

## مبانی تحلیل بنیادی

### مقدمه

پیروان روش‌های تحلیل بنیادی به درستی معتقدند که ارزش سهم منبعث از سودآوری آن است و ارزیاب باید به اتکای تحلیل‌های مالی که از گذشته‌های شرکت مورد نظر به عمل می‌آورد و لحاظ چشم‌اندازی که مدیریت آن شرکت برای یک یا چند سال آتی اعلام کرده است بتواند ارزش ذاتی سهم را پیدا کند و بعد نسبت به خرید یا فروش آن سهم به خصوص تصمیم بگیرد. در این مقاله، نکاتی که سرمایه‌گذاران باید در مسیر ارزیابی خود مورد عنایت قرار دهند تشریح می‌شود.

### اطلاع از روند حرکت اقتصاد کلان

سرمایه‌گذار هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری باید به خود جواب قانع‌کننده بدهد که در آن زمان به خصوص که او مایل به سرمایه‌گذاری در بورس سهام است، آیا روند اقتصاد کل کشور در جهت بهبود مایه امیدواری است یا عکس آن صادق بوده و اقتصاد در حال رکود و بازار در حالت سردرگمی است؟ اگر جواب مثبت بود او مجاز است که سرمایه‌گذاری خود را آغاز کند و اگر جواب منفی بود اصلح آن است که جلو نرود بلکه نظاره‌گر باشد تا بارقه‌های امید را به عینه ببیند. طی آذر ماه ۸۳ تا آذر ماه ۸۴ که بازار سرمایه در حال رکود و قیمت سهام مرتباً رو به کاهش بود، عده‌ای از سرمایه‌گذاران به موقع سهم خود را فروختند و منابع را به طرف اوراق با بازده ثابت و بدون ریسک همانند اوراق مشارکت یا سپرده بانکی بردند.

اطلاع از روند حرکت اقتصاد کلان کار ساده‌ای نیست و آگاهی کامل نسبت به آن، توجه به نکات متعددی را می‌طلبد از جمله برنامه‌های کلان اقتصادی که ما در ایران هر پنج سال یک‌بار برای آن طراحی داریم و هم‌اکنون در اولین سال برنامه پنج ساله چهارم هستیم (سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۸)، بودجه کل کشور، رشد تولید ناخالص ملی، رشد یا کاهش درآمدهای ارزی از جمله درآمدهای صادراتی، مازاد یا کسری بودجه ارزی کل کشور، نوسانات نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بیکاری، قدرت رقابت کالاهای تولیدی صادراتی کشور در مقام مقایسه با کالاهای مشابه خارجی، توجه به مزیت‌های اقتصادی کشور که بینیم بازارهای صادراتی ما در حال رشد و شکوفایی است یا در حال اضمحلال، ارزش برابری پول کشور با سایر ارزها و بسیاری مطالب دیگر. فی‌الواقع اگر بخواهیم در یک شرکت کارگزاری و یا شرکت سرمایه‌گذاری پوشش کامل به همه این مطالب بدهیم نیاز به یک متخصص با درجه دکتری اقتصاد داریم. آن هم مسلط به امور اقتصاد کلان. به همین دلیل است که شرکت‌های کارگزاری در کشورهای پیشرفته در بخش تحقیقات خود به تعداد لازم از این محققان در اختیار دارند و عملاً قادرند حتی بودجه و عملکرد دولت را به نقد بگیرند و نظرات اصلاحی ارایه کنند.

ما در این مبحث اطلاع از روند اقتصاد کلان کشور خودمان مدنظر بود اما این حقیقت را هم بیان کنیم که در کشورهای خارج، شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی سرمایه‌های خود را تنها در داخل کشور به کار نمی‌گیرند بلکه در سایر کشورها هم سرمایه‌گذاری می‌کنند و اگر چنین باشد، کارشناسان آن‌ها چاره‌ای ندارند که اقتصاد کلان آن کشور را به صورت عام و صنایع و شرکت‌های مورد نظر را به صورت خاص مورد توجه و ارزیابی قرار دهند.

## انتخاب صنعت مناسب

تعداد صنایع در دسته بندی بورس اوراق بهادار ما حدود ۳۰ صنعت است و مسلماً از هر مطلع بازار سرمایه که بپرسید صنعت نساجی در چه وضعیت سودآوری است، پاسخ منفی می‌شنوید اما در مورد صنعت کانی (معادن) یا خودرو یا صنعت پتروشیمی نظرات مثبت با تفاسیر متفاوت می‌شنوید. توصیه آن است که صنعتی را انتخاب کنید که رو به اضمحلال نباشد بلکه در حال شکوفایی و پیشرفت باشد.

