

توصیه‌هایی نظری به خریداران سهام در بازارهای مؤثر^۱

محمود گنابادی^۱

مقدمه

«بورس» به معنای «بازار» است که نام شخصی از اهالی بلژیک بوده است و مردم در مقابل خانه او به دادوستد کالا و اوراق بهادار می‌پرداخته و از آن زمان تاکنون (قرن پانزدهم میلادی)، بورس به بازار متشکل و سازمان یافته‌ای اطلاق می‌شود که در آن کالاهای مشخص تحت ضوابط معین مورد معامله قرار می‌گیرند.

در بورس طلا، دادوستد طلا انجام می‌شود و در بازارِ فرش، موضوع معاملات فرش است. بورس اوراق بهادار نیز بازارِ خرید و فروش سهام شرکتها و یا اوراق قرضه می‌باشد که در واقع همان بازار سرمایه است. این بازار محلی است که نقدینگی ناچیز و کم و سرگردان و راکد عامه مردم و بخش خصوصی را جمع‌آوری و جذب نموده و در جهت افزایش تولید ملی بکار می‌اندازد، اما اینکه توده مردم و سرمایه‌گذاران جز به چنین بازاری اعتماد نموده و آن را محل مناسب و مطمئنی برای سرمایه‌گذاری وجوه مازاد خود بدانند مقوله‌ای دیگر است که

۱- مدرس مسئول دتتر تحقیقات گروه

موضوع این مقاله نیست.

با نگاهی کوتاه به تاریخچه بورس در جهان، مشخص می‌شود که قریب پانصد سال از تشکیل اولین بورس می‌گذرد و کشور ما با تجربه‌ای بیست و چند ساله مانند طفلی شیرخوار و نابالغ در ابتدای راه بوده و نیازمند آموزش و فراگیری است تا پیشرفت مطلوب و سالمی را حاصل سازد. یکی از منابع تغذیه این کودک، همانا استفاده صحیح از تجربیات بازارهای سهام موفق جهانی است.

پرداختن به امر تحقیقات و انجام تجزیه و تحلیل‌های همه جانبه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی در خصوص بازارهای اوراق بهادار جهانی و نتیجه‌گیری صحیح از تجربیات آنها به نحوی که در خور جامعه اسلامی ایران باشد، سرعت رشد و شکوفایی این بازار را که یکی از ابزارهای اصلی و پراهمیت مقوله خصوصی‌سازی است تحقق می‌بخشد. سوابق بورسهای معروف جهان نشان می‌دهند که در طی عمر خود توانسته‌اند خدمات ارزنده‌ای به اقتصاد ملی خود و در جهت اهداف اقتصادی ارائه دهند و حتی در جهت حصول اهداف سیاسی و مقاصد استعماری از این گونه بازارها استفاده شده است. بورس لندن در تامین سرمایه و منابع مالی دولت انگلستان در جهت تحقق اهداف سیاسی کمک شایانی را در قرون اخیر به آن دولت نموده و ایالات متحده نیز با جمع‌آوری سرمایه‌های عموم از طریق بازارهای سرمایه در تقویت و پیشرفت بورژوازی ملی منابع مالی موجود را بکار گرفته و از این راه به افزایش تولید ملی و پیشرفت صنعت کمک به سزایی را موجب شده است. به نقل از نشریات بانک مرکزی، از ۱۲۰ میلیون نفر ژاپنی، بیست و هفت میلیون نفر سهامدار شرکتهای سهامی عام و از ۲۵۰ میلیون آمریکایی، قریب پنجاه و پنج میلیون سهامدار و در انگلستان از پنجاه میلیون نفر نیز بیست و یک میلیون نفر سهامدارند. کثرت تعداد سهامداران در این بازارها مبین آن است که مردم به بازارهای سرمایه خود اعتقاد داشته و مطمئن هستند که سرمایه‌های آنان در این بازارها به هدر نرفته و سودهای معقولی را به ارمغان می‌آورد. البته نمی‌توان نقش آگاهی و شعور عمومی نسبت به مکانیزم این بازارها را از نظر دور داشت زیرا این نیز یکی از مهمترین علل کندی حرکت بازار سرمایه تهران است. تعداد مردمی که با بورس بقدر کافی آشنایی دارند بسیار اندک است و با این عقیده، شناسایی آن به مردم باید ریشه‌ای تر بوده و آموزشهای وسیع

و همه جانبه‌ای به طور مستقیم و غیرمستقیم لازم است تا سرمایه‌های نهفته در گوشه و کنار این مملکت پهناور اسلامی به بورس تهران راه پیدا کنند. محتوی اصلی و هسته مرکزی مقاله‌ای که در پی خواهد آمد از کتابی تحت عنوان *How to Make Money in Stocks* نقل می‌شود که به قلم آقای ویلیام اونیل مؤسس نشریه معروف *Investor's Daily* می‌باشد. در سال ۱۹۶۴ مؤسسه اونیل برای اولین بار به ارائه خدمات اطلاعاتی کامپیوتری در خصوص بورسهای اوراق بهادار پرداخته و در حال حاضر یکی از سرشناس‌ترین تحلیل‌گران بورس بوده و بیش از هفت هزار مؤسسه سرمایه‌گذاری و شرکتهای مختلف از خدمات اطلاعاتی مؤسسه او بهره‌می‌برند و پیش‌بینی‌های ایشان به دفعات در تاریخ بورس نیویورک تحقق یافته است.

کتاب مذکور مشتمل بر سه بخش است که بخش اول آن به توضیح و تحلیل هفت پارامتر تعیین‌کننده ارزش سهام برای خرید و فروش پرداخته و به سرمایه‌گذاران و خریداران اوراق بهادار توصیه می‌کند که حتماً قبل از خرید اوراق، فاکتورهای مزبور را مورد توجه و بررسی قرار دهند. لازم به ذکر است که ارزیابی پارامترهای هفتگانه در بازار نابالغ ایران نمی‌تواند منتج به تصمیم‌گیری در خرید و فروش سهام باشد و مصداق عملی این عوامل در همان بازارهای پیشرفته سرمایه تحقق می‌یابد، اما اطلاع از آنان برای خریداران سهام و اهل تحقیق خالی از بهره نیست، زیرا که روابط علت و معلولی زیادی را در بورسهای توسعه یافته مشخص می‌سازد و شکاف میان بازارهای خام و پخته را بهتر نمایان می‌کند. مسائل و توضیحاتی جنبی نیز در ابتدا و انتهای مقاله به نظر لازم آمده است که با استفاده از مآخذهای مذکوره در انتهای مقاله ذکر گردیده تا انشاء... جامعیت کافی به موضوع بدهد.

بورس قابل اعتماد برای خریدار

فرضیه بازار مؤثر بر این فرض اساسی استوار است که قیمت اوراق بهادار در رقابت کامل و از طریق به کارگیری عرضه و تقاضا در بازار تعیین شده و منعکس‌کننده تمام اطلاعات

است. اطلاعات هسته مرکزی این فرضیه بوده و میزان کمی و کیفی و زمان ارائه آن تعیین کننده قوت و ضعف بازار مؤثر است. لذا بازار سرمایه‌ای قابل اعتماد است که قیمت اوراق بهادار آن بر اساس اطلاعات صحیح و در دسترس همگان ارزشگذاری شود و به بیان دیگر قیمت سهام منعکس کننده تمامی اطلاعات باشد.

بورسهای معتبر بین‌المللی از قبیل نیویورک، لندن، توکیو که در زمره بازارهای مؤثر نیمه قوی تلقی می‌شوند مرتباً در تلاش هستند که میزان کمی و کیفی و افشاء اطلاعات در دسترس همگان را افزایش دهند. کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، نسبت به افشاء اطلاعات شرکتها در زمان اولین عرضه سهام و فاش ساختن اطلاعات به صورت دوره‌ای، قوانین و مقرراتی را به مورد اجرا گذارده است که بر اساس آن حتی مذاکرات داخلی مدیران شرکتها در خصوص تحلیلهای آینده را لازم به افشاء می‌داند.

پس پر واضح است که چنین بازاری مساعد سرمایه‌گذاری بوده و خریداران سهام قادر هستند با استفاده از اطلاعات لازم و کافی تصمیمات هوشمندانه و درستی را اتخاذ نمایند و اطمینان دارند که عدم افشای اطلاعات و یا انتشار اطلاعات نادرست ممنوع بوده و در صورت مشاهده قابل تعقیب است.

علی‌ای حال می‌توان این طور عنوان نمود که بازار سرمایه قابل اعتماد بازاری است که قیمت اوراق آن در چهار چوب اطلاعات در دسترس و سهل‌الوصول و براساس مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین شود و خریدار از اعمال نظارت و حمایت قانونگذار اطمینان داشته باشد.

