



دانشگاه شاهرود
پایه

تصمیم‌گیری در مسائل مالی

(کارشناسی ارشد حسابداری)

دکتر عبدالکریم مقدم محسن حسنی

«امروزه کتاب‌خوانی و علم‌آموزی، نه تنها یک وظیفه‌ی ملی، که یک واجب دینی است.»^۱

در عصر حاضر یکی از شاخصه‌های ارزیابی رشد، توسعه و پیشرفت فرهنگی هر کشوری میزان تولید کتاب، مطالعه و کتاب‌خوانی مردم آن مرز و بوم است. ایران اسلامی نیز از دیرباز تاکنون با داشتن تمدنی چند هزارساله و مراکز متعدد علمی، فرهنگی، کتابخانه‌های معتبر، علما و دانشمندان بزرگ با آثار ارزشمند تاریخی، سرآمد دولت‌ها و ملت‌های دیگر بوده و در عرصه‌ی فرهنگ و تمدن جهانی به‌سان خورشیدی تابناک همچنان می‌درخشد و با فرزندان نیک‌نهاد خویش هنرنمایی می‌کند. چه کسی است که در دنیا با دانشمندان فرزانه و نام‌آور ایرانی همچون ابوعلی سینا، ابوریحان بیرونی، فارابی، خوارزمی و ... همچنین شاعران برجسته‌ای نظیر فردوسی، سعدی، مولوی، حافظ و ... آشنا نباشد و در مقابل عظمت آنها سر تعظیم فرود نیاورد. تمامی این افتخارات ارزشمند، برگرفته از میزان عشق و علاقه فراوان ملت ما به فراگیری علم و دانش از طریق خواندن و مطالعه منابع و کتاب‌های گوناگون است. به شکرانه‌ی الهی، تاریخ و گذشته ما، همیشه درخشان و پربار است. ولی اکنون در این زمینه در چه جایگاهی قرار داریم؟ آمار و ارقام ارائه‌شده از سوی مجامع و سازمان‌های فرهنگی در مورد سرانه‌ی مطالعه‌ی هر ایرانی، برایمان چندان امیدوارکننده نمی‌باشد.

کتاب، دروازه‌ای به سوی گستره‌ی دانش و معرفت است و کتاب خوب، یکی از بهترین ابزارهای کمال بشری است. همه‌ی دستاوردهای بشر در سراسر عمر جهان، تا آنجا که قابل کتابت بوده است، در میان دست‌نوشته‌هایی است که انسان‌ها پدید آورده و می‌آورند. در این مجموعه‌ی بی‌نظیر، تعالیم الهی، درس‌های پیامبران به بشر، و همچنین علوم مختلفی است که سعادت بشر بدون آگاهی از آنها امکان‌پذیر نیست. کسی که با دنیای زیبا و زندگی‌بخش کتاب ارتباط ندارد بی‌شک از مهم‌ترین دستاورد انسانی و نیز از بیشترین معارف الهی و بشری محروم است. با این دیدگاه، به‌روشنی می‌توان ارزش و مفهوم رمزی عمیق در این حقیقت تاریخی را دریافت که اولین خطاب خداوند متعال به پیامبر گرامی اسلام (ص) این است که «بخوان!» و در اولین

۱. پیام مقام معظم رهبری به مناسبت آغاز هفته کتاب ۷۲/۱۰/۴

سوره‌ای که بر آن فرستاده‌ی عظیم‌الشان خداوند، فرود آمده، نام «قلم» به تجلیل یاد شده‌است: «اقْرَأْ وَ رَبُّكَ الْأَكْرَمُ. الَّذِي عَلَّمَ بِالْقَلَمِ» در اهمیت عنصر کتاب برای تکامل جامعه‌ی انسانی، همین بس که تمامی ادیان آسمانی و رجال بزرگ تاریخ بشری، از طریق کتاب جاودانه مانده‌اند.