## انتخاب چند شرکت در یک صنعت

متخصصان بازار سرمایه می‌گویند تشکیل یک پرتفوی با ۵ تا ۱۰ سهم مختلف مناسب است بنابراین اگر شما از بین کل صنایع دو صنعت را انتخاب می‌کنید ۵ تا ۱۰ گونه از بهترین سهام‌ها را در صنایع مورد نظر برای پرتفوی خود انتخاب کنید.

یادتان باشد پرتفویی را که امروز با اعمال همه دقت‌ها انتخاب می‌کنید، ممکن است با تغییر عوامل مؤثر (که در هنگام ارزیابی شما چندان قابل پیش بینی نبودند) خیلی زود ناکارا شود پس بررسی مداوم (MONITORING) و بهینه سازی پرتفوی، یک وظیفه کاری غیرقابل اجتناب است.

## مدیریت شرکت‌ها و سهام‌داران عمده آن‌ها

شرکت‌های سودآور، پیشرو، خوشنام و ارزش آفرین همیشه پرونده‌های روشنی دارند و فقط صرف وقت و تخصص لازم است که حقیقت‌یابی کنید. مدیران ورزیده، کارآفرین و با انرژی، سکان هر کشتی را که در دست بگیرند آن را به راه درست هدایت می‌کنند و سرنشینان آن کشتی باید جای خود را امن فرض کنند.

به عبارت دیگر از خود بپرسید با خرید این سهم سرمایه ام را می‌خواهم به دست چه کسانی بدهم (منظور مدیر عامل و هیات مدیره است که شما سهم او را می‌خرید) و آیا این افراد ذی‌صلاح، خوشنام و مورد احترام بازار هستند یا خیر؟ وقتی در عمل وارد می‌شوید، ملاحظه می‌کنید که به دلایل مختلف پاسخ سؤال مطرح شده در ذهن شما در مورد بسیاری از شرکت‌ها منفی از آب در می‌آید.

همین دقت و توجهی را که ما از یک سرمایه‌گذار انتظار داریم در انتخاب سهم مورد نظر خود اعمال کند، سهام‌داران عمده شرکت‌های بورسی هم در خرید و نگاهداری سهام عمده شرکت‌های مورد نظرشان همین اصل را رعایت می‌کنند بنابراین اگر دیدید سرمایه‌گذاران قدر و خوشنامی سال‌ها سهام‌دار عمده شرکت خاصی بوده‌اند خود دلیلی بر مناسب بودن شرکت و مطلوبیت سهم آن از دید مدیریتی است.

سهم را به خاطر سودآوری آن می‌خرند و ضریب قیمت سهم به قیمت اسمی هم به دلیل قدرت سودآوری است. اگر اشتباه نکرده باشیم هم اکنون گران‌ترین سهم در بورس اوراق و بهادار تهران، سیمان قائن است با قیمت سهم حدود ۶۳۰۰۰ ریال و ارزان‌ترین سهم پارس الکتریک با قیمت زیر ۵۰۰ ریال که اولی بالای ۶۳ برابر قیمت اسمی و دومی کمتر از ۵۰ درصد قیمت اسمی است و دلیل ارزان یا گران شدن قیمت سهم هم همان قدرت سودآوری و میزان سرمایه است. چه بسا کارشناسان زبردستی باشند که بتوانند از میان سهام ارزانی که کسی به آن‌ها عنایت ندارد، موارد خوبی را دست و پا کنند و طی مثلاً یک سال سودی را از سرمایه‌گذاری خود در این سهام ظاهراً ضعیف، به دست آورند (مجموع رشد قیمت سهم به اضافه سود سهام دریافتی) که چنین سودی را نتوانسته باشند از سهام مرغوب‌تر معامله در بورس حاصل کنند. این واقعیت را از آن باب گفتیم که کسی ما را متهم نکند که خط کشیده‌ایم و سهام