چگونگی استفاده از اطلاعات

اگر فرض نماییم که به بازاری قابل اعتماد جهت سرمایه‌گذاری وارد شده و با حجم انبوهی از اطلاعات مختلف روبرو شده‌ایم؛ حال با این پیش فرض که بازار مورد نظر، بازاری مؤثر و نیمه‌قوی بوده و مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین کننده نسبی قیمت سهام آن است و از طرف دیگر اطلاعات کافی نیز در دسترس است، باید دید که چگونه می‌توان از توده اطلاعاتی که در یک بازار سهام وجود دارد استفاده نمود؟ آیا می‌توان بدون هدف و جهت، نسبت به

جمع‌آوری اطلاعات اقدام و نهایتاً سهامی را برای خرید انتخاب کرد؟ یا اینکه می‌باید سیستمی را جستجو نمود تا از آن طریق اطلاعات کلیدی لازم و مربوطه را در خصوص شرکت‌های فوق بدست آورده و تجزیه و تحلیل کرد؟ آیا صورتهای مالی به تنهایی می‌توانند سهام برتر را نشان دهند؟ یا اینکه عوامل و پارامترهای دیگری نیز وجود دارند که توجه به آنها در خرید و فروش سهام حائز اهمیت است؟

آقای ویلیام اونیل مؤسس نشریه Investor's Daily که اولین مؤسسه اطلاع‌رسانی کامپیوتری بورس اوراق بهادار نیویورک را نیز تأسیس نموده است، فرمولی را برای خریداران سهام و سرمایه‌گذاران جزء در بازارهای مؤثر سرمایه ارائه نموده است که در حقیقت به شرح چگونگی استفاده از اطلاعات می‌پردازد. او هفت توصیه را در خرید سهام مطرح و به منظور اجتناب از فراموشی، حروف اول توصیه‌ها را کنار یکدیگر گذارده و کلمه‌ای تحت عنوان "C.A.N.S.L.I.M" را به شرح ذیل به دست داده است:

- C: Current quarterly earning per share درآمد سه ماهه جاری هر سهم
 A: Annual earning per share درآمد سالیانه هر سهم
 N: New product, New MGMT & changes محصولات تازه، مدیریت جدید و تغییرات در سیستم
 S: Shares outstanding to be small, no large capitalization عرضه و تقاضا، مبلغ سرمایه کم، بعلاوه توده تقاضا
 L: Leaders, not laggards رهبران و نه عقب ماندگان
 I: Institutional sponsorship تعداد سهام تحت تملک نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری
 M: Market direction in general جهت کلی بازار

به کارگیری این هفت توصیه موجب می‌شود که حجم انبوه اطلاعات در دسترس، قابل تحلیل و بررسی شده و سرمایه‌گذار قادر شود به پارامترهای مشخصی توجه کند. گرچه نمی‌توان ادعا کرد که در انتخاب سهام برتر و موفق، این تنها روش انتخاب اصلح است، اما بنا به اظهار نویسنده کتاب توصیه‌های مذکور حاصل سی و هشت سال تحقیق و تجربه در بورسهای اوراق بهادار آمریکاست.

۱ - درآمد سه ماهه جاری هر سهم

سهام عادی مورد انتخاب برای خرید می‌باید درآمد هر سهم سه ماهه جاریشان در مقایسه با سه ماهه مشابه سال قبل، درصد افزایش عمده‌ای داشته باشند. امروزه افزایش در درآمد هر سهم یکی از مهمترین پارامترهای انتخاب سهام است و افرادی که به دنبال خرید سهام استثنایی می‌باشند می‌باید به این عامل توجه خاص نمایند و در تحلیل خود از درآمد سه ماهه هر سهم دچار اشتباه نشوند، اشتباهات معمول تحلیل درآمد سه ماهه هر سهم، به قرار ذیلند:

الف: نتیجه‌گیری غلط از گزارشات مالی

اگر گزارش درآمد سه ماهه شرکتی افزایش فروشی معادل ۲۰٪ را نسبت به سه ماهه مشابه سال قبل نشان دهد و به عنوان مثال درآمد سه ماهه هر سهم را به مبلغ دو دلار و ده سنت گزارش نماید، ظاهراً وضع مطلوب به نظر می‌رسد که در واقع می‌تواند چندان مطلوب هم نباشد زیرا درآمد سه ماهه مشابه در سال قبل معادل دو دلار بوده است که مبین افزایش درآمد سرانه هر سهم به میزان ۵٪ می‌باشد و چنین افزایشی از دیدگاه این فرمول کافی نیست. افزایش فروشی معادل ۲۰٪ چگونه است که تنها درآمد سه ماهه هر سهم را ۵٪ افزایش داده است؟ شاید حاشیه سود شرکت کم است، به هر حال مسأله و مشکلی در کار وجود دارد که شاید به سادگی قابل درک نباشد.

خریداران سهام در این مقطع باید علت را جویا شوند. مسلماً شرکت‌های سهامی مایلند صورتهای مالی خود را در چارچوب قوانین به نحوی ارائه کنند که قابل پسند باشد؛ لذا ممکن است گزارشات مذکور خریدار را به انحراف بکشاند. توجه به دو عامل فروش و درآمد خالص هر سهم انتخاب را کفایت نمی‌کند. فرض کنید که در گزارش سه ماهه‌ای میزان فروش ۱۰٪ افزایش نشان می‌دهد و درآمد هر سهم معادل ۱۲٪ رشد یافته است. این نیز جای تعمق دارد، ممکن است سهام جدیدی منتشر شده و در واقع سهام رقیق شده باشد و یا دلایل دیگری وجود داشته باشد که لازم است کشف شود. کلید اصلی به کارگیری این عامل در خرید سهام صرفاً مقایسه درآمد سه ماهه جاری هر سهم با سه ماهه مشابه سال قبل و تشخیص افزایش مطلوب نسبت به سال قبل است.

ب: تسهیم و تقسیم درآمد سرانه سالیانه به دوره‌های سه ماهه

چنانچه شرکتی درآمد هر سهم شش ماهه جاری خود را $2/5$ دلار اعلام نموده و درآمد و سهم شش ماهه مشابه سال قبل آن معادل دو دلار بوده باشد، افزایش معادل 25% نشان داده شده است که مطلوب می‌نماید، اما می‌تواند موجب انحراف نیز بشود. فرض کنید در شش ماهه سال جاری که مشتمل بر دو دوره سه ماهه متوالی است، درآمد هر سهم سه ماهه اول یک دلار و شصت سنت و سه ماهه دوم جاری 90 سنت بوده است که در مقایسه با سه ماهه‌های مشابه سال قبل که در هر دوره یک دلار درآمد بوده است وضعی خطرناک را نشان می‌دهد ($2/5 = 0/90 + 1/60$). زیرا درآمد هر سهم سه ماهه جاری نسبت به زمان مشابه سال قبل برای هر سهم 10 سنت کاهش نشان می‌دهد. به دیگر سخن می‌باید گزارشات جالب و جذاب شرکتها را به دقت مورد توجه قرار داد، در بسیاری مواقع صورتحسابهای سود و زیان برای دوره‌های نه ماهه گزارش می‌گردد که به هیچ دردی نمی‌خورند و ماسک بر چهره حقیقت زده و ضعفهای شرکتها را پنهان می‌دارند. اگر شرکتی در سه ماهه اول سال 50% افزایش درآمد هر سهم و در سه ماهه دوم 20% افزایش و در سه ماهه سوم 20% کاهش درآمد داشته باشد، در مجموع و برای نه ماه سال افزایشی مطلوب را نشان می‌دهد که گزارشی گمراه کننده است. لذا توصیه شده که شکستن درآمدها به مقاطع سه ماهه به طور مساوی موجب انحراف و به دست آمدن تصویرهای متفاوت از واقعیت شرکتها خواهد بود و لازم است به درآمدهای سه ماهه حقیقی دست پیدا نمود.

ج: احتساب درآمدهای غیرمعمول در سیکل درآمد شرکت

خطر دیگری که مقایسه درآمدهای سه ماهه را دچار انحراف می‌کند، سودهای غیر تکراری است که قادرند در درآمدهای سه ماهه هر سهم اثر مطلوب بگذارد و آن را جذاب جلوه‌گر نماید. مثلاً چنانچه شرکتی یکی را کارخانه‌های خود را فروخته باشد و سود حاصله را به عنوان درآمد در گزارش خود ذکر کند، خریدار سهام می‌باید ابتدا این درآمد را از گزارش خارج نموده و سپس به مقایسه درآمدهای هر سهم سه ماهه پردازد زیرا اینگونه درآمدها یکبار اتفاق می‌افتند و مبین سود واقعی نیستند.

