



تشریح مدلی رفتاری "تصویر ذهنی سهام" پردازیم.

**واژگان کلیدی:** بازده، ریسک، میانگین موزون هزینه سرمایه، ارزش افزوده اقتصادی، جریان نقدی آزاد و نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E)

**مقدمه**

خلق ارزش ضرورتی اصلی در فضای کسب و کار امروزی است. امروزه جهانی شدن، انقلاب در دنیای کامپیوتر و آزادی جریان سرمایه‌ها در سطح بین الملل با تقاضای هرچه زیاده‌تر اطلاعات درباره عملکرد شرکت‌ها با یکدیگر آمیخته شده‌اند. ضمن آن که اطلاعات عملکردی که سرمایه‌گذاران نیاز دارند تنها اطلاعات تاریخی (مربوط به گذشته) نیست. سرمایه‌گذاران و نیز مدیران شرکت‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری انجام شده است، به اطلاعاتی که درباره آینده شرکت باشد، نیاز دارند. مدل‌های ارزش‌گذاری سهام یک شرکت نیز براساس این اطلاعات (اطلاعات آینده‌گرا) عمل می‌کنند. مدل‌های ارزش‌گذاری ابزار فکری برای درک و فهم کسب و کارها، برنامه استراتژیک مدیریت و احتمالاً نتایج آن برنامه است.

این دسته از مدل‌ها بیانگر این نکته هستند که چگونه یک تحلیل‌گرو سرمایه‌گذار، عایدات یک سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی کرده و سرمایه‌گذاری‌ها را ارزش‌گذاری می‌کند. ارزش‌گذاری یک دارایی عبارت است از تخمین قیمت بالقوه بازاری آن دارایی و هدف از ارزش‌گذاری یک دارایی عبارت است از مقایسه قیمت ذاتی آن با قیمت جاری بازار به منظور تصمیم‌گیری در مورد خرید یا فروش آن دارایی.

همان‌طور که گفته شد، دیدگاه‌های نسبتاً متفاوتی در ارزش‌گذاری سهام وجود دارد. به طور کلی این دیدگاه‌ها عبارتند از:

- ۱) روش‌های ارزیابی سهام بر اساس دارایی‌های شرکت
- ۲) مدل‌های ارزیابی سهام بر مبنای سودآوری
- ۳) مدل‌های مبتنی بر معیارهای مقایسه‌ای
- ۴) مدل‌های مبتنی بر جریان نقدی

# ارزش‌گذاری سهام

## مروری بر مدل‌ها و ارائه مدل رفتاری تصویر سهام



**چکیده**

اصولاً دیدگاه‌های متفاوتی در ارزش‌گذاری سهام وجود دارد که یکی مبنای ارزش‌یابی را دارایی‌های شرکت و دیگری، مبنای ارزیابی را عملکرد یا سودآوری قرار می‌دهد. به طور کلی این دیدگاه‌ها عبارتند از: ۱. روش‌های ارزیابی سهام بر اساس دارایی‌های شرکت (شامل ارزش تسویه‌ای، ارزش جایگزینی، ارزش بر مبنای خالص ارزش‌های دارایی‌ها و...) ۲. مدل‌های ارزیابی سهام بر مبنای سودآوری ۳. مدل‌های مبتنی بر معیارهای مقایسه‌ای (شامل قیمت به سود، قیمت به ارزش دفتری و...) ۴. مدل‌های مبتنی بر جریان نقدی (شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقد و جریان نقدی آزاد).

اما همان‌طور که می‌دانیم، عوامل روانی، تأثیرهای قابل توجهی بر حرکات و اعمال انسان‌ها دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی تا به حال این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کم‌تر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است. در حال حاضر به جهت مشخص شدن تأثیر عوامل روانی و رفتاری بر ارزش‌گذاری سهام، مدل‌هایی در این زمینه به وجود آمده‌اند. مدل‌هایی که ضمن در نظر گرفتن ویژگی‌های دارایی‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را در ارزش‌گذاری سهام دخالت می‌دهند. در این مقاله سعی شده است تا در ابتدا مهم‌ترین مدل‌های موجود ارزش‌گذاری سهام با ذکر مزایا و معایب هر کدام بر اساس دیدگاه‌های مختلف مورد بررسی قرار گرفته و در انتها به

**غلامرضا عسکرزاده**

عضو هیات علمی

آموزشکده فنی و حرفه‌ای سما بزد







### تنزیلی

در ادامه و پس از ذکر پیشینه تحقیق به تشریح روش‌های فوق الذکر پرداخته و در انتها به تشریح مدل اصلی یعنی تصویر سهام می‌پردازیم.

### پیشینه تحقیق

امروزه موضوع ارزش گذاری سهام به یکی از موضوعات بسیار بااهمیت برای اکثر سرمایه‌گذاران و سهام‌داران تبدیل شده است. چراکه بر مبنای مدل‌های مطرحه در ارزش گذاری سهام؛ می‌توانند اوراق بهادار خود را ارزش گذاری کرده و بر اساس آن در مورد خرید یا فروش اوراق بهادار خود تصمیم‌گیری کنند. به عبارت دیگر بر مبنای این مدل‌ها می‌توان از زیان‌های ناشی از کاهش قیمت اوراق، جلوگیری و از سودهای ناشی از افزایش قیمت سهام استقبال کرد. بنابراین این با توجه به اهمیت موضوع حاضر؛ پژوهش‌های متعددی در این زمینه به رشته تحریر در آمده و کتاب‌ها و مقالات متعدد و متنوعی منتشر شده است. در کشور ما نیز طی سالیان اخیر این موضوع مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته و بر آن همت گمارده اند و کتب و مقالات منتشره، شاهد این مدعی است و در تمامی پژوهش‌های انجام شده، انواع و اقسام مدل‌های ارزش گذاری سهام را مورد بررسی خود قرار داده اند. در پژوهش حاضر نیز این مدل‌ها با ذکر نمونه‌ها و مثال‌هایی مورد تشریح قرار گرفته و در نهایت مدل رفتاری تصویر سهام ارائه شده است. مدلی که بر مبنای ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران طرح ریزی شده است که به دلیل نو و جدید بودن آن، تا به حال مورد توجه قرار نگرفته است و پژوهش‌گران نیز بدان نپرداخته اند.