دانشگاه پیام‌نور با گستره‌ی جغرافیایی ایران‌شمول خود با هدف آموزش برای همه، همه‌جا و همه‌وقت، به‌عنوان دانشگاهی کتاب‌محور در نظام آموزش عالی کشورمان، افتخار دارد جایگاه اندیشه‌سازی و خردورزی بخش عظیمی از جوانان جویای علم این مرز و بوم باشد. تلاش فراوانی در ایام طولانی فعالیت این دانشگاه انجام پذیرفته تا با بهره‌گیری از تجربه‌های گرانقدر استادان و صاحب‌نظران برجسته کشورمان، کتاب‌ها و منابع آموزشی درسی شاخص و خودآموز تولید شود. در آینده هم، این مهم با هدف ارتقای سطح علمی، روزآمدی و توجه بیشتر به نیازهای مخاطبان دانشگاه پیام‌نور با جدیت ادامه خواهد داشت. به‌طور قطع استفاده از نظرات استادان، صاحب‌نظران و دانشجویان محترم، ما را در انجام این وظیفه‌ی مهم و خطیر یاری‌رسان خواهد بود. پیشاپیش از تمامی عزیزانی که با نقد، تصحیح و پیشنهادهای خود ما را در انجام این وظیفه‌ی خطیر یاری می‌رسانند، سپاسگزاری می‌نماییم. لازم است از تمامی اندیشمندانی که تاکنون دانشگاه پیام‌نور را منزلگاه اندیشه‌سازی خود دانسته و ما را در تولید کتاب و محتوای آموزشی درسی یاری نموده‌اند، صمیمانه قدردانی گردد. موفقیت و بهروزی تمامی دانشجویان و دانش‌پژوهان عزیز آرزوی همیشگی ما است.

دانشگاه پیام‌نور

فهرست مطالب

پانزده

پیشگفتار

۱	فصل اول: چارچوب نظری مالی
۱	هدف کلی
۱	هدف‌های یادگیری
۱	مقدمه
۳	۱-۱ نظریه ارزیابی جریان نقدی تنزیل یافته
۴	۲-۱ ارزیابی اوراق قرضه
۴	۳-۱ حالت‌های مربوط به ارزیابی اوراق قرضه
۴	۱-۳-۱ اقساط مساوی دائمی
۵	۲-۳-۱ اوراقی که سررسید آن‌ها در یک تاریخ باشد
۷	۴-۱ ارزیابی سهام عادی
۹	۵-۱ نظریه ارزیابی میلر و مودیلیانی
۱۴	۶-۱ نقد، بررسی و توسعه قضیه میلر و مودیلیانی
۱۷	۷-۱ قضیه میلر برای بدهی و مالیات‌ها
۱۷	۸-۱ نظریه پرتفوی مارکوویتز
۱۹	۹-۱ مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)
۲۲	۱۰-۱ نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ
۲۴	۱۱-۱ نظریه شهودی آربیتراژ
۲۴	۱۲-۱ تأثیر عوامل سیستماتیک
۲۵	خلاصه فصل اول
۲۶	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل اول

۲۹	فصل دوم: مقدمه‌ای بر ارزشیابی
۲۹	هدف کلی
۲۹	هدف‌های یادگیری
۲۹	مقدمه
۳۰	۱-۲ تاریخچه ارزشیابی
۳۱	۲-۲ مبانی فلسفی ارزشیابی
۳۲	۳-۲ اسطوره‌های ارزشیابی
۳۲	۱-۳-۲ اسطوره (۱): مدل‌های ارزشیابی کمی هستند اما ارزشیابی عینی و قضاوتی است.
۳۲	۲-۳-۲ اسطوره (۲): اطلاعات مناسب در زمان مناسب مفید هستند.
۳۲	۳-۳-۲ اسطوره (۳): ارزشیابی خوب، ارزشیابی با برآورد دقیق است. (عدم وجود قطعیت در ارزشیابی)
۳۳	۴-۳-۲ اسطوره (۴): لزوماً مدل‌های کمی تر بهتر نیستند.
۳۴	۵-۳-۲ اسطوره (۵): وقتی فرض کنیم بازار ناکارا است مدل‌های ارزشیابی سودمند هستند.
۳۴	۶-۳-۲ اسطوره (۶): نتیجه نهایی ارزشیابی مهم است نه فرایند ارزشیابی
۳۵	۴-۲ کاربرد و نقش‌های ارزشیابی
۳۵	۱-۴-۲ ارزشیابی و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری
۳۸	۲-۴-۲ ارزشیابی در تحلیل تملک
۳۸	۳-۴-۲ ارزشیابی در مدیریت مالی
۳۹	۵-۲ چارچوب ارزشیابی با جریان‌های نقدی تنزیل شده
۴۲	۶-۲ محرکه‌های ارزش
۴۴	۷-۲ روش‌های مبتنی بر سرقفلی
۴۵	۱-۷-۲ روش ارزشیابی کلاسیک
۴۸	۲-۷-۲ روش UEC اختصاری
۴۸	۳-۷-۲ روش UEC
۴۹	۴-۷-۲ روش غیرمستقیم
۴۹	۵-۷-۲ روش آنگولاساکسون (روش مستقیم)
۵۰	۶-۷-۲ روش خرید سود سالانه
۵۰	۷-۷-۲ روش تحمل ریسک و نرخ بدون ریسک
۵۱	خلاصه فصل دوم
۵۱	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل دوم
۵۵	فصل سوم: مبانی تئوری پورتفولیو (سبد سرمایه)
۵۵	هدف کلی
۵۵	هدف‌های یادگیری
۵۵	مقدمه
۵۶	۱-۳ طبقه‌بندی و اندازه‌گیری ریسک
۵۹	۱-۱-۳ ریسک بازخرید