چه درصدی از افزایش مطلوب است؟

حال که به این مرحله رسیده‌ایم ممکن است سؤال پیش آید که مقایسه درآمدهای هر سهم دو دوره سه ماهه جاری با دوره مشابه سال قبل، چه درصدی از افزایش را می‌باید نشان دهد که مبین مطلوب بودن سهام برای خرید باشد. او نیل با اتکاء به تجربه سی و هشت سانه و تحقیقات مؤسسه خود توصیه می‌نماید که تازه واردان به بازار اوراق بهادار، سهامی را خریداری نمایند که افزایش‌های سه ماهه درآمد آن معادل و یا بیشتر از ۱۸٪ باشد. او می‌گوید رقم مذکور نیازمند محاسبه است و توصیه می‌کند که بر مبنای حدس و تخمین عمل نشود. نکته قابل ذکر دیگر آن است که برخی افراد و مؤسسات، سهامی را خریداری می‌نمایند که درآمدهای آنان در سه ماه اخیر کاهش یافته است. اینها با این امید که در آینده قیمت‌های مذکور افزایش یابد دچار فرصت از دست رفته و هزینه سرمایه می‌گردند. البته این استراتژی ممکن است که در برخی موارد صحیح باشد (که غالباً نیست)، اما مسأله اصلی آن است که وقتی ما حق انتخاب سهام متنوعی را در بازار داریم، چرا باید سراغ سهامی برویم که تحقق سودشان بر پایه احتمالات استوار شده است؟

البته باید یادآوری نمود که اخیراً شرکتهای ژاپنی و برخی مؤسسات آمریکایی توجه خود را معطوف به سودهای بلند مدت نموده و به درآمد جاری هر سهم عنایتی ندارند. این مسأله در خصوص سهام مؤسساتی که درآمد هر سهم آنها با نظمی خاص افزایش یافته و چند سالی را صرف تحقیق و توسعه و ایجاد محصولات تازه می‌نمایند و در خصوص کاهش هزینه‌ها دست به مطالعه می‌زنند، مصداق دارد، اما روی سخن در اینجا بیشتر با سرمایه‌گذارانی است که به صورت انفرادی عمل نموده و از نظر منطقی وقتی می‌توانند به خرید سهام شرکتی دست یازند که آثار سود و فعالیتهای سودمند آن نمایان شده و افزایش درآمد خوبی را به نمایش گذارد.

توجه به درآمدهای سه ماهه جاری روشی بسیار زیرکانه در کاهش ریسک برای انتخاب سهام است. شرکتهایی که درآمد هر سهم سه ماهه آنها رشد غیر مترقبه‌ای را نشان دهد، طبیعتاً قیمت سهامشان افزایش می‌یابد. آقای اونیل به استناد شواهد و تحقیقات و تجارب خود معتقد است که چنانچه شرکتی در طی ده، سه ماهه متوالی افزایش درآمد صعودی داشته باشد،

قیمت سهام آن شرکت افزایش چشمگیری خواهد داشت و هم چنین اگر درآمد یک شرکت به ناگهان افزایش شدید پیدا نماید، احتمال رشد بسیار خوب قیمت آن در بازار زیاد می‌گردد. بالعکس چنانچه کاهش عمده‌ای در درآمد دو دوره سه ماهه به طور متوالی رخ دهد، مثلاً اگر ۵۰٪ افزایش درآمد سه ماهه نسبت به دوره مشابه سال قبل، در دو یا چند دوره شروع به کاهش گذارد و به ۱۵٪ تنزل یابد، بدون شک باید احتمال خطر وجود داشته باشد و قبول ریسک موجود هیچ توجیهی نخواهد داشت.

متأسفانه در حال حاضر، بورس اوراق بهادار تهران دارای چنین گزارشاتی نیست و گزارش سالیانه درآمد هر سهم را به سختی می‌توان از گزارشات موجود استخراج نمود که البته این نقیصه اطلاعاتی مولود شرایط کلی کشور بوده و ناشی از عدم توان و یا قصور هیچ سازمانی به طور منفرد نمی‌باشد.

۲- درآمد سالیانه هر سهم

سرمایه‌گذاران و خریداران سهام شرکت‌های سهامی عام، بطور طبیعی سهامی را جستجو می‌کنند که داوای رشد سودآوری باشند. پارامتر دومی که در خرید سهام مورد توجه قرار می‌گیرد، همانا درآمد سالیانه هر سهم است. چنانچه درآمد سالیانه هر سهم یک شرکت طی پنج سال متوالی در گذشته مورد توجه قرار گیرد و اطلاعات مبتنی آن باشد که درآمد مذکور افزایشی تصاعدی دارد، آن سهام قابل بررسی بیشتر برای خرید خواهد بود. البته باید این نکته را از نظر دور نداشت که اگر به طور استثناء، درآمد یکی از سالهای مورد بررسی نسبت به دوره‌های قبل کاهش نشان دهد، اما در سالهای بعد کاهش مذکور پوشش داده شده باشد، آن سهام کماکان برای خرید شرط حاضر را دارا می‌باشد و می‌توان بررسی بیشتری برای خرید آنان انجام داد. به عنوان مثال درآمد سالیانه هر سهم شرکتی طی پنج سال به ترتیب ۴ دلار، ۵ دلار، ۶ دلار، ۲ دلار، (کاهش یافته است) و ۲/۵ دلار بوده است، این شرکت از دیدگاه پارامتر مورد بررسی دارای وضعیت خوبی نیست. چون درآمد هر سهم سال آخر (۲/۵ دلار)، بقدر کافی جبران سال ماقبل خود را ننموده است (۲ دلار) و پوشش سود به‌کندی انجام می‌شود؛ ولی چنانچه در سال آخر حداقل به ۶ دلار می‌رسید سهامی مطلوب برای خرید از

نظر بررسی درآمد سالیانه هر سهم بود.

نرخ رشد مرکب (تصاعدی) درآمد سالیانه هر سهم در شرکتهایی که برای خریداری مورد توجه قرار می‌گیرند می‌باید بین ۱۵٪ تا ۵۰٪ باشد. در سالهای ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۲، متوسط نرخ رشد مرکب درآمد سالیانه هر سهم موفق حدود ۲۴٪ بود و میانه یا معمول‌ترین این سهام رشدی معادل ۲۱٪ داشته است. به عنوان مثال به شرکتی می‌توان عنوان «موفق و سودآور» را اطلاق نمود که رشد درآمد سالیانه هر سهم او در یک دوره پنج‌ساله به ترتیب عبارت از ۷۰٪، ۱۰۱۵ دلار، ۱۸۵ دلار، ۲۸۰ دلار و ۴۰۰ دلار باشد که بر این اساس تخمین خوبی را برای سال آینده می‌توان بدست آورد. یادآور می‌شود که تخمین همیشه نظریه‌ای بیش نیست و می‌تواند غلط باشد، اما نگاهی به درآمدهای سالیانه در سنوات گذشته تخمین آتی را از نظر امکان تحقق مصداق بیشتری می‌بخشد.

«در بازارهای سرمایه کارآمد، اکثراً دوره‌های ترقی و رشد بازار بین دو تا چهار سال

طول می‌کشد و سپس یک دوره رکود و باز هم دوره رشد و ترقی بازار تکرار می‌گردد».

در شروع دوره ترقی و رشد، سهامی که نرخ رشد سریعتری دارند اولین بخشهایی می‌باشند که به بازار جهت داده و قیمت آنها رشد می‌کند، سهام صنایع سنگین از قبیل فولاد و پتروشیمی و کاغذ و ماشین‌آلات و به طور معمول از نظر رشد قیمت پیرو می‌باشند و در مرحله دوم، افزایش قیمت پیدا می‌نمایند. باید توجه داشت که سرعت رشد سهام شرکتهای جوان بلند مدت نیست و براساس مطالعات و تحقیقات انجام شده در بورس نیویورک حداقل دو دوره از سیکل رکود و ترقی را به عنوان شاخص و پیشرو عمل می‌نمایند و در دوره‌های بعدی به علت پیشرفت بخشهای تازه‌ای از بازار ممکن است رشد قیمت و درآمد خود را از دست بدهند. لذا توجه به اینکه سهام یک شرکت به طور دائم و در سنوات طولانی جذابیت نگهداری را دارد، شاید چندان عاقلانه از نظر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار نباشد.

«درآمد سالیانه هر سهم در خلال پنج سال می‌باید افزایشی تصاعدی، اما مستحکم

و یکنواخت داشته باشد».