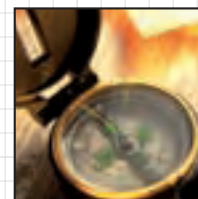
روش‌های ارزیابی سهام بر اساس دارایی‌های شرکت کسانی که از این روش استفاده می‌کنند مبنای ارزیابی خود را دارایی‌های شرکت قرار می‌دهند. با توجه به این که دارایی‌های شرکت به روش‌های مختلف ارزیابی می‌شود، برای سهام نیز ارزش‌های متفاوتی ایجاد می‌شود که برخی از مهم‌ترین آن‌ها در زیر متذکر می‌شویم:

### ارزش اسمی سهام

ارزش اسمی، ارزش صوری یک برگه سهم است. این رقم، در هنگام تأسیس و انتشار سهام، برای هر ورقه سهم تعیین شده و در اساسنامه درج می‌شود. ارزش اسمی سهام معادل سرمایه تقسیم بر تعداد سهام است. طبق قانون تجارت ایران، ارزش اسمی سهام عادی در شرکت‌های سهامی عام نباید از ۱۰۰۰۰ ریال بیشتر باشد.

### ۱. Par Value

۲. ماده ۲۹ قانون تجارت: در شرکت‌های سهامی عام، مبلغ اسمی هر سهم نباید از ده هزار ریال بیشتر باشد.



### همان‌طور که

می‌دانیم، عوامل روانی، تأثیرهای قابل توجهی بر حرکات و اعمال انسان‌ها دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی تا به حال این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کم‌تر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است.

## ارزش دفتری<sup>۳</sup>

ارزش دفتری هر سهم از تقسیم مجموع حقوق صاحبان سهام (پس از کسر سهام ممتاز) بر تعداد سهام منتشره به دست می‌آید. در واقع مبنای تعیین ارزش دفتری سهام، ارزش دفتری دارایی‌ها منهای بدهی‌های شرکت است. معمولاً در هنگام تاسیس شرکت، ارزش دفتری و ارزش اسمی با هم برابرند (مگر در مواردی که سهام به صرف یا کسر بفروش برسد) اما با گذشت زمان و تحت تاثیر عملکرد شرکت، به دلیل ایجاد و افزایش عواملی مانند اندوخته‌ها و سود انباشته (یا زیان انباشته) بین ارزش دفتری و اسمی تفاوت ایجاد می‌شود. در شرایط تورمی و با گذشت زمان، ارزش دفتری به عنوان یک معیار بررسی عملکرد، به دلیل این که متکی بر ارقام تاریخی حسابداری است، ارزش اطلاعاتی خود تا حدودی از دست می‌دهد. البته اگر تجدید ارزیابی صورت گیرد این مشکل مرتفع خواهد شد و نیز اگر از حسابداری تورمی استفاده شود این مشکل تخفیف پیدا می‌کند.

## ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش

### دارایی‌ها<sup>۴</sup>

ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارایی‌ها (N.A.V)، از تقسیم ارزش روز دارایی‌ها پس از کسر بدهی‌ها و سهام ممتاز، بر تعداد سهام به شرح زیر به دست می‌آید:

ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارایی‌ها = (سهام ممتاز + مجموع بدهی‌ها) - ارزش روز دارایی‌ها  
تعداد سهام عادی

در این روش نیز مانند ارزش دفتری، صورت کسر در واقع حقوق صاحبان سهام عادی است با این تفاوت که در آن به جای ارقام حسابداری از ارزش‌های جاری بازار برای تعیین ارزش استفاده می‌شود. در ایران برای ارزش‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری و در دیگر کشورها برای ارزش‌یابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۵</sup> از این روش استفاده می‌شود.

## ارزش تسویه‌ای سهام<sup>۶</sup>

اساس محاسبه ارزش تسویه‌ای سهام تا حدود زیادی شبیه روش محاسبه ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارایی‌هاست. در این روش، فرض می‌شود شرکت در تاریخ محاسبه، دارایی‌ها را می‌فروشد، تمامی بدهی‌ها و تعهدات (که شامل هزینه‌های مربوط به تسویه شرکت نیز است) را می‌پردازد و بقیه را بین سهام‌داران عادی تقسیم می‌کند:

ارزش تسویه‌ای سهام = (هزینه‌های تسویه + سهام ممتاز + مجموع بدهی‌ها) - وجوه حاصل از فروش داراییها  
تعداد سهام عادی

به کارگیری روش‌های خالص ارزش دارایی‌ها و ارزش تسویه‌ای، دارای محدودیت‌هایی به شرح زیر است:

اول، برای شرکت‌هایی که دارایی‌های زیاد و متنوعی دارند، امکان ارزیابی تک تک دارایی‌ها مشکل و عملاً استفاده از این روش‌ها را ذهنی می‌سازد.

دوم، در شرایط تورمی به دلیل افزایش ارزش روز دارایی‌ها، ارزشی که از این دو روش برای سهام عادی به دست می‌آید بالا خواهد بود در صورتی که این ارزش بالا، به واسطه توانایی خلق ارزش در شرکت ایجاد نشده است بلکه ناشی از تورم است. به همین خاطر ممکن است به دلیل تورم ارزش سهام شرکتی که دارایی‌های بسیار زیادی دارد اما در مقابل از قدرت سود آوری پایینی برخوردار است، بیشتر از ارزش سهام شرکتی تعیین شود که دارایی‌های کمی دارد اما قدرت سودآوری آن بالاتر است و این ارزش‌گذاری منطقی نیست.

سوم، این روش اساس ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها یعنی جریان نقدی آتی را نادیده گرفته و بدون در نظر گرفتن فرض تداوم فعالیت شرکت‌ها، به وضعیت حال آن‌ها توجه می‌کند.

## ارزش جایگزینی<sup>۷</sup>

ارزش جایگزینی، ارزش یک ورقه بهادار است با فرض این که در یک شرکت دقیقاً مانند شرکت مورد نظر در تاریخ محاسبه ایجاد شود. در این روش، ابتدا تمام هزینه‌هایی که برای راه اندازی مجدد شرکت (تا وضعیت فعلی آن) لازم است برآورده شده و سپس رقم به دست آمده برای محاسبه ارزش هر سهم بر تعداد سهام آن تقسیم می‌شود.

نکات ضعف این روش مانند روش ارزش تسویه‌ای است.

### ارزش باقیمانده<sup>۸</sup>

در صورت حساب سود و زیان، بهای تمام شده تأمین مالی از طریق بدهی به شکل پرداخت بهره است اما هزینه‌ای برای سهام در این صورت حساب وجود ندارد. واضح است که در صورتی که هزینه مشخصی برابر سهام در نظر گرفته و از سود خالص (NI) کم کنیم ارزش افزوده به دست آید. اگر فرض کنیم که  $N_t$  سود خالص در سال  $t$  ام،  $r_t$  بازده مورد انتظار

6 . Liquidation Value

7 . Replacement Value

8 . Residual Income Method

3 . Book Value

4 . Net Asset Value

5 . Mutual funds

سهام‌داران در سال  $t$  ام باشد:

ارزش دفتری سهام در ابتدای سال  $t = P_t \times$  هزینه سهام در سال  $t$ .