۵۹	۲-۱-۳ ریسک قابل تبدیل
۶۰	۳-۱-۳ ریسک نکول
۶۰	۴-۱-۳ ریسک نرخ بهره
۶۱	۵-۱-۳ ریسک مدیریت
۶۲	۶-۱-۳ ریسک قابلیت فروش (نقدشوندگی)
۶۳	۷-۱-۳ ریسک سیاسی
۶۳	۸-۱-۳ ریسک قدرت خرید
۶۴	۹-۱-۳ ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک
۶۴	۲-۳ تحلیل و کاربرد سبد سرمایه گذاری
۶۵	۳-۳ بازده موردانتظار سبد سرمایه
۶۵	۴-۳ واریانس و انحراف معیار یک سبد سرمایه
۶۷	۵-۳ موردی با دو دارایی مختلف
۷۱	۶-۳ متنوع سازی ریسک و سبد سرمایه کارآ
۷۱	۱-۶-۳ سبد سرمایه کارآ
۷۴	۷-۳ متنوع سازی در سطح شرکت ها
۷۵	۸-۳ اصل برتری یا غالب بودن (اصل تمامیت)
۷۶	۹-۳ سه مقیاس اندازه گیری برای کارایی
۸۲	۱۰-۳ تعیین نرخ وام تجاری
۸۵	۱۱-۳ نرخ بازده بازار و نرخ صرف ریسک بازار
۸۸	خلاصه فصل سوم
۸۹	خودآزمایی چهارگزینه ای فصل سوم

فصل چهارم: جریان ریسک گریزی، تخصیص دارایی های سرمایه ای و مدل انتخاب سبد سهام

۹۳	مارکوویتز
۹۳	هدف کلی
۹۳	هدف های یادگیری
۹۳	مقدمه
۹۴	۱-۴ اندازه گیری بازده و ریسک
۹۴	۱-۱-۴ بازده
۹۵	۲-۱-۴ ریسک
۹۷	۲-۴ نظریه مطلوبیت، توابع مطلوبیت، و منحنی های بی تفاوتی
۹۸	۱-۲-۴ توابع مطلوبیت
۱۰۸	۲-۲-۴ منحنی های بی تفاوتی
۱۱۲	۳-۴ سبدهای سهام کارآ
۱۱۴	۴-۴ ترکیبات سبد سهام
۱۱۸	خلاصه فصل چهارم
۱۱۹	خودآزمایی چهارگزینه ای فصل چهارم