علی‌رغم اهمیت درصد افزایش درآمد هر سهم در سال، عامل مهم دیگری که در جریان درآمد سالیانه می‌باید مورد نظر و توجه باشد، ثبات و یکنواختی روند افزایش طی پنج سال

است و انحراف از یک روند منطقی و اساسی موجبات ایجاد شک و احتمال خطا را فراهم می‌آورد. در یک مقیاس صد امتیازی، چنانچه انحراف روند درآمد سالیانه هر سهم به میزان ۲۵ یا ۲۰ و کمتر از آن باشد، مشکلی نیست، اما چنانچه انحراف مذکور بیش از عدد ۳۰ باشد، قابلیت اعتماد و اتکاء به سهام مذکور کاهش می‌یابد. لذا توصیه می‌شود، در شرایط مساوی مقایسه چند سهام، سراغ خرید سهامی گرفته شود که رشد درآمد سالیانه هر سهم آنان از روندی منطقی و با ثبات و یکنواختی برخوردار باشد و انحرافات چشمگیری در مقایسه درآمدهای سالیانه با یکدیگر مشاهده نشود.

اگر عنایت بیشتری به این پارامتر حساس شود، ملاحظه می‌گردد که در جریان مشاهده نرخ رشد پنج ساله درآمد سالیانه هر سهم، عملاً بیش از ۸۰٪ از شرکتها، در جریان بررسی کنار گذارده می‌شوند، زیرا اکثر آنان دارای نرخ رشدی غیر شاخص و یا ناچیز می‌باشند. شرکت زیراکس از سال ۱۹۶۳ الی ۱۹۶۶ با ارائه محصولاتی جدید به بازار، نرخ رشدی معادل ۷۰٪ داشته است که نرخ افزایش درآمد سالیانه هر سهم آن طی این مدت به طور متوسط ۳۲٪ بوده و این یکی از هزاران مثالی است که در تاریخچه بورس اوراق بهادار نیویورک به ثبت رسیده است.

«سیکل‌های جدید رونق بازار، ایجادکننده رهبرانی تازه می‌باشند».

همانطور که فوقاً اشاره شد، بازارهای سرمایه به طور ادواری دچار دوره‌های رکورد و ترقی می‌شوند که در ابتدای هر سیکل ترقی جدید، شرکت‌های رهبر تازه‌ای معمولاً وارد بازار می‌شوند که سهام آنان رو به رشد بوده و در چند ساله آینده سوددهی بیشتری می‌توانند داشته باشند. درآمد سه ماهه هر سهم اینگونه شرکتها دارای شتاب بوده و حداقل در چند سه ماه روندی خوب و مطلوب را نشان می‌دهند و چنانچه شرکتی با رشد ۳۰٪ سالیانه، به ناگهان رشد درآمدهای هر سهم سه ماهه‌اش به ۱۵٪ و سپس به ۱۰٪ تنزل یابد، زنگ خطر است و باید سریعاً از سهام آن شرکت اجتناب نمود.

سهام خوب می‌باید مبین رشد مناسبی در خلال سالهای گذشته بوده و هم چنین درآمدهای هر سهم سه ماهه آنان در خلال چند دوره قبل قوی جلوه کند. توجه به ترکیبی از دو عامل درآمد سالیانه هر سهم و درآمد هر سه ماهه سهم، موجب می‌گردد که سهام برتر و سودمندتر

شناسایی شده و به بیان دیگر سهامی که شانس بیشتری برای رشد دارد مورد توجه قرار گیرد.

«آیا نسبت قیمت بازار سهم به درآمد هر سهم (P/E) عاملی مهم در تصمیم‌گیری

برای خرید آن سهم می‌باشد؟»

حال که بحث بر درآمد سالیانه هر سهم و درآمد سه ماهه است، این سؤال می‌تواند مطرح باشد که آیا نسبت قیمت بازار هر سهم به درآمد آن، چه اهمیتی در انتخاب سهام برتر دارد؟ ممکن است پاسخ به این سؤال برای بسیاری از اهل نظر تعجب‌آور باشد. گرچه سالیانی متمادی است که تجزیه و تحلیل گران صورتهای مالی P/E را یک مقیاس اساسی در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام می‌دانند و سهام زیر قیمت بازار (P/E آن کم است) را توصیه به خرید می‌کنند و سهام دارای P/E بالا را تجویز به فروش می‌نمایند، اما تجزیه و تحلیل‌های کاربردی و موارد متعدد واقعی در خصوص سهام برنده و پر سود در سیکلهای مختلف نشان داده است که نسبت P/E رابطه بسیار کمی با این مسأله داشته که بتواند مبنایی بر توصیه به خرید و یا فروش سهام باشد. در تحقیقات سی و هشت ساله‌ای که توسط مؤسسه نگارنده این مطالب به عمل آمده، اثبات گردیده است که درصد افزایش درآمد هر سهم بسیار پر اهمیت‌تر از نسبت P/E در تشخیص سهام موفق بوده است. بسیاری از نسبتهای بالای P/E در خلال سالهای (۱۹۵۳-۱۹۸۵)، ناشی از ترقی و نسبتهای پایین بخاطر افول بازارها بوده است، لذا به خریداران سهام موکداً توصیه می‌گردد که به صرف نسبت P/E ارزان دست به خرید سهام نزنند، مسلماً ارزانی آن نمی‌تواند بدون علت باشد. مبحث استفاده از نسبت P/E بسیار جنجالی و مفصل است و بسیاری از تازه واردان به بازار از آن در خرید و فروش سهام استفاده می‌نمایند که با توجه به آمار و اطلاعات سنوات گذشته توجه به این نسبت به طور متوسط خریدار سهام را بیش از آنکه کمک کند می‌تواند به انحراف کشاند. کاربرد نادرست و ضعیف دیگری که از نسبت P/E در بازار می‌شود، همانا ارزیابی سهام یک صنعت است. اینطور تصور می‌شود که صنایع دارای نسبت P/E کمتر، همیشه زیر قیمت بوده و بهترین سهام برای خرید می‌باشند، این مسأله احتمالاً می‌تواند از ضعیف بودن درآمدهای سنوات گذشته

منتج شده باشد که تصادفاً در این دوره افزایش درآمدی منجر به ایجاد P/E کمتر شده است، شاید علت قیمت پایین آن نیز همین عدم ثبات درآمد باشد. به هر حال هر ارزانی بی‌علت نیست. حقیقت ساده آن است که سهام شرکتها در هر مقطعی معمولاً نزدیک به قیمت واقعی بازارشان به فروش می‌رسند و هر سهمی به مقدار ارزشش در بازار عرضه می‌گردد و می‌تواند بسیار سودمند باشد. شرکت زیراکس در ۱۹۶۰ با نسبت $P/E = ۱۰۰$ سهام خود را به فروش رساند و ۳۳۰۰% رشد قیمت سهام داشت و شرکت سنیتکس با نسبتی معادل ۴۵ در سال ۱۹۶۳ سهام خود را به فروش رسانیده و متعاقباً ۴۰۰% افزایش قیمت یافت. بسیاری از شرکتهای دیگر نیز وجود دارند که بر طبق آمار و شواهد موجود با نسبتهای بالای P/E سهامی خوب برای خرید بوده‌اند.

نتیجه‌ای که از ارزیابی درآمد سالیانه هر سهم عاید می‌شود آن است که شرکتهای برتر و سودآور دارای روندی صعودی و تصاعدی در درآمد سالیانه هر سهم بوده و توجه به این پارامتر، بسیار پر اهمیت‌تر از نسبت P/E است. درآمد سالیانه هر سهم می‌باید طی حداقل پنج سال گذشته مورد بررسی قرار گیرد، اگر چه از نرخ رشد سه ماهه درآمد نیز نمی‌باید غافل بود.