در این صورت ارزش باقیمانده (RI) برابر است با تفاوت بین سود خالص و هزینه سهام یعنی:

$$\text{هزینه سهام} - \text{سود خالص} = \text{ارزش باقیمانده}$$

$$RI = NI - (BV_{t-1} \times r_t)$$

در صورتی که ارزش باقیمانده مثبت باشد ( $RI > 0$ ) بدین معنی است که به ارزش شرکت اضافه شده است و در صورتی که منفی باشد ( $RI < 0$ ) از ارزش شرکت کاسته شده است.

از مزایای استفاده از این روش این است که پیش بینی ارزش باقیمانده آسان‌تر از پیش بینی جریان نقدی است. و از معایب این روش، وابسته بودن عملکرد این روش به استانداردهای حسابداری را می‌توان ذکر کرد. در صورت استفاده از استانداردهای پذیرفته شده حسابداری آمریکا سودها و عایدات انعکاسی از ارزش شرکت است ولی بر اساس استانداردهای پذیرفته شده آلمان سودها و عایدات انعکاسی از ارزش شرکت نیست.

### روش‌های ارزیابی سهام بر مبنای دیدگاه سودآوری

بر اساس دیدگاه سودآوری، ارزش سهام بر مبنای هرگونه منافع آتی حاصل از عملکرد شرکت تعیین می‌شود. در این روش، دارایی‌ها به دلیل این که به خودی خود بازدهی ندارند نمی‌توانند ملاک ارزیابی قرار گیرند بلکه استفاده موثر از آن، برای شرکت سود تولید می‌کند. ارزشی که به این ترتیب به دست می‌آید ارزش ذاتی سهام است. طبیعتاً این رقم ممکن است با قیمت معاملاتی سهام در بازار که بر اساس عرضه و تقاضای آن شکل می‌گیرد تفاوت داشته باشد. سرمایه‌گذاران، معمولاً ارزش به دست آمده با ارزش ذاتی سهام را با قیمت بازار مقایسه کرده، در صورتی که ارزش ذاتی بیش از قیمت بازار باشد، به عنوان سهامی که بازار قیمت کمتری از ارزش واقعی<sup>9</sup> برای آن در نظر گرفته و به امید این که بازار در نهایت به قیمت مورد نظر برسد، آن را یک فرصت سرمایه‌گذاری مطلوب قلمداد کرده، برای خرید توصیه می‌کنند. بالعکس، در صورتی که ارزش ذاتی، مساوی یا کم‌تر از قیمت بازار<sup>10</sup> باشد یا تفاوت زیادی با آن نداشته باشد، آن را از نظر سرمایه‌گذاری رد می‌کنند.

فرض اصلی ارزش ذاتی، دائمی بودن دوره سرمایه‌گذاری است. بدیهی است همه افراد برای دوره‌ای نامحدود در سهام عادی سرمایه‌گذاری نمی‌کنند. بنابراین با توجه به این که افق سرمایه‌گذاری افراد، چند دوره باشد و در طی این دوره‌ها، چه وجوهی از سرمایه‌گذاری عاید آن‌ها می‌شود، راه‌های مختلفی برای قیمت‌گذاری بر اساس دیدگاه سودآوری وجود دارد:

### ارزیابی سهام بر مبنای تنزیل

#### سودهای نقدی آتی

در صورتی که سرمایه‌گذار در نظر داشته باشد سهام موردنظر خود را تنها برای یک دوره نگاه‌داری کند از سرمایه‌گذاری در سهام دو عایدی خواهد داشت. اول، سود نقدی پایان سال سهام عادی و دوم، مبالغی که از تفاوت قیمت خرید و فروش سهام در پایان دوره به دست می‌آورد. با توجه به این دو رقم، سود حاصل از این دو عایدی، به شرح زیر است:

$$Y = P_1 - P_0 + D_1$$

$P_0$ : قیمت در ابتدای دوره

$P_1$ : قیمت در پایان دوره

$D_1$ : سود تقسیمی در پایان دوره

برای به دست آوردن بازده کفایت عبارت فوق را بر  $P_0$  تقسیم کنیم:

$$K = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0}$$

پس از ساده سازی داریم:

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K}$$

حال اگر سرمایه‌گذار برای یک دوره بی نهایت، سهام فوق را نگاه‌داری کند، دیگر قیمت فروش سهام معنی نخواهد داشت و تنها سودهای نقدی عاید فرد خواهد شد. در این حالت نرخ رشد سودهای آتی باید در مدل لحاظ شود چرا که سهام برای یک دوره بی نهایت، نگاه‌داری می‌شود (برای مثال ممکن است سود با نرخ  $60\%$  در سال رشد کند). در نهایت با تنزیل همه سودها و در نظر گرفتن عامل رشد سود، داریم:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

$P_0$ : قیمت در ابتدای دوره

$D_1$ : سود تقسیمی در پایان دوره

$g$ : نرخ رشد سود شرکت

$k$ : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

در مدل فوق فرض اساسی آن است که رشد شرکت از محل سود انباشته انجام می‌شود یا این که ساختار سرمایه تأثیری روی ارزش شرکت ندارد.

از مزایای مدل، ساده بودن مفاهیمی است که در آن به کار رفته است. برای نمونه در این روش از سود تقسیمی که سهام‌دار به دست می‌آورد استفاده شده است. ضمن

9 . under valued

10 . Over valued

آن که سودهای تقسیمی معمولاً در کوتاه مدت پایدار و ثابت بوده لذا پیش بینی آنها آسان است.

مدل های مبتنی بر معیارهای مقایسه ای در این مدل ها، به منظور محاسبه قیمت سهم، یک عامل مشترک بین شرکت مورد نظر و شرکت های مشابه در نظر گرفته می شود و بر اساس آن، قیمت سهام را تعیین می کنیم.

معروف ترین عامل ضریب P/E (قیمت به سود) است:

$$P = P/E \times EPS$$

برای مثال در صورتی که EPS یک شرکت ۱۰۰۰ ریال و P/E شرکت های مشابه (صنعت) ۵ باشد، قیمت این شرکت برابر است با:

$$5 \times 1000 = 5000$$

عامل دیگر نسبت قیمت سهم یا P/B ارزش دفتری است.

$$P = P/B \times B$$

برای مثال در صنعت بانکداری اگر P/B = ۵ باشد و ارزش دفتری شرکت الف (فعال در صنعت بانکداری) ۱۵۰ باشد قیمت این سهم برابر است با:

$$P = 5 \times 150 = 750$$

این روش معمولاً برای شرکت هایی مورد استفاده قرار می گیرد که وضعیت آنها در کوتاه مدت مناسب نبوده (زیان ده هستند) اما در بلند مدت از جریان نقدی مناسبی برخوردار هستند. و به عبارت دیگر سود آور هستند.

