینده قیمت سهام شرکت مربوط می‌شود.** در این پیمایش تحلیل گر بایستی با جزئیات کنونی فعالیت شرکت از قبیل توان تولیدی ، بازار فروش ، کشش تقاضای محصول ، برند محصولات ، بازار تامین مواد اولیه و نحوه تامین آن ، مواد اولیه ، خطوط تولید و ترکیب بهاء تمام شده ، نحوه قیمتگذاری بر خرید مواد اولیه ، قدرت چانه زنی در بازار فروش و تامین مواد اولیه ، مشتریان عمده محصولات و تامین کنندگان عمده مواد اولیه ، ترکیب سرمایه گذاری ها ، بهره وری شرکت و نسبت‌های سودآوری ، عرضه و تقاضای محصولات تولیدی شرکت ، ترکیب درآمدها و درآمدهای حوزه عملیاتی و غیر عملیاتی ، ترکیب سهامداران شرکت ، موقعیت رقابتی شرکت در صنعت مربوطه ، ساختار مالی و ساختار سرمایه ، حاشیه سود تولید کالاها و وزن محصولات در سبد تولیدی ، نحوه قیمتگذاری بر محصولات تولیدی و قوانین و مقررات حاکم بر حوزه فعالیت شرکت و برنامه‌های آتی مدیریت آشنا باشد.

برخی کارشناسان معمولاً به علت زمان بر بودن محاسبات مرحله نخست و دشواری های گردآوری اطلاعات از پیمایش این مرحله صرف‌نظر می‌کنند و بدین ترتیب عمق و دقت لازم در تحلیل بنیادی را از دست می‌دهند. بررسی نسبت‌های مالی یکی از دشوارترین ، پیچیده ترین و مهم‌ترین بخش‌هایی است که هر تحلیل‌گر بنیادی باید با ممارست زیاد بر آن مسلط شود. این پیمایش از ظرافت‌های خاصی برخوردار است و با توجه به وابستگی این نسبت‌ها به یکدیگر (همانند دارایی های ثابت و جاری از طریق اهرم مالی و وام‌های طرح و توسعه که وزن بدهی ها را در ساختار سرمایه بالا میبرد) ، میتواند تحلیل گر را به سمت نتیجه گیری اشتباه سوق دهد.

### پیش بینی درآمد هر سهم (EPS) در شرکتهای تولیدی – تجاری

برای محاسبه سود و زیان شرکتهای تولیدی و تجاری بایستی میزان درآمدهای عملیاتی و غیر عملیاتی به تفکیک برآورد و با محاسبه هزینه های ثابت و متغیر تولید کالا ، سود ناخالص ، عملیاتی و میزان سودآوری هر سهم شرکت تخمین زده شود.

در مرحله اول تحلیل گر بایستی با بررسی کشش تقاضای محصول ، نحوه قیمتگذاری بر محصولات تولیدی و بازار فروش محصولات (داخلی و صادراتی) ، ظرفیت اسمی و واقعی تولید شرکت و بررسی ارقام پیش بینی بودجه سال جاری (حجم تولید ، فروش و درآمد حاصل از فروش ) به تخمین میزان درآمد واقعی شرکت تا پایان سال بپردازد.

درآمد حاصل از فروش کالای تولیدی ، متغیر مستقل برحسب آحاد محصول است. شکل صورت سود و زیان رقم فروش را دربر دارد، با این تفاوت که کل درآمد، یک متغیر مستقل و هزینه‌ها ثابت و متغیر است. در صورتی که هزینه‌ها ثابت و متغیر باشد (حاشیه سود عملیاتی) بقیه صورت سود و زیان (درازا آن حتماً بخش متغیر است) به تأمین مالی و

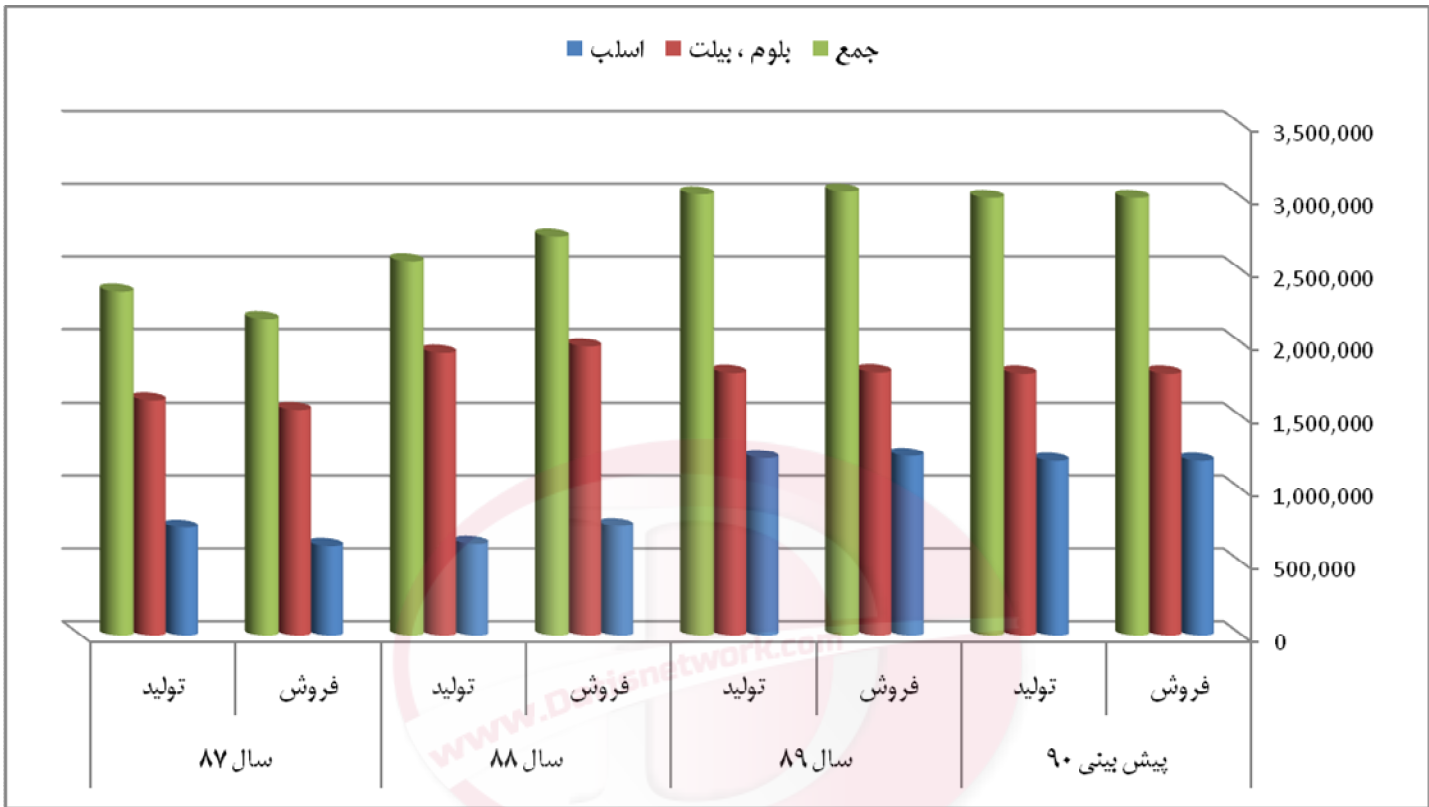
درآمدهای غیر عملیاتی) مشابه حالت قبل است. این بدان مفهوم است که با تغییر دادن متغیر مستقل مربوط به بخش عملیاتی صورت سود و زیان، بخش غیر عملیاتی تغییر نخواهد کرد.

در حوزه تخمین درآمد حاصل از فروش پایان سال شرکت، تحلیل گر بایستی به تخمین حجم تولید و فروش (بررسی توان تولیدی شرکت، بررسی کشش تقاضا و بررسی ارقام واقعی فروش در دوره های قبل)، مبالغ و نرخهای فروش واقعی در بازار و مقایسه آن با ارقام برآوردی در بودجه و محاسبه میزان واقعی درآمد حاصل از فروش بپردازد.

### جدول مقدار تولید و فروش شرکت فولاد خوزستان

محصول	سال ۸۷		سال ۸۸		سال ۸۹		پیش بینی ۹۰	
	تولید	فروش	تولید	فروش	تولید	فروش	تولید	فروش
اسلب	۷۴۱,۶۷۶	۶۱۴,۲۷۲	۶۲۸,۶۱۳	۷۵۱,۹۹۳	۱,۲۱۹,۴۲۵	۱,۲۳۴,۲۲۹	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰
بلوم، بیلت	۱,۶۱۵,۵۱۹	۱,۵۵۰,۸۳۹	۱,۹۳۷,۰۹۵	۱,۹۷۹,۵۷۷	۱,۸۰۴,۸۳۷	۱,۸۰۸,۶۸۳	۱,۸۰۰,۰۰۰	۱,۸۰۰,۰۰۰
جمع	۲,۳۵۷,۱۹۵	۲,۱۶۵,۱۱۱	۲,۵۶۵,۷۰۸	۲,۷۳۱,۵۷۰	۳,۰۲۴,۲۶۲	۳,۰۴۲,۹۱۲	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰





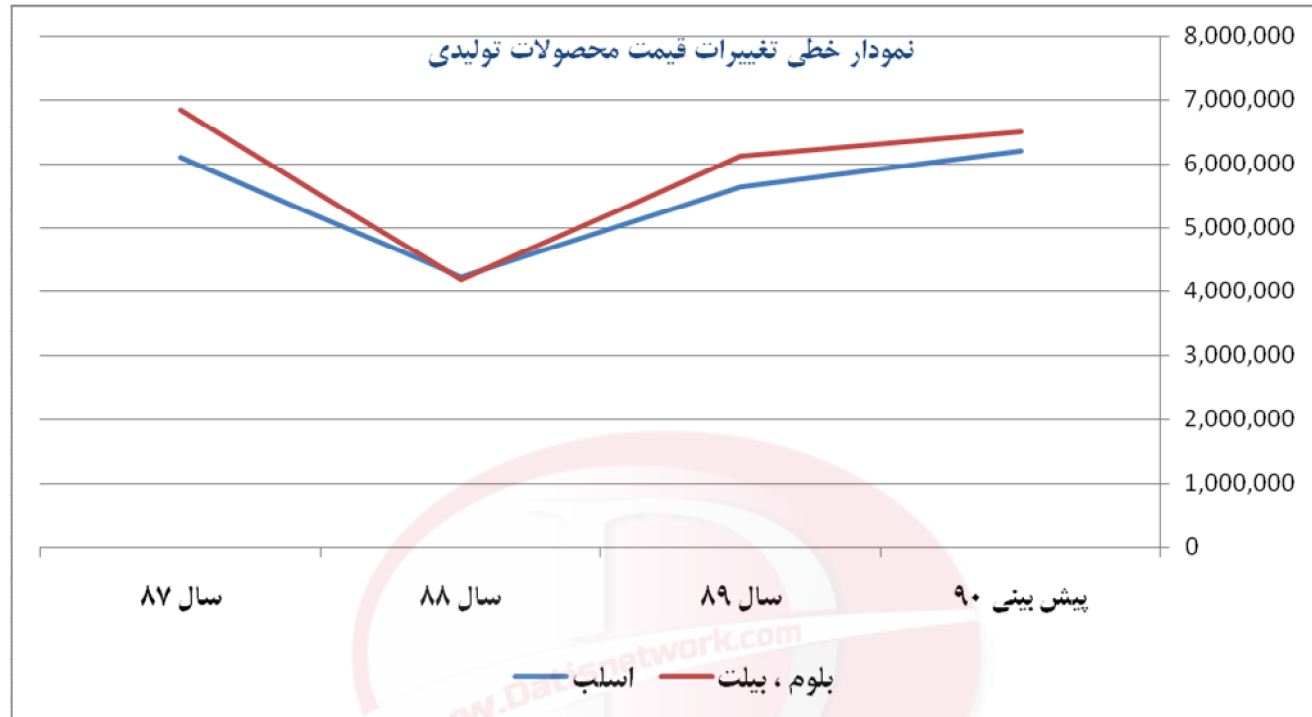
شرکت فولاد خوزستان تنها شرکت فولادی ایران است که کالای نیمه ساخته تولید می کند. شرکتهای تولید کننده مشابه مانند فولاد مبارکه اصفهان و ذوب آهن ، دارای خط نورد بوده و محصول نهایی را به بازار عرضه می کنند. از این رو شرکت فولاد خوزستان در تولید محصولات نیمه ساخته فولادی ، رقیبی در ایران ندارد. محصولات تولیدی شرکت به دو دسته محصولات اصلی و فرعی دسته بندی می شوند. فولاد خوزستان ۸۳٪ از محصولات تولیدی خود را در بازار داخلی و ۱۷٪ آنرا صادر می کند. مشتریان عمده داخلی شرکت عبارتند از : گروه صنعتی ملی فولاد ایران ۲۳٪ ، فولاد مبارکه اصفهان ۱۵٪ ، ذوب آهن اصفهان ۱۱٪ و نورد و لوله اهواز ۱۱٪. از مشتریان عمده خارجی شرکت نیز میتوان به آسکوتک کویت ، یو . جی . اس عربستان ، کولین پکس ترکیه و یونیستیل کویت نام برد.

بدلیل عدم وجود ظرفیت واحدهای نورد به میزان حجم تقاضای کشور ، ایران در سال ۸ میلیون تن فولاد وارد می کند. فولاد خوزستان مازاد نیاز داخلی را صادر میکند که با افزایش ظرفیت واحدهای نورد و ریخته گری ، شرکت محصولات خود را به واحدهای داخلی عرضه خواهد نمود. همچنین فولاد نیمه خام در مقابل محصولات نهایی ، برای خریداران خارجی از جذابیت مناسب تری برخوردار است. بنابراین علی رغم تقاضای مناسب محصولات در ایران و کشورهای حوزه خلیج فارس و موقعیت انحصاری تولیدات ، شرکت از منظر کسب تقاضا میتواند در سالهای آتی حجم تولیدات خود را افزایش دهد. همچنین شرکت بهره برداری از ظرفیت ۵ میلیون تنی (فاز ۳ طرح توسعه) فولاد نیمه خام را در دستور کار دارد که مطابق برنامه زمان بندی شده در سال ۱۳۹۳ به بهره برداری می رسد.

میزان تولیدات شرکت از سال ۸۷ تا ۸۹ بدلیل بهره برداری از طرحهای توسعه فولاد سازی ، بیش از ۳۸٪ افزایش یافته است. مجموع حجم تولید و فروش شرکت در سالهای ۸۹ و ۹۰ بدون تغییر مانده است. بنابراین برای پیش بینی مقدار واقعی حجم تولید فروش شرکت در سال ۹۰ ، رقم تولید و فروش ۳ میلیون تن مبنای برآورد درآمد حاصل از فروش سال جاری قرار میگیرد.

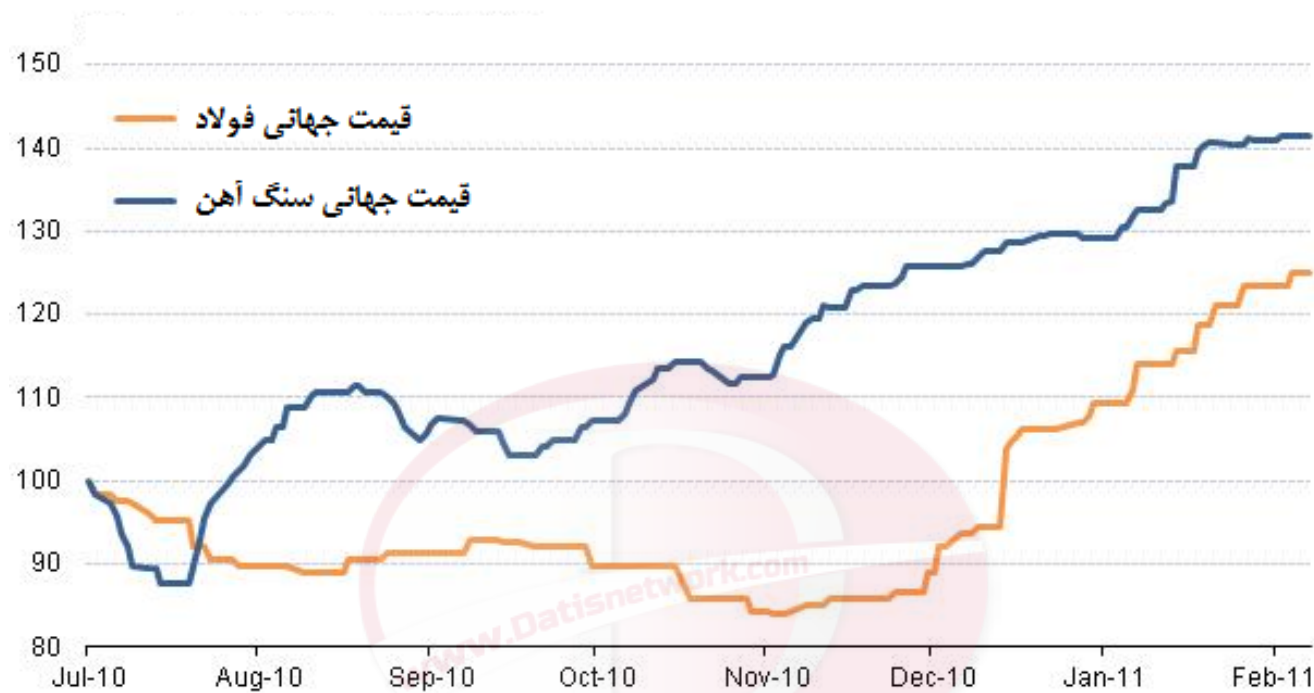
## جدول مبلغ فروش

محصول	شرح	واحد	سال ۸۷	سال ۸۸	سال ۸۹	پیش بینی ۹۰
اسلب	درآمد حاصل از فروش	میلیون ریال	۳,۷۵۰,۲۲۰	۳,۱۷۵,۹۷۱	۶,۹۶۳,۵۹۹	۷,۴۳۹,۱۰۰
	نرخ فروش	ریال / تن	۶,۱۰۵,۱۴۶	۴,۲۲۳,۴۰۵	۵,۶۴۲,۰۶۴	۶,۱۹۹,۲۵۰
بلوم ، بیلت	درآمد حاصل از فروش	میلیون ریال	۱۰,۶۱۴,۴۷۲	۸,۲۸۸,۵۳۸	۱۱,۰۹۲,۲۵۵	۱۱,۷۰۰,۰۰۸
	نرخ فروش	ریال / تن	۶,۸۴۴,۳۴۲	۴,۱۸۷,۰۲۵	۶,۱۳۲,۷۸۰	۶,۵۰۰,۰۰۴



قیمت های فروش داخلی اسلب ، بلوم و بیلت تولیدی با قیمت های تحویلی بنادر به طور میانگین ۷٪ اختلاف دارد. میانگین قیمت فروش محصولات صادراتی شرکت ۹۰٪ قیمت محصول عرضه شده در بازار داخلی است. همچنین قیمت گذاری محصولات داخلی شرکت بر مبنای ۹۳٪ قیمت بندر شانگهای چین می باشد. قیمت فولاد در جهان تابع متغیرهای مختلفی از قبیل میزان تقاضا ، سنگ آهن ، کک ، انرژی و ارزش دلار است. در بین فاکتورهای یاد شده سنگ آهن بیشترین تاثیر را بر قیمت فولاد دارد. براساس مطالعات انجام شده ، ضریب همبستگی قوی بین این دو داده وجود دارد و میتوان به کمک داده های سنگ آهن ، قیمت فولاد را برای سالهای آتی برآورد نمود. نمودار زیر موید این موضوع است.

## نمودار تغییرات قیمت جهانی فولاد و سنگ آهن



بررسی روند قیمت‌های جهانی سنگ آهن، نشان می‌دهد به طور میانگین قیمت این محصول سالانه ۱۰٪ افزایش یافته است. همچنین بررسی دامنه تغییرات قیمت این محصول بیانگر انحراف معیار خوش بینانه تا مرز ۳۰٪ و بدبینانه منفی ۸٪ می‌باشد.

جهت تخمین میزان سرفصل درآمد حاصل از فروش از روش زیر استفاده می‌شود.