۱۲۳	فصل پنجم: مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و پیش‌بینی بتا
۱۲۳	هدف کلی
۱۲۳	هدف‌های یادگیری
۱۲۴	مقدمه
۱۲۴	۱-۵ شیوه گرافیکی برای مشتق‌گیری از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۲۵	۲-۵ وام‌دهی، وام‌گیری و سبدسهم بازار
۱۲۷	۳-۵ خط بازار سرمایه
۱۲۹	۴-۵ خط بازار اوراق بهادار: مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۳۲	۵-۵ شیوه ریاضی مشتق‌گیری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۳۴	۶-۵ مدل بازار و تجزیه ریسک
۱۳۴	۱-۶-۵ مدل بازار
۱۳۵	۲-۶-۵ تجزیه ریسک
۱۳۶	۷-۵ علت اهمیت بتا برای تحلیل اوراق بهادار
۱۳۹	۸-۵ تعیین ریسک سیستماتیک
۱۴۱	۹-۵ نسبت رشد، بتای حسابداری، و واریانس در EBIT
۱۴۱	۱-۹-۵ نسبت رشد
۱۴۳	۲-۹-۵ بتای حسابداری
۱۴۴	۳-۹-۵ واریانس در EBIT
۱۴۴	۱۰-۵ نسبت سرمایه به کار
۱۴۵	۱۱-۵ هزینه‌های ثابت و متغیر
۱۴۶	۱۲-۵ پیش‌بینی بتا
۱۴۷	۱۲-۵ پیش‌بینی بتا بر مبنای بازار نسبت به مبنای حسابداری
۱۵۱	۱۳-۵ بعضی از دستورالعمل‌ها و الزامات مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۵۴	خلاصه فصل پنجم
۱۵۵	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل پنجم
۱۵۹	فصل ششم: برآورد پارامترهای ریسک و هزینه سرمایه
۱۵۹	هدف کلی
۱۵۹	هدف‌های یادگیری
۱۵۹	مقدمه
۱۶۰	۱-۶ مفهوم هزینه سرمایه
۱۶۱	۲-۶ نظریه ساختار سرمایه
۱۶۱	۱-۲-۶ نظریه سود خالص
۱۶۳	۲-۲-۶ نظریه سود عملیاتی
۱۶۴	۳-۲-۶ نظریه میلر و مودیلیانی (M&M)
۱۶۶	۴-۲-۶ دیدگاه جاری ساختار سرمایه
۱۶۷	۳-۶ هزینه سرمایه صاحبان سهام

۱۶۷	۶-۳-۱ استفاده از مدل‌های تنزیلی
۱۶۸	۶-۴ نرخ بازده بدون ریسک
۱۶۸	۶-۵ عامل بتا و شاخص بازار
۱۶۹	۶-۵-۱ انتخاب شاخص بازار
۱۷۰	۶-۵-۲ انتخاب دوره زمانی
۱۷۰	۶-۵-۳ انتخاب دامنه بازده
۱۷۱	۶-۶ روش‌های برآورد بتا
۱۷۱	۶-۶-۱ بتای تاریخی بازار
۱۷۲	۶-۶-۲ بتای بنیادی
۱۷۶	۶-۶-۳ بتای صنعت (روش جزء به کل)
۱۸۰	۶-۶-۴ بتای حسابداری
۱۸۱	۶-۷ کدام روش؟
۱۸۲	۶-۸ صرف ریسک کشور (منطقه)
۱۸۵	۶-۹ برآورد هزینه بدهی‌ها
۱۸۵	۶-۱۰ برآورد ریسک ناتوانی در بازپرداخت‌ها
۱۸۸	۶-۱۱ ماهیت بدهی‌ها
۱۸۹	۶-۱۲ هزینه سرمایه کل (WACC)
۱۹۴	خلاصه فصل ششم
۱۹۶	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل ششم

فصل هفتم: اصول بنیادین ارزشیابی مقایسه‌ای

۱۹۹	هدف کلی
۱۹۹	هدف‌های یادگیری
۱۹۹	مقدمه
۲۰۰	۷-۱ استفاده از ضرایب مقایسه‌ای
۲۰۰	۷-۱-۱ دلایل استفاده از روش مقایسه‌ای (مزایای روش)
۲۰۰	۷-۱-۲ معایب روش مقایسه‌ای
۲۰۱	۷-۲ ارزش‌های استاندارد شده و ضرایب
۲۰۱	۷-۲-۱ ضرایب سود
۲۰۱	۷-۲-۲ ضریب ارزش دفتری یا جایگزینی
۲۰۲	۷-۲-۳ ضریب فروش
۲۰۲	۷-۲-۴ ضرایب ویژه هر صنعت
۲۰۳	۷-۳ چهارگام اساسی در استفاده از ضرایب مقایسه‌ای
۲۰۳	۷-۳-۱ آزمون تعریف
۲۰۵	۷-۳-۲ آزمون توصیف
۲۰۶	۷-۳-۳ آزمون تحلیل
۲۰۸	۷-۳-۴ آزمون کاربرد