### مدل های مبتنی بر جریان نقدی تنزیلی (DCF)

مدیریت مبتنی بر ارزش این موضوع را در اذهان مدیران و تصمیم گیرندگان در سازمان القاء می کند که تصمیمات خود را با توجه به ارزشی که برای شرکت، ایجاد می شود، اولویت بندی کنند. این بدین معنی است که همه فرآیندها و نظام های سیاسی باید به سمت ایجاد ارزش، جهت دهی

شوند. در مدل های مبتنی بر جریان نقدی تنزیلی، ارزشی که در آینده قرار است برای شرکت ایجاد شود، با نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه مورد تنزیل قرار گرفته و سپس با هزینه سرمایه مورد مقایسه قرار می گیرند. مهم ترین مدل ها عبارتند از:

### روش ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

ارزش افزوده (Value Added) در چارچوب ارزش های اقتصادی تبیین و طبقه بندی می شود و نشان دهنده تفاوت ارزش معاملاتی (ارزش فروش) و ارزش کالا و خدمات خریداری شده (ارزش خرید) است. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار مالی در سنجش عملکرد، مبتنی بر ارزش افزوده است. ارزش افزوده اقتصادی شاخصی در مدیریت مبتنی بر ارزش است که به کنترل کل ارزش ایجاد شده در یک کسب و کار می پردازد. این روش اولین بار توسط استرن - استوارت جهت ارائه خدمات مشاوره به شرکت هایی که خواهان جبران سطح خدمت مناسبی برای مدیرانشان بودند، ایجاد و ارائه شد.

این مدل، الگویی است که با استفاده از روش ارزش فعلی خالص (NPV) عمل می کند. ارزش فعلی جریان نقدی آتی پروژه ها را با نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) تنزیل کرده و آن را با هزینه سرمایه پروژه مقایسه می کند. اگر ارزش فعلی خالص مثبت باشد به ارزش شرکت افزوده خواهد شد. به عبارت دیگر این مدل توانایی مدیریت در افزودن ارزش به شرکت در طول سال های تصمیم گیری سرمایه گذاری را نشان می دهد. ارزش افزوده اقتصادی با مقایسه سود عملیاتی خالص پس از مالیات کل شرکت (NOPAT) نسبت به هزینه سرمایه کل شرکت محاسبه می شود. نحوه محاسبه ارزش شرکت بر اساس مدل مذکور به صورت زیر است:

$$V = \text{Capital}_0 + \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+c)^t}$$

در فرمول فوق Capital<sub>0</sub> عبارت است از منابع هزینه دار شرکت در ابتدای دوره. این منابع شامل مجموع بدهی های هزینه دار و نیز حقوق صاحبان سهام است. ضمناً همان طور که ذکر شد ارزش افزوده اقتصادی در زمان t از طریق مقایسه سود عملیاتی خالص پس از مالیات کل شرکت و هزینه سرمایه کل شرکت در آن زمان محاسبه می شود.

طرفداران مفهوم ارزش افزوده اقتصادی ادعا می کنند که این شاخص برترین معیار عملکرد محسوب می شود. زیرا به عنوان یک معیار ارزیابی، هزینه فرصت صاحبان سهام و ارزش زمانی پول را در نظر گرفته و تحریف ناشی از به کارگیری اصول حسابداری را برطرف می سازد.

یکی از اولین چیزهایی که باید بدان توجه شود تورم است. برای فهمیدن این که آیا یک شرکت ارزش افزوده برای سهام دار ایجاد می کند یا نه، باید یک برآوردی از ارزش جاری جایگزینی دارایی ها داشته باشیم. دیدگاه ارزش افزوده اقتصادی بسیار به ترازنامه اول دوره شرکت بسیار وابستگی دارد که نوعاً شامل تنوع بسیار زیادی از دارایی ها با طول استفاده و عمر متفاوت است. این دارایی ها،



ارزش دفتری هر سهم از تقسیم مجموع حقوق صاحبان سهام (پس از کسر سهام ممتاز) بر تعداد سهام منتشره به دست می آید. در واقع مبنای تعیین ارزش دفتری سهام، ارزش دفتری دارایی ها منهای بدهی های شرکت است.

در بسیاری از مواقع دارای ارزش دفتری هستند. حتی در شرایط تورمی نسبتاً پایین، ارزش دفتری دارایی‌های قدیمی اکثراً پایین تر از ارزش جایگزینی آنهاست.

از آنجا که ارزش دفتری از ارزش واقعی کم‌تر است، به احتمال زیاد بنگاه نرخ بازده اقتصادی بیش‌تری خواهد داشت و همین مساله باعث به وجود آمدن خطا در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی شده و در نهایت محاسبه ارزش شرکت را دچار مشکل کند. یکی از اولین قدم‌ها در هر تحلیلی، این است که مبنای محاسبه ارزش دارایی‌ها تعدیل شود و آن را در یک هزینه جایگزینی معادل قرار دهد. انجام یک تعدیل ویژه برای یک دارایی برای محاسبه ارزش جایگزینی جدید آن، می‌تواند یک مساله مهم را ایجاد کند. آن مساله این است که شاید نخواهید که این دارایی ویژه را با دارایی معادل آن جایگزین کنید. به هر حال، طبق روش‌های اندازه‌گیری عملکرد رایج کنونی، کسب و کار با دارایی‌های قدیمی ممکن است نرخ بازده بالاتری نسبت به زمانی که این دارایی‌ها دوباره ارزش گذاری می‌شوند، خواهد داشت. در کردار شماره ۱ فرایند کلی محاسبه ارزش افزوده اقتصادی به همراه مثالی ذکر شده است.

### تقاضای جریان نقد عملیاتی و ارزش افزوده نقد:

وقتی یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌کند، خواستار آن است تا بداند آیا سرمایه‌گذاری انجام شده، ارزشی ایجاد کرده است یا خیر. تقاضای جریان نقدی عملیاتی (OCFD) یکی از راه‌های محاسبه خواسته‌ها و انتظارات مالی است و تابعی است که از جمع دوره مورد انتظار حیات اقتصادی دارایی سرمایه‌گذاری شده و نرخ تورم به دست می‌آید.