۳ - محصولات تازه، مدیریت جدید و تغییرات در سیستم

افزایش قیمت سهام معمولاً در نتیجه ایجاد پدیده‌های تازه، اتفاق می‌افتد. مثالهای متعددی بر اساس آمار موجود قابل طرح است که تأییدکننده مطلب فوق است. به عنوان مثال، شرکت «پولاروید» در ۱۹۶۰-۱۹۵۷، با ارائه و معرفی محصولی جدید «عکس یک دقیقه‌ای» به بازار، قیمت هر سهم را از ۶۵ دلار به ۲۶۰ دلار افزایش داد و یا شرکت «مک دونالد» طی سالهای ۱۹۷۱-۱۹۶۷ در ارائه غذاهای سرپایی و ارزان قیمت (عمدتاً انواع ساندویچها) توانست ۱۱۰۰% افزایش سود برای سهامداران خود به ارمغان آورد. از اینگونه مثالها در دسترس به میزان لازم و کافی وجود دارد که نشان می‌دهد افزایش جهشی قیمت سهام، عمدتاً ناشی از ایجاد تغییرات در محصول تولیدی و مدیریت و سایر مقوله‌های یک شرکت سهامی است. اونیل می‌گوید، در مطالعاتی که راجع به موفق‌ترین شرکتها و نهایتاً سودمندترین سهام در طی سالهای ۱۹۵۳ تا ۱۹۹۰ انجام پذیرفته، ثابت شده است که بیش از

۹۵٪ از موفقیت‌های چشمگیر شرکتها یا مرهون ارائه محصولاتی تازه و یا در اثر ایجاد تغییرات عمده در جهت ایجاد شرایط بهتر در آن صنعت بوده است. تحقیق دیگری که در خصوص رفتار ۵۰۰ مدیر مالی خریدار سهام انجام پذیرفته، این نتیجه عاید شده است که عمدتاً تصور می‌نمایند که خرید سهام ارزان دارای ریسک کمتری است، در حالی که این طرز تفکر صحیح نیست و سهامی که به نظر گران می‌رسند، افزایش قیمت بیشتر هم خواهند داشت و سهامی که قیمت بازار آنها پایین باشد، به احتمال زیاد کاهش قیمت بیشتری هم می‌توانند داشته باشند. به بیان دیگر سهامی که در لیست قیمتها، رده‌های پایین‌تر را به خود اختصاص دهد، آینده ضعیفی را نوید می‌دهد و بالعکس چنانچه سهام شرکتی به تازگی در لیست افزایش قیمتها قرار گیرند و قیمت آنها رو به فزونی گذارد. قابل بررسی بیشتر بوده و شاید که سودهای هنگفتی را برای سرمایه‌گذاران و خریداران سهام حاصل آورند. سرمایه‌گذاران مطلع همیشه از سهامی که در لیست قیمتها، نشان دهنده کاهش باشند، اجتناب می‌کنند و در صورتی که دارای چنین سهامی باشند با مشاهده کاهش قیمتها، در همان ابتدا سهام خود را به فروش می‌رسانند و واگذار می‌کنند.

سوالی که می‌باید پاسخ داده شود آن است که چه وقت می‌باید نسبت به خرید سهام شرکتی که در حال ایجاد پدیده‌های تازه هستند، اقدام نمود؛ معمولاً پس از یک اصلاح قیمت و یا ترکیب و اتحاد دو یا چند مؤسسه که الزاماً منجر به ایجاد قیمت‌های جدید می‌شوند. چنانچه حرکت صعودی در قیمت سهام آنها مشاهده شود و آثاری ناشی از افزایش محسوس باشد، هنگام خرید سهام آن شرکت فرا رسیده است. سهام شرکتها می‌باید دقیقاً زمانی خریداری شوند که شروع به شکستن قیمت‌های قبلی خود نموده و افزایشی که مسلماً به بکاره صورت نخواهد گرفت در آنها محسوس شود. این مسأله باید مورد تأکید مجدد قرار گیرد که اگر قرار باشد قیمت سهامی به دو برابر افزایش یابد، طبیعتاً این افزایش چند مرحله‌ای و به تدریج صورت می‌پذیرد. لذا خریداران سهام می‌باید همیشه توجه کافی به وجود چنین شرکتی با شرایط فوق‌الذکر بنمایند. سرمایه‌گذاران سنتی معتقدند که سهام را وقتی می‌باید به فروش رسانید که افزایش قیمت داشته و برای دیگر سرمایه‌گذاران جذاب شده باشد که به عقیده نگارنده دامنه چنین زمانی می‌تواند وسیع (یک تا دو سال) باشد و لذا با چنین تفکری

فروش سهام علی‌رغم آنکه ریسک کمتری خواهد داشت، سود قابل توجه را به بار نمی‌آورد. به کلام خلاصه از حاصل این مبحث، باید گفت سرمایه‌گذاران و خریداران سهام می‌باید در جستجوی مؤسساتی باشند که محصول و یا خدمت و یا مدیریت تازه‌ای را به بازار ارائه و یا تغییراتی در وضعیت آنان از قبیل اتحاد و ترکیب و تلفیق بوجود آمده باشد و مهم‌تر از همه آنکه، کمپانی‌هایی که سهامشان در چارچوب قیمت‌های تلفیقی به بازار عرضه می‌گردند و شروع به افزایش قیمت نموده و یا مشخص است که افزایش قیمت خواهند داشت بهترین سهام کاندیدای خرید خواهند بود.

۴ - عرضه و تقاضا: مبلغ سرمایه کم به علاوه توده تقاضا

قانون عرضه و تقاضا به عنوان یک اصل در مبادلات حاکم است و بازار سهام از این اصل مبرا نیست. تجزیه و تحلیل‌گرهای مالی در وال استریت نمی‌توانند عقاید خود را بدون توجه به این قانون تحقق بخشند. شرکتهای سهامی بزرگتر هیچ وقت به معنی موفق‌تر و بهتر نیستند. تصور نمایید که شرکتی دارای ۳۰۰ میلیون سهم منتشره است، لذا حجم زیادی از این سهام را باید در اختیار داشت که سود قابل توجهی را عاید کند. حال اگر این کمپانی دارای سه میلیون سهم بود مبلغی معقول از این سرمایه‌گذاری می‌توانست سود لازم را به ارمغان آورد. بنابراین این توصیه می‌گردد که چنانچه خریداران سهام تصمیم به انتخاب یک شرکت از میان چند شرکت بگیرند، در شرایطی که سایر پارامترها مساوی باشد، شرکتی که دارای سهام کمتر است ارجحیت مطلق دارد. تعداد سهامی که در ساختار سرمایه یک شرکت فعال می‌باشند، در واقع وقتی می‌توانند دارای پتانسیل قوی و مطلوبی باشند که درصد خوبی از آن در اختیار تملک مدیریت شرکت باشد. لذا ملاحظه می‌گردد که عرضه زیاد از سهام یک شرکت می‌تواند به معنای مبلغ سرمایه در جریان زیاد و سود کمتر برای هر سهم باشد.

دلیل دیگری که موجب می‌شود تا توصیه به خرید سهام کمپانیهای با سرمایه عظیم نشود (تعداد سهام زیاد) آن است که اگر چنانچه کاهش قیمتی در آنها ایجاد شود معمولاً نرخ این کاهش بالاست زیرا که کمپانیهای بزرگ طبیعتاً مکانیزمهای کنترلی قدرتمندی را در مقایسه با کمپانیهای کوچک ندارند.

گرچه عظمت کمپانی ممکن است میزان قدرت و تأثیر آن را در صنعت زیاد کند، اما اندازه مؤسسه اثرات منفی هم نیز دارد که به عنوان مثال، عدم نوآوری و وجود محافظه کاری مدیریت که در این گونه سازمانها معمولاً انتصابی بوده و مدیریتهای مربوطه به منظور اجتناب از ریسک، کمتر مایل به ابتکار و نوآوری می‌باشند و سعی می‌کنند که نرخ حداقل رشد را حفظ کنند.

در غالب موارد مدیران عالییه مؤسسات بزرگ دارای سهم عمده‌ای از سهام مؤسسه تحت سرپرستی خود نیستند، که به عقیده نگارنده این مسأله نقضی بزرگ بوده و باید اصلاح شود. ضعف دیگر اینگونه سازمانها جدایی مدیریت عالی از مشتریان به علت وجود سلسله مراتب هرمی موجود است. امروزه در آمریکا غالب ابتکارات و تولیدات جدید و خدمات ارزنده بوسیله شرکتهای جوان و از نظر اندازه متوسط ابداع و بکار گرفته می‌شود. مشخصه عمده این سازمانها داشتن سهام توسط مدیران آن شرکتهاست. حتی اگر یک سازمان غول‌آسا هم بتواند محصولی جدید به بازار عرضه نماید، افزایش فروش آن تأثیر زیادی بر سهام نخواهد گذاشت.

تجربه ۳۸ سال مطالعه و تحقیق در بازار سرمایه نیویورک نشان داده است که بیش از ۹۵٪ شرکتهای دوران شکوفایی و افزایش درآمدهای هنگامی بوده است که کمتر از ۲۵ میلیون سهم منتشره داشته‌اند. آمار بین سالهای ۱۹۷۰-۱۹۸۲ مبین آن است که سهام موفق و مؤثر متعلق به شرکتهایی بوده است که به طور متوسط دارای $11/8$ میلیون سهم بوده‌اند.