۲۱۰	۴-۷ کنترل تفاوت در شرکت‌ها
۲۱۰	۴-۷-۱ تعدیل‌های ذهنی یا قضاوتی
۲۱۱	۴-۷-۲ ضرایب تعدیل‌شده
۲۱۲	۴-۷-۳ رگرسیون طبقه‌ای
۲۱۳	۵-۷ تفاوت روش DCF و ضرایب مقایسه‌ای
۲۱۳	خلاصه فصل هفتم
۲۱۴	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل هفتم

فصل هشتم: ارزشیابی مقایسه‌ای: شناخت انواع ضرایب و نسبت‌های مقایسه‌ای

۲۱۷	هدف کلی
۲۱۷	هدف‌های یادگیری
۲۱۷	مقدمه
۲۱۸	۸-۱ ضریب P/E یا قیمت به سود
۲۱۹	۸-۱-۱ رابطه P/E با مدل تنزیل سود نقدی
۲۲۲	۸-۱-۲ مقایسه P/E بازار در طول زمان
۲۲۲	۸-۱-۳ مقایسه P/E در بین کشورها
۲۲۳	۸-۱-۴ رابطه P/E، سودآوری، هزینه سرمایه و رشد
۲۲۵	۸-۱-۵ عامل رشد و عامل فرانشیز (FF)
۲۲۶	۸-۱-۶ رابطه P/E، نرخ بهره و ریسک
۲۲۷	۸-۲ نسبت PEG (قیمت به سود تعدیل‌شده براساس رشد)
۲۲۷	۸-۲-۱ تعریف PEG
۲۲۹	۸-۲-۲ عوامل بنیادین PEG
۲۳۰	۸-۳ P/E نسبی
۲۳۱	۸-۳-۱ نسبت P/E و معادله ترکیبی
۲۳۲	۸-۴ نسبت قیمت سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (P/B)
۲۳۲	۸-۴-۱ چرا تحلیلگران از ارزش دفتری استفاده می‌کنند؟
۲۳۲	۸-۴-۲ تعریف P/B
۲۳۳	۸-۴-۳ عوامل مؤثر بر P/B
۲۳۵	۸-۴-۴ نسبت P/B برای شرکت‌های با رشد فوق‌العاده
۲۴۰	۸-۵ رویکرد رگرسیون در محاسبه P/B و P/E
۲۴۰	۸-۵-۱ رگرسیون P/B
۲۴۰	۸-۵-۲ مقایسه P/E در بین بازارها
۲۴۱	۸-۵-۳ کشورهای در حال توسعه
۲۴۵	۸-۶ مقایسه نسبت P/B شرکت در طول زمان
۲۴۵	۸-۷ کاربردهای نسبت P/E
۲۴۶	۸-۸ نسبت P/B و بازده غیرعادی
۲۴۸	۸-۹ نسبت P/B یا شاخص ریسک؟

۲۴۸	۸-۱۰ نسبت ارزش سهام به فروش شرکت (P/S)
۲۴۸	۸-۱۰-۱ تعریف
۲۴۹	۸-۱۰-۲ عوامل بنیادی در نسبت P/S
۲۵۳	۸-۱۰-۳ نسبت P/S و حاشیه سود
۲۵۵	۸-۱۱ استراتژی‌های بازاریابی و ارزش
۲۵۶	۸-۱۱-۱ استراتژی تمایز
۲۵۷	۸-۱۱-۲ استراتژی رهبری هزینه
۲۵۸	۸-۱۲ ارزش نام تجاری
۲۶۰	خلاصه فصل هشتم
۲۶۱	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل هشتم