نسبت بین جریان نقد عملیاتی (OCF) و تقاضای جریان نقد عملیاتی (OCFD)، ارزش افزوده نقدی (CVA) است. اگر شاخص بزرگ‌تر از ۱ باشد، ارزش فعلی خالص مثبت شده و ارزش ایجاد خواهد شد. وقتی که شاخص مساوی ۱ باشد ارزش فعلی خالص مساوی صفر خواهد بود و نرخ بازده مورد انتظار با نرخ بازده داخلی پروژه مساوی خواهد بود. (کردار شماره ۳)

لذا دیدگاه ارزش افزوده نقدی از این نظر مفید و سودمند است که به ما بگوید که چه مقدار بازده توسط سرمایه‌گذاری‌های آینده باید ایجاد شود تا برای سهام‌داران ارزش ایجاد کند. تمرکز دیدگاه مذکور بر فرایند سرمایه‌گذاری است و به مدیریت در تصمیم‌گیری کمک می‌کند تا بداند کدام سرمایه‌گذاری بر افزایش بقای شرکت مهم و موثر است و بدین منظور کدام سرمایه‌گذاری جهت بهتری را نشان می‌دهد. این دیدگاه برای فهم اثر سرمایه‌گذاری‌های مختلف و سناریوهای رشد مفید است. اما مهم‌ترین ضعف‌های مدل عبارتند از سطح بالایی از عمومیت و کلی بودن، بیش از حد وابسته بودن به عامل تنزیل (میانگین موزون هزینه سرمایه) و نیز تحلیل تک دوره‌ای (تحلیل برای یک دوره انجام می‌شود)

### روش جریان نقدی آزاد (FCF)

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگاه‌داری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد.

### روش ارزش افزوده نقد (CVA)

یکی دیگر از مدل‌هایی که برای اندازه‌گیری ارزش سهام است، مدل ارزش افزوده نقدی است. این مدل برای روشن‌تر کردن جزئیات تصمیمات سرمایه‌گذاری طراحی شده است. بر اساس این مدل، ارزش کل یک بنگاه می‌تواند به ۳ بخش تقسیم شود که عبارتند از:

- ۱- ارزش وجوه نقد مازاد
- ۲- ارزش جایگزینی
- ۳- ارزش استراتژی

### ارزش وجوه نقد مازاد:

ارزش وجوه نقدی همان ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده حاصل از کسب و کار است با این فرض که هیچ سرمایه‌گذاری مهم دیگری جایگزین آن نمی‌شود (مثل این است که موتور هواپیمایی خاموش شده باشد و به پرواز ادامه دهد تا جایی که سرانجام فرود بیاید). به طور ساده ارزش وجود نقد مازاد، جریان نقدی آینده از یک دارایی موجود اشاره دارد.

### ارزش جایگزینی:

عبارت است از جریان نقدی که بوسیله سرمایه‌گذاری جدید انجام می‌شود که این سرمایه‌گذاری برای ادامه کسب و کار مورد نیاز است. ارزش جایگزینی، جریان نقدی نهایی است که بوسیله سرمایه‌گذاری ایجاد شده است.

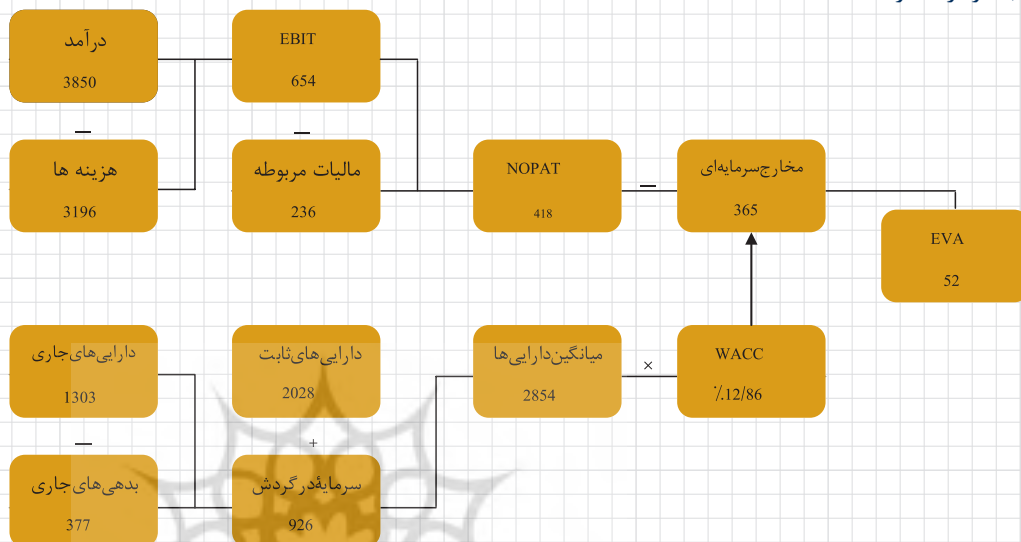
### ارزش استراتژی:

به جریان نقدی به دست آمده از سرمایه‌گذاری اشاره‌ای دارد که خروجی اعم از درآمد یا حجم فروش را تغییر می‌دهد. جمع هر ۳ بخش گفته شده، ارزش ذاتی کل شرکت را تعریف می‌کند که ممکن است با ارزش اقتصادی شرکت برابر باشد یا نباشد. (کردار شماره ۲)



امروزه موضوع ارزش گذاری سهام به یکی از موضوعات بسیار بااهمیت برای اکثر سرمایه گذاران و سهام داران تبدیل شده است. چراکه بر مبنای مدل های مطرحه در ارزش گذاری سهام؛ می توانند اوراق بهادار خود را ارزش گذاری کرده و بر اساس آن در مورد خرید یا فروش اوراق بهادار خود تصمیم گیری کنند.

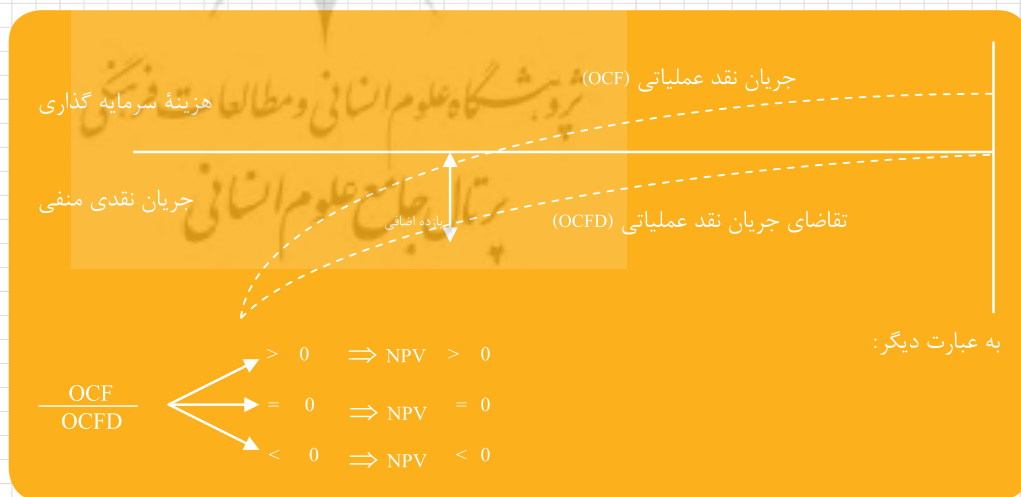
◀◀ کردار شماره ۱



◀◀ کردار شماره ۲



◀◀ کردار شماره ۳



◀◀ کردار شماره ۴

$$EVA = \left[ \left( \text{سود جاری به ازای هر سهم} \right) \times \left( \text{نرخ رشد سود} \right) \times \left( \text{P/E ابتدایی} \right) \right] + \left( \text{سود تقسیمی} \times \text{آن ها مورد محاسبه} \right)$$

تعدد سالهایی که سود قرار می گیرد





ارزش جایگزینی، ارزش یک ورقه بهادار است با فرض این که در یک شرکت دقیقاً مانند شرکت مورد نظر در تاریخ محاسبه ایجاد شود. در این روش، ابتدا تمام هزینه‌هایی که برای راه اندازی مجدد شرکت (تا وضعیت فعلی آن) لازم است برآورده شده و سپس رقم به دست آمده برای محاسبه ارزش هر سهم بر تعداد سهام آن تقسیم می‌شود.