**(قیمت هر واحد) \* (تناژ محصول به فروش رفته) = درآمد حاصل از فروش**

## جدول تخمین درآمد حاصل از فروش

محصول	شرح	واحد	سال ۸۸	سال ۸۹	بودجه ۹۰	پیش بینی ۹۰ تحلیلی	پیش بینی ۹۱ تحلیلی
اسلب	درآمد حاصل از فروش	میلیون ریال	۳,۱۷۵,۹۷۱	۶,۹۶۳,۵۹۹	۷,۴۳۹,۱۰۰	۸,۱۸۳,۰۱۰	۹,۰۰۱,۳۱۱
	نرخ فروش	ریال / تن	۴,۲۲۳,۴۰۵	۵,۶۴۲,۰۶۴	۶,۱۹۹,۲۵۰	۶,۸۱۹,۱۷۵	۷,۵۰۱,۰۹۳
بلوم ، بیلت	درآمد حاصل از فروش	میلیون ریال	۸,۲۸۸,۵۳۸	۱۱,۰۹۲,۲۵۵	۱۱,۷۰۰,۰۰۸	۱۲,۸۷۰,۰۰۸	۱۴,۱۵۷,۰۰۹
	نرخ فروش	ریال / تن	۴,۱۸۷,۰۲۵	۶,۱۳۲,۷۸۰	۶,۵۰۰,۰۰۴	۷,۱۵۰,۰۰۴	۷,۸۶۵,۰۰۵

سال مالی	درآمد حاصل از فروش (میلیون ریال)
۸۹	۱۹,۱۳۹,۱۰۸
۹۰	۲۱,۰۵۳,۰۱۸
۹۱	۲۳,۱۵۸,۳۲۰

## برآورد میزان سودآوری شرکت به کمک تعمیم نسبتهای سودآوری

شرح	پیش بینی ۹۰	پیش بینی تحلیلی ۹۰	پیش بینی تحلیلی ۹۱
درآمد حاصل از فروش	۱۹,۱۳۹,۱۰۸	۲۱,۰۵۳,۰۱۸	۲۳,۱۵۸,۳۲۰
نسبت سود به فروش	۱۴	۱۴	۱۴
سود خالص پس از کسر مالیات	۲,۶۷۹,۴۷۵	۲,۹۴۷,۴۲۳	۳,۲۴۲,۱۶۵
سرمایه	۲,۱۹۲,۰۰۰	۲,۱۹۲,۰۰۰	۲,۱۹۲,۰۰۰
سود هر سهم EPS	۱۲۲۲ ریال	۱۳۴۴ ریال	۱۴۷۹ ریال

### تجزیه و تحلیل شرکتهای خدماتی

بررسی ۶ عامل اصلی در صورتهای مالی شرکتهای با ماهیت خدماتی بسیار مهم قلمداد می گردد.

- بازار محصولات و رقبا و اهداف و برنامه های آتی (قرارداد های شرکت )
- ترکیب مدیران و سهامداران
- اطلاعات فنی و تکنیکی (وضعیت نیروی متخصص شرکت )
- مشتریان شرکت
- محل تامین منابع اولیه و مقصد محصولات
- رشد نرخ خدمات ، مدیریت بهینه هزینه ها ، بررسی هزینه های ثابت ، روند فروش و درآمدهای عملیاتی و بهاء تمام شده ، روند سودآوری شرکت و حاشیه سود شرکت در سالهای گذشته
- نیروی انسانی و دانش و تخصص مجموعه

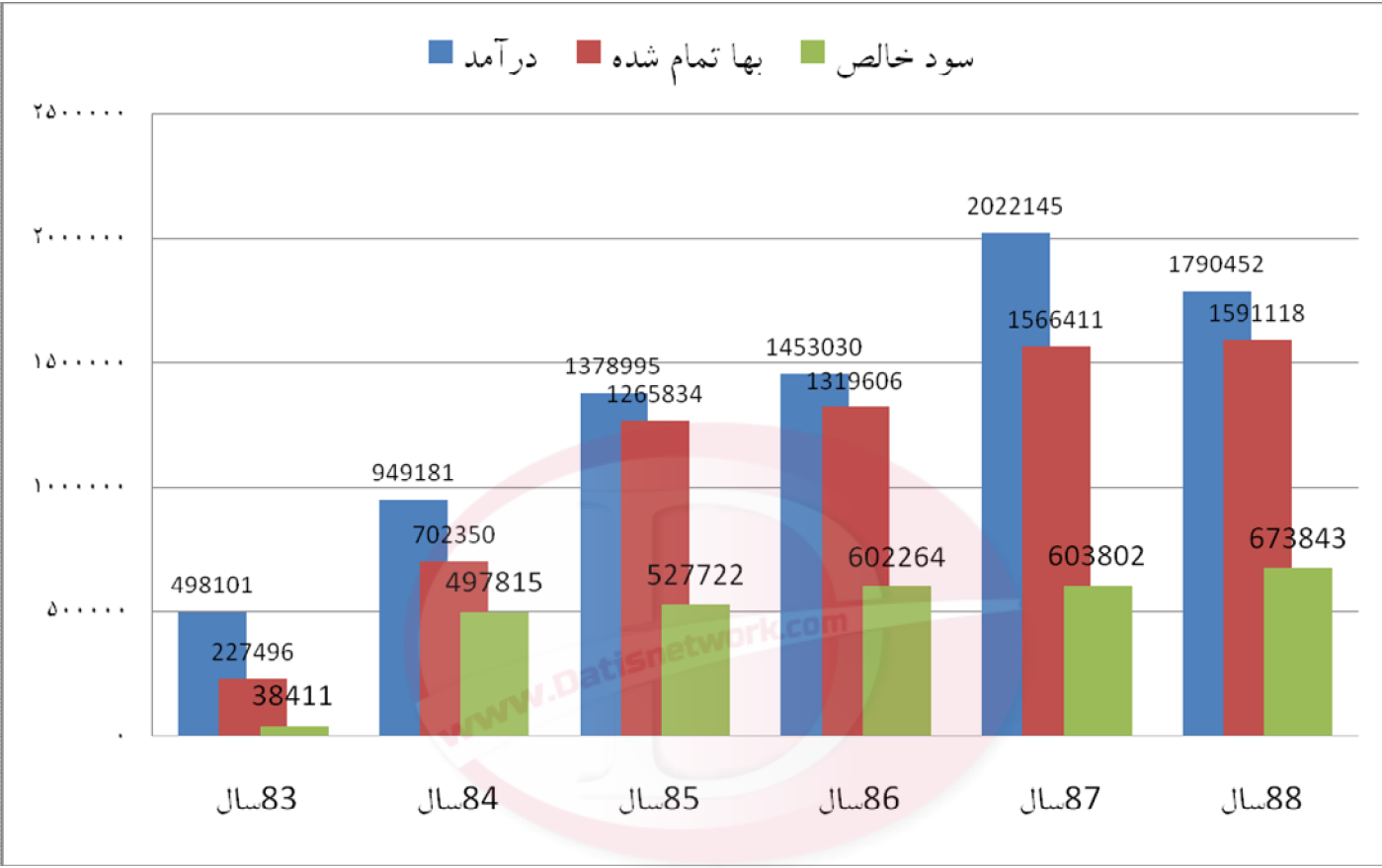
## میانگین حسابی نرخ رشد

در شرکتهای تولید - تجاری بدلیل فیزیکی و ملموس بودن وضعیت خرید مواد اولیه و احجام تولید و فروش و نرخ های در دسترس آن ، به راحتی می توان سود خالص این شرکتها را محاسبه نمود. اما در شرکتهای خدماتی بدلیل ماهیت غیر فیزیکی فعالیت آنها که تولید خدمات می باشد ، محاسبه مولفه های صورت سود و زیان آنها تنها به کمک روش محاسبه نرخ رشد ممکن است. شرکتهای خدماتی در ابتدای سال مالی با برآوردی محتاطانه درآمدها را محافظه کارانه و هزینه ها را شجاعانه در صورتهای مالی لحاظ می کنند. به کمک محاسبه نرخ رشد و مقایسه آن با آخرین دوره مالی به راحتی می توان دریافت که مدیر مالی این شرکت خدماتی چه تمهیدیاتی برای پنهان نمودن سود واقعی شرکت و نشان دادن تدریجی آن در صورتهای مالی میان دوره ایاندیشیده است.

از اینرو نرخ رشد متغیرهایی همانند فروش ، سود ناخالص ، بهاء تمام شده و سود خالص برای تعیین ارزش شرکتهای خدماتی بسیار حائز اهمیت است. زیرا نرخ رشد تاریخی نقطه آغازی است برای محاسبه نرخهای رشد آینده







بها تمام شده	درآمد	*****
نرخ رشد	نرخ رشد	سال مالی
۲۰۸.۷	۹۰.۵	سال ۸۴
۸۰.۲	۴۵.۲	سال ۸۵

سال ۸۶	۵	۴.۲
سال ۸۷	۳۹	۱۸.۷
میانگین	۴۴.۹	۷۷.۹۵
سال ۸۸	-۱۱.۴	۱.۵

شرح	پیش بینی شرکت	پیش بینی درآمد واقعی
درآمدها	۱,۷۹۰,۴۵۲	۲,۹۱۱,۱۸۸
بهاء تمام شده	(۱,۵۹۱,۱۱۸)	۲,۷۷۲,۵۴۷
سود عملیاتی	۱۹۹,۳۳۴	۳۲۰,۲۳۰
سود غیر عملیاتی	۵۱۷,۹۴۱	۵۱۷,۹۴۱
سود خالص	۷۱۷,۲۷۵	۸۳۸,۱۷۱
سود خالص هر سهم	۲۶۹۵ ریال	۳۳۵۲ ریال

## میانگین انحراف از پیش بینی

شرکتهای در ابتدای دوره های مالی وضعیت سود و زیان شرکت را به اطلاع سرمایه گذاران و سهامداران شرکت می رسانند. صورت سود و زیان اعلام شده در ابتدای سال مالی غالباً با انحراف در پایان سال به صورت عملکرد واقعی منعکس می شود. اکثر شرکتها سود واقعی خود را پنهان می کنند. زیرا اتخاذ سیاستی محافظه کارانه باعث می شود شرکت در عمل به تعهداتش موفق تر باشد.

$$\text{درصد انحراف خالص} = \frac{\text{پیش بینی سود خالص} - \text{سود واقعی}}{\text{پیش بینی سود خالص}} \times 100$$

$$\text{درصد انحراف خالص} = \frac{\text{پیش بینی سود ناخالص} - \text{سود واقعی}}{\text{پیش بینی سود ناخالص}} \times 100$$

با محاسبه انحراف سود خالص و ناخالص و تعمیم میانگین موزون آن به صورت سود و زیان سال جاری شرکتهای بورسی می توان انحراف واقعی سود خالص و ناخالص را در پایان سال مالی برآورد نمود. بنابراین تحلیل گریستی به کمک مطالعه انحرافات خالص و ناخالص بین پیش بینی و عملکرد واقعی، استراتژی شرکت را در تعیین برآورد سود و زیان خود درک کند.

## تجزیه و تحلیل صورت سود و زیان

برای تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، دو روش عمده وجود دارد. در اجراء روش اول که "تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای (sectional analysis cross) نامیده می‌شود، وضع مالی شرکت در یک زمان مشخص ارزیابی و **عملکرد شرکت رقیب** مقایسه می‌شود. در اجراء بخشی از این فرآیند، از سیستمی استفاده می‌شود که به "سیستم دوپانت" شهرت یافته است. با استفاده از این سیستم، رابطه متقابل بین فعالیت‌های مربوط به چگونگی تأمین مالی و عملکرد شرکت مقایسه می‌شود. در روش دوم که "تجزیه و تحلیل سنواتی (time series analysis) نامیده می‌شود، عملکردهای شرکت در چند سال پیاپی با هم مقایسه می‌شود. این دو روش مکمل یکدیگر هستند و باید هر دو را بخشی از تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی دانست.

برای تجزیه و تحلیل مالی از دو روش استفاده می‌کند:

**روش مقایسه صورت‌های مالی (تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای و تجزیه و تحلیل سنواتی)**

**روش مبتنی بر دوره‌های زمانی**

در روش نخست نسبت‌های مالی متعلق به یک شرکت را، در یک نقطه از زمان با اقلام مشابه شرکت‌های دیگر هم گروه مقایسه می‌کنند. در روش دوم نسبت‌های مالی متعلق به یک شرکت، در دوره‌های زمانی مختلف با یکدیگر مقایسه می‌شوند. به عنوان نمونه، در تجزیه و تحلیل مبتنی بر مقایسه یک متغیر مالی مثل سود عملیاتی چندین شرکت تولید کننده سیمان، آهک و گچ را در یک سال به خصوص (۱۳۸۹) مقایسه می‌کنند. در مورد تجزیه و تحلیل دوره‌های زمانی، سود عملیاتی یک شرکت را در طی چند سال (مثلاً از ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹) با هم مقایسه می‌کنند. هدف از روش نخست شناسایی شرکت برتر در صنعت برتر است و هدف از روش دوم تخمین میزان سود عملیاتی شرکت در سالهای آتی است.

## مقایسه حاشیه سود عملیاتی شرکتهای صنعت سیمان ، آهک و گچ

نام شرکت	درصد سود عملیاتی به درآمد
سیمان هرمزگان	۶۰.۸۱
سیمان قائن	۵۹.۶۱
سیمان آرتا اردبیل	۵۹.۳۵
سیمان ارومیه	۵۸.۶
سیمان تهران	۵۱.۱۳
سیمان شاهرود	۵۰.۰۴
سیمان دشتستان	۴۹.۸۲
سیمان ایلام	۴۹.۰۸
سیمان خاش	۴۸.۶۸
سیمان صوفیان	۴۸.۳۹
سیمان کردستان	۴۶.۶۸
سیمان شرق	۴۵.۲۶
سیمان سفیدنی ریز	۴۴.۹۶
سیمان کرمان	۴۴.۱۹
سیمان اصفهان	۴۴.۱۵
سیمان کارون	۴۲.۹۶
سیمان هگمتان	۴۲.۲۴

۴۰.۵۵	سیمان بهبهان
۴۰.۲۷	سیمان مازندران
۴۰.۰۴	سیمان داراب
۳۶.۸۲	سیمان بجنورد
۳۶.۷۶	سیمان فارس
۳۵.۸۲	سیمان سپاهان
۳۴.۹۱	سیمان شمال
۳۴.۳	سیمان غرب
۳۰.۸۳	سیمان خزر
۲۹.۳۳	سیمان دورود
۱۸.۸	ایران گچ
۴۳.۴	میانگین

## بررسی سنواتی حاشیه سود عملیاتی شرکتهای برتر صنعت سیمان

نام شرکت	سال ۸۵	سال ۸۶	سال ۸۷	سال ۸۸	سال ۸۹	میانگین
سیمان هرمزگان	۴۹	۴۶	۴۶	۶۱	۵۵	۵۱
سیمان قائن	۵۹	۵۵	۶۰	۶۰	۵۲	۵۷
سیمان آرتا اردبیل	۴۰	۴۸	۵۹	۵۱	۵۶	۵۱
سیمان ارومیه	۵۵	۴۸	۵۸	۵۸	۵۰	۵۴
سیمان تهران	۵۰	۴۵	۴۸	۵۱	۴۶	۴۸

### تجزیه و تحلیل مقایسه ای (تجزیه و تحلیل عمودی) صورتهای مالی به صورت درصد

معمولا برای مقایسه صورتهای مالی آنها را بر حسب درصد تهیه می کنند. روش اصلی این است که اقلام ترازنامه و صورت حساب سود و زیان را به صورت درصد در می آورند. در مورد اقلام صورت سود و زیان ، هر یک از اقلام این صورت حساب به صورت درصدی از فروش در می آید ، ولی در ترازنامه هر یک از اقلام به صورت درصدی از کل داراییها در می آید.

### مقایسه صورتحساب سود و زیان بر حسب درصد (۱۳۸۴)

شرح	فولاد مبارکه	فولاد خوزستان
فروش	۱۰۰	۱۰۰
بهاء تمام شده تولید	(۵۸.۱)	(۸۰.۱)
سود ناخالص	۴۱.۹	۱۹.۹
هزینه های اداری و فروش	(۱۰.۶)	(۹.۵)
سود عملیاتی	۳۱.۹	۱۰.۶
هزینه های مالی	(۰.۷)	(۴.۳)
سود قبل از کسر مالیات	۳۳	۴
مالیات	۰	(۰.۵)
سود پس از کسر مالیات	۳۳	۳.۵

در جدول فوق صورت حساب سود و زیان سه شرکت بر حسب درصد نسبت به فروش باهم مقایسه می شوند. توجه کنید این شیوه مقایسه کار را بسیار ساده می کند. برای مثال می توان به راحتی مشاهده کرد که قیمت تمام شده کالای تولیدی در شرکت فولاد خوزستان ۸۰٪ می باشد. این میزان در شرکت فولاد مبارکه کمتر می باشد و دلیل آن تفاوت روش تولید این شرکتها و میزان مصرف انرژی آنها می باشد. هر دو مجتمع فولاد مبارکه و فولاد خوزستان به روش احیاء مستقیم فعالیت می کنند اما این مقایسه نشان می دهد با توجه به ظرفیت بیشتر تولید شرکت فولاد مبارکه، شرکت فولاد خوزستان دارای راندمان بسیار پایین تولید می باشد. همچنین شرکت فولاد مبارکه تمامی مراحل تولید ورق از آهن اسفنجی تا واحد نورد را درون مجتمع خود جای داده است، اما شرکت فولاد خوزستان تنها تولید کننده شمش فولادی است و شمش تولیدی بایستی در واحدهای پایین دستی نورد فولاد به ورقهای فولادی گالوانیزه و میلگرد مبدل گردد و این فرآیند برای شرکت فولاد مبارکه ارزش افزوده بیشتری را ایجاد می کند. از سوی دیگر هزینه های اداری و فروش شرکت فولاد خوزستان از فولاد مبارکه کمتر است که نشاندهنده فروش محصولات به مشتریان نسبتاً بزرگ با تعداد کمتر و دسترسی آسانتر به بنادر می باشد. اگر سود پس از کسر مالیات را به عنوان درصدی از فروش درآوریم، مشخص می شود که شرکت فولاد مبارکه، سود پس از کسر مالیات بسیار بیشتری دارد ولی در شرکت فولاد



خوزستان این رقم بسیار کمتر است. اصولاً این بدان سبب است که شرکت فولاد مبارکه بر دارایی‌ها و هزینه‌های خود کنترل بیشتری اعمال می‌کند و برای انجام کار از روشی استفاده می‌کند که کارایی بیشتری دارد. صورتهای مالی که بر حسب درصد تهیه شوند برای تجزیه و تحلیل متغیرهای مالی یک شرکت در طول زمان نیز مفید واقع می‌شوند.

در جدول ذیل صورتهای مالی **شرکت سنگ آهن گل گهر** برای سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۶ بر حسب درصد ارائه شده اند.

### تجزیه و تحلیل سنواتی صورتحساب سود و زیان (بر حسب درصد)

۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	شرح
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	فروش
(۳۵)	(۳۸)	(۲۴)	بهاء تمام شده تولید
۶۵	۶۲	۷۶	سود ناخالص
(۲۱)	(۱۹)	(۶)	هزینه های اداری و فروش
۴۵	۴۳	۷۰	سود عملیاتی
(۱)	(۱)	(۱)	هزینه های مالی
۴۴	۴۴	۷۱	سود قبل از کسر مالیات
(۸)	(۶)	(۳)	مالیات
۳۶	۳۷	۶۸	سود پس از کسر مالیات

می توان به راحتی مشاهده سود پس از کسر مالیات به عنوان درصدی از فروش ۰.۸۳ برابر افزایش یافته است و از ۳۷٪ به ۶۸٪ رسیده است. بیشتر این افزایش بدلیل کاهش بهاء تمام شده و هزینه های اداری و فروش است. توجه کنید که سود ناخالص به عنوان درصدی از فروش از ۶۲٪ به ۷۶٪ افزایش یافته است و به لطف کاهش هزینه های اداری که می تواند به سبب فروشهای عمده سنگ آهن دپو شده باشد، سود عملیاتی شرکت از ۴۳٪ به ۷۰٪ افزایش یافته است. در حالی که سایر هزینه ها در ظرف سه سال ثابت مانده است همانند هزینه های مالی (نرخ بهره).