مطلب دیگری که در این بحث لازم به ذکر می‌باشد تجزیه سهام شرکتهای به چند سهم تحت عنوان سهام جایزه و غیره می‌باشد. مدیریت اینگونه شرکتهای در مواجهه با ضرورت تجزیه سهام بدون توجه به زیاد شدن تعداد آنها مثلاً برای هر سهم سه سهم یا پنج سهم قائل می‌شوند که در واقع این عمل عرضه را افزایش داده و عمل مطلوبی نیست. شاید عنوان شود که قیمت سهم ارزان می‌شود که این تعلقی همه جانبه نیست، زیرا چنانچه سهامداران و خریداران عمده مشاهده کنند که مثلاً میزان صد هزار سهم آنها تبدیل به ۴۰۰ هزار سهم شده است با ترس از عدم امکان فروش، انگیزه عرضه سهام به بازار افزایش یافته و احتمال دارد که قیمت سهام سقوط نامطلوبی نماید.

آقای ویلیام اونیل توصیه می‌کند که خریداران باید در جستجوی شرکتهایی باشند که مشغول جمع‌آوری سهام خود در بلند مدت بوده که این عمل کاری مستمر و قابل مشاهده است. چنین زمانی مطلوبترین وقت خریداری سهام آن کمپانی است زیرا، چنانچه مؤسسه مذکور از نظر اندازه متوسط یا کوچک باشد در واقع مشغول کاهش دادن سرمایه خود بوده که با کاهش تعداد سهام در آینده درآمد هر سهم افزایش می‌یابد.

سه شرکت معروف آمریکایی طی سالهای ۱۹۸۰-۱۹۷۰ نسبت به بازخرید و جمع‌آوری سهام خود از بازار عملی مداوم و طولانی مدت را دنبال کردند و پس از آن رشد درآمد هر سهم آنان افزایش چشمگیر داشت. به عنوان مثال، یکی از آنان تعداد سهام خود را از هشتاد و هشت میلیون به پانزده میلیون رسانید و درآمد هر سهم خود را از ۶۱ سنت به حدود بیست دلار افزایش داده و قیمت سهام آن ظرف سیزده سال از هشت دلار به یکصد و نود دلار افزایش یافت.^۲

حال چنانچه تعداد سهام منتشره شرکتی در حد مطلوب باشد، باید ساختار کل سرمایه آن نیز مورد توجه قرار گیرد و بدهیهای بلند مدت و قرضه‌های آن از نظر دور نماند، زیرا هر چه بدهی کمتر باشد، طبیعتاً شرکت وضعیت اطمینان بخش تری و شاید بهتری خواهد داشت. از طرف دیگر درآمد هر سهم شرکتی که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام آن بالا باشد با توجه به هزینه بهره بالاخص در دوره‌های افت اقتصادی، نمی‌تواند رشد آنچنانی داشته باشد و بطور کلی شرکتهایی که از اهرمهای مالی استفاده وسیع می‌نمایند، دارای ریسک بالایی بوده و نوسان رشد درآمدشان زیاد خواهد بود. چنانچه مؤسسه‌ای در حال کاهش بدهی‌هایش بوده و طی دو یا سه سال اخیر مشغول بازپرداخت و کاهش محسوس بدهی‌های خود باشد، باید سهامش مورد توجه بیشتری قرار گیرد، زیرا کاهش هزینه‌های بهره، خود افزایش درآمد هر سهم را بطور معمول در پی دارد.

مسئله آخر آنکه شرکتهایی که سرمایه‌شان نسبتاً کم و اندک است، قیمت سهامشان بسیار

۱- در ایران بازخرید سهام توسط شرکتها ممنوع است.

سریع نوسان می‌کند و مصداق قایقی کوچک در اقیانوس بازار است که غرق شدنش نیز بیشتر از قایقهای بزرگ محتمل است.

«در شرایط مساوی، سهام سازمانهای با سرمایه متوسط بهتر از شرکتهایی که دارای سرمایه عظیم هستند، امکان موفقیت دارد.»

۵- رهبران و نه عقب ماندگان

غالب اوقات مردم به سهامی خاص وفادار می‌شوند و از نظر روحی خرید آن سهام، موجبات راحتی خیال و آسودگی آنان را فراهم می‌کند که این اندیشه‌ای نادرست است. اگر قرار باشد سهامی در صنعت کامپیوتر خریداری شود، این خرید می‌باید از شرکتی انجام شود که نقش رهبر را در این صنعت دارد، زیرا چنانچه افزایش قیمتی در آن صنعت وجود داشته باشد، شاخص اصلی را شرکتهای رهبر در یک صنعت دارا خواهند بود. لذا اگر سهامی خریداری شود که ناشی از احساس و وفاداری به شرکتی خاص باشد، در واقع سرمایه‌گذاری بر روی سهام خواب‌آلوده و عقب‌مانده صورت گرفته است.

خرید سهام را با مطالعه و بررسی انجام دهید و به صرف احساس و داشتن ذهنیت خوب نسبت به شرکتی که در سنوات گذشته خوب بوده است دست به خرید سهام آن نزنید. توصیه می‌شود که خریدار سهام در هر صنعت دو تا سه شرکت رهبر و پیشرو را تحت نظر داشته باشد و اینکه چگونه می‌توان شرکتهای پیشرو و رهبر را از آنها که رشد کندتری داشته و عقب‌مانده‌اند تشخیص داد، باید گفت در بازارهای مؤثر سرمایه، قیمت سهام صنایع مختلف بر اساس نقش آنها در متوسط شاخص قیمت‌های بازار رتبه‌بندی شده‌اند و تفسیر گزارشات بدین منوال است که به عنوان مثال چنانچه شرکتی از نظر تأثیر قیمت بر بازار امتیازی بالاتر از هفتاد را در یک سیستم یکصد امتیازی بگیرد، سهام مطلوبی برای خرید است.

از سال ۱۹۵۳ تا ۱۹۹۰ در بورس نیویورک، پانصد شرکت موفق و برتر که توان سودآوری بالاتری داشته و از حقوق صاحبان سهام بهره‌برداری بهتری نموده بودند، قدرت تأثیرشان بر بازار عمومی حداقل هشتاد و هفت امتیاز بود. پس اساس این مبحث تأکید بر خرید سهام شرکتهایی است که تأثیر قیمت سهامشان بر بازار عمومی زیاد باشد و در لیست رتبه‌بندی

شرکتها بر اساس میزان تأثیر بر بازار، حداقل هفتاد امتیاز را در یک نظام صد امتیازی کسب نموده باشند. چنانچه این امتیاز طی شش ماه و یا بیشتر رو به کاهش گذارد و یا به ناگهان افت نماید، باید گفت که موفقیت آن سهام مورد شک و تردید خواهد بود.

علی ای حال توصیه شده است که چنانچه خریدار دارای یک سبد از سهام مختلف است و به اصطلاح پرتفوی سهام را در اختیار دارد، حتماً لازم است که سهام دارای ابهام ابتدا به فروش رسانیده شود و سهام خوب حتی الامکان بیشتر نگهداری گردد. تعدیلات عمومی بازار و کاهش و افزایش قیمت‌ها موجب می‌گردد تا رهبران جدید زودتر شناسایی شوند. اما به هر حال سهام مطلوب آنهایی هستند که نسبت به متوسط‌های عمومی بازار ۱/۵ تا دو بار وضعیت بهتری داشته باشند و چنانچه بازار دچار رکود ناگهانی یا تعدیل قیمت شود اینگونه شرکت‌های رهبر و رو به رشد حداقل کاهش قیمت را تحمل خواهند کرد و در صورت رونق نیز قوی‌ترین سهام می‌باشند. چنانچه فرض شود در یک بازار به طور عمومی ۱۰٪ کاهش قیمت ایجاد شده است، و سه شرکت موفق مورد توجه قرار گیرند، ملاحظه خواهد شد که به ترتیب افت قیمتی معادل ۱۵ و ۱۰ و ۳۰ درصد خواهند داشت. شرکت‌هایی که وضع پیشرو را نداشته باشند در مقابل ۱۰٪ افت قیمت عمومی بازار ۳۵٪ و بلکه بسیار بالاتر دچار کاهش قیمت خواهند شد که لازم است در چنین مواقعی سهام شرکت‌های دارای افت قیمت زیاد بلافاصله فروخته شوند، زیرا این مطلب خبر از وضعیت خراب شرکت‌های مذکور می‌دهد.

بسیاری از مدیران حرفه‌ای در سرمایه‌گذاری به علت توجه بیش از حد به تجزیه و تحلیل‌های ریشه‌ای و عقاید شخصی و شاید عنایت بیشتر از حد به P/E و بدون توجه به اینکه روند عمومی بازار چه می‌گوید، متحمل خسارات و ضررهای هنگفتی می‌شوند. لذا نباید فراموش شود در انتخاب سهام برتر «همیشه دنبال رهبرهای صنعت بگردید که رهبری آنان نیز دائمی نیست».