### روش تصویر ذهنی سهام<sup>۱۱</sup>

شاید تابه حال برای بسیاری از سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه اتفاق افتاده است که شاهد اختلاف قیمت بین قیمت محاسباتی سهام از وجه نظری و قیمت معاملاتی سهام در بازار بوده باشند. علت چیست؟ در اکثر مدلهایی که تا به حال به آن‌ها پرداختیم سعی بر این بود تا جریان نقدی آتی سرمایه‌گذاری‌ها را با استفاده از نرخ هزینه سرمایه تنزیل کنند و ارزش فعلی آن‌ها را مورد محاسبه قرار دهند تا بدین وسیله ارزش شرکت را به دست آورند. به نظر می‌رسد عوامل دیگری در مدل‌های ارزش گذاری سهام باید دخالت داده شوند تا این نارسایی را جبران کنند. این عوامل به رفتار سرمایه‌گذاران در بازار منسوب می‌شوند. برای مثال یکی از انواع محرک‌های درونی که می‌تواند رفتار افراد را شکل بدهد، انطباق تصویر ذهنی خریدار با تصویر واقعی شرکت است.

بسیاری از سرمایه‌گذاران بدون توجه به نام شرکت و صورت‌های مالی (سود هر سهم، سیاست تقسیم سود، نرخ رشد سود و...) سهام شرکت را خریداری می‌کنند، در واقع این گونه سرمایه‌گذاران با توجه به تصویر ذهنی ایده آل خود از محصولات و خدمات، سهام‌دار شرکت می‌شوند. در حقیقت این افراد میان ذهنیت مطلوب خود و تصویر واقعی شرکت‌های موجود، انطباقی را صورت می‌دهند و در نهایت سهام‌دار شرکتی می‌شوند که محصولات، خدمات، مدیریت و... آن، مطابق با ذهنیات آن‌ها باشد.

بنابراین به خاطر وجود این عوامل، مدیران و تحلیل‌گران پرتفوی در ارزش گذاری سهام باید دو عامل را مد نظر قرار دهند. این دو عامل عبارتند از:

- ۱- ویژگی‌های دارایی
  - ۲- رفتار سرمایه‌گذاران
- روش تصویر ذهنی سهام این دوجنبه را در نظر می‌گیرد. بر اساس این روش تصویر یک سهم به موارد زیر وابسته است:
- ۱- اندازه گیری رفتار بازار در مقابل سهم
  - ۲- واریانس سهم در زمانهای مختلف شامل کرانه‌های بالا و پایین آن.

جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهام‌داران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. بخش عمده‌ای از جریان نقد آزاد یک شرکت همان جریان نقد عملیاتی یک شرکت است و در واقع جریان نقد بعد از مالیات است که بوسیله شرکت ایجاد شده و برای تمام سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سهام‌داران فراهم و در دسترس است. جریان نقد عملیاتی، وجه نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات شرکت است که معمولاً با کسر شدن همه هزینه‌های عملیاتی از درآمدها به دست می‌آید، اما مجموعه‌ای از تعدیلات بر روی سود خالص صورت می‌گیرد که در صورت زیر نحوه محاسبه جریان نقدی آزاد را بوضوح می‌توان مشاهده کرد:

سود قبل از بهره و مالیات (سود عملیاتی)

کسر میشود: هزینه مالیات

= سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات (NOPAT)

اضافه میشود: هزینه استهلاک

= جریان نقدی عملیاتی

کسر میشود: سرمایه‌گذاری مجدد

اضافه یا کسر میشود: تعدیلات سرمایه در گردش

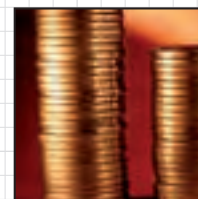
اضافه میشود: باز یافت ارزش پایانی دارایی‌ها

= جریان نقد آزاد برای شرکت (FCF)

به منظور محاسبه ارزش شرکت بر اساس مدل جریان نقدی آزاد، باید جریان نقدی آزاد محاسبه شده در دوره‌های مختلف را با نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه تنزیل کرد. به عبارت دیگر ارزش شرکت در این روش برابر است با:

$$V = \sum_{t=1}^N \frac{FCF_t}{(1+c)^t}$$

در این مدل از جریانات نقدی واقعی استفاده می‌شود که تحت تأثیر قوانین حسابداری نیستند. این جریانات نقدی دارای کاربرد مستقیم در محاسبه ارزش فعلی خالص هستند. ضمن آن که یک مدل آینده نگر است که هیچ سرمایه ابتدای دوره یا ترازنامه اول دوره را فرض نمی‌کند و جریان نقد آزاد آینده را با میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) تنزیل می‌کند. با وجود مزایای برشمرده شده، این مدل به افق پیش بینی بلند مدت نیاز دارد تا جریانات نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها را (مخصوصاً هنگامی که سرمایه‌گذاری‌ها در حال رشد است) تشخیص دهد. در این روش شرکت‌ها سعی می‌کنند جریانات نقدی آزاد خود را از طریق تقلیل دادن سرمایه‌گذاری‌هایشان، افزایش دهند چرا که با سرمایه‌گذاری‌ها به عنوان زیان ارزش برخورد می‌شود. به علاوه آن که روایی و پایایی پیش بینی‌های جریانات نقدی آزاد، سخت است.



بر اساس دیدگاه

سودآوری، ارزش سهام بر مبنای هرگونه منافع آتی حاصل از عملکرد شرکت تعیین می‌شود. در این روش، دارایی‌ها به دلیل این که به خودی خود بازدهی ندارند نمی‌توانند ملاک ارزیابی قرار گیرند بلکه استفاده موثر از آن، برای شرکت سود تولید می‌کند.