### صورت‌های مالی و روند زمانی

روش اصلی برای تهیه صورت‌های مالی مبتنی بر روند زمانی این است که یک سال را مبنا قرارداده (سال ورود به بازار بورس) و سپس ارزش هر یک از متغیرها را در سالهای بعد بر مبنای ارزش سال مبنا در نظر گرفتیم. بنابراین در ۱۳۷۶ تمام ارزشها برابر با ۱ است. برای تکمیل کردن مثال، یادآور می شویم که خالص فروش شرکت A در ۱۳۷۶، ۲۱۶.۲۸۳، ۱۳۷۸ و خالص فروش برای ۱۳۷۸، ۲۸۵.۹۵۴ میلیون ریال بود. بنابراین خالص فروش ۱۳۷۹ به ۱۳۲.۲ درصد فروش سال مبنا می رسید و ارزش نسبی برابر با ۱.۳۲۲ می شود. به همین گونه سود پس از کسر مالیات در ۱۳۷۹ به ۱.۳۸۰ برابر سال مبنا رسیده است. یکی از مفید ترین ویژگی های صورت حسابهای مبتنی بر روند زمانی این است که می توان به سرعت متوجه متغیرهایی شد که در طول زمان تغییرات بیشتری داشته اند.

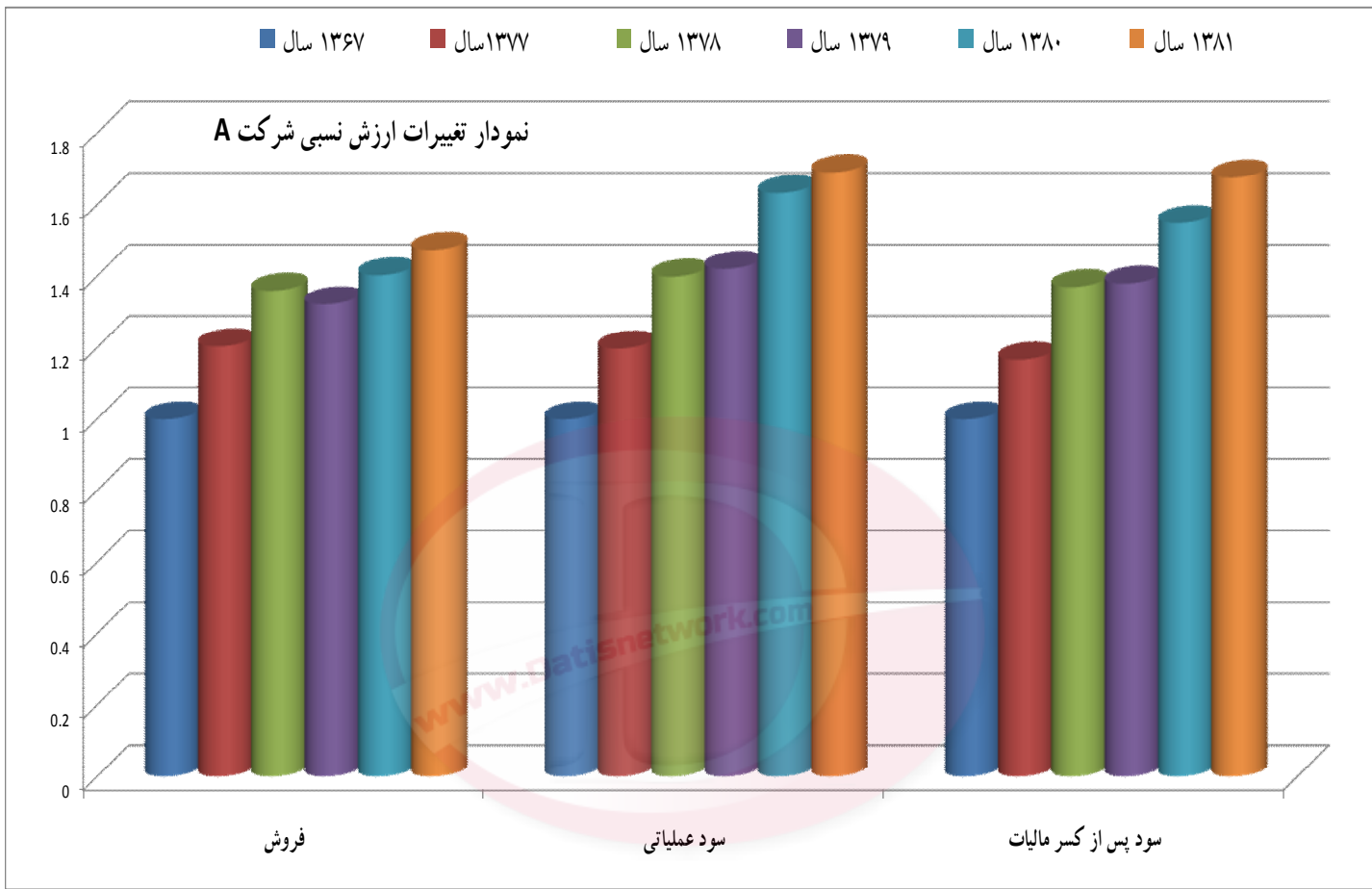
#### شرکت A

شرح	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱
فروش	۲۱۶۰۵۴	۱.۲۰۴	۱.۳۶۰	۱.۳۲۲	۱.۴۰۳	۱.۴۷۴
سود عملیاتی	۷۴۷۴۲	۱.۱۹۸	۱.۳۹۹	۱.۴۲۱	۱.۶۳۳	۶۹۱.۱
سود پس از کسر مالیات	۷۴۶۸۹	۱.۱۶۷	۱.۳۷۰	۱.۳۸۰	۱.۵۴۹	۱.۶۷۶

## شرکت B

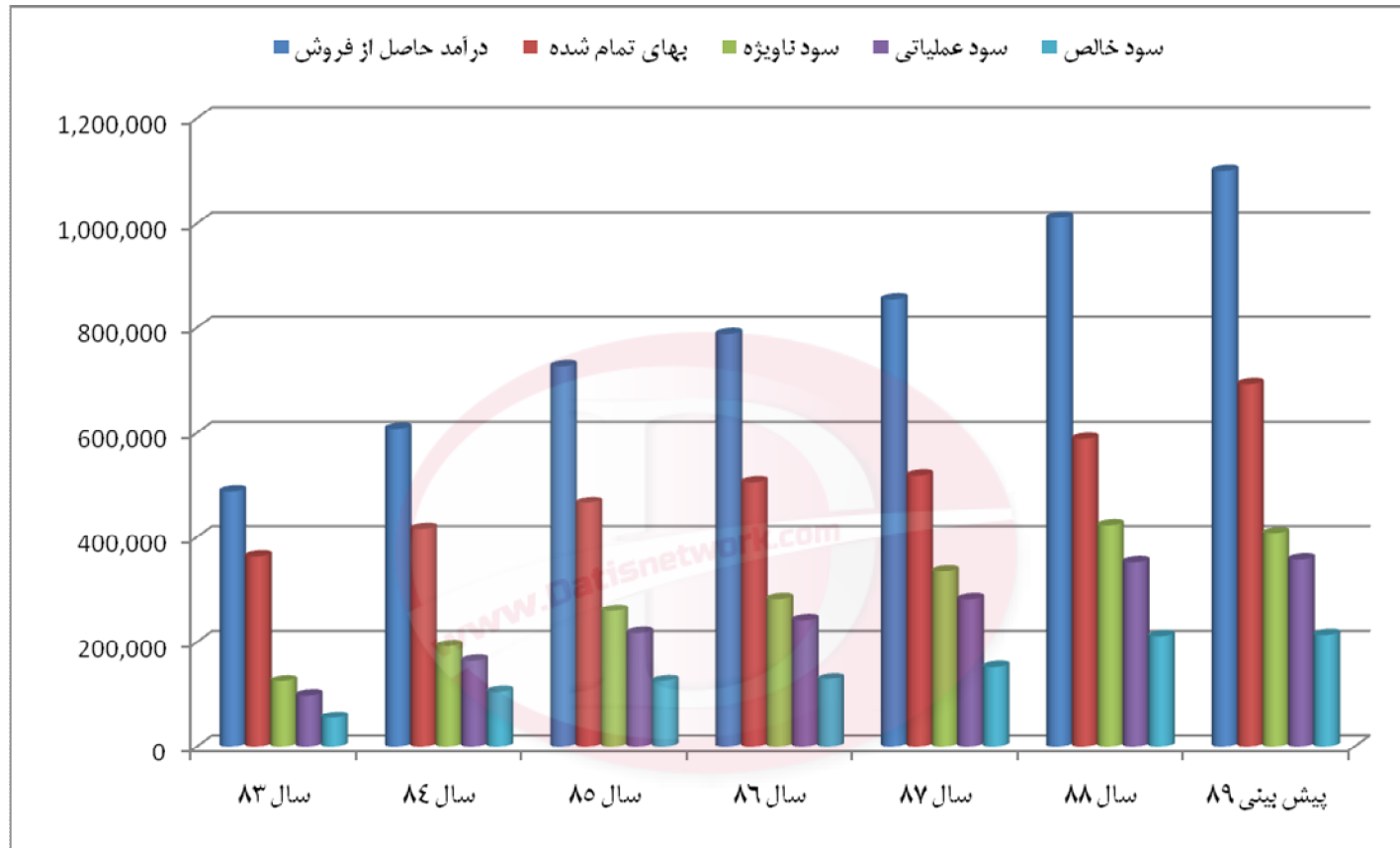
شرح	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱
فروش	۷۰۰.۳۹۳	۱.۰۱۹	۱.۴۲۴	۱.۴۶۳	۱.۵۱۰	۱.۶۹۰
سود عملیاتی	۳۰۰.۱۹	کاهش	۲.۰۱۶	۱.۹۸۴	۲.۱۱۹	۲.۵۰۳
سود پس از کسر مالیات	۸۵۰۰	کاهش	۲.۰۴۷	۲	۲.۲۱۲	۲.۹۸۸





رشد سود عملیاتی به نسبت فروش بیشتر بوده است و دلیل آن می تواند کنترل بهاء تمام شده تولید و کاهش هزینه های اداری و فروش باشد. سود پس از کسر مالیات نیز همگام با ریتم رشد سود عملیاتی افزایش یافته است و نشاندهنده تمرکز شرکت بر درآمد آفرینی عملیاتی در سالهای گذشته می باشد.

## مقایسه سود و زیان سنواتی شرکت کارخانجات داروپخش



نمودار فوق روند سرفصلهای مهم صورت سود و زیان را در ۶ سال گذشته نشان می دهد. در بازه زمانی مورد مطالعه؛ درآمد حاصل از فروش به طور میانگین ۱۵ درصد در سال افزایش پیدا نموده است. رشد بهاء تمام شده در مدت یاد شده ۱۱٪ و سود ناخالص ۲۳٪ بوده است که بیانگر کنترل هزینه های عملیاتی و رشد موزون درآمد و حاشیه سود ناخالص دارد. همچنین نرخ رشد سود عملیاتی ۲۶٪ و سود خالص ۲۸٪ بوده است که کنترل هزینه های عمومی و اداری و هزینه های غیرعملیاتی از علل اصلی نرخ رشد موازی سرفصلهای فروش و درآمدزایی است.

سال مالی	EPS پیش بینی	EPS محقق	% انحراف EPS	% رشد EPS	DPS
پیش بینی ۸۹	۱,۰۶۵	-	-	۱	-
سال ۸۸	۹۰۰	۱,۰۵۷	۱۷	۳۸	۸۵۰
سال ۸۷	۶۸۱	۷۶۸	۱۳	۱۸	۶۵۰
سال ۸۶	۷۴۰	۶۴۹	(۱۲)	۳	۵۷۵
سال ۸۵	۶۲۲	۶۳۱	۱	۲۰	۵۳۵
سال ۸۴	۴۳۰	۵۲۴	۲۲	۸۸	۳۵۰
سال ۸۳	۲۸۹	۲۷۹	(۳)	(۴)	۲۵۰
سال ۸۲	۲۳۶	۲۹۰	۲۳	-	۲۵۰
میانگین	۶۲۰	۶۰۰	۹	۲۳	۴۹۴

## انواع تجزیه و تحلیل صورتهای مالی

تجزیه و تحلیل صورتهای مالی به دو گروه **تجزیه و تحلیل افقی و تجزیه و تحلیل عمودی** تقسیم می‌شود.

### تجزیه و تحلیل افقی

➤ تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای (comparative analysis)

➤ تجزیه و تحلیل درونی (interal analysis)

➤ خطر سنجی (risk analysis)

این نوع تجزیه و تحلیل، اطلاعات صورتهای مالی را برای چند دوره مالی بر مبنای اطلاعات سال پایه بیان می‌کند و موفقیت در هر دوره مالی با مقایسه اطلاعات سنوات قبل بررسی می‌شود و خود به دو دسته صورتهای مالی مقایسه‌ای و بررسی درونی تقسیم می‌شود.

### (۱) صورتهای مالی مقایسه‌ای (comparative analysis)

به تجزیه و تحلیل صورتهای مالی در دو دوره متوالی اطلاق می‌شود، تحلیل‌کنندگان مالی تغییر مطلق ارقام صورتهای مالی و همچنین درصد تغییر از یک سال به سال دیگر را محاسبه می‌کنند، بدین ترتیب اطلاعات جامع‌تری از صورتهای مالی استخراج می‌شود.

مثال: تجزیه و تحلیل ترازنامه مقایسه‌ای سالهای ۱۳۷۷ و ۱۳۷۸ شرکت سنگ آهن گل‌گهر به شرح زیر است:

*****	۱۲ ماهه	۱۲ ماهه	عنوان
درصد تغییر	۱۳۸۷/۱۲/۲۹	۱۳۸۸/۱۲/۲۹	سال مالی
۱۷	۱,۹۸۱,۲۵۷	۲,۳۲۶,۸۲۷	جمع دارایی‌های جاری
۲۷	۴۲۴,۶۲۵	۵۴۰,۹۴۶	سرمایه گذاری‌ها و سایر دارایی‌ها
۱۹	۴,۷۶۰,۸۲۳	۵,۶۸۵,۳۶۵	خالص دارایی‌های ثابت
۲۰	۷,۱۶۶,۷۰۵	۸,۶۱۱,۷۳۱	جمع کل دارایی‌ها
۷۹	۲,۶۸۰,۹۹۳	۴,۸۰۷,۵۱۱	جمع بدهی‌های جاری
(۲۳)	۸۴۵,۶۷۲	۶۴۹,۶۹۵	بدهی‌های بلند مدت
۵۵	۳,۵۲۶,۶۶۵	۵,۴۵۷,۲۰۶	جمع کل بدهی‌ها
-	۸۸۰,۰۰۰	۸۸۰,۰۰۰	سرمایه
(۱۸)	۲,۶۷۲,۰۴۰	۲,۱۸۶,۵۲۵	سود انباشته
-	۸۸,۰۰۰	۸۸,۰۰۰	اندوخته قانونی
۰	۰	۰	سایر اندوخته‌ها
(۱۳)	۳,۶۴۰,۰۴۰	۳,۱۵۴,۵۲۵	حقوق صاحبان سهام
۲۰	۷,۱۶۶,۷۰۵	۸,۶۱۱,۷۳۱	جمع کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

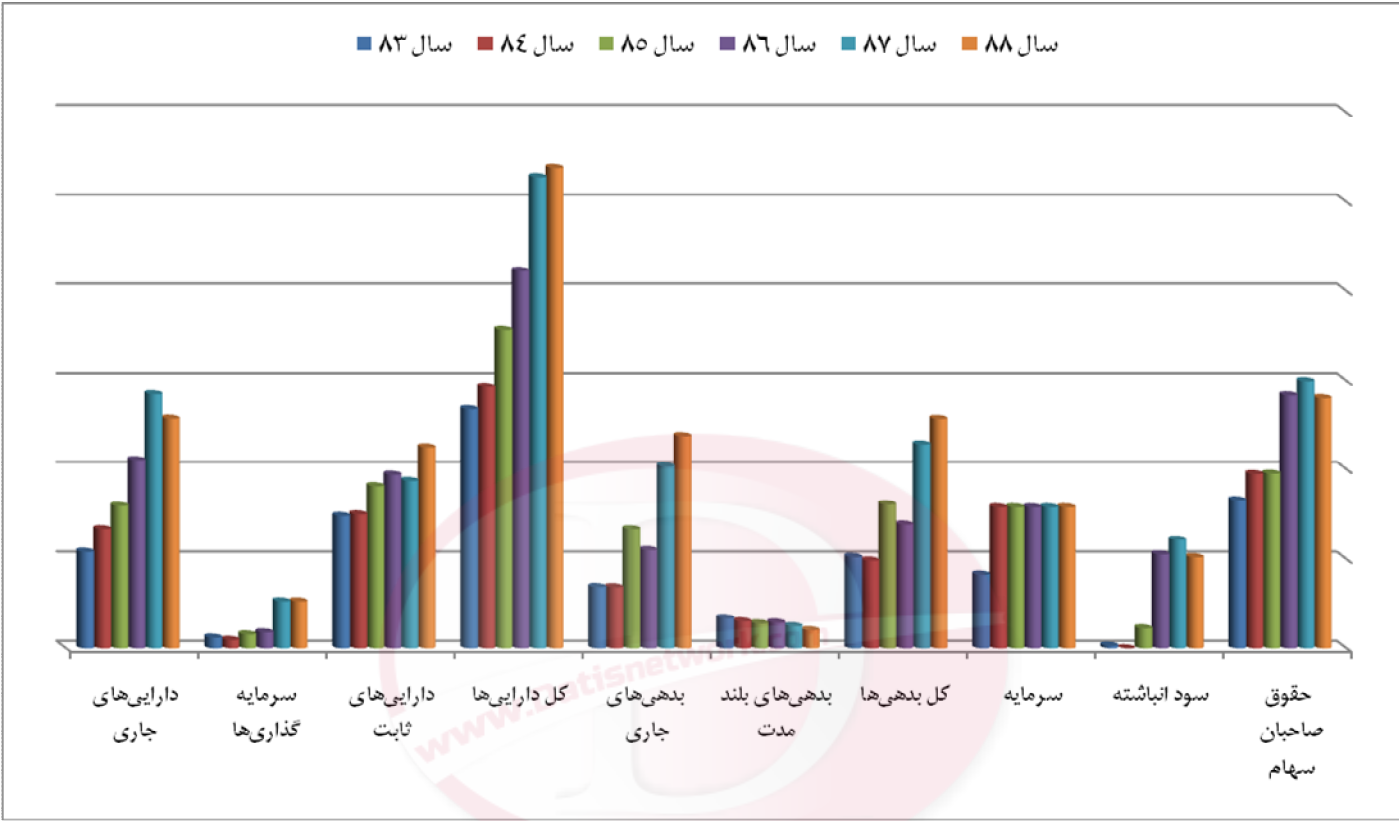
ارقام داخل پرانتز نشان دهنده کاهش نسبت به سال قبل و ارقام خارج از پرانتز نشان دهنده افزایش نسبت به سال قبل است. حجم دارایی‌های گل گهر در سال ۸۸ نسبت به مدت مشابه سال گذشته ۲۰٪ افزایش یافته است که علت آن سرمایه گذاری در پروژه‌های فولادسازی بوده است. حجم بدهی‌های بلند مدت گل گهر در سال ۸۸ نسبت به



سال ۸۷ کاهش یافته است. اما شرکت به سمت استقراض و استفاده از تسهیلات کوتاه مدت حرکت نموده است که این عامل باعث افزایش ۵۵٪ جمع کل بدهی ها شده است. ضرب آهنگ سریعتر رشد بدهی ها در مقابل دارایی ها باعث کاهش توان نقدینگی شرکت در سال ۸۸ شده است. همچنین حقوق صاحبان سهام و سود انباشته شرکت ۱۸٪ کاهش یافته است و افزایش وزن بدهی ها در ساختار سرمایه و افزایش میزان استقراض، شرکت را نیازمند به افزایش سرمایه از محل آورده نقدی جهت اصلاح ساختار مالی نمود که در سال ۸۹ این افزایش سرمایه نزدیک به ۳۰۰٪ اعمال شد.