۶ - تعداد سهام تحت تملک نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری

بر اساس قانون عرضه و تقاضا، تقاضای زیادی لازم است تا عرضه افزایش یابد و عظیم‌ترین منبع تقاضا برای سهام، همانا مؤسسات سرمایه‌گذاری و بانکها و غیره می‌باشند.

اینگونه مؤسسات با توجه به اطلاعات و کارشناسان و سازمان مالی‌شان یقیناً قدرت تشخیص خوبی را در خرید سهام شرکتها داشته و معمولاً نیز کارنامه عملیاتی‌شان راحت‌تر قابل ارزیابی و شناسایی است. یک سرمایه‌گذار موفق با شناسایی اینگونه مؤسسات سرمایه‌گذاری و توجه به خط‌مشی‌های آنان، راهنمای اولیه خوبی در جهت شناخت اجمالی سهام برتر دارد. البته نباید از نظر دور داشت که منظور از مؤسسات کفیل و تضمین‌کننده، همانا مؤسسات سرمایه‌گذاری، بانکها، مؤسسات خیریه و بسیاری دیگر از مؤسساتی می‌باشند که در خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و این تعریف شامل کارگزاران و دست‌اندرکاران بورس نمی‌گردد. روشی را که برای ارزیابی این‌گونه مؤسسات می‌توان به کار گرفت، بررسی عملکرد دوازده ماهه اخیر به علاوه تجزیه و تحلیل سه تا پنج سال گزاشات مختلف آنها بوده که شناسایی را ممکن می‌سازد و قابلیت اعتمادشان برای خریدار محک زده می‌شود. چنانچه مؤسسات مذکور سهام شرکتی را خریداری ننموده باشند بهتر است سرمایه‌گذاران انفرادی و جزء هم از خرید آن سهام پرهیز نمایند، زیرا جای سؤال دارد که چگونه است که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای این سهام را به تملک نگرفته‌اند. همچنین شرکتی که بخشی از سهام آن متعلق به این مؤسسات باشد، همیشه سهامش قابلیت فروش و نقدینگی بهتری داشته و مورد حمایت چنین مؤسساتی قرار می‌گیرند. اما اگر سهام شرکتی بیش از حد به تملک مؤسسات سرمایه‌گذاری در آید و به اصطلاح "Overowned" شود، می‌توان انتظار داشت که نتایج معکوسی ببار آید، زیرا چنانچه در بازار یا در شرکت مورد نظر اتفاقی نامطلوب حادث شود، پتانسیل تعداد عرضه سهام برای فروش بالا بوده و ریسک چنین مسأله‌ای قابل ملاحظه است. در ژوئن سال ۱۹۷۴، قیمت هر سهم شرکت زیراکس ۱۱۵ دلار بود و بسیاری از مؤسسات سرمایه‌گذاری سهام آنرا در اختیار داشتند و زیراکس کماکان با موفقیت به پیش می‌رفت. اما تحقیقات مؤسسه اونیل نشان می‌داد که وجود پیش‌فرض Overowned آسیب‌پذیری سهام مذکور را افزایش داده و آن را ضعیف و سست بنیاد نموده است، لذا دیری نپائید که کاهش قیمت آن شروع شده و هجوم مؤسسات سرمایه‌گذاری جهت عرضه سهام خود برای فروش، مسأله کاهش قیمت را نیز تسریع و تسهیل نمود. علی‌ای حال خریداران انفرادی نیازی نیست که توجه خود را متمرکز بر آن نمایند تا بدانند چند مؤسسه در شرکت X

دارای سهام هستند، بلکه مهمتر آن است تا دریابند کدام مؤسسات معتبر در سه ماهه گذشته کدام سهام را خریده‌اند و آیا تعداد مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری برای سهام آنان در حال افزایش یا کاهش است. برای حصول بدین هدف کافی است که در میان مؤسسات مطلع و مشهور بر اساس شواهد اخیر و گذشته، عملکردهای خوب و مدبرانه را استخراج و آنها را از مؤسسات سرمایه‌گذاری خطاکار و دچار اشتباه متمایز نمود. باید اذعان نمود که حدود ۸۰٪ تا ۹۰٪ حرکت‌های مهم بورس نیویورک توسط همین مؤسسات سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد.

«پس سهامی را می‌باید خرید که چند مؤسسه معتبر و خوب سرمایه‌گذاری. در آن

سهام سرمایه‌گذاری کرده‌اند».

۷- جهت کلی بازار

اگر شش توصیه صفحات قبل به دقت مورد توجه و بررسی خریداران محترم سهام قرار گرفته باشد، اما در شناخت جهت عموم بازار دچار خطا شده باشند. اتفاقات ناگواری ممکن است رخ دهد. تمام توصیه‌های فوق‌الذکر منوط به آن می‌باشد که جهت بازار به طور کلی به سوی رونق باشد. لذا در روش‌های تحلیلی می‌باید به دنبال فرمولهایی بود که بتوانند تعیین نمایند، بازار در چه وضعیتی است و آیا به طرف رونق یا رکود می‌رود. چنانچه بازار در جریان رونق قرار دارد، آیا در چه مرحله‌ای است؟ مراحل اولیه رونق بازار مشخصه‌های متفاوتی از مراحل ثانویه رونق دارند. مسأله پر اهمیت تر آن است که مشخص شود در شرایط حاضر، بازار چگونه عمل می‌نماید. آیا ضعیف و بد عمل می‌کند یا اینکه صرفاً دچار نزولی نرمال و طبیعی است. آیا آن طور که انتظار می‌رود عمل می‌نماید یا اینکه در حال انجام کاری غیر معمول از نظر قوت و ضعف می‌باشد. اگر خریداران سهام بخواهند بازار را بطور عموم زیر نظر داشته باشند می‌باید به طور روزمره متوسط‌های عمومی بازار مورد مشاهده قرار گیرند. در بازارهای نیویورک و شیکاگو مؤسسات مختلفی در این جهت ارائه اطلاعات می‌کنند و میانگین‌های عمومی بازار را به طور روزانه گزارش می‌نمایند. توجه به گزارشات روزانه که در خصوص متوسط‌های بازار و میانگین عمومی عملکرد آن منتشر می‌شود می‌تواند

تغییرات عمده و پر معنی رفتار بازار را شناسایی کند که این گونه تغییرات بهترین نمایشگرهای شرایط کلی بازار هستند. هر یک از خریداران سهام لازم است که نمودار قیمت‌های روزانه و حجم سهام موجود در بازار و متوسط‌های آنان را تعقیب نمایند که در صورت انجام این عمل هرگز از روند بازار غافل نشده و کلید خرید و فروش سهام نیز شناخت همین روند کلی است.

مؤسسه اونیل معتقد است که شاخصهای بازار وقتی که به حداکثر برسند و اشباع شوند، شروع به کاهشهای جدی می‌نمایند و افراد سرمایه‌گذار می‌باید بلافاصله حداقل ۲۵٪ سهام خود را بفروشند زیرا کاهش قیمت بزودی شروع خواهد شد. اما شناخت اینکه چه هنگامی بازار به حداکثر و یا حداقل قیمت‌های خود رسیده است کار آسانی نیست. به هر حال با توجه به بازار و تجربیات دیگران مشخصه‌های لازم برای شناخت نقاط حداکثر و حداقل قیمت بازار بدست می‌آید، به عنوان مثال افزایش تعداد سهام، عدم افزایش قیمت‌ها، افزایش فروش سهام و مثالهایی از این مشخصه‌هاست که مبین اشباع بازار و وقت فروش اوراق است. ذکر یک نکته بسیار با اهمیت آن است که :

«دولت نقش عمده‌ای در جریان‌ات بازار به طور عوم ابقاء می‌کند».

مثلاً افزایش نرخ تنزیل تأثیرات زیادی بر بورس می‌گذارد و سیاست‌های پولی و مالی دولت نیز می‌تواند بازارهای سرمایه را شدیداً متأثر کند.

مقایسه‌ای تطبیقی اجمالی بر C.A.N.S.L.I.M و بورس اوراق بهادار تهران

گرچه در ابتدای مقاله گفته شد که در خرید سهام از بازارهایی چون ایران نمی‌توان به این پارامترها اعتماد نمود و حتی برخی از آنان از نظر اطلاع رسانی در کشور ارائه نمی‌شوند و توصیه‌های هفتگانه فوق‌الذکر در بازارهای پیشرفته پولی می‌توانند مصداق داشته باشند. اما به صورتی بسیار گذرا وضعیت هر یک از پارامترهای هفتگانه فوق را چنانچه در ایران و بورس اوراق بهادار تهران جستجو کنیم، شاید نتایج آن، مشکلات اطلاع رسانی این بازار را که آنچنان هم در برخی جنبه‌ها نیازمند زمانی طولانی نیست آشکارتر می‌نماید.