جدول (۱): انواع تصاویر سهام

تصویر از جهت « پایداری » تصویر از جهت « منزلت »	پایدار: A ۱ < بتا	نوسان پذیر: B ۱ > بتا
۱. کم نامطلوب، زیر ارزش ذاتی ارزش گذاری شده است.	1.A شرکت‌هایی که تنزل قیمت آن‌ها به آهستگی صورت گرفته، دارای ریسک متوسط بوده و سهام‌هایی که به بدی شهرت یافته اند	1.B شرکت‌هایی که تنزل قیمت آن‌ها به سرعت بوده و ریسکی هستند. سهام نا منظم و غیر قابل پیش بینی هستند.
۲. متوسط متوسط، معتدل	2.A شرکت‌های دارای اندازه متوسط، دارای سهام تدافعی.	2.B سهام فراموش شده
۳. زیاد مطلوب، بیش از ارزش ذاتی ارزش گذار شده است.	3.A سهام دارای رشد سریع	3.B سهامی که دارای بازدهی بالا و نیز ریسک بالا هستند

جدول (۲): ضرایب کرانه‌های تصویر برای هر نوع تصویر ارائه شده در جدول اول

تصویر یا نگرش مرتبط با سهم	جو عمومی بازار	بد و افسرده	خنثی، رکود	شناور و سبک
		متوسط تصویر: ۱/۶	متوسط تصویر: ۱	متوسط تصویر: ۱/۷
تصویر کم	۱.A پایدار	۰/۴ تا ۰/۶	۰/۶ تا ۰/۸	۰/۸ تا ۱/۳
	۱.B نوسان پذیر	۰/۲ تا ۰/۴	۰/۳ تا ۰/۷	۰/۷ تا ۱/۲
تصویر متوسط	۲.A پایدار	۰/۶ تا ۰/۹	۰/۹ تا ۱/۳	۱/۴ تا ۱/۸
	۲.B نوسان پذیر	۰/۴ تا ۰/۷	۰/۷ تا ۱/۲	۱/۳ تا ۲
تصویر زیاد	۳.A پایدار	۱ تا ۱/۳	۱/۳ تا ۱/۸	۱/۸ تا ۲/۵
	۳.B نوسان پذیر	۰/۸ تا ۱/۱	۱/۲ تا ۱/۹	۲ تا ۳

۳- تعریف قیمت‌های بالقوه شاخص برای هر سهم

مطابقت نمی‌کنند. بنابراین باید چک شود که ویژگی‌های یک سهم چقدر با توصیف طبقه متناسب است. طبقات اصلی این روش به شرح زیراند:

#### ۱) تصاویر سهام جادویی<sup>۱۵</sup>

ضریب‌های تصویری برای این سهام که معمولاً بیش از حد قیمت گذاری شده اند بین ۱ تا ۳ است. این نوع سهام دارای رشد بزرگ همراه با شهرت بسیار هستند. به عبارت دیگر سهامی که از هر جهت برای مدتی طولانی موفق بوده اند و رشد سود خطی، سریع و بی پایان را به نمایش می‌گذارند.

#### ۲) سهام عاری از علاقه<sup>۱۶</sup>

ضریب‌های تصویری برای سهامی که معمولاً کم‌تر از حد قیمت گذاری شده اند بین ۰/۴ تا ۱/۲ است. برخی از سهام به طور موقت یا ثابت نادیده گرفته می‌شوند، عاری از علاقه می‌شوند و حتی مورد تنفر قرار می‌گیرند. این سهام منفور به ویژه در دوره‌های بحران اقتصادی تصاویر کوچکی دارند. نمونه‌هایی از سهام شرکت‌هایی که در این طبقه قرار می‌گیرند عبارتند از:

#### الف) موسسات رو به زوال و در حال افت<sup>۱۷</sup>

موسسات در حال افت، موسساتی هستند که فروش‌های بلند مدت و سود ناخالص کمی دارند.

#### ب) سهام فراموش شده<sup>۱۸</sup>

بازار به موسسات متوسط و حتی بزرگ که دارای مزیت‌های زیادی هستند علاقه مند هست و در عین حال به بسیاری از سهام‌های کوچک علاقه‌ای نشان نمی‌دهد. علت فراموش شدن و عدم علاقه بازار به جو عمومی بازار بستگی دارد:

اگر جو عمومی بازار رو به افول باشد، آن سهام نادیده گرفته می‌شوند، چرا که سرمایه‌گذاران حساب‌های جاری و اوراق بهادار را بسیار بیشتر از سهام ترجیح

در این روش به منظور محاسبه ارزش بالقوه بازاری (PMV)<sup>۱۲</sup> یک سهم، باید ابتدا ۲ عامل ارزش اقتصادی تخمینی<sup>۱۳</sup> (EEV) و ضریب بالقوه تصویر<sup>۱۴</sup> را محاسبه کرده و آن‌ها را در هم ضرب کرد:

ضریب بالقوه تصویر × ارزش اقتصادی تخمینی = ارزش بالقوه بازاری

در محاسبه ارزش اقتصادی تخمینی متغیرهای متعددی باید لحاظ شوند. این متغیرها شامل سود هر سهم، نرخ رشد سود در ۵ سال آینده، سود تقسیمی ناخالص، نسبت قیمت به سود ابتدایی است که باید آن‌ها را در فرمول زیر قرار داد. (کردار شماره ۴) با عنایت به رابطه بالا، یکی از متغیرهای مهم تاثیرگذار بر ارزش اقتصادی تخمینی، نسبت قیمت به سود ابتدایی (P/E اولیه) است. از آنجا که P/E معکوس نرخ بازده مورد انتظار است، کافی است نرخ بازده مورد انتظار سهام را محاسبه کرده و آن را معکوس کنیم. (به جهت طولانی بودن فرایند محاسبه نرخ بازده مورد انتظار سهام، از ذکر این فرایند خودداری می‌شود).

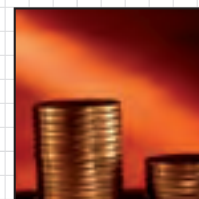
#### ضرایب بالقوه تصویر

ویژگی‌های خاص یک سهم دامنه ضرایب تصویر آن را تعیین می‌کند. در این قسمت ۲ جدول طرح شده که جدول اول انواع تصاویر سهام و در جدول دوم کرانه‌های ضرایب تصویر برای هر نوع تصویر مطرح شده است. با توجه به ویژگی‌های سهام موردنظر و تطابق آن با جدول ۱ تصویر مرتبط با آن را به دست آورده و سپس با مراجعه به جدول ۲ ضریب مربوط به آن را مشخص کرده و در فرمول اصلی قرار می‌دهیم. جداول (۱ و ۲)

#### طبقات اصلی تصویر سهام

برخی گروه بندی‌ها در طبقات یا انواع را می‌توان با سهامی که ویژگی‌های بازاری مشابهی دارند ایجاد کرد. هر طبقه با دو عامل سطح جذابیت بازار (سطح تصویری ساختاری) و نیز یک سطح از ریسک مورد توصیف قرار می‌گیرد. وقتی این ویژگی‌های بازاری یک سهم به طور قابل توجهی تغییر کند، این سهم به یک طبقه جدید منتقل می‌شود اما تثبیت موقعیت بازار جدید معمولاً تنها بعد از چندین سال و گاهی بعد از چند دهه اتفاق می‌افتد. این تغییر ویژگی سهم ممکن است به خاطر یک شوک اتفاقی مربوط به پیش بینی‌های آن سهم باشد یا به خاطر این حقیقت که سهام دارای چرخه حیات از تولد تا مرگ هستند، باشد.