## ۲) تجزیه و تحلیل درونی (interal analysis)

در این بررسی روند ارقام مهم مندرج در صورتهای مالی با مبنای قراردادن سال پایه بررسی می شود به همین دلیل واحدهای تجاری در اغلب موارد ارقام مقایسه‌ای برای دوره‌های متوالی ۵ تا ۱۰ ساله را ارایه می کنند تا مقایسه‌های بیشتری انجام پذیرد. این تجزیه و تحلیل اهمیت بیشتری از تحلیل صورتهای مالی مقایسه‌ای در دو دوره متوالی دارد، زیرا دوره‌ها بیشتر روند ارقام را بهتر منعکس می کند، تغییر از یک دوره مالی به دوره مالی بعد ممکن است الزاماً بخشی از یک روند کلی محسوب نشود زیرا ممکن است این تغییر در شرایط غیر عادی اقتصادی با وقوع چند رویداد غیر مکرر ایجاد شده باشد، مثلاً افزایش قابل ملاحظه در سود هر سهم سال جاری ممکن است ناشی از فروش اوراق بهاداری باشد که چند سال قبل خریداری شده است، که در سالهای آتی تکرار نگردد لذا مقایسه سود خالص در یک دوره ۵ ساله ممکن است این حقیقت را که افزایش سود در سال جاری در روال عادی عملیات نبوده است آشکار نماید.



بررسی روند صورت ترازنامه پنج ساله شرکت فولاد مبارکه اصفهان نسبت به سال پایه (۱۳۸۳) بر حسب درصد به قرار زیر است:

	سال ۸۴	سال ۸۵	سال ۸۶	سال ۸۷	سال ۸۸
دارایی‌های جاری	۲۴	۴۸	۹۵	۱۶۴	۱۳۹
سرمایه گذاری‌ها	(۲۱)	۳۰	۵۰	۳۴۳	۳۴۲
دارایی‌های ثابت	۱	۲۲	۳۱	۲۶	۵۱
کل دارایی‌ها	۹	۳۳	۵۷	۹۷	۱۰۰
بدهی‌های جاری	۰	۹۵	۶۱	۱۹۷	۲۴۶
بدهی‌های بلند مدت	(۱۱)	(۱۸)	(۱۵)	(۲۷)	(۴۰)
کل بدهی‌ها	(۴)	۵۸	۳۶	۱۲۳	۱۵۱
سرمایه	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
سود انباشته	(۱۰۰)	۶۴۵	۳,۴۰۸	۳,۹۴۶	۳,۳۰۱
حقوق صاحبان سهام	۱۷	۱۸	۷۱	۸۱	۶۹

- ✓ دارایی‌های جاری شرکت ۱۳۹٪ افزایش یافته است که علت آن خصوصی شدن شرکتهای تامین کننده مواد اولیه علی‌الخصوص شرکتهای تولید کننده سنگ آهن و پرداختهای علی‌الحساب خرید مواد اولیه و نیاز شرکت به افزایش سطح سرمایه در گردش.
- ✓ سرمایه گذاری‌های شرکت ۳۴۲٪ افزایش یافته است که علت آن خرید سهام شرکتهای سنگ آهنی به جهت افزایش میزان حاشیه سود تولید و افزایش قدرت چانه زنی در تامین مواد اولیه و کاهش ریسک تولید بوده است.

- ✓ جمع دارایی های ثابت شرکت در مقابل دارایی های جاری از سرعت رشد کمتری برخوردار بوده است که علت آن وسعت کارخانه و بهره جستن از ماشین آلات تجهیزات و عدم نیاز به خرید دارایی های ثابت جدید بوده است.
- ✓ بدهی های جاری شرکت ۲۴۶٪ افزایش و بدهی های بلند مدت ۴۰٪ کاهش یافته است که علت آن استفاده از تسهیلات کوتاه مدت و کاهش میزان ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان بوده است. همچنین سرمایه شرکت در این مدت تغییری ننموده است.
- ✓ سود انباشته شرکت بدلیل عدم توزیع سود نقدی در مجامع بیش از ۳۳۰۰٪ افزایش یافته است و از ۳۰ میلیارد تومان در سال ۸۳ به بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومان در سال ۸۸ رسیده است.

**تجزیه و تحلیل مقایسه ای با سایر شرکتهای همگروه یا رقیب:** هدف از استفاد از تجزیه و تحلیل مقایسه ای، شناسایی شرکت برتر در صنعت مربوطه است. در این حوزه مقایسه حجم دارایی ها، قدرت پوشش بدهی ها، قدرت نقدینگی و میزان اندوخته های شرکت از اهمیت بالاتری برخوردار است.

### مقایسه ترازنامه شرکت فولاد مبارکه با سایر شرکتهای گروه

#### مقایسه میزان دارایی های شرکتهای صنعت فلزات اساسی در سال ۸۸ (ارقام به میلیون ریال)

نام شرکت	جمع دارایی های جاری	سرمایه گذاری ها و سایر دارایی ها	خالص دارایی های ثابت	جمع کل دارایی ها
فولاد مبارکه اصفهان	۲۵,۷۶۲,۹۷۲	۵,۲۶۱,۰۵۳	۲۲,۴۵۴,۳۳۸	۵۳,۷۵۴,۶۳۹
ملی صنایع مس ایران	۱۳,۱۵۳,۴۵۵	۲,۸۲۸,۱۱۸	۱۲,۶۰۱,۶۳۲	۲۸,۸۲۱,۶۹۹
فولاد خوزستان	۴,۳۳۵,۰۲۰	۳۹۳,۵۲۴	۵,۴۰۳,۷۷۳	۱۰,۱۳۲,۳۱۷
فولادخراسان	۱,۲۵۲,۷۷۳	۲۱۴,۷۵۵	۲,۲۵۸,۵۴۳	۳,۹۱۸,۲۶۳
مس باهنر	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱۵,۰۳۹	۸۱۱,۸۳۱	۲,۴۷۶,۸۷۰
آلومینیوم ایران	۱,۴۸۰,۵۸۱	۱۷۱,۰۷۰	۴۵۲,۰۶۵	۲,۱۰۵,۹۵۸

۱,۷۷۶,۴۵۸	۲۲۸,۸۷۱	۲۴,۳۲۳	۱,۵۱۸,۰۷۷	تجهیزات سدید
۱,۶۴۲,۸۲۴	۱۹۴,۷۶۶	۳۵۶,۳۰۰	۱,۰۶۴,۸۰۳	کالسیمین
۱,۴۴۴,۸۱۸	۱۳۰,۴۷۵	۸۷۰,۰۸۹	۴۳۴,۹۲۱	گروه صنعتی سدید
۱,۳۸۴,۳۴۱	۶۶,۰۶۵	۳۸۴,۰۰۵	۹۰۷,۰۰۹	سر. توکا فولاد
۱,۲۵۹,۹۱۱	۴۶۸,۱۰۵	۶۷,۶۴۶	۶۹۵,۱۳۵	لوله و ماشین سازی
۱,۱۸۸,۵۲۰	۵۴,۲۷۵	۵,۱۵۸	۱,۱۲۹,۰۸۷	فولاد کاویان
۱,۰۲۷,۲۵۴	۵۱۷,۸۷۰	۴,۰۴۹	۵۰۵,۳۳۵	آلومینیوم پارس
۹۶۱,۸۳۰	۱۳۵,۹۷۱	۷۹,۶۸۵	۷۴۶,۱۷۴	صنعتی سپاهان
۹۲۷,۸۷۵	۵۳۲,۲۲۴	۱,۴۵۱	۳۸۰,۰۸۰	فولاد امیر کبیر
۷۵۹,۸۴۲	۲۱۵,۷۷۸	۱۹,۶۰۰	۵۲۴,۴۶۴	نورد و لوله اهواز
۵۱۱,۳۸۱	۳۰,۸۰۶	۳۵,۶۴۱	۴۴۴,۲۲۳	آلومتک
۳۷۳,۶۵۰	۱۰۶,۷۲۵	۴۱,۵۷۶	۲۲۴,۲۴۹	فروسلیس ایران
۳۶۱,۱۶۷	۲۱,۳۱۳	۱۱۱,۲۰۴	۲۲۸,۵۴۸	سپنتا
۳۵۲,۰۹۸	۱۵۱,۳۹۱	۶,۸۲۳	۱۹۳,۸۸۴	نورد قطعات فولادی
۲۳۳,۵۴۲	۱۹,۵۰۱	۱۳۰,۸۸۲	۸۳,۱۵۹	نورد آلومینیوم
۲۳۰,۲۳۴	۱۱۵,۵۹۰	۲,۹۴۶	۱۰۷,۶۵۹	ملی سرب و روی
۱۸۶,۲۷۶	۸۷,۰۷۴	۲,۳۱۲	۹۳,۰۸۱	فرآوری مواد معدنی

۱۳۳,۹۹۴	۶,۵۷۶	۱,۴۱۲	۱۲۶,۰۰۶	نورد و پروفیل پارس
۱۰۳,۱۰۴	۲۷,۲۱۰	۹۲۱	۷۴,۹۷۳	پارس متال
۹۶,۹۰۵	۲۹,۹۱۱	۲,۰۱۸	۶۴,۹۷۶	فرومولیدن کرمان
۶۲,۵۵۵	۱۲,۴۶۱	۹,۴۳۱	۴۰,۵۵۳	آلومراد
۱۱۶,۲۲۸,۳۲۵	۴۷,۱۳۵,۱۴۰	۱۱,۰۴۱,۰۳۱	۵۷,۲۲۱,۱۹۷	جمع

جمع کل دارایی های جاری ۲۷ شرکت صنعت فلزات اساسی ۵۷۲۲ میلیارد تومان می باشد که سهم شرکت فولاد مبارکه اصفهان از این مقدار ۴۵٪ می باشد. ۲۷ شرکت صنعت فلزات اساسی جمعا ۱۱۰۴ میلیارد تومان در سهام شرکتهای دیگر سرمایه گذاری نموده اند که سهم فولاد مبارکه اصفهان از این سرفصل نیز ۴۷٪ می باشد. همچنین مجموع دارایی های ثابت شرکتهای صنعت ، ۴۷۱۳ میلیارد تومان می باشد که شرکت فولاد مبارکه ۴۸٪ از جمع کل این مقدار را در اختیار دارد. در مجموع جمع کل دارایی های دومین صنعت بزرگ بازار بورس کشور ، ۱۱۶۲۲ میلیارد تومان می باشد که شرکت فولاد مبارکه با ۵۳۷۵ میلیارد تومان سهمی ۴۶٪ از این مقدار را در اختیار دارد. مقایسه سرفصلهای دارایی های شرکت فولاد مبارکه با سایر شرکتهای رقیب و همگروه نشان از قدرت و ابعاد دارایی های شرکت به اندازه ۲۶ شرکت صنعت فلزات اساسی است.

## مقایسه میزان بدهی های شرکتهای صنعت فلزات اساسی در سال ۸۸ (ارقام به میلیون ریال)

نام شرکت	جمع بدهی های جاری	جمع بدهی های غیر جاری	جمع کل بدهی ها
فولاد مبارکه اصفهان	۲۳,۶۹۶,۴۵۳	۲,۰۲۶,۰۱۰	۲۵,۷۲۲,۴۶۳
ملی صنایع مس ایران	۸,۱۱۸,۱۴۸	۱,۵۵۲,۶۸۰	۹,۶۷۰,۸۲۸
فولاد خوزستان	۵,۴۲۷,۶۳۲	۱,۶۳۴,۷۶۶	۷,۰۶۲,۳۹۸
نورد و لوله اهواز	۲,۷۳۳,۲۵۵	۳۳,۱۶۳	۲,۷۶۶,۴۱۸
فولادخراسان	۱,۷۷۹,۳۰۳	۳۶۰,۰۲۲	۲,۱۳۹,۳۲۵
مس باهنر	۱,۷۱۱,۸۲۹	۲۲۸,۹۰۸	۱,۹۴۰,۷۳۷
تجهیزات سدید	۱,۵۲۷,۴۷۹	۱۳۳,۳۰۸	۱,۶۶۰,۷۸۷
آلومینیوم پارس	۱,۳۶۱,۹۳۷	۱۱۶,۱۸۵	۱,۴۷۸,۱۲۲
فولاد کاویان	۱,۴۱۱,۱۵۰	۵۲,۸۸۰	۱,۴۶۴,۰۳۰
آلومینیوم ایران	۷۶۵,۲۴۵	۶۱۸,۶۸۰	۱,۳۸۳,۹۲۵
گروه صنعتی سدید	۱,۳۰۰,۷۱۵	۱۵,۹۱۳	۱,۳۱۶,۶۲۸
کالسیمین	۹۱۴,۳۰۷	۱۴۹,۱۱۴	۱,۰۶۳,۴۲۱
سر. توکا فولاد	۸۸۰,۸۵۹	۱۱۲,۱۲۸	۹۹۲,۹۸۷
لوله و ماشین سازی	۷۵۳,۸۴۳	۱۲۹,۵۳۴	۸۸۳,۳۷۷
صنعتی سپاهان	۵۸۰,۶۸۲	۲۷,۲۶۰	۶۰۷,۹۴۲

۳۷۶,۱۷۵	۱۵,۸۰۰	۳۶۰,۳۷۵	آلومتک
۳۵۹,۴۵۵	۱۷,۹۲۱	۳۴۱,۵۳۴	فولاد امیر کبیر
۲۶۳,۳۲۶	۲۴,۷۵۹	۲۳۸,۵۶۷	ملی سرب و روی
۲۳۲,۵۶۲	۱۹,۲۰۹	۲۱۳,۳۵۳	نورد قطعات فولادی
۱۹۷,۲۵۹	۶۱۳	۱۹۶,۶۴۶	سپتتا
۱۸۱,۳۲۸	۱۸,۵۸۹	۱۶۲,۷۳۹	پارس متال
۱۵۶,۸۶۱	۸۰,۲۶۸	۷۶,۵۹۳	نورد آلومینیوم
۱۳۴,۸۰۸	۴۴,۰۸۷	۹۰,۷۲۱	فرومولیدن کرمان
۱۱۸,۵۱۰	۴,۱۵۹	۱۱۴,۳۵۱	فرآوری مواد معدنی
۱۱۲,۵۹۰	۵,۸۰۰	۱۰۶,۷۹۰	نورد و پروفیل پارس
۱۰۰,۴۳۲	۰	۱۰۰,۴۳۲	فروسیلیس ایران
۱۹,۰۰۲	۲,۴۴۳	۱۶,۵۵۹	آلومراد
۶۲,۴۰۵,۶۹۶	۷,۴۲۴,۱۹۹	۵۴,۹۸۱,۴۹۷	جمع

جمع کل بدهی های جاری ۲۷ شرکت صنعت فلزات اساسی ۵۴۹۸ میلیارد تومان می باشد که سهم شرکت فولاد مبارکه اصفهان از این مقدار ۴۳٪ می باشد. مجموع بدهی های بلند مدت شرکتهای صنعت ، ۷۴۲۴ میلیارد تومان می باشد که شرکت فولاد مبارکه ۲۷٪ از جمع کل این مقدار را در اختیار دارد. در مجموع جمع کل بدهی های ۲۷ شرکت صنعت ، ۶۲۴۰ میلیارد تومان می باشد که شرکت فولاد مبارکه با ۲۵۷۲ میلیارد تومان سهمی ۴۱٪ از این مقدار را در اختیار دارد.



مقایسه میزان حقوق صاحبان سهام شرکت‌های صنعت فلزات اساسی در سال ۸۸ (ارقام به میلیون ریال)

نام شرکت	سرمایه	سود و زیان انباشته	اندوخته قانونی	سایر اندوخته‌ها	حقوق صاحبان سهام
فولاد مبارکه اصفهان	۱۵,۸۰۰,۰۰۰	۱۰,۲۰۵,۹۱۴	۱,۵۸۰,۰۰۰	۰	۲۸,۰۳۲,۱۷۶
ملی صنایع مس ایران	۵,۷۸۹,۶۴۵	۱۱,۴۰۱,۱۰۷	۱,۸۳۴,۲۰۵	۰	۱۹,۱۵۰,۸۷۱
فولاد خوزستان	۲,۱۹۲,۰۰۰	۶۱۸,۹۴۷	۸۷,۳۵۵	۱۷۱,۶۱۷	۳,۰۶۹,۹۱۹
فولادخراسان	۱,۵۰۰,۰۰۰	۱۹۵,۱۵۸	۸۳,۷۸۰	۰	۱,۷۷۸,۹۳۸
آلومینیوم ایران	۱۶۵,۰۰۰	۴۷,۴۶۷	۱۶,۵۰۰	۰	۷۲۲,۰۳۳
کالسیمین	۱۹۵,۰۰۰	۳۶۴,۹۰۳	۱۹,۵۰۰	۰	۵۷۹,۴۰۳
فولاد امیر کبیر	۴۲۹,۰۰۰	۱۲۸,۱۲۹	۱۱,۲۹۱	۰	۵۶۸,۴۲۰
مس باهنر	۴۵۰,۰۰۰	۵۱,۵۲۳	۳۴,۶۱۰	۰	۵۳۶,۱۳۳
سر. توکا فولاد	۲۰۰,۰۰۰	۱۷۱,۳۵۴	۲۰,۰۰۰	۰	۳۹۱,۳۵۴
لوله و ماشین سازی	۲۰۲,۵۰۰	۱۴۷,۷۲۷	۲۰,۲۵۰	۰	۳۷۶,۵۳۴
صنعتی سپاهان	۲۰۰,۰۰۰	۱۳۳,۸۸۸	۲۰,۰۰۰	۰	۳۵۳,۸۸۸
فروسیلیس ایران	۱۰۰,۰۰۰	۱۶۳,۲۱۸	۱۰,۰۰۰	۰	۲۷۳,۲۱۸
سپینتا	۵۴,۱۷۲	۱۰۴,۳۱۸	۵,۴۱۷	۰	۱۶۳,۹۰۸
آلومتک	۵۰,۰۰۰	۵۶,۹۶۸	۵,۰۰۰	۰	۱۳۵,۲۰۶

۱۲۸,۱۹۰	۰	۲۰,۰۰۰	-۹۱,۸۱۰	۲۰۰,۰۰۰	گروه صنعتی سدید
۱۱۹,۵۳۶	۸,۰۰۰	۷,۰۰۰	۴۴,۵۳۶	۴۸,۰۰۰	نورد قطعات فولادی
۱۱۵,۶۷۱	۰	۳,۹۹۱	۱۳,۸۸۰	۹۷,۸۰۰	تجهیزات سدید
۷۶,۶۸۱	۳۴۶	۳,۰۰۰	۳۰,۵۱۹	۳۰,۰۰۰	نورد آلومینیوم
۶۷,۷۶۶	۲۰۰	۲,۶۵۰	۱۶,۹۱۶	۴۸,۰۰۰	فرآوری مواد معدنی
۴۳,۵۵۳	۰	۲,۵۰۰	۱۶,۰۵۳	۲۵,۰۰۰	آلومراد
۲۱,۴۰۴	۱۲,۵۷۷	۹۰۰	-۱,۰۷۳	۹,۰۰۰	نورد و پروفیل پارس
-۳۳,۰۹۲	۰	۹,۲۰۰	-۱۳۴,۲۹۲	۹۲,۰۰۰	ملی سرب و روی
-۳۷,۹۰۳	۰	۴,۰۲۲	-۹۱,۹۲۵	۵۰,۰۰۰	فرمولیبدن کرمان
-۷۸,۲۲۴	۰	۱,۵۰۰	-۹۹,۷۲۴	۲۰,۰۰۰	پارس متال
-۲۷۵,۵۱۰	۰	۱۰,۰۰۰	-۳۸۵,۵۱۰	۱۰۰,۰۰۰	فولاد کاویان
-۴۵۰,۸۶۸	۰	۳,۳۶۸	-۵۴۱,۳۲۰	۸۰,۰۰۰	آلومینیوم پارس
-۲,۰۰۶,۵۷۶	۲۱۲	۳۱۰	-۲,۱۲۷,۰۹۸	۱۲۰,۰۰۰	نورد و لوله اهواز
۵۳,۸۲۲,۶۲۹	۱۹۲,۹۵۲	۳,۸۱۶,۳۴۹	۲۰,۴۳۹,۷۷۳	۲۸,۲۴۷,۱۱۷	جمع

شرکتهای صنعت فلزات اساسی در مجموع دارای ۲۸۲۴ میلیارد تومان سرمایه ثبتي می باشند که فولاد مبارکه اصفهان با ۱۵۸۰ میلیارد تومان بزرگترین شرکت این صنعت محسوب می شود. سود و زیان انباشته شرکت ۱۰۰۰ میلیارد تومان می باشد که پس از ملی صنایع مس ایران در رتبه دوم گروه قرار دارد. برخی شرکتهای این صنعت نیز دارای زیان انباشته هستند. جمع حقوق صاحبان سهام فولاد مبارکه ۲۸۰۳ میلیارد تومان می باشد که این رقم ۵۲٪ از جمع کل صنعت فلزات اساسی است.