بورسی را به مرغوب و نامرغوب دسته‌بندی کرده‌ایم و خدای ناکرده توصیه می‌کنیم اصلاً سراغ سهام نامرغوب نروید. ما می‌گوییم انجام این هنرنمایی که از خرید و فروش سهام نامرغوب، سود مرغوب حاصل کنی کار هر کسی نیست و به این دلیل می‌گوییم، سرمایه‌گذاران کم اطلاع بروند سراغ سهام مرغوب پر معامله. از کل ۴۵۱ شرکتی که هم اکنون در بورس اوراق بهادار ما حضور دارند بیش از نیمی از آن‌ها بسیار کم معامله و مورد عنایت سرمایه‌گذاران مطلع بازار نیستند و دلایل زیادی را می‌توان بر ضعف عملکرد این شرکت‌ها و مدیریت آن‌ها مترتب دانست که فعالی مورد بحث ما نیست و تنها توجه می‌دهیم که سرمایه‌گذاران غیرمتخصص سعی می‌کنند حتی‌المقدور سهام این نوع شرکت‌ها را در پرتفوی خود نگذارند.

## درجه نقدشوندگی سهم

سهم خوب با «نسبت قیمت به درآمد» پایین در میان حدود ۲۰۰ شرکت فعال بورس اوراق بهادار ما کم نیست (مخصوصاً در مقطع فعلی) اما ممکن است در زمانی که شما نیاز به فروش آن سهم خوب دارید، مشتری برای خرید آن سهم به خصوص موجود نباشد. از طریق مراجعه به سیستم‌های نرم افزاری سهام که در بازار در دسترس است می‌توانید تعداد روزهایی را که سهم مورد نظر شما در طول یک سال مورد معامله قرار گرفته ملاحظه کنید. در همان نرم‌افزارها (از جمله سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران) می‌توانید هر روزه تعداد سهام معامله شده، نوسانات قیمت و دفعات معامله و جمع کل مبلغ معامله را نیز ببینید. شما باید سهمی را بخرید که خرید و فروش آن سیال باشد نه اتفاقی و گهگاه.

## درآمد هر سهم

درآمد هر سهم موردنظر خود را در پنج سال گذشته ملاحظه کنید و درآمد هر سهم پیش‌بینی سال جاری را هم مدنظر قرار دهید و بعد قضاوت کنید که با در نظر گرفتن افزایش سرمایه‌های انجام شده طی پنج سال اخیر تا چه حد روند فروش و سودآوری سال‌های گذشته شرکت، رضایت شما را حاصل می‌کند و تا چه حد می‌توانید روی محقق شدن سودآوری اعلام شده برای سال جاری حساب کنید. درصد پوشش فروش و سودهای خالص سه، شش، ۹ و ۱۲ ماهه که شرکت‌ها طی سال در دفعات اعلام می‌کنند و واحد نظارتی سازمان بورس بعد از رسیدگی آن‌ها را منتشر می‌کند، رهنمود خوبی برای ارزیابان در این زمینه است.

## سودهای نقدی تقسیم شده

درست است که سود یا درآمد هر سهم حرف اول را می‌زند اما توجه به درصد تقسیم سود برای مخصوصاً عده‌ای از خریداران سهم مهم است چون این دسته از سرمایه‌گذاران همانند سود سپرده بانکی دوست دارند هر ساله (و حتی اگر همانند کشورهای پیشرفته ممکن باشد در مقطعی کوتاه‌تر) سودی را به صورت نقدی دریافت کنند. شرکت‌های با مدیریت مستحکم معمولاً از یک سیاست معین و مشخص در تقسیم سود تبعیت می‌کنند و مثلاً ۷۰ تا ۸۰ درصد سود حاصله را هر ساله بین سهام‌داران خود تقسیم می‌کنند. شرکت‌هایی که در طول مثلاً پنج سال گذشته روال نامشخص و به هم ریخته‌ای در تقسیم سود داشته‌اند از این دیدگاه دارای یک نقطه ضعف هستند.

## توجه به درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی

در طول یک سال به خصوص شرکتی ممکن است قطعه زمین یا ساختمان یا بخش دیگری از دارایی‌های خود را بفروشد و سود غیرعملیاتی کسب کند. عکس این قضیه هم صادق است و مثلاً اگر شرکتی در طول یک سال اقدام به بازخريد یا بازنشسته کردن درصد قابل توجهی از کارکنان خود کند و در آن سال به خصوص رقم معنابهی را به عنوان هزینه بازخريد کارکنان در حساب سود و زیان شرکت بیاورد (رقم پرداختی به کارکنان منهای ذخایر به حساب رفته) این هم خود یک هزینه غیرجاری غیرعملیاتی است.