اولین توصیه‌ای که به خریداران سهام در بازار نیویورک شده است، عطف توجه به

اطلاعات و آمار مربوط به درآمد هر سهم سه ماهه است که به نظر می‌رسد، هنوز راهی دراز در پیش است که خریداران سهام در ایران بتوانند درخواست چنین اطلاعات بهنگامی را بنمایند.

توصیه دوم توجه به درآمد هر سالیانه سهم و مقایسه آن با چند سال گذشته است که این مورد نیز از نظر بهنگامی و قابلیت دسترسی دارای مشکلات فراوانی در بورس اوراق بهادار تهران است و نشریات موجود، قادر نیستند وضعیت مقایسه‌ای درآمدهای هر سهم شرکتهای پذیرفته شده در بورس را به مقدار لازم و کافی گزارش نمایند.

البته صرف نظر از اینکه چنین پارامتری بتواند مورد استفاده خریداران سهام قرار گیرد یا خیر، اطلاع رسانی بهنگام‌تر و گزارش درآمدهای سالیانه هر سهم چند دوره شرکتهای به نظر نمی‌رسد مشکلات چندانی داشته باشد.

توصیه سوم مبنی بر توجه به محصولات تازه و مدیریت جدید و تغییرات عمده در بافت شرکتهای نیز به طور اصولی پارامتری قابل توجه است، اما اطلاع رسانی در خصوص وضعیت شرکتهای به مقدار لازم و کافی صورت نمی‌گیرد که این به علل مختلف از قبیل شیوه‌های مدیریت شرکتهای و بافت اقتصادی و اجتماعی و ... است و نیازمند زمان است.

وضعیت عرضه و تقاضای سهام در بازار پولی ایران که اقتصاد با ثباتی در طی دوران گذشته نداشته است، به علت عدم سلامت اقتصادی، مکانیزم مؤثری نبوده، اما اینکه شرکتهای با تعداد سهام منتشره زیاد، دارای سود سهام آنچنانی نیستند و مانند اینها در بورس تهران هم می‌تواند قابل توجه و مصداق داشته باشد.

توصیه پنجم مبنی بر خرید سهام شرکتهایی که نقش رهبری را در صنعت خود ایفا می‌کنند نیز در وضعیت بازار تهران قابل تعمق و بررسی است، زیرا تعداد قلیل شرکتهای پذیرفته شده تحقق در این امر را تسهیل نموده و میزان اطلاعات در دسترس نیز تا حدودی شرکتهای رهبر را قابل شناسایی نموده است.

جلب توجه خریداران به مؤسسات سرمایه‌گذاری حرفه‌ای و تعقیب اهداف کوتاه مدت آنان نیز در بورس اوراق بهادار تهران، صرف نظر از برخی ملاحظات موجود، کار دشواری نیست و مؤسسات موفق سرمایه‌گذاری، هم اکنون از نظر بسیاری از خریداران ارزیابی شده‌اند

و حتی می‌توان گفت پاره‌ای از خریدهای موجود توسط سرمایه‌گذاران جزء با توجه به این پارامتر تحقق می‌یابد.

و توصیه آخر که همان جهت بازار است که مسأله‌ای در خور اهمیت بوده و مرکزیت ضعف بازار پولی ایران در این نکته است. هرگونه مبادله سهام منوط به وجود بازاری مطمئن و قابل اعتماد برای سرمایه‌گذاران است. جهت بورس تهران به سادگی قابل شناسایی نیست و این پارامتر در ایران نیازمند تحقیق و بررسی است که چگونه می‌توان به عوامل و فاکتورهایی دست یافت تا جهت بازار در یک دوره حداقل دو ساله قابل تخمین نسبی شود.

نتیجه‌گیری

این نگارنده کاملاً اعتراف دارد که توصیه‌های مذکور در حال حاضر به هیچ وجه مناسب بورس تهران نیست و قابل اتکاء و عمل نمی‌باشد و خریداران سهام نمی‌باید صرفاً با استفاده از این عوامل، تصمیم به خرید و یا فروش سهام بگیرند، اما این نکته را نیز نباید از نظر دور داشت که توجه به این نکات نه تنها خالی از ضرر است، بلکه چنانچه هوشمندانه مورد ملاحظه قرار گیرد و موجب انحراف نشده و بازار متفاوت ایران را کاملاً تحت نظر داشته باشند و پارامترها و مشخصه‌های تعیین‌کننده بازار ایران را هم به این عوامل اضافه نمایند، دیدگاه وسیعتری را در خرید و فروش سهام بدست آورده و سود بیشتری نیز می‌تواند عاید سرمایه‌گذاریشان گردد. البته تحقیق در خصوص عوامل مؤثر و پارامترهای لازم برای تصمیم‌گیری در خرید اوراق بهادار تهران موضوع تحقیقی چند ساله است و تطبیق دو بازار پولی در دو کشور شاید با توجه به فواصل فرهنگی - اجتماعی نتایج مفیدی را عاید کند، لذا در این صفحات اندک نمی‌توان به نتیجه‌ای در خصوص پیش‌بینی قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران رسید، اما می‌توان نتیجه گرفت که مقایسه‌هایی تطبیقی بازارهای مختلف، شاید راهی برای پیدا نمودن عوامل مؤثر در قیمت سهام شرکتهای ایران باشد.

علی‌ای حال، تمایز بازارهای مؤثر و کارآمد با بازارهای ضعیف پولی، عمدتاً بر پدیده اطلاعات استوار است. در صفحاتی که گذشت، وفور اطلاعات موجب می‌شد تا خواننده محترم تحقق پارامترها را در بازاری بهنگام از نظر اطلاعاتی باور نماید. انگلستان یکی از

سالم‌ترین بازارهای مالی جهان را داراست؛ با وجود آن، به طور مداوم خود را با شرایط روز و نیازها و خواسته‌های خریداران سهام از نظر تضمین و اطلاع رسانی و افشاء اطلاعات تطبیق می‌دهد. طبیعی است که در تمام جهان شرکت‌های سهامی درمقابل ارائه اطلاعات شرکت به بیرون، حساس و بسیار مقاومت می‌نمایند، اما از آنجا که بورس اوراق بهادار را پس از مجلس خانه دوم ملت گفته‌اند، حفظ حقوق ملت از نظر قانونی و فقهی دارای اهمیت است. سرمایه‌گذاری در سهام، مضاربه‌ای است که پیش شرط آن حفظ و رعایت امانت می‌باشد، لذا اگر قرار باشد که معاملات سهام براساس اطلاعات منتشر نشده و درونی شرکتها انجام پذیرد بدیهی است که رعایت امانت انجام نپذیرفته و تعدادی از خریداران سهام که دسترسی به اطلاعات کافی ندارند متضرر و از بازار منفک خواهند شد. بنابر این ایجاد موازین و ضوابطی برای افشاء هر چه بیشتر اطلاعات کافی و بهنگام یکی از پیش شرطهای اولیه موفقیت این بازار نوپاست و حرکت دیگر گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری در میان قشرهای مختلف مردم با استفاده وسیع‌تر از انواع رسانه‌های گروهی و ابزارهای جمعی و فراگیر آموزشی و آکادمیک است. جلب اعتماد عمومی نسبت به بورس اوراق بهادار در سایه سلامت آن تحقق و استمرار خواهد یافت و اولین گامهای این مهم، همانا گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری و آموزش قشرهای مختلف نسبت به چگونگی سرمایه‌گذاری و به طور همزمان تلاش در ایجاد سیستمهای اطلاع رسانی صحیح و بهنگام است که از آن طریق خریداران سهام و سرمایه‌گذاران بتوانند وضعیت بازار را در نقاط مختلف کشور دنبال کنند.

منابع و مأخذ

- 1- William J. Oncl; "How to Make Money in Stocks", First Edition Revised, 1991, Mc Graw - Hill Inc.
- 2- Henderickson, Accounting Theory, Chapter 4,
- ۳- بورس اوراق بهادار و آثار آن بر اقتصاد و بازرگانی کشور، محمد بلوریان تهرانی، مؤسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، آذر ماه ۱۳۷۱
- ۴- سالنامه سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار - ۱۳۶۹.

- ۵- نشریه هفتگی سازمان بورس اوراق بهادار، شماره ۲۷، ۱۳۷۱.
- ۶- نشریه هفتگی سازمان بورس اوراق بهادار، شماره ۳۶، ۱۳۷۱.
- ۷- نشریه هفتگی سازمان بورس اوراق بهادار، شماره ۳۸، ۱۳۷۱.
- ۸- نشریه هفتگی سازمان بورس اوراق بهادار، شماره ۴۰، ۱۳۷۱.