### تجزیه و تحلیل عمودی

در تجزیه و تحلیل عمودی تمام اطلاعات مندرج در یک صورت مالی نسبت به ارقام همان صورت مالی بررسی می شود و به دو گروه صورتهای مالی استاندارد (اطلاعات مندرج در یک صورت مالی خاص بعنوان درصدی از یک رقم شاخص از همان صورت مالی بیان می شود) و تجزیه و تحلیل نسبت های مالی (روابط دو یا چند رقم از یک صورت مالی) تقسیم می شود. در تجزیه و تحلیل عمودی یک قلم مهم صورت های مالی بعنوان **ارزش پایه** در نظر گرفته می شود و **سایر اقلام با آن مقایسه می شود**. در ترازنامه معمولاً جمع کل دارایی بعنوان قلم مهم تلقی شده و سایر اقلام به صورت درصدی از آن محاسبه می شوند. با این تحلیل روابط موجود بین حساب ها و نسبت های آنها تعیین شده و در صورت انحراف از نسبت مورد نظر به سادگی می توان آن را تعیین کرد.

این درصدها اهمیت نسبی دارایی های جاری و غیر جاری و همچنین اهمیت نسبی مبالغ تامین شده توسط بستانکاران جاری، بستانکاران بلند مدت و سهامداران رانشان می دهد. با محاسبه درصدهای اجزا برای چند ترازنامه متوالی میتوانیم ببینیم که اهمیت کدام یک از اقلام ترازنامه افزایش یافته و کدام مورد اهمیت خود را از دست داده است.

## تجزیه و تحلیل عمودی ترانزنامه شرکت سایپا و ایران خودرو

ایران خودرو					سایپا					شرح
سال مالی					سال مالی					
۸۴	۸۵	۸۶	۸۷	۸۸	۸۴	۸۵	۸۶	۸۷	۸۸	
۴	۶	۴	۵	۳	۱۲	۱۳	۱۵	۱۰	۱۴	وجوه نقد و موجودی‌ها
	۲	۰	۰	۰	۲	۵	۳	۷	۶	سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت
۱۰	۱۶	۱۵	۲۳	۳۳	۱۵	۲۰	۱۶	۱۴	۱۵	حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری
۴۶	۶۴	۵۰	۴۱	۱۲	۴۲	۳۹	۴۲	۴۶	۴۲	سایر حساب‌ها و اسناد دریافتی
۰	۰	۰	۰	۲۳	۰	۰	۰	۰	۰	طلب از شرکتهای گروه
۲۵	۲	۱۹	۲۱	۲۱	۲۲	۱۵	۱۴	۱۶	۱۷	موجودی مواد و کالا
۱۴	۷	۱۱	۱۰	۸	۶	۷	۹	۸	۵	پیش پرداخت‌ها
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	جمع دارایی‌های جاری
۳	۰	۴۲	۰	۲۶	۶۰	۶۴	۷۴	۷۱	۷۸	سرمایه گذاری‌های بلند مدت
۳۸	۰	۰	۲۰	۴	۰	۰	۰	۰	۰	طرح‌های توسعه و تکمیل
۰	۰	۰	۲۴	۲۳	۰	۰	۰	۰	۰	سفارشات و پیش

										پرداخت‌های سرمایه‌ای
۳۷	۴۶	۱۳	۱۳	۵	۱۸	۱۶	۱۱	۱۵	۹	سایر دارایی‌ها
۲۲	۵۴	۴۵	۴۲	۴۲	۲۱	۲۰	۱۶	۱۴	۱۳	اموال ماشین‌آلات و تجهیزات
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	<b>دارایی‌های غیر جاری</b>
۴	۵	۴	۴	۳	۱	۲	۱۴	۸	۱۴	حسابها و اسناد پرداختی تجاری
۲۲	۳۱	۳۰	۴۰	۹	۱۵	۲۰	۱۸	۱۵	۱۰	سایر حساب‌ها و اسناد پرداختی
-	-	-	-	۲۹	-	-	-	-	-	بدهی به شرکتهای گروه
۲۲	۲۵	۲۵	۱۷	۱۲	۳۲	۲۲	۲۰	۲۲	۱۸	پیش دریافت‌ها
۰	۰	-	-	۱	۲	۴	-	۴	۲	ذخیره مالیات بر درآمد
۴۹	۳۹	۴۰	۳۸	۴۶	۴۰	۳۸	۳۶	۲۹	۳۷	تسهیلات جاری مالی دریافتی
۲	-	-	۱	-	۱۰	۱۵	۱۲	۲۲	۱۸	سود سهام پیشنهادی و پرداختی
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	<b>جمع بدهی‌های جاری</b>
۲۳	۱۳	۳۲	۳	۱	۱	-	-	۵۷	۳۳	حسابها و اسناد پرداختی بلند مدت
۶۵	۸۱	۵۳	۶۵	۵۴	۳۸	۳۹	۷۰	۱۵	۳۵	تسهیلات مالی دریافتی بلند

									مدت
۱۲	۵	۱۴	۳۲	۴۵	۶۱	۶۱	۳۰	۲۸	۳۱
									ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	جمع بدهی‌های غیر جاری
۴۹	۶۶	۵۳	۱۱۳	۷۸	۴۵	۴۵	۵۲	۵۲	۴۹
									سرمایه
۴۷	۲۰	۲۸	(۲۲)	۱۵	۵۱	۵۱	۴۳	۴۳	۴۶
									سود و زیان انباشته
۵	۷	۵	۹	۰	۰	۰	۰	۰	۰
									اندوخته طرح و توسعه
۰	۷	۱۳	۰	-	۴	۴	۵	۵	۵
									اندوخته قانونی
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	جمع حقوق صاحبان سهام

در این روش تمامی اقلام براساس درصدی از جمع دارایی‌ها و بدهی‌ها بیان می‌شوند و نشان دهنده این است که چه میزانی از کل دارایی‌ها و بدهی‌ها به تک تک اقلام اختصاص یافته است. به عنوان مثال در تجزیه و تحلیل عمودی ترازنامه مجموع داراییها یا مجموع بدهیها و حقوق صاحبان سهام، ۱۰۰٪ در نظر گرفته شده و هر یک از اقلام داراییها نسبت به مجموع داراییها و هر یک از اقلام بدهیها و حقوق صاحبان سهام نسبت به مجموع بدهیها و حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. تجزیه و تحلیل عمودی به منظور افشای ساختار درونی سازمان به کار می‌رود، افشای اطلاعاتی نظیر روابط موجود بین هر یک از حسابهای سود و زیان و درآمد فروش و ترکیب داراییهایی که ایجاد ترکیب منابع سرمایه شامل بدهیها، اعم از جاری یا بلند مدت و یا حقوق صاحبان سهام و غیره...؛ علاوه بر این نتایج تجزیه و تحلیل عمودی برای ارزیابی موقعیت نسبی شرکت در صنعت به کار می‌رود. لازم به ذکر است در تجزیه و تحلیل افقی و تجزیه و تحلیل عمودی رقم خاص با یک رقم در همان طبقه یا همان حساب مقایسه می‌شود.

## شناسایی تغییرات

### الف) بدهی جاری و دارایی جاری

بدهی جاری را از دارایی جاری کسر می کنند و سرمایه در گردش حاصل می شود. اگر بدهی جاری اضافه شود و مبلغ اضافی بدهی در ارقام دارایی جاری اضافه گردد تغییری در سرمایه در گردش به وجود نمی آورد.

### ب) تغییرات دارایی ثابت

در صورتی که افزایش داراییها ثابت و یا غیر جاری از محل دارایی جاری صورت گیرد باعث کاهش سرمایه در گردش می شود. زیرا کاهش دارایی جاری منجر به کاهش سرمایه در گردش می گردد.

### ج) تغییرات در بدهی بلند مدت

بدهیهای بلند مدت اگر به دارایی جاری واریز شوند. دارایی جاری را افزایش می دهند و برعکس اگر از دارایی جاری بازپرداخت کردند، دارایی جاری را کاهش می دهند. اگر بدهی بلند مدت به بدهی جاری تبدیل شوند، بدهی جاری افزایش می یابد.

### د) تغییرات در حقوق صاحبان سهام

افزایش حقوق صاحبان سهام اگر به صورت واریز به دارایی جاری صورت گیرد دارایی جاری را اضافه نموده و سرمایه در گردش اضافه خواهد شد. در تجزیه و تحلیل عمودی ترازنامه دو شرکت سایپا و ایران خودرو از سالهای ۸۴ تا ۸۸ در حوزه دارایی های جاری و سرمایه در گردش، سایپا همواره از قدرت نقدینگی بالاتری برخوردار بوده است. همچنین مقایسه سرفصلهای تشکیل دهنده دارایی های جاری دو شرکت، نشان از ثبات ترکیب دارایی ها جاری سایپا در مقایسه با ایران خودرو و قدرت بیشتر شرکت در پوشش بدهی های کوتاه مدت می باشد. همچنین مطالبات ایران خودرو از شرکتهای گروه در سال ۸۸ به نحو چشمگیری افزایش یافته است که بیانگر بحران بدهی در شرکتهای زیر مجموعه می باشد.

در حوزه دارایی های غیر جاری در شرکت سایپا سرمایه گذاری های بلند مدت (سرمایه گذاری در شرکتهای اقماری) و در شرکت ایران خودرو ماشین آلات و تجهیزات بخش عمده ای از ترکیب دارایی های غیر جاری را تشکیل می دهند. سهم نزدیک به ۴۰٪ سود حاصل از سرمایه گذاری در سهام شرکتهای گروه در صورت سود و زیان سایپا، کاهش ریسک تامین مواد اولیه و قطعات و حفظ میزان سودآوری و افزایش نسبت حاشیه سود از مزیت های اصلی سرمایه گذاری در شرکتهای اقماری سایپاست.

در حوزه **بدهی های جاری** در هر دو شرکت سهم تسهیلات مالی دریافتی از سایر سرفصلها بیشتر است. اما در شرکت سایپا قدرت پرداخت بدهی های کوتاه مدت از ایران خودرو بالاتر است. همچنین در سال ۸۸ حجم بدهی ایران خودرو به شرکتهای گروه به ۲۹٪ از مجموع بدهی های جاری رسیده است که بیانگر مشکلات مالی گروه است.

در حوزه **بدهی های بلند مدت** شاهد تغییرات بسیار زیادی در سرفصل تسهیلات مالی دریافتی بلند مدت دو شرکت هستیم. اما هر دو توانسته اند در سالهای گذشته از حجم بدهی های بلند مدت خود بکاهند. طرح تعویض خودروهای فرسوده کمک زیادی به ایران خودرو نموده است و حجم عمده بدهی های ایران خودرو به بانک پارسیان می باشد. اما همچنان سهم تسهیلات مالی دریافتی بلند مدت در ایران خودرو بیش از ۵۴٪ جمع کل بدهی های جاری است.

در حوزه **حقوق صاحبان سهام** اندوخته های سایپا نسبت به ایران خودرو از وضعیت بهتری برخوردار است. به طوری که در سال ۸۶ ایران خودرو دارای زیان انباشته بوده است. در مجموع شرکت سایپا از منظر دارایی های جاری و سرمایه در گردش، سرمایه گذاری در سهام شرکتهای زیر مجموعه، کمتر بودن میزان بدهی های جاری و بلند مدت و حقوق صاحبان سهام بیشتر در موقعیت بهتری نسبت به شرکت ایران خودرو قرار دارد که از نقطه نظر مالی در شرایط بحرانی قرار دارد.

## تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی

معمولا یک نسبت نشاندهنده رابطه نسبی بین دو متغیر است. از آنجا که برای محاسبه بیشتر نسبتها باید یک متغیر را بر دیگری تقسیم کرد، محاسبه نسبت کار آسانی است. ولی تفسیر نسبت **چندان ساده نیست.**

( و تجزیه و sectional analysis cross (برای تجزیه و تحلیل صورتهای مالی از راه کاربرد نسبتهای مالی، دو روش عمده وجود دارد. روش تجزیه و تحلیل مقایسه ( در روش نخست نسبتهای مالی متعلق به یک شرکت را، در یک **نقطه از زمان با اقلام مشابه شرکتهای دیگر هم time series analysis** تحلیل سنواتی ( **گروه یا شرکتهای رقیب** مقایسه می کنند. در روش دوم نسبتهای مالی متعلق به یک شرکت، در دوره های زمانی **مختلف با یکدیگر مقایسه** می شوند. هدف از روش نخست شناسایی **شرکت برتر در صنعت برتر** است و هدف از روش دوم **تخمین وضعیت شرکت در سالهای آتی** است.

## انواع نسبتها

ما نسبتها را به ۵ گروه تقسیم کرده ایم. آنها عبارتند از: (۱) نسبتهای نقدینگی (۲) نسبتهای اهرم مالی (۳) نسبتهای سود آوری (۴) نسبت فعالیت و (۵) بازده سرمایه.



تقریباً برای هر یک از جنبه های عملکردی شرکت میتوان از نوعی نسبت استفاده کرد. تحلیلگران برای شناخت **نقاط قوت و ضعف شرکت** از این نسبتها به عنوان یک ابزار متداول استفاده میکنند. ولی با این نسبتها فقط به عوارض و علائم موجود پی برد و نه به اصل مسئله یا مشکل. اگر یکی از نسبتها بیش از اندازه زیاد یا کم باشد، میتوان به وجود حادثه مهمی در آن شرکت پی برد، ولی نمیتوان اطلاعات کافی به دست آورد، مگر آنکه دلیل روی دادن آن توسط شرکت به اطلاع بازار سرمایه برسد.

### نسبت های نقدینگی

این دسته از نسبت ها، توانایی و قدرت شرکت را در بازپرداخت بدهی های کوتاه مدت اندازه گیری می کند. اساس کاربرد این نسبت ها بر این فرض استوار است که دارایی های جاری منبع اصلی شرکت برای بازپرداخت بدهیهای جاریست و مدیران شرکتها می توانند با استفاده از این گروه نسبت ها، قدرت بنگاه خود را در بازپرداخت بدهی های کوتاه مدت مورد سنجش قرار دهند. علاوه بر مدیران و سهامداران شرکت، اطلاع از این گروه نسبت ها، برای بستانکاران تجاری و وام دهندگان کوتاه مدت نیز مفید خواهد بود، چرا که اینان برای وام دهی، بیش از هر چیز وضعیت نقدینگی شرکت را مورد توجه قرار می دهند. متداول ترین نسبت های نقدینگی، نسبت جاری و نسبت آنی (سریع) است. نسبت جاری از متداول ترین نسبتهای نقدینگی است که برای محاسبه آن **دارایی های جاری را بر بدهی های جاری** تقسیم می کنند.

## ترازنامه شرکت پتروشیمی خارک

۱۳۸۴/۱۲/۲۹	۱۳۸۵/۱۲/۲۹	یادداشت	دارایی ها
میلیون ریال	میلیون ریال		<b>دارایی های جاری :</b>
۲۷۲.۷۲۷	۷۱۶.۵۲۸	۴	موجودی نقد
۸۷۷.۶۰۰	۱.۱۵۹.۸۰۱	۵	سرمایه گذاری های کوتاه مدت
۱.۱۰۵.۷۲۷	۱.۲۵۴.۳۸۷	۶	حساب ها و اسناد دریافتی تجاری
۴۱.۰۷۵	۳۵.۸۶۱	۷	سایر حساب ها و اسناد دریافتی
۶۱۳.۰۴۷	۷۶۰.۵۲۵	۸	موجودی مواد و کالا
۲۰.۰۶۴	۱۸.۹۰۷	۹	پیش پرداخت ها
۲.۹۳۰.۲۴۰	۳.۹۴۶.۰۰۹		جمع دارایی های جاری
			<b>دارایی های غیر جاری :</b>
۱.۶۶۶.۳۳۰	۱.۶۷۳.۱۷۰	۱۰	دارایی های ثابت مشهود
۴.۳۵۳	۴.۳۵۳	۱۱	سرمایه گذاری های بلند مدت
۱۲.۶۳۷	۹.۷۸۷	۱۲	سایر دارایی ها
۱.۶۸۳.۳۲۰	۱.۶۸۷.۳۱۰		جمع دارایی های غیر جاری

۱۳۸۴/۱۲/۲۹	۱۳۸۵/۱۲/۲۹	یادداشت	بدهی ها و حقوق صاحبان سهام :
میلیون ریال	میلیون ریال		<b>بدهی های جاری :</b>
۸۴,۴۰۰	۱۵۳,۸۵۳	۱۳	حساب ها و اسناد پرداختی تجاری
۵۲,۸۷۸	۱۰۱,۵۴۱	۱۴	سایر حساب ها و اسناد پرداختی
۶۰,۳۵۴	۴۷,۱۳۳	۱۵	ذخیره مالیات عملکرد
۳۱۴,۶۳۶	۱۹۴,۶۹۲	۱۶	سود سهام پرداختی
۱۶۴,۶۸۹	۲۰۴,۷۴۰	۱۷	تسهیلات مالی دریافتی
۶۷۶,۹۵۷	۷۰۱,۹۵۹		جمع بدهی های جاری
			<b>بدهی های غیر جاری :</b>
۱۲۰,۲۶۳	-	۱۷	تسهیلات مالی دریافتی بلند مدت
۳۶,۲۰۵	۴۲,۸۸۴	۱۸	ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
۲۲۵,۸۳۸	۲۷۰,۷۴۵	۱۹	ذخیره مستمری کارکنان بازنشسته
۳۸۲,۳۰۶	۳۱۳,۶۲۹		جمع بدهی های غیر جاری
۱,۰۵۹,۲۶۳	۱,۰۱۵,۵۸۸		جمع بدهی ها
			<b>حقوق صاحبان سهام :</b>
۱,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۲۰	سرمایه (۱۰۰۰ میلیون سهم ۱۰۰۰ ریالی تمام پرداخت شده)
۱۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۲۱	اندوخته قانونی
۵۰,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۲۲	اندوخته طرح و توسعه

نسبت جاری =  $\frac{\text{دارایی های جاری}}{\text{بدهی های جاری}}$  **current ratio**

نسبت جاری شرکت پتروشیمی خارک (۱۳۸۵) =  $\frac{۳.۹۴۶.۰۰۹}{۷۰۱.۹۵۹}$  -۰.۶۲

برای محاسبه این نسبت، دارایی های جاری را بر بدهی های جاری تقسیم می کنند. در استفاده از این نسبت، فرض می شود که دارایی های جاری، تنها پشتوانه شرکت برای بازپرداخت بدهیهای کوتاه مدت است. نسبت جاری، متداول ترین وسیله برای اندازه گیری قدرت بازپرداخت بدهی های جاری محسوب می شود، زیرا بدین وسیله می توان نشان داد؛ دارایی هایی که در طول دوره مالی به پول نقد تبدیل می شوند چند برابر بدهی هایی خواهد بود که سررسید آنها در آن دوره فرا خواهد رسید. بدیهی است هر اندازه نسبت جاری شرکت بزرگتر باشد، وضعیت نقدینگی شرکت بهتر و براین اساس، بازپرداخت بدهی های جاری با مشکلات کمتری روبرو خواهد بود. به طور معمول، برخی از متخصصان و کارشناسان مالی بر این باورند که مقدار این نسبت باید در حد ۲ یا بیشتر باشد و یا به عبارت دیگر، برای این که شرکت در بازپرداخت بدهی های جاری خود با مشکل مواجه نشود، باید به طور معمول دارایی های جاری دست کم دو برابر بدهی های جاری باشد. به هر حال، میزان مطلوب این نسبت بستگی به وضعیت اقتصادی و استانداردهای صنعت خواهد داشت .