ما نمی‌گوییم که درآمدهای غیرعملیاتی (یا برعکس هزینه‌های غیرعملیاتی) نباید اثری در قیمت سهم داشته باشند بلکه می‌گوییم اگر درآمد اعلام شده قبلی برای هر سهم ۵۰۰ ریال بوده و اواسط سال با حصول درآمد اضافی غیرعملیاتی درآمد تعدیل شده برای هر سهم از ۵۰۰ ریال به ۶۵۰ ریال افزایش یافته، نباید ۳۰ درصد به قیمت سهم افزوده شود، بلکه رشد قیمت باید درصد معقولی باشد که هر سرمایه‌گذار خودش برای این درآمد یکباره غیرمستمر قیمتی تعیین می‌کند. همین قاعده برای هزینه‌های غیرعملیاتی صادق است که در یک سال درآمد هر سهم را به مقدار زیاد کاهش می‌دهد و دلیلی ندارد که قیمت سهم دقیقاً معادل کاهش درآمد آن سال کاهش یابد.

## در نظر گرفتن رشد سودآوری

پیوسته جهت سرمایه‌گذاری باید به سودآوری سالهای آتی و به عبارتی به نحوه رشد شرکت توجه شود. چراکه هنگامیکه شرکتها به حالت اشباع یا همان اشتغال کامل خود نزدیک می‌شوند و پروژه‌های جدیدی را راه اندازی نمی‌کنند به عایدی سالیانه ثابتی می‌رسند. در حالت اشتغال کامل شرکتها نسبت به تهدیدهای موجود در اقتصاد و صنایع و نسبت به تغییر مقررات دولتی نیز شکننده‌تر هستند لذا پیوسته باید محیط فعالیت شرکت را به جهت ایمن بودن در سودآوری در نظر داشت.

## اولویت دیون بر سهام

اولین نکته‌ای که باید در مورد اقلام ترازنامه توجه شود این است که تامین بدهیهای شرکت از اقلام دارایی در همه حال بر سهام شرکت ارجحیت دارد. هنگام انحلال یا تصفیه شرکت ابتدا بدهیهای شرکت از محل فروش داراییها تامین می‌گردد و چنانچه چیزی باقی ماند به صاحبان سهام به نسبت سهامشان بازپرداخت می‌شوند. در اینجا بین دو نوع سهام باید فرق قایل شد:

الف) سهام ممتاز، سهامی است که به موجب اساس نامه شرکت از نظر دریافت سود سهام و یا بازپرداخت اصل آن هنگام تصفیه شرکت نسبت به سهام دیگر اولویت دارند.

ب) سهام عادی، سهامی که از نظر اولویت بعد از سهام ممتاز قرار می‌گیرد و در تشخیص سود سهام شرکت از امتیاز ویژه‌ای برخوردار نیست. همچنین هنگام انحلال شرکت پس از پرداخت کلیه دیون و تادیه حقوق صاحبان سهام ممتاز چنانچه چیزی باقی باشد بین صاحبان سهام عادی تقسیم می‌شود.

## روند قیمت سهام در گذشته

سهام شرکتها نیز مثل انسانها به تدریج برای عموم شناخته می شوند و کم کم دارای حسن شهرت و بعضا سوء شهرت می گردند. برای خرید یک سهام خاص ضروری است که ببینید شهرت این سهام در چه سمتی حرکت می کند. حسن شهرت سهام یک شرکت بستگی به عوامل زیادی دارد که ما قصد توضیح این عوامل را نداریم. تنها اشاره می کنیم که تاثیر این عوامل روی قیمت سهام منعکس می شود. هنگام خرید سهام باید روند قیمت آن در گذشته مورد توجه قرار گیرد. بگذارید دو سه مثال ذکر کنیم:

اگر روند قیمت سهامی که می خواهید خریداری کنید در یک دوره - مثلا - ده ساله نوسان زیادی داشته و گاهی به شدت بالا رفته و گاهی شدیداً پایین آمده چه استنباط می کنید؟ ساده است. بازار سهام این شرکت بازار پایدار و باثباتی نیست. اگر اهل ریسک نیستید از قید خرید این سهام بگذرید. حالا فرض کنید شرکت دیگری سهام خود را عرضه کرده است که طی ده سال گذشته بهای سهام آن بطور مرتب افزایش یافته ولی افزایش ملایم و بطی بوده است. اگر مایلید پولتان جای مطمئنی سرمایه گذاری شود که به قول معروف آب باریکه ای بیاورد و خیالتان هم نگران افت و خیزهای شدید قیمت سهامتان نباشد همین سهام به درد شما می خورد. بگذارید بقیه موارد را رها کنیم تا در دنیای واقعی خود شما با آنها مواجه شوید.