باید مراقب بود که از قرار دادن یک سهم در یک طبقه تصویری، آن هم در اولین شناخت از سهم خودداری کرد. چرا که طبقات ذاتاً به طور کامل دقیق نیستند. لذا برخی از سهام کاملاً با یک طبقه



مدیریت مبتنی بر ارزش این موضوع را در اذهان مدیران و تصمیم‌گیرندگان در سازمان القاء می‌کند که تصمیمات خود را با توجه به ارزشی که برای شرکت، ایجاد می‌شود، اولویت بندی کنند. این بدین معنی است که همه فرآیندها و نظام‌های سیاسی باید به سمت ایجاد ارزش، جهت دهی شوند.

15 . Glamour stocks

16 . Ill-loved stocks

17 . Declining Firms

18 . Forgotten stocks

12 . potential market value

13 . Estimated economic value

14 . Potential image coefficient

محافظت شده هستند و فروش و هزینه‌های خودشان را دارند

### نتیجه گیری

ارزش عبارت است از بار معنایی خاصی که انسان به برخی اعمال، حالت‌ها و پدیده‌ها نسبت می‌دهد. امروزه خلق ارزش به ضرورتی اصلی در فضای کسب و کار تبدیل شده است. در حال حاضر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه‌های مختلف با توجه به خلق و ایجاد ارزش اتخاذ می‌شود. سرمایه‌گذاران نیز در راستای سرمایه‌گذاری خود در بازار به این مقوله توجه کرده و سهام شرکت‌ها را بر این اساس قیمت‌گذاری می‌کنند. لذا با عنایت به اهمیت ارزش و ارزش‌گذاری سهام، مدل‌های مختلف ارزش‌گذاری به همراه مزایا و معایب هر کدام مورد بحث قرار گرفتند و در نهایت به تشریح مدل "تصویر سهام" در این زمینه پرداخته شد. مدلی که ضمن در نظر گرفتن ویژگی‌های دارایی‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را نیز دخالت می‌دهد. امید است که این مقاله، خلأ علمی موجود در بازار سرمایه کشور را به بهترین نحو پر کرده و نیز بتوان از مدل‌های مطرح شده بهترین استفاده را برد.

### منابع و ماخذ

- 1-Behavioral Corporate Finance , Hersh Shefrin , 1999
- 2- Behavioral corporate finance ,santa clara university by hersh shefrin 2002
- 3-Behavioral Finance , Jay R. Ritter , 2005
- 4- capital cash flow, a simple approach to valuing risky cash flows ,2004
- 5 -Framework For Valuation ,part 5 ,2003
- Fundamentals Of Corporate Finance, ross and westerfield ,20056
- 7-Herd Behavior In Financial Markets ,Sushil Bikhchandari & Sunil Sharma ,International Monetary Fund, March 2005,
- 8-. In Search Of The Shareholder Value , part 6 , 2004
- 9- Modeling An Exit Strategy For Islamic Venture Capital Finance , International Journal of Islamic Financial Services , VOL4 , NO2
- 10 -Stocks For The Long Run , Siegel , 1998
- 11-www. stock image.perso.orange.fr
- 12- Traditional , Modern and New Approach To Finance.Igor Loncarski , Faculty of Economics , University of Ljubljana.,2005

۱۳- تهرانی رضا، مدیریت سرمایه‌گذاری، ۱۳۸۲

۱۴- جهانخانی علی، مدیریت مالی، سمت، ۱۳۷۴

۱۵- دهقان عبدالمجید، عوامل روانی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در بورس، ماهنامه تدبیر سال ۱۳۸۷

۱۶- راعی رضا و تلنگی احمد، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، ۱۳۸۳

۱۷- غلامزاده لداری مسعود، جریان نقد آزاد؛ معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها، دنیای اقتصاد

می‌دهند. حتی به سهام مشهور در آن دوره چندان اشتیاق نشان نداده و یا اگر چنین باشد جذب سهام با پایین‌ترین قیمت‌ها می‌شوند.

اگر جو بازار تنها برای مدت کوتاهی مناسب باشد، سهم‌هایی که در جدول، تصویری بهتر دارند، در اولویت قرار می‌گیرند.

وقتی جو عمومی بازار به اندازه کافی خوب باشد، آن‌ها کمی رشد می‌کنند و در صورتی که سرمایه‌گذاران به جستجوی ایده‌های جدید بپردازند، رشد آن‌ها سریعتر می‌شود.

### ج) موسسات بسیار متغییر یا غیر قابل پیش بینی<sup>۱۹</sup>

برخی سهام شما را وارد قطارهای پر پیچ و خم شهر بازی می‌کنند. اگر نتایج یک موسسه به شکل "زیگزاگی" حرکت کند تصویر سهام آن، تمایل به پایین بودن وبی ثباتی دارد.

### د) موقعیت‌های خاص<sup>۲۰</sup>

موقعیت‌های خاص برای موسساتی به کار برده می‌شود که در حال حاضر خیلی موفق نیستند بلکه متکی به سود توسط یک واقعه قابل پیش بینی هستند که می‌توانند شانس و فرصت خود را بهبود بخشند.

### ۳) تصاویر سهام معتدل<sup>۲۱</sup>

ضرایب تصویری این سهام بین ۰/۶ تا ۲ است و اکثریت سهامی که فهرست می‌شوند، دارای تصویر ساختاری هستند که به ۱ نزدیک است. تصویر واقعی برخی از آن‌ها کاملاً با ثبات است (۰/۷-۱/۵) و برای سایرین بسیار فرار (۰/۴ تا ۲) نمونه‌ای از سهام شرکت‌هایی که در این طبقه قرار می‌گیرند، سهام‌های مرغوب موسسات دارای چرخه نسبتاً مقاوم هستند. فعالیت‌های این دسته از شرکت‌ها کاملاً یکپارچه و متعادل بوده و سود آن‌ها ممکن است تا حدی کم باشد اما مدیریت از کنترل و سقوط آن‌ها جلوگیری می‌کند. آن‌ها اعتبار زیادی به دست می‌آورند اما دیگر اشتیاق زیادی برای خرید ایجاد نمی‌شود. نمونه دیگر شرکت‌های دارای سهام تدافعی هستند. این موسسات در برابر چرخه‌های اقتصادی

19 . Very cyclical - or erratic firms

20 . Special Situation

21 . Mitigated stocks