نسبت آنی، تقریباً "اهدافی مشابه اهداف نسبت جاری را دنبال می کند، ولی در محاسبه آن **دارایی های جاری غیر سریع حذف می شود**، به عبارت دیگر، در محاسبه آن اقلامی از دارایی های جاری برای پوشش بدهی های جاری در نظر گرفته می شوند که نسبت به سایرین، **قابلیت بیشتری برای نقد شدن** دارند و یا دست کم برای نقد شدن نیازمند صرف زمان کمتری هستند. لازم به توضیح است که دارایی های جاری غیر سریع، دارایی هایی هستند که نقد شدن آن ها نیازمند زمان است که موجودی کالا، سفارشات و پیش پرداخت ها از این جمله اند. این نسبت، در تعیین وضعیت نقدینگی شرکت در مقایسه با نسبت جاری، دارای دید دقیق تر و محافظه کارانه تری است، زیرا فرض می شود که در یک لحظه از زمان، شرکت مجبور باشد به تعهدات کوتاه مدت خود عمل کند. **برخی از تحلیل گران بر این باورند که نسبت آنی باید برابر یک باشد.**

اما میزان مطلوب این نسبت نیز همچون نسبت جاری بستگی به وضعیت اقتصادی و استانداردهای صنعت خواهد داشت. با این حال، چنین به نظر می رسد که اگر شرکت بخواهد از قدرت نقدینگی برای بازپرداخت بدهی های جاری خود برخوردار باشد، باید دارایی های سریع حداقل به میزان بدهی های جاری باشد.

اگر چه معمولاً برای تعیین قدرت نقدینگی شرکت از نسبت جاری استفاده می کنند، اما امکان دارد که ظرف یکسال موجودی مواد و کالا به فروش نرسد و زمانی هم که این اقلام به فروش می رسد به قیمتی کمتر از رقم مندرج در ترازنامه فروخته شود همانند اثرات تغییرات قیمت جهانی انرژی بر محصولات تولیدی شرکت پتروشیمی خارک.

ووجه نقد به اضافه حساب های دریافتی

بدهی های جاری

$35.871 + 716.528 + 1.159.801 + 1.254.387$

نسبت آتی شرکت پتروشیمی خارک (۱۳۸۵) - ۴.۵۱

$701.959$

اگر شرکتی بخواهد با استفاده از دارایی های آتی (آنها که بالاترین قدرت نقدینگی را دارند) بیش از بدهی های جاری یا با آن برابر باشد؛ بنابر این، نسبت آتی این شرکت باید عدد ۱ یا بیش از آن باشد. این، مبنای استدلال تحلیلگرانی است که استاندارد نسبت آتی را ۱ می دانند و براین باور هستند که این عدد مرز بین قدرت نقدینگی کافی و قدرت نقدینگی ناکافی شرکت است. هر قدر نسبت جاری به عدد ۲ و هر قدر نسبت سریع یا آتی به عدد ۱ نزدیکتر باشد قدرت نقدینگی شرکت بیشتر خواهد بود. با توجه به اینکه نسبت جاری شرکت ۵.۶۲ و نسبت آتی آن ۴.۵۱ است شرکت مطلقاً از منظر نقدینگی در شرایط ایده آلی قرار دارد. قدرت نقدینگی بسیار بالای شرکت پتروشیمی خارک در نحوه تعاملات تجاری این شرکت نهفته است. شرکت تولید کننده محصولات شیمیایی همانند متانول است و محصولات خود را به قیمت های بازار جهانی و آسیا پاسیفیک به فروش می رساند به صورت پیش فروش و علی الحساب. از آن سو خوراک کارخانه از شرکت دولتی نفت فلات قاره تامین می شود و بدلیل سیاست های حمایتی دولت و نحوه پرداخت هزینه های تامین خوراک، شرکت از نظر نقدینگی با مشکلی مواجه نمی باشد. به این دلایل است که نمی توان یک نسبت را برای همه شرکتها در یک سیستم اقتصادی یکسان دانست یا آنرا تعمیم داد. در نتیجه بیشتر تحلیل گران نسبت های یک شرکت خاص را با میانگین همه شرکت های فعال در آن صنعت مقایسه می کنند نه با شرکت های فعال در سایر صنایع.

## نسبتهای سود آوری

احتمالا حاشیه سود از آشناترین نسبت‌هایی است که تحلیل گران محاسبه می کنند. می توان به سادگی حاشیه سود را به این صورت محاسبه کرد: سود به صورت درصدی از فروش. از این رو حاشیه سود ناخالص (ناویژه) بیانگر این است که باید سود ناخالص را بر فروش تقسیم کرد. و برای محاسبه حاشیه سود عملیاتی باید سود عملیاتی را بر فروش تقسیم کرد و برای محاسبه حاشیه سود قبل و بعد از کسر مالیات باید سود قبل و بعد از کسر مالیات را بر فروش تقسیم کنیم. انواع مختلف حاشیه سود برای شرکت آلومینیوم ایران ، با توجه به صورت سود و زیان ۱۳۸۵ به شرح زیر است :

سال مالی منتهی به ۱۳۸۵/۱۲/۲۹					شرح
درصد پوشش از کل سال	واقعی ۱۲ ماهه منتهی به ۸۵/۱۲/۲۹		پیش بینی سالیانه در تاریخ ۸۶/۰۲/۲۲		
	درصد نسبت به فروش	مبلغ میلیون ریال	درصد نسبت به فروش	مبلغ میلیون ریال	
۱۰۰	۱۰۰	۲,۸۲۳,۸۰۶	۱۰۰	۲,۸۲۳,۸۰۶	درآمد حاصل از فروش
۱۰۰	(۷۴)	(۲,۰۷۹,۵۱۷)	(۷۴)	(۲,۰۷۹,۵۱۷)	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۱۰۰	۲۶	۷۴۴,۲۸۹	۲۶	۷۴۴,۲۸۹	سود ( زیان ) ناخالص
۱۰۰	(۴)	(۹۷,۳۳۵)	(۴)	(۹۷,۳۳۵)	خالص درآمدها ( هزینه ها ) ی عملیاتی
۱۰۰	۲۳	۶۲۶,۹۵۴	۲۳	۶۲۶,۹۵۴	سود ( زیان ) عملیاتی
۱۰۰	(۲)	(۶۷,۴۶۲)	(۲)	(۶۷,۴۶۲)	هزینه های مالی
---	*	*	*	*	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۱۰۰	(۲)	(۵۷,۸۰۶)	(۲)	(۵۷,۸۰۶)	خالص درآمدها ( هزینه ها ) ی متفرقه
۱۰۰	۱۸	۵۲۱,۶۸۶	۱۸	۵۲۱,۶۸۶	سود ( زیان ) قبل از کسر مالیات
۱۰۰	-	(۱۱۱,۵۹۱)	(۴)	(۱۱۱,۵۹۱)	مالیات
۱۰۰	۱۵	۴۱۰,۰۹۵	۱۵	۴۱۰,۰۹۵	سود (زیان) پس از کسر مالیات
۱۰۰		۳,۹۲۱		۳,۹۲۱	سود (زیان) عملیاتی هر سهم - ریال
۱۰۰		۳,۱۶۲		۳,۱۶۲	سود (زیان) قبل از کسر مالیات هر سهم - ریال
۱۰۰		۲,۴۸۵	(۱)	۲,۴۸۵	سود (زیان) پس از کسر مالیات هر سهم - ریال
		۱۶۵,۰۰۰ میلیون ریال			سرمایه

$$\frac{۷۴۴.۲۸۹}{۲.۸۲۳.۸۰۶} \times ۱۰۰\% = ۲۶\% \quad \text{حاشیه سود ناخالص}$$

$$\frac{۶۴۶.۹۵۴}{۲.۸۲۳.۸۰۶} \times ۱۰۰\% = ۲۳\% \quad \text{حاشیه سود عملیاتی}$$

$$\frac{۴۱۰.۰۹۵}{۲.۸۲۳.۸۰۶} \times ۱۰۰\% = ۱۵\% \quad \text{حاشیه سود خالص}$$

### نسبتهای بازدهی

بازده سرمایه در گردش (Return on Working Capital): می دانیم سرمایه در گردش ما به التفاوت دارایی جاری و بدهی جاری اطلاق می شود و حاکی از مبلغی است که می توان آن را برای تامین هزینه های روزمره و همچنین تهیه مواد اولیه و کالا مورد استفاده قرار داد. این نسبت از تقسیم سود خالص (پس از وضع مالیات) بر سرمایه در گردش بدست می آید.

نسبت بازده فروش (Return on Sale): سود خالص پس از وضع مالیات را تعیین و آن را بر فروش خالص تقسیم کرده اند. بازده فروش را مقیاس سودآوری محسوب و با نسبت بازده ارزش ویژه مرتبط می دانند.

نسبت بازده ارزش ویژه (Return on Net Worth Ratio): ارزش ویژه به معنی اعم آن یعنی حقوق صاحبان سهام که از کم کردن بدهیها از کل داراییهای به دست آمده است، البته موسسات داراییهای نامشهود را هم از آن می کاهند تا ارزش ویژه داراییهای مشهود بدست آید. آنگاه سود خالص (پس از وضع مالیات) را بر ارزش ویژه داراییهای مشهود، که به شرح بالا بدست آمده، تقسیم کرده، حاصل را بازده ارزش ویژه نامیده است. اگر نتیجه را در ۱۰۰ ضرب کنیم درصد بازده ارزش ویژه بدست می آید. از نقطه نظر صاحبان سهام این نسبت اهمیت بسیاری دارد. بطور کلی عده ای عقیده دارند بازده صد در صد را برای ارزش ویژه می توان قابل قبول دانست زیرا سود سهام و رشد سرمایه در گردش را تا حدودی تامین می نماید. مسلماً تورم، به تناسب افزایش شاخص هزینه زندگی و یا در واقع کاهش قدرت خرید پول، از اعتبار این ضابطه می کاهد.

درصد بازده دارایی (percentage Return on Assets): این درصد برای سنجش بازدهی داراییها و یا در واقع برای بکارگیری داراییها جهت کسب و کار مورد استفاده قرار می گیرد و در واقع شاخص نهایی برای سنجیدن استفاده بهینه از داراییها می باشد. تفاوت این در صد و درصد بازده ارزش ویژه، میزان سود آوری بدهیها یا سود آوری اهرمی نامیده می شود. برای تعیین درصد بازده داراییها، سود ویژه را بر جمع داراییها به صورت خالص تقسیم نموده و در عدد ۱۰۰ ضرب می کنند.

## نسبت های فعالیت

### گردش کالا

تعریف کالا: کالا را مترادف موجودی جنسی به کار می بریم و شامل مواد اولیه، کالای در جریان ساخت و کالای ساخته شده می شود و ملزومات تولید را هم در بر می گیرد. با استفاده از این نسبت، گردش موجودی کالای شرکت (یعنی تعداد دفعاتی که شرکت در سال موجودی کالای خود را می فروشد) محاسبه می کند و دوره گردش کالا نیز بیان می کند که هر چند روز یک بار انبار کالای شرکت پر و خالی شده است.

گردش موجودی کالا از تقسیم بهای تمام شده کالای فروش رفته بر موجودی کالا بدست می آید. در مخرج و به جای موجودی کالا بهتر است متوسط کالا را قرار داد. متوسط کالا از جمع موجودی اول سال و موجودی پایان سال تقسیم بر ۲ بدست می آید. هرچه دفعات تعیین موجودی یا استخراج آن از دفاتر بیشتر باشد متوسط کالا دقیق تر خواهد بود.

بعد از محاسبه دفعات گردش کالا می توانیم دوره گردش کالا از تقسیم ۳۶۰ بر دفعات گردش کالا محاسبه کرد.

متوسط موجودی کالا / بهای تمام شده کالای فروش رفته = دفعات گردش کالا

دفعات گردش کالا / ۳۶۰ = دوره گردش کالا

به طور معمول نسبت گردش زیاد موجودی ها نشانه کارایی مدیریت شرکت است.

### نسبت گردش دارایی های ثابت



این نسبت میزان و اثر گردش دارایی را در تحصیل درآمد نشان می دهد و در مقایسه با گذشته حکایت از این می کند که آیا افزایش دارایی ها با افزایش فروش ملازمه داشته است یا خیر.

این نسبت از تقسیم فروش خالص بر کل دارایی ها بدست می آید.

با فرض ثابت ماندن قیمت ها هنگامی که شرکت ها به ظرفیت تولیدی خود برسند ، این نسبت به حداکثر خواهد رسید. کاهش این نسبت احتمالاً نشانه کاهش حجم فعالیت شرکت است و پایین آمدن گردش کل دارایی ها می تواند نوعی اخطار تلقی گردد.

فرمول : درآمد حاصل از خدمات و فروش / خالص دارئیهای ثابت

### گردش مجموع دارئیها

این نسبت نشان میدهد که گردش مجموع درآمدهای موسسه نسبت به مجموع دارئیهای آن چه عددی است .

فرمول : درآمد حاصل از خدمات و فروش / جمع کل دارئیها

### دوره وصول مطالبات

با محاسبه این نسبت می توان زمان یا تعداد روزهایی که طول می کشد تا شرکت مطالبات خود را وصول کند مشخص کرد.و با این نسبت می توان رابطه بین فروش های نسبی و مطالبات کوتاه مدت شرکت را تعیین کرد.و یا به عبارتی دیگر می توان گفت متوسط مدتی را که از فروش شروع و به وصول مطالبات می انجامد را می توان با استفاده از نسبت دوره وصول مطالبات نشان داد.

این نسبت طی ۲ مرحله محاسبه می شود :

مرحله اول : گردش مطالبات را از تقسیم فروش نسبی سالانه بر متوسط مطالبات بدست می آوریم.

مرحله دوم : دوره وصول مطالبات را از تقسیم ۳۶۰ بر گردش مطالبات محاسبه می کنیم.

ترکیب دو فرمول بالا را به صورت کلی می توان به صورت زیر نوشت :

فروش نسبی سالانه / ۳۶۰ \* متوسط مطالبات = دوره وصول مطالبات

مقایسه دوره وصول مطالبات با شرایط فروش کالا به صورت نسبه معمولاً نباید اختلاف فاحشی داشته باشد. زیاد بودن مانده مطالبات و کم بودن مانده مطالبات هر دو می تواند ناشی از ضعفی در شرکت باشد بنابراین بهتر است تا متوسط دوره وصول مطالبات را شرکت را با توجه به شرایطی که شرکت های رقیب برای فروش خود در نظر گرفته اند تفسیر کرد.

## دوره گردش عملیات

این نسبت از جمع دو نسبت دوره گردش کالا و دوره وصول مطالبات حاصل می شود. این نسبت مدت زمانی را که طول می کشد تا کالا فروخته شده و مطالبات ناشی از آن وصول شود نشان می دهد. در صنایع دوره تولید را هم به دوره مذکور اضافه می کنند.

دوره وصول مطالبات + دوره گردش کالا + دوره تولید = دوره گردش عملیات

معمولاً این دوره کمتر از یک سال است و ممکن است در بعضی از صنایع در یک سال چندین دوره عملیات وجود داشته باشد. این نسبت را باید با دوره های گذشته در همان واحد تجاری و یا با شرکت های مشابه مقایسه کرد. طولانی تر شده این دوره نسبت به دوره های گذشته نامطلوب بوده و نشان از کند شدن فعالیت واحد تجاری دارد. البته سرعت زیاد دوره نیز مطلوب نمی باشد زیرا نشان از کمبود سرمایه جاری موسسه دارد که ممکن است در مواجهه به عاملی نامساعد مشکلات زیادی را بوجو دیاورد.

## ارزش ویژه

ارزش ویژه هر سهم شرکت، یکی از نسبت های قیمتی است که از تقسیم کردن حقوق صاحبان سهام (سود انباشته + اندوخته قانونی + سرمایه) به کل سهام موجود آن به دست می آید. ارزش ویژه هر سهم می تواند در ارزشیابی سهام مفید باشد و به تحلیلگر کمک کند که آیا سهام شرکت، کمتر یا بیشتر از حد قیمت گذاری شده است. چنانچه سهمی به قیمتی بسیار پایین تر از ارزش ویژه آن به فروش رود، می تواند نشانگر این باشد که این سهام، کمتر از ارزش واقعی خود، قیمت گذاری شده است. قیمت سهام شرکتها کششی انکار پذیر به ارزش ویژه خود دارند.

ارزش ویژه روشی مرسوم برای قیمتگذاری سهام شرکت هایی است که برای اولین بار در بازار سرمایه عرضه می شوند. ارزش ویژه همچنین بیانگر توانایی شرکت در جهت افزایش سرمایه از محل سود انباشته می باشد که می تواند بازدهی مناسبی عاید سهامداران بلند مدت نماید، مانند داروسازی کوثر که ۱۰۰٪ افزایش سرمایه از محل سود انباشته را تجربه کرده است.

$$\text{ارزش ویژه} = \frac{\text{جمع حقوق صاحبان سهام}}{\text{تعداد سهام}}$$

سه کاربرد مهم

۱- هرچه این میزان بیشتر از قیمت اسمی هر سهم باشد نشاندهنده وضعیت مطلوب شرکت است.

۲- از ارزش ویژه می توان به احتمال افزایش سرمایه شرکت پی برد

۳- شناسایی کف قیمت سهام: در بسیاری از شرکتها قیمت سهم کششی انکار ناپذیر به ارزش ویژه دارد و در برخی موارد ارزش ویژه نقطه حمایتی مستحکمی در مقابل ریزش قیمت سهام شرکت می باشد.

ارزش ویژه فولاد مبارکه

$$\text{ریال } ۱۴۵۲ = \frac{۲۲.۹۴۴.۳۹۱}{۱۵.۸۰۰.۰۰۰.۰۰۰}$$

## نسبتهای اهرم مالی یا سرمایه گذاری (Capitalization Ratios)

نسبتهایی که نشان دهنده توانایی شرکت برای بازپرداخت بدهیهای بلند مدت و کوتاه مدت است.

نسبت بدهی: این نسبت نشان میدهد که که بدهی های یک موسسه چه نسبتی به داراییهای آن دارد معمولاً وقتی نسبت پایین است شرکت شرایط بهتری دارد مگر در شرایطی که بدهی های شرکت مربوط به وام های طرح توسعه و ... باشد.

نسبت کل بدهی به ارزش ویژه (Debt Ratio to Net Worth Ratio): در محاسبه این نسبت کل بدهی اعم از جاری و بلند مدت را بر ارزش ویژه تقسیم می کنند. تجاوز این نسبت از ۱۰۰ درصد حکایت از آن می کند که حقوق مالی طلبکاران بر سهامداران فزونی گرفته است.

نسبت بدهی جاری به ارزش ویژه (Current Debts to Net Worth Ratio): برای بدست آوردن این نسبت بدهی جاری را بر ارزش ویژه تقسیم می کنند. هرگاه میزان این نسبت از ۸۰ درصد تجاوز کند موسسه را مبتلای به مشکلات اقتصادی تشخیص می دهند.

نسبت بدهی بلند مدت به ارزش ویژه (Long-Term Debts to Net Worth Ratio): این نسبت میزان ظرفیت وامگیری از منابع وام دهندگان را بیان می کند هر قدر این نسبت کوچک باشد، امکان اخذ وام برای موسسه بیشتر خواهد شد.

نسبت دارایی ثابت به ارزش ویژه (Fixed Asset to Net Worth Ratio): از تقسیم دارایی ثابت خالص بر ارزش داراییهای مشهود حاصل می شود. معمولاً حد بالای

این نسبت باید متغیر باشد و در صورتی که ثابت باشد، نشان دهنده مشکلات است. (موسسه مالی، ۱۳۸۵، ص ۷۸)

نسبت توان پرداخت بهره: از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات (EBIT) بر بهره بدست می آید. این نسبت معرف قدرت شرکت در پرداخت بهره از محل سود شرکت است.