نوع کالا یا خدمتی که شرکت مورد نظر عرضه می کند کمیت و کیفیت مشتریان شرکت، روی قیمت سهام آن تاثیر می گذارد. وقتی شرکتی کالای مصرفی تولید می کند که مورد نیاز همگان است بازار مصرف نسبتاً مطمئنی برای محصول وجود دارد. شرکتهای نوشابه سازی نمونه بارز این گونه شرکتهای هستند زیرا هم میزان مصرف کالا توسط یک فرد زیاد است و هم افراد زیادی آن را مصرف می کنند. در مقابل کالایی مانند تراکتور را در نظر بگیرید که متقاضیان آن کمتر است. روشن است که سهام کارخانه ها و شرکتهایی که کالاهای مصرفی تولید می کنند در غالب موارد بهتر از سهام کارخانه های تولیدی سنگین و صنایع مادر است. قلت تعداد مشتریانی که خریدهای بزرگ انجام می دهند ممکن است که هزینه های توزیع را پایین بیاورد ولی نباید از خطرات و زیانهای انحصار خرید نیز غافل بود. خطر مشهور "گذاشتن همه تخم مرغها در یک سبد" که معرف حضورتان هست؟

## سود سهام گذشته و روند آتی آن

یکی دیگر از عواملی که هنگام خرید سهام معینی باید مورد توجه قرار گیرد این است که سود متعلقه به سهام در گذشته چقدر بوده است و روند آتی آن فزاینده است یا کاهنده. در محاسبه سود متعلقه به سهام نکات چندی باید مورد عنایت قرار گیرند.

فرض کنید قیمت بازار سهامی که بهای اسمی آن یک هزار تومان است طی چند سال به ۵۰۰ تومان رسیده باشد و شما آن را خریداری کنید. اگر در پایان سال مجمع عمومی تصمیم بگیرد که سودی معادل ۱۰ درصد توزیع کند. به هر سهم معادل صد تومان سود سهام تعلق می گیرد. زیرا از نظر شرکت صادر کننده سهام بهای اسمی سهم ملاک است. در حالی که شما سهم مزبور را ۱.۵۰۰ تومان خریده اید و سود متعلقه به آن معادل ۱۰۰/۱۵۰۰ یا ۶/۷ درصد خواهد بود. چنانچه قیمت بازار سهامی پایین تر از بهای اسمی آن باشد وضعیت بالعکس خواهد بود. برای مثال اگر شما سهام فوق را به قیمت بازار ۸۵۰ تومان خریده بودید، سود متعلقه به سهام شما نزدیک به ۱۲ درصد می بود. آیا می توانید محاسبه را خودتان انجام دهید؟

دقت کنید که در محاسبات فوق، تغییرات ارزش سهام در بازار را به حساب نیاوردیم و فرض کردیم قیمت سهامی که خریده اید ثابت مانده است.

## ساختار مالی شرکت

ساختار مالی اصطلاحی است که اشاره دارد به نحوه و چگونگی ارتباط اقلام مختلف ترازنامه و اهمیت این اقلام در مقایسه با یکدیگر. روابط میان اقلام ترازنامه از نظر سلامت مالی شرکت اهمیت زیادی دارد. برای مثال هرگاه بدهیهای شرکت سررسید شده باشد اما موجودی وجوه نقد شرکت کفاف بدهیها را نکند، شرکت در زحمت خواهد بود. آیا مجموع داراییهای جاری کفاف دیون جاری شرکت را می کند؟ نسبت سود به مجموع فروش چقدر است؟ موجودی انبار چه نسبتی با میزان تولید دارد؟ و نظایر آن.

بررسی این نسبتها و مقایسه آنها با نسبت های مشابه در سایر صنایع ساختار مالی شرکت را برای شخص سرمایه گذار مشخص میسازد. حسابداران البته می پذیرند که قضاوت درباره ساختار مالی شرکتها کار نسبتا دشواری است. در حسابداری نیز مبحث مفصلی به تجزیه و تحلیل نسبت ها اختصاص یافته که حکایت از اهمیت موضوع دارد