### محدودیتها و نارسایی های نسبتهای مالی

روش نسبت یابی در تجزیه و تحلیل صورتهای مالی یک ابزار قوی در جهت ارزیابی عملکرد مالی واحدهای تجاری می باشد و استفاده از آن بسیار زیاد توسط اشخاص حقیقی و حقوقی انجام می گیرد اما در استفاده از این نسبتها باید به مسائل و محدودیتهای آن توجه کافی داشت بطور کلی برخی از محدودیتها و نارساییهای نسبتهای مالی به شرح ذیل می باشند:

۱. وقتی صورتهای مالی تهیه و در اختیار تحلیل گر قرار گیرد به لحاظ گذشت زمان ارقام مندرج در آنها کهنه شده و وضع موجود را نشان نمی دهد.
۲. اصولاً تجزیه و تحلیل به اتکای ارقام و اطلاعات مربوط به گذشته انجام می شود که در اخذ تصمیمات مربوط به آینده راهنما باشد حال تا چه اندازه گذشته می تواند مبنای پیش بینی آینده قرار گیرد جای بحث است.
۳. بعضی از نسبتها مفهوم مشخصی ندارند و تنها محصول دورانی است که توجه به گسترش دامنه تجزیه و تحلیل و تکثیر انواع نسبتها معطوف بود مسلماً وقتی دو رقم با هم رابطه ای نداشته باشند نسبت حاصل از مقایسه آنها هم مفهومی نخواهد داشت مثلاً نسبت کالا را به بدهی بلندمدت چگونه می توان دارای مفهوم قابل استفاده دانست.
۴. در تجزیه و تحلیل نسبتها تغییرات سطح قیمتها معمولاً مورد نظر قرار نمی گیرد و این خود از فایده نتیجه تجزیه و تحلیل می کاهد. این نارسایی به ویژه هنگامی که تغییرات سطح قیمتها سریع یا در واقع تورم حاد باشد تشدید می شود
۵. وقتی صورتهای مالی یک واحد تجاری با مؤسسه دیگری مقایسه می شود باید توجه داشت که ممکن است اختلافهایی که در اعمال روشهای حسابداری در دو شرکت از لحاظ ارزیابی موجودی جنسی و استهلاک و نحوه هزینه کردن پرداختها و امثال آنها وجود داشته باشد مبنا و مفهوم مقایسه را از بین ببرد.
۶. نسبتها دلالت بر ثبات دارند در حالیکه گردش کارها در واحدهای تجاری حکایت از تحرک می کند. مثلاً پس از تجزیه و تحلیل برای مدتی گفته می شود نسبت جاری در شرکت ۳ می باشد در صورتی که این وضع جز لحظه ای از زمان در پایان سال مالی صادق نبوده است.
۷. در عمل برای متغیرهای مورد استفاده در نسبتها تعاریف مختلفی ارائه شده است. برای نمونه در مورد ارزش ویژه یا حقوق صاحبان سهام و غیره اختلاف نظرهایی وجود دارد بنابراین در محاسبه نسبتها ممکن است تضاد بوجود آید .
۸. رویه های مختلف حسابداری در بین شرکتهای یک صنعت می تواند متفاوت باشد بنابراین مقایسه بین نسبتهای یک سال با سالهای قبل یا یک شرکت با شرکتهای دیگر می تواند مفید نباشد و موجب تحریف نتایج گردد.

۹. باید توجه داشت که بعضاً شرکتها به منظور مطلوب نشان دادن صورتهای مالی از روشهای حساب آرایبی استفاده می کنند بطور مثال برای بهبود نسبت جاری خود در تاریخ ترازنامه وام بلندمدتی را اخذ کرده پس از تاریخ ترازنامه آن را تسویه می کنند. بدین ترتیب در تاریخ ترازنامه نسبت جاری شرکت وضع مطلوبی را نشان می دهد که غیرواقعی و گمراه کننده می باشد.

۱۰. پژوهشهایی که تاکنون با استفاده از نسبتهای مالی و آنتروپی صورت وضعیت مالی برای پیش بینی وضعیت شرکتهایی که در آینده با خطر ورشکستگی مواجه می گردند انجام شده است، نشان می دهد که جهت شناسایی شرکتهایی که در آینده با خطر ورشکستگی مواجه می گردند، خطای اکثر نسبتهای مالی بیشتر از خطای آنتروپی صورت وضعیت مالی می باشند



## تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی شرکت کارخانجات داروپخش

نسبت مالی	کارخانجات داروپخش	میانگین صنعت دارو
نوع گزارش	۸۸/۱۲/۲۹	۸۸/۱۲/۲۹
نسبت جاری	۱.۲۵	۱.۶۸
نسبت آتی	۰.۹۷	۱.۳۵
درصد بدهی به مجموع داراییها	۶۸.۶۱	۵۷.۵
گردش موجودی کالا	۴.۵۵	۳.۸۲
گردش داراییهای ثابت	۴.۳۱	۵.۴۳
گردش مجموع داراییها	۰.۷۹	۰.۷۴
درصد بازده مجموع داراییها	۲۱.۳	۲۰
درصد بازده سرمایه	۲۷۲.۴۲	۱۹۶
درصد سود ناخالص به درآمد	۴۱.۸۳	۳۳.۶

۲۷	۳۴.۸۴	درصد سود عملیاتی به درآمد
۳۱.۵	۲۶.۹۴	مارجین خالص

جدول فوق به مقایسه نسبت‌های مالی شرکت کارخانجات داروپخش با میانگین نسبت‌های مالی ۲۹ شرکت صنعت دارو (گزارش شش ماهه صورتهای مالی اساسی) می‌پردازد. در بخش نسبت‌های نقدینگی (نسبت‌های آنی و جاری) ، نسبت‌های فعالیت و کارائی در مقایسه با میانگین شرکتهای همگروه در مرتبه پایین تری قرار دارد. در حوزه نسبت‌های سودآوری و بازدهی ، بالابودن درصد حاشیه سود ناخالص و عملیاتی نسبت به میانگین گروه بیانگر کارائی عملیاتی "دارو" است. شرکت در طول ۹ سال سپری شده از پذیرش در بازار سهام ، سرمایه خود را افزایش نداده است و افزایش سرمایه ۱۰۰ درصدی ، اثرات خود را در نسبت‌های مالی گزارش ۱۲ ماهه سال جاری نشان خواهد داد. بررسی نسبت‌های مالی (نسبت‌های نقدینگی ، کارائی ، بازدهی و سودآوری) سنوات گذشته "دارو" نشان از رشد مناسب این نسبت‌های در سنوات گذشته و سلامت مالی شرکت دارد.

### مقایسه نسبت‌های مالی شرکتهای گروه پتروشیمی بورس

نام شرکت	جاری	آنی	بدهی	گردش موجودی کالا	گردش دارایی ثابت	گردش مجموع دارایی‌ها	بازده مجموع داراییها	بازده سرمایه	حاشیه سود عملیاتی	حاشیه سود خالص
پتروشیمی آبادان	۰.۶۹	۰.۵۴	۷۰.۴۳	۴.۲۸	۰.۷۴	۰.۳۹	۶.۲	۴۵.۰۵	۱۱.۶۲	۱۶.۰۱
پتروشیمی شیراز	۱.۷۲	۱.۲۵	۴۲.۸۶	۲.۱۶	-	۰.۲۳	۱۰.۶۸	۲۴.۳۹	۴۶.۶۷	۴۶.۴۶
پتروشیمی اصفهان	۱.۳۸	۰.۹۲	۶۶.۲۱	۱.۱۳	۰.۷۸	۰.۲۵	۳.۰۲	۲۲.۳۲	۱۱.۸۳	۱۲.۱۱

۶۴.۳۲	۳۵.۳۳	۱۰۲.۶۷	۱۲.۱۲	۰.۱۹	۰.۶۹	۱.۶۸	۶۹.۳۹	۰.۹۵	۱.۱۲	پتروشیمی خارک
۱۱.۷۹	۹.۵۵	۳۸.۲	۴.۹۴	۰.۴۲	۱.۰۴	۲.۲۳	۷۳.۰۹	۰.۴	۰.۶۶	پتروشیمی شازند
۳۰.۱۳	۳۷.۰۶	۴۴.۶۸	۷.۴۳	۰.۲۵	۰.۵۵	۳.۶۲	۶۸.۷۶	۰.۷۷	۰.۸۸	پتروشیمی فن آوران
۳۰.۱۴	۲۵.۳۴	۴۶.۲۲	۷.۴۰	۰.۲۹	۰.۶۳	۲.۵۲	۶۵.۱۲	۰.۸۱	۱.۰۸	میانگین





## فصل چهارم

### الگوهای ارزشگذاری بر اوراق بهادار

#### پس از مطالعه این فصل شما می توانید:

۱. روشهای مختلف ارزشیابی و قیمتگذاری بر اوراق بهادار را درک خواهید کرد.
۲. با الگوی قیمتگذاری قیمت / درآمد و مدل گوردون آشنا شوید.
۳. با روشهای ارزشگذاری بر سهام شرکتهای پذیرفته شده در بازار سرمایه آشنا شوید.

## ارزشگذاری بر سهام شرکت های سرمایه گذاری با استفاده از متغیر ارزش پرتفولیو

شرکتهای سرمایه گذاری موسساتی هستند که از طریق فروش سهم (پذیره نویسی) وجوهات و منابع مالی پس انداز کنندگان و افراد را جمع آوری می کنند و آنها را در سهام سایر شرکتهای و بخشهای مختلف اقتصادی سرمایه گذاری های بلند مدت و کوتاه مدت می کنند. در حال حاضر ۵۰ شرکت سرمایه گذاری در بورس تهران پذیرفته شده اند. از مجموع ۵۰ شرکت سرمایه گذاری، ۱۱ شرکت جزو واسطه گری های مالی و ۶ شرکت بانک، مؤسسه اعتباری و لیزینگ می باشند. سایر شرکت ها نیز در زمینه های تخصصی نظیر ساختمان، خودرو، تجهیزات، صنایع شیمیایی، صنایع غذایی، معادن فلزی و فرآورده های نفتی فعالیت می کنند. در ضمن، چهار شرکت هم به عنوان هلدینگ چند رشته ای در زمینه های مختلف سرمایه گذاری می نمایند.

ارزش خالص دارایی ها یا NAV یک شرکت سرمایه گذاری با ویژگی های یک صندوق سرمایه گذاری مشترک (Unit Trust)، حاصل تفاوت کل دارایی ها منهای کل بدهی های آن است. در ارزشیابی شرکت ها، NAV را از طریق تفاوت ارزش دفتری دارایی ها و بدهی ها محاسبه می کنند و در صندوق های سرمایه گذاری مشترک، NAV را از طریق کسر بدهی صندوق از ارزش روز کل پرتفوی به دست می آورند. **توجه تحلیلگران مالی غالباً به محاسبه نوع دوم NAV است زیرا از این طریق سهام شرکت مربوطه قیمت گذاری می گردد. برای محاسبه ارزش ذاتی سهام شرکتهای سرمایه گذاری، کارشناسان و تحلیل گران بازار به محاسبه خالص ارزش دارایی ها به ازای هر سهم و اختلاف آن با قیمت روز سهام شرکت سرمایه گذاری میکنند.**

به عنوان مثال اگر ارزش بازار سرمایه گذاری ها و سایر دارایی های یک شرکت سرمایه گذاری ۲۰۰۰ میلیارد ریال قیمت داشته باشد و بدهی های آن ۱۲۰۰ میلیارد ریال باشد، در این تاریخ NAV این شرکت سرمایه گذاری ۸۰۰ میلیارد ریال خواهد بود. چون دارایی ها و بدهی های یک شرکت سرمایه گذاری به طور روزانه تغییر می کند، NAV آن نیز روزانه باید محاسبه مجدد شود.

شرکتهای سرمایه گذاری مذکور NAV هر سهم خود را از طریق تقسیم NAV به تعداد سهام جاری خود محاسبه می نمایند. به عنوان نمونه در مثال فوق اگر تعداد سهام جاری شرکت ۴۰۰ میلیون سهم باشد NAV هر سهم ۲۰۰۰ ریال محاسبه خواهد شد. با منطق پیش گفته، NAV هر سهم نیز باید روزانه محاسبه شود. بایست توجه داشت که تعداد سهام جاری چنین شرکتهایی نیز غالباً روزانه تغییر می کند.

ارزش بازار یا ارزش پرتفولیو یک شرکت سرمایه گذاری از حاصل تقسیم ارزش جاری سهام موجود در پرتفولیو شرکت سرمایه گذاری بر تعداد سهام آن شرکت به دست می آید. به

شرکت‌ها به دست آورد. همانطور که گفته شد این عدد به نحوی نشان‌دهنده ارزش جاری سرمایه‌گذاری‌های شرکت برای هر سهم می‌باشد. با مقایسه قیمت روز سهم و ارزش پرتفولیو شرکت می‌توان گمانه‌زنی‌هایی در مورد وضعیت و قیمت آتی سهم انجام داد. عموماً ارزش پرتفولیوی یک شرکت سرمایه‌گذاری در حدود قیمت سهم آن شرکت می‌باشد و اختلاف زیادی با قیمت سهم ندارد.

### نحوه محاسبه NAV در مورد شرکت‌های سرمایه‌گذاری

به منظور کشف NAV سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری لازم است ابتدا سرمایه‌گذاری‌های شرکت را ارزش‌گذاری کنیم و سپس این رقم را با بهای تمام شده مندرج در ترازنامه مقایسه نماییم و در صورتی که ارزش بازار بیشتر از بهای تمام شده باشد، مبلغ «مازاد ارزش نسبت به بهای تمام شده» باید در محاسبه خالص ارزش دارایی‌ها در نظر گرفته شود. زیرا در حقیقت این مازاد ارزش، به هنگام ارائه اطلاعات در بخش دارایی‌ها در ترازنامه پنهان مانده است. بنابراین فرمول محاسبه خالص ارزش دارایی‌های یک شرکت به صورت زیر به دست می‌آید:

**حقوق صاحبان سهام + مازاد ارزش سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به بهای تمام شده = خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)**

## ارزشگذاری بر سهام شرکت سرمایه گذاری داروپخش به کمک متغیر ارزش پرتفولیو

### عمده سرمایه گذاریهای انجام شده

جمع بهاء تمام شده سرمایه گذاریهای بورسی و خارج بورسی وپخش ۷۳.۷ میلیارد تومان می باشد که از این میزان ۸۸٪ آن بورسی و ۱۲٪ آن خارج بورسی است. ۱۰۰٪ حجم سرمایه گذاری صورت پذیرفته در ۱۶ شرکت صنعت دارو متمرکز شده است. جدول زیر به بررسی وضعیت سبد سهام بورسی وپخش می پردازد.

نام شرکت	درصد مالکیت	تعداد سهام	قیمت تمام شده (م.ریال)	قیمت بازار (م.ریال)	افزایش(کاهش)
کارخانجات دارو پخش	۸۵.۱۱	۸۵,۱۱۴,۱۳۲	۱۱۴,۷۷۷	۱۲۵,۱۵۶	۳۰۱,۳۴۷
داروسازی ابوریحان	۸۳.۹۲	۵۰,۳۵۴,۷۱۲	۱۲۲,۹۹۲	۴۲۴۳۳۹.۲	۲۶۴,۵۳۰
داروسازی اکسیر	۵۶.۲۲	۸۴,۳۲۶,۶۵۵	۲۵۴,۴۲۸	۶۱۸۹۵۷.۶	۴۴۸,۰۲۲
رازک	۵۱.۴۵	۲۱,۰۹۴,۸۵۸	۳۰,۴۹۴	۴۷۸۵۱۵.۸	۱۳۷,۳۹۱
داروسازی زهراوی	۱۳.۴۴	۱۰,۷۵۱,۰۰۰	۲۳,۶۰۵	۱۶۰,۹۹۶.۲	۳۰۱,۳۴۷
سایر	---		۱۰۲,۵۷۴	۹۰,۵۹۳	۱۱,۹۸۱-
جمع	***	***	۶۴۸,۸۷۰	۳,۰۲۳,۵۵۸	۱,۵۴۰,۶۵۶

بدیهی است انجام محاسبه فوق در زمانی که کلیه سرمایه گذاریها در سهام بورسی صورت گرفته باشد آسان است، اما پیچیدگی، زمانی آشکار می شود که شرکت سرمایه گذاری فعالیت‌هایی خارج از بورس داشته باشد که در این حالت معمولاً اختلاف زیادی بین تحلیلگران در خصوص محاسبه NAV بروز می کند که علت آن نیز به فقدان بازار منصفانه برای ارزش گذاری سرمایه گذاریها باز می گردد. برای محاسبه ارزش بازار شرکتهای خارج بورسی می توان از تعمیم میانگین نسبت قیمت به درآمد هر سهم صنایع بورسی به میزان سودآوری هر سهم شرکتهای خارج بورسی استفاده نمود.

۳۹۵۷	ریال	ارزش بازار هر سهم
۶۲۰۶	ریال	NAV بورسی
۶۳۵۴	ریال	NAV بورسی و خارج بورسی
۱۴۲۷	ریال	ارزش ویژه هر سهم
۶۷۹۵	ریال	ارزش روز هر سهم
۴.۷	واحد	قیمت به ارزش ویژه
۰.۹۳	واحد	P/NAV
۶	واحد	P/E
۶.۳۶	واحد	میانگین P/E شرکتهای تابعه

$$\text{کل ارزش بازار} = \frac{\text{ارزش پرتفوی}}{\text{تعداد سهام}}$$

$$\text{NAV بورسی} = \frac{\text{جمع حقوق صاحبان سهام} + (\text{بهای تمام شده} - \text{جمع ارزش روز})}{\text{تعداد سهام}}$$

$$\text{NAV بورسی و خارج بورسی} = \frac{\text{حقوق صاحبان سهام} + (\text{بهای تمام شده} - \text{ارزش شرکت های خارج بورسی}) + (\text{بهای تمام شده} - \text{جمع ارزش روز})}{\text{تعداد سهام}}$$

مهم ترین شاخص در ارزشگذاری سهام شرکتهای سرمایه گذاری، نسبت قیمت سهام به ارزش خالص دارایی ها P/NAV است که بیان می کند سهم شرکت چقدر واقعی ارزیابی شده است. در واقع، اگر نسبت یاد شده برابر با یک باشد، نشان می دهد که قیمت اعلام شده سهم روی تابلو معادل ارزش ذاتی سهم بوده و ارزیابی قیمت آن کاملاً واقعی می باشد. اما اگر P/NAV کمتر از یک باشد، از برآورد قیمت سهم کمتر از ارزش ذاتی آن حکایت دارد. این عدم تعادل گویای این واقعیت است که اولاً سهم یاد شده پتانسیل رشد دارد و افزایش قیمت، آن را به ارزش ذاتی نزدیک تر می کند. ثانیاً مشکلاتی در روند آتی فعالیت شرکت وجود دارد و بازار براساس دیدگاهی که نسبت به این مشکلات دارد، قیمت را کمتر از ارزش ذاتی سهم ارزیابی کرده است.

در مقابل، نسبت P/NAV بزرگ تر از یک، حاکی از عکس موارد یاد شده است. گفتنی است، اگرچه در بررسی وضعیت سهام شرکت های حاضر در بورس، نسبت قیمت به عایدی هر سهم P/E نقش اساسی دارد، اما در بورس های سراسر دنیا، برای مقایسه و بررسی سهام شرکت های سرمایه گذاری، عمدتاً از نسبت P/NAV استفاده می گردد. دلیل برتری این شاخص نسبت به شاخص P/E این است که NAV هر شرکت واسطه گری مالی، تابعی است از ترکیب پرتفولیوی آن شرکت براساس صنایع پر رشد و کم ریسک. به این ترتیب که هرچقدر تعداد سهام شرکت ها و صنایع پررشد و کم ریسک در ترکیب پرتفولیوی یک واسطه گری مالی بیشتر باشد، ارزش ذاتی آن شرکت NAV بیشتر خواهد بود. از سوی دیگر، NAV تابعی است از پتانسیل های سبد سهام شرکت. **به طور میانگین در شرکتهای سرمایه گذاری بازار بورس اوراق بهادار کشور ۰.۸ می باشد.**

عمده منابع شرکت های سرمایه گذاری واسطه گری مالی نیز از دو محل تأمین می گردد: اول، سود حاصل از سرمایه گذاری ها که از سود نقدی مصوب مجامع شرکت DPS تعیین می گردد و دوم، سود حاصل از فروش سرمایه گذاری ها که نشان دهنده میزان افزایش ارزش روز سهم در بازار نسبت به قیمت تمام شده سهم است. این کسب سرمایه در هنگام فروش تحقق می یابد. لذا تا قبل از فروش سهم تنها به عنوان پتانسیل ذاتی سهم مورد توجه قرار می گیرد. لذا یک شرکت سرمایه گذاری هر چقدر نسبت به خرید و نگهداری سهام شرکت هایی که Capital gain بیشتری دارند اقدام نماید، NAV آن رشد بیشتری خواهد نمود.

## انواع مدل‌های قیمتگذاری

➤ مدل ارزش جایگزینی

➤ مدل تنزیل جریانهای نقدی آینده

➤ مدل گوردون

➤ مدل P/E

مهم‌ترین مبحثی که در بورس هر کشوری مطرح است و به صورت روزانه و حتی لحظه‌ای مورد چالش فعالان بازار قرار می‌گیرد، **ارزندگی قیمت سهام** یک شرکت است. ارزش گذاری، عبارت است از تخمین ارزش یک دارایی، بر اساس مقایسه آن دارایی با دارایی‌های مشابه و یا بر اساس ارزش فعلی متغیرهایی که بازده آتی دارایی به آنها بستگی دارد.

مفهوم ارزندگی این است که آیا قیمت سهام یک شرکت خاص در حال حاضر می‌تواند افزایش یابد یا باید کاهش پیدا کند. برای پاسخ به این سوال باید اجزای قیمت سهام یک شرکت مورد بررسی دقیق‌تر قرار گیرد. برای ورود به این مبحث باید توجه داشت، متغیری که سهامداران خرد بر مبنای آن حاضر به پرداخت پول هستند، **سود هر سهم شرکت با فرض تداوم آن در سال‌های پیش‌رو** است. به بیان دیگر **سود هر سهم (EPS) اصلی‌ترین شاخصه ارزش گذاری سهام یک شرکت** است. لازم به ذکر است که ارزش سهام یک شرکت در عرضه‌های بلوکی و واگذاری‌های مدیریتی لزوماً تناسبی با سود شرکت ندارد و به مسائل دیگری از جمله میزان بلوک به لحاظ اهمیت اعمال مدیریت، ارزش دارایی‌های شرکت، ارزش جایگزینی، میزان بدهی‌ها و ... بستگی دارد.

## ارزش جایگزینی

ارزش جایگزینی، ارزشی که اوراق بهادار است با فرض اینکه شرکت موردنظر در تاریخ محاسبه ایجاد شود. در این روش کارشناسان ظرفیت و توان کارخانه موجود را با توجه به استهلاک دارایی و نیروی کار و منابع انرژی و مواد اولیه به یک کارخانه مشابه مقایسه مینمایند و یا حتی قیمت ساخت یک نمونه جدید از این کارخانه را محاسبه مینمایند و سپس رقم بدست آمده را، محاسبه ارزش هر سهم و تعداد سهام آن تقسیم می‌شود.

به طور نمونه ارزش تولید سالانه شرکت سیمان کرمان ۱.۱۱۲.۰۰۰ تن می باشد. جایگزینی یک واحد یک میلیون تنی سیمان در حدود ۱۳۰۰ میلیارد ریال تخمین زده میشود. ارزش جایگزینی شرکت ۱۴۴۵۶ میلیارد ریال برآورد میشود. با تقسیم ارزش جایگزینی بر تعداد سهام شرکت، ارزش جایگزینی به ازای هر سهم آن بدست می آید. ارزش جایگزینی هر سهم آن ۶۵۶۰ ریال به ازای هر سهم می باشد در حالی که قیمت تابلوی آن ۴۱۱۲ ریال می باشد. در مثال دیگری از ارزش جایگزینی سیمان کردستان ۱۴۹ میلیارد تومان برآورد می شود. قیمت عرضه اولیه سهام آن ۸۵۰۰ ریال و جمع ارزش بازار آن ۱۳۷ میلیارد تومان بود که نشاندهنده نزدیکی ارزش جایگزینی به ارزش بازار شرکت می باشد.

### مدل تنزیل جریانهای نقدی

در این روش، سود سهام پیش بینی شده سالهای آتی شرکت تبدیل به ارزش فعلی می گردد تا براساس آن قیمت هر سهم آن شرکت مشخص شود. این روش توسط وستون و کوپلند در سال ۱۹۸۶ و توسط برلی و مایرز در سال ۱۹۸۸ ارائه شده است. در همین راستا، گراهام در کتاب خود می نویسد: «قانون پرداخت سود سهام عکس العمل فزاینده ای در تئوری ارزشگذاری داشته است که مبین این نکته است که ارزش سهام عادی شرکتها معادل ارزش فعلی سودهای پرداختی متصور آتی آنها است».

### ارزش گذاری به روش ضرایب قیمت P/E

روش ضرایب قیمت، رایج ترین و معروف ترین روش ارزش گذاری سهام است. منظور از ضریب قیمت، نسبت قیمت سهام، به یکی دیگر از مقیاسهای ارزش، مانند: سود و یا ارزش دفتری است.

در تجزیه و تحلیل بنیادی (Fundamental analysis) شرکتها به منظور زمان بندی خرید و فروش سهام همچنین تعیین ارزش ذاتی، دو روش اصلی وجود دارد. **روش اول** که بر مبنای تنزیل سودهای سهام آتی است، علمی ترین و دقیق ترین روش تلقی می شود اما با پیچیدگی های محاسباتی و برآوردهای مبهم روبه روست و البته در بازار سرمایه ایران بدلیل سازوکارهای خاص پاسخگوی نیاز سهامداران و تحلیل گران نمی باشد. روش دوم، استفاده از نسبت P/E در تحلیل شرکت است که مرسوم ترین روش قیمت گذاری سهام در بازار سرمایه کشور می باشد.

نسبت قیمت به درآمد هر سهم یکی از معیارهای ارزش یابی یا قیمت گذاری سهام در بازار سرمایه است که هر چند معیاری سنتی است اما هنوز هم در تمام بازارهای پیشرفته یا در حال رشد از آن استفاده می شود. ویژگی این معیار سادگی آن است. بسیاری از تحلیل گران P/E را یکی از روش های تحلیل بنیادی تلقی می کنند و آن را به مدل های

ارزش گذاری بنیادی مانند گام دوم اتصال



بهر روز شهادی، P/E را به عنوان ابزاری معرفی کرد که مانند شمشیری دو لبه عمل می‌کند. وی در این خصوص گفت: «P/E ابزاری است که مبتدی‌ترین افراد می‌توانند از آن استفاده کنند و از سوی دیگر یکی از مبانی علمی و ارزش‌گذاری سهام تلقی می‌شود که مورد استفاده کارشناسان بازار است.»

وی در ادامه افزود: «مدل‌های ارزش‌گذاری سهام بسیار متنوع است اما به دلیل این که بازار از رشد علمی مناسبی برخوردار نیست، ساده‌ترین مدلی که به ذهن اکثر قریب به اتفاق فعالان بازار می‌رسد جهت P/E است.»

«P/E نسبت مقایسه‌ای بین تمامی شرکت‌ها را فراهم می‌کند. نمی‌توان قیمت دو سهم را به تنهایی با یکدیگر مقایسه کرد؛ چرا که عوامل زیادی در تعیین قیمت سهام شرکت تاثیرگذار است. P/E به عنوان یک نسبت مالی از صورت و مخرج قابل قیاس استفاده می‌کند و نمی‌توان گفت که نسبت P/E از بار علمی کمی برخوردار است بلکه باید از این ابزار به عنوان مکمل در بازار استفاده کرد.»

«براساس این تحقیقات سهام ارزشی یا سرمایه‌گذاری ارزشی نسبت به سهام رشدی بازار دارای رجحان هستند و نمی‌توانیم کارشناس مالی را پیدا کنیم که معتقد به ارجحیت سهام رشدی نسبت به سهام ارزشی باشد. با این تعریف باید گفت مدیران پرتفوی یا شرکت نیز از مساله آگاهی دارند و دلیل انتخاب آن‌ها در مورد سهام رشدی را باید در این نکته بگنجانیم که آنان نمی‌خواهند یا نمی‌توانند برخلاف جریان بازار حرکت کنند و در پایان سال مالی باید پاسخگوی سهام‌داران خود باشند به همین دلیل به سمت سهام رشدی متمایل می‌شوند.»

«وقتی کل بازار در یک جهت حرکت می‌کنند، یک کارشناس به تنهایی نمی‌تواند برخلاف جهت حرکت کند؛ چرا که باید پاسخگوی عملکرد خود در کوتاه‌مدت باشد و به دلیل شرایط خاص بازار کارشناسان و سهام‌داران با دید بلندمدت به مسایل نگاه نمی‌کنند به عبارت دیگر اگر چه کارشناسان سهام ارزشی را بهتر از سهام رشدی می‌دانند اما به دلیل وضعیت بازار رو به سهام رشدی می‌آورند.» وی در پاسخ به این سوال که شما به عنوان کارشناس چه سهامی را برای خرید پیشنهاد می‌کنید؟ سهامی که P/E پایینی دارند یا برعکس؟، گفت: «باید سهامی را خرید که در کوتاه‌ترین زمان ممکن بتوان دلایل خرید خود را با زمانی قابل فهم برای دیگران توضیح داد. سرمایه‌گذاری که قصد فعالیت در بازار را دارد و می‌خواهد از ملاک غالب انتخاب در بازار که همان نسبت P/E است، استفاده کند باید بتواند این معیار را تفسیر کند و جدای از ظاهر P/E که یک عدد است با بررسی سایر جوانب این معیار به تفسیر آن بپردازد در غیر این صورت استفاده از این ابزار فایده‌ای برای سهام‌دار نخواهد داشت.»

«شرایطی را فرض کنید که دستگاهی با آخرین تکنولوژی را به دست کارگری بدهید که شناختی از طرز کار آن دستگاه ندارد، چنین کارگری عملاً کارایی اولیه خود را نیز از

دست خواهد داد. در بازار سرمایه نیز شما با مشاهده دو شرکت با P/E های مشترک نمی‌توانید بگویید ارزش این دو شرکت یکی است، باید به گذشته شرکت و روند قیمت و EPS آن در طول بازه زمانی توجه کنید و با تفسیر روند P/E هر شرکت به نتیجه‌گیری برسید. وی با ذکر این نکته که P/E یک شرکت تابعی از اندازه شرکت است، عنوان کرد: «این رابطه صادق است اما این رابطه تبعیت یک به یک نیست، اگر بازار بازاری رشدی باشد و اکثر سهام مناسب سرمایه‌گذاری باشد، بازار به سمت سهامی می‌رود که EPS بزرگ‌تری دارند و انتظار آن را دارند که با توجه به رشد سودآوری، شرکت، سود سرمایه (Capital Gane) مناسب دهد و برعکس زمانی که بازار خراب است سرمایه‌گذار به دنبال شرکت‌های کوچک می‌رود تا به خاطر پایین بودن حجم مینا از نوسان‌گیری در بازار سود کسب کند.» وی در پایان خاطرنشان کرد: «در بررسی P/E شرکت باید مجموعه شرایطی از جمله مسایل سیاسی، رشد اقتصادی شرکت و روند عمومی بازار را در نظر گرفت و در کنار این نکات باید روند تاریخی P/E سهم را نیز بررسی کرد تا در آخر نتیجه مناسبی حاصل شود.»

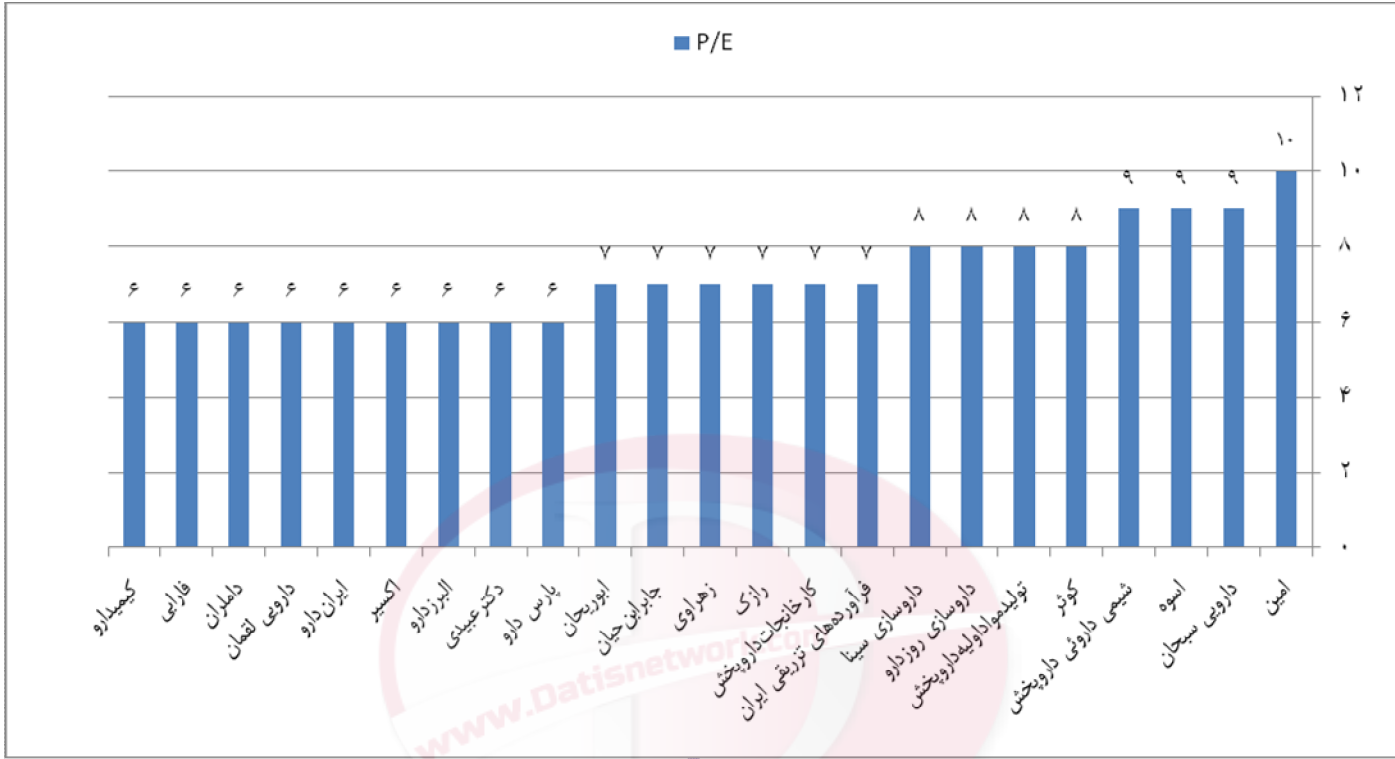
در مدل ارزشیابی سهام با استفاده از نسبت قیمت به سود هر سهم P/E شرکت‌های مشابه، می‌توان ارزش سهام یک شرکت را از طریق نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت‌های مشابه یا رقیب که سهامشان در بازار معامله می‌شود با تقریب محاسبه نمود.

در این روش، قیمت هر سهم شرکت براساس سود جاری آن و نرخ میانگین نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت‌های قابل مقایسه آن تعیین می‌گردد. به عبارت دیگر براساس نرخ میانگین فوق، سود آن شرکت تبدیل به سرمایه یا ارزش می‌گردد. برای مثال فرض کنید نرخ میانگین نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت‌های مشابه شرکت الف ۸/۵ و سود هر سهم شرکت الف ۳۵۰ ریال باشد. قیمت هر سهم شرکت الف به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

قیمت جاری شرکت الف = میانگین (کمترین و بیشترین نسبت تاریخی) نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت‌های مشابه \* سود هر سهم شرکت الف

قیمت آینده شرکت الف = میانگین (کمترین و بیشترین نسبت تاریخی) نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت‌های مشابه \* سود آینده هر سهم شرکت الف

این روش موقعی می‌تواند کاربرد خوبی داشته باشد که ویژگیها و مشکلات و محدودیت‌های آن به خوبی قابل درک باشد.



در بررسی میانگین P/E یک صنعت رعایت نکات زیر بسیار مهم قلمداد می شود.

نسبت شرکتهایی را لحاظ نمایید که در بازه کمینه و بیشینه ۲ تا ۳ واحد قرار دارند. برای شرکتهای بزرگ با سرمایه و سهام شناور بیشتر وزن بیشتری قائل شوید. زیرا روند رقیق سهام و حجم معاملات سنگین باعث شناور بودن قیمت سهم و نزدیک بودن نرخ معاملات به قیمت‌های عادلانه می شود. در صنعت دارو شرکتهایی با نسبت ۳۷ واحد وجود دارد که دلیل این میزان می تواند سهام شناور اندک و حمایت سهامداران از روند قیمتی سهام شرکت است. از ۳۱ شرکت فعال در صنعت مواد و محصولات دارویی، ۱۰ شرکت دارای نسبت ۶ واحد، ۶ شرکت با نسبت ۷ واحد، ۴ شرکت با نسبت ۸ واحد و ۳ شرکت با نسبت ۹ واحد و یک شرکت با نسبت ۱۰ واحد قرار دارند. لحاظ نمودن نسبت‌های خارج از بازه ۶ تا ۸ واحد نامتعارف می باشد.

شرکت	واحد	سود فعلی	کف ارزش ذاتی	سقف ارزش ذاتی	سود تحلیلی	کف ارزش ذاتی	سقف ارزش ذاتی
رازک	ریال	۴,۲۰۸	۲۵,۲۴۸	۳۳,۶۶۴	۴,۶۰۰	۲۷,۶۰۰	۳۶,۸۰۰
کارخانجات داروپخش	ریال	۱,۱۲۶	۶,۷۵۶	۹,۰۰۸	۱,۲۹۹	۷,۷۹۴	۱۰,۳۹۲

شرح	رازک	کارخانجات داروپخش
سود فعلی	۴,۲۰۸	۱,۱۲۶
ضرایب $P/E$	۵.۵ - ۴	۷ - ۵
کف ارزش ذاتی	۱۶۸۳۲	۵۶۳۰
سقف ارزش ذاتی	۲۳۱۴۴	۷۸۸۲
سود تحلیلی	۴,۶۰۰	۱,۲۹۹
ضرایب $P/E$	۵.۵ - ۴	۷ - ۵
کف ارزش ذاتی	۱۸۴۰۰	۶۴۹۵
سقف ارزش ذاتی	۲۵۳۰۰	۹۰۹۳



## ارزش گذاری به روش ارزش فعلی سود سهام

### ارزش‌گذاری با مدل *Dividend Discount Model DDM*

#### مدل یک دوره ای

سرمایه گذاری که سهام خریداری شده در ابتدای دوره را در انتهای دوره می فروشد

$$V_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+r)^1}$$

#### ارزش گذاری بر سهام شرکت خدمات انفورماتیک

ارزش منصفانه قیمت سهم در دوره تملک یکساله با فرض سیاست تقسیم سود ۶۰ درصدی در مجمع سال آتی، نرخ رشد ۱۵ درصدی سود هر سهم (سود هر سهم سال جاری ۲۰۰۰ ریال می باشد) و نسبت  $P/E$  ۹ واحد و ارزش بازار ۱۸۰۰۰ ریال در سال آینده (هنگام فروش سهم) و نرخ تنزیل ۱۷ درصدی، ۲۱۱۹۰ ریال برآورد می گردد. قیمت جاری سهم ۱۹۴۶ ریال می باشد.

#### مدل چند دوره ای

ارزش فعلی سهام برابر است با ارزش فعلی سود سهام پرداخت شده در انتهای دوره های اول تا  $n$  ام و قیمت مورد انتظار سهام در انتهای دوره  $n$  ام.

ارزش منصفانه قیمت سهم در دوره تملک پنج ساله با فرض سیاست تقسیم سود ۶۰ درصدی، نرخ رشد ۱۵ درصدی سود هر سهم و نسبت  $P/E$  ۹ واحد و ارزش بازار ۳۱۵۰۰ ریال، در سال ۱۳۹۴ (هنگام فروش سهم) و نرخ تنزیل ۱۷ درصدی، ۱۸,۳۵۶ ریال برآورد می گردد.

DPS	EPS	سال مالی
۱,۸۰۰	۲,۰۰۰	۹۰
۱,۳۸۰	۲,۳۰۰	۹۱
۱,۵۹۰	۲,۶۵۰	۹۲
۱,۸۳۰	۳,۰۵۰	۹۳
۲,۱۰۰	۳,۵۰۰	۹۴

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

### ارزشگذاری با مدل گوردون Gordon Growth Model

در مدل گوردون با استفاده از سه عنصر میزان سود تقسیمی، نرخ رشد شرکت و بازده انتظاری، سهام یک شرکت ارزشگذاری میشود.

$$V_0 = \frac{D_1(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

مدل GGM شکل ساده شده مدل DDM است.

سود تقسیمی سال ۹۰ (۱۸۰۰ ریال)، نرخ رشد شرکت ۱۵٪ و بازده انتظاری ۲۵٪ ارزش ذاتی سهام شرکت خدمات انفورماتیک به کمک مدل گوردون ۱۸۰۰۰ ریال می باشد.

فهرست منابع

مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار، دکتر علی جهانخانی و پارسائیان انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ۱۳۷۶

تجزیه و تحلیل صورتهای مالی ، دکتر فضل اله اکبری، سازمان حسابرسی، فروردین ۱۳۸۵

مدیریت مالی ، ریموند پینوو ، ترجمه دکتر جهان خانی و پارسایان، نشر سمت، تابستان ۱۳۸۳

بورس و سهام و نحوه قیمتگذاری سهام ، غلامحسین دوانی ، نشر نخستین ، تابستان ۱۳۸۴