فصل نهم: طبقه‌بندی مدل‌های ارزشیابی و گزینش مدل مطلوب

۲۶۳	هدف کلی
۲۶۳	هدف‌های یادگیری
۲۶۳	مقدمه
۲۶۴	۹-۱ گزینش مدل‌های ارزشیابی
۲۶۶	۹-۲ کاربرد مدل‌ها
۲۶۷	۹-۳ ویژگی‌های دارایی‌ها یا کسب‌وکار
۲۶۷	۹-۳-۱ نقدشوندگی دارایی‌ها
۲۶۸	۹-۳-۲ ظرفیت ایجاد جریان‌های نقدی
۲۶۹	۹-۳-۳ ویژگی‌های منحصربه‌فرد (تمایز)
۲۷۰	۹-۴ عقاید و خصوصیات تحلیلگر
۲۷۰	۹-۴-۱ افق زمانی
۲۷۱	۹-۴-۲ منطق کار ارزشیابی
۲۷۲	۹-۴-۳ اعتقاد و گرایش‌ات نسبت به بازار
۲۷۲	۹-۵ گزینش مدل‌های تنزیلی
۲۷۳	۹-۵-۱ گزینش جریان‌های نقدی برای مدل‌ها
۲۷۴	۹-۶ سود خالص یا سود نرمال‌شده؟
۲۷۶	۹-۷ الگوهای رشد
۲۷۷	۹-۸ شدت رشد
۲۷۸	۹-۹ منابع رشد
۲۷۹	۹-۱۰ گزینش مدل‌های ارزشیابی مقایسه‌ای
۲۷۹	۹-۱۰-۱ روش استفاده از نسبت‌های مقایسه‌ای
۲۸۳	۹-۱۰-۲ ارزشیابی براساس صنعت یا بازار؟
۲۸۴	۹-۱۰-۳ مدل‌های اقتضایی و قیمت‌گذاری براساس اختیار
۲۸۴	۹-۱۱ خطاهای رایج در ارزشیابی
۲۸۵	۹-۱۱-۱ خطا دربرآورد نرخ تنزیل یا نرخ بازده بدون ریسک

۲۸۷	۹-۱۱-۲ اشتباه هنگام محاسبه یا پیش‌بینی جریان‌های نقدی
۲۸۸	۹-۱۱-۳ خطا در محاسبه ارزش استمرار عملیات
۲۸۸	۹-۱۱-۴ خطاهای ادراکی و تباین (ناسازگاری‌ها)
۲۹۰	۹-۱۱-۵ خطا در تفسیر ارزشیابی
۲۹۱	۹-۱۱-۶ خطاهای سازمانی
۲۹۱	خلاصه فصل نهم
۲۹۱	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل نهم
۲۹۵	فصل دهم: نگاهی تحلیلی بر شاخص‌های بورس
۲۹۵	هدف کلی
۲۹۵	هدف‌های یادگیری
۲۹۵	مقدمه
۲۹۶	۱-۱۰ طبقه‌بندی شاخص‌های بورس
۲۹۷	۱-۱۰-۱ دامنه شمول شاخص
۲۹۷	۱-۱۰-۲ شاخص‌های بخشی
۲۹۷	۱-۱۰-۳ شاخص شرکت‌های منتخب
۲۹۸	۱-۱۰-۴ شاخص‌های مرکب
۲۹۹	۱-۱۰-۵ شاخص تالارها
۳۰۰	۲-۱۰ پارامتر مورد بررسی
۳۰۰	۱-۲-۱۰ شاخص قیمت
۳۰۱	۲-۱۰-۲ شاخص بازده نقدی
۳۰۱	۲-۱۰-۳ شاخص درآمد کل
۳۰۱	۳-۱۰ روش‌های محاسبه شاخص
۳۰۲	۱-۳-۱۰ میانگین حسابی ساده
۳۰۲	۲-۳-۱۰ میانگین موزون
۳۰۶	۴-۱۰ تعدیل ضریب سهام شناور آزاد
۳۰۷	۱-۴-۱۰ دامنه ضریب سهام شناور آزاد
۳۰۷	۵-۱۰ تعدیل پایه شاخص
۳۰۹	۶-۱۰ شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران
۳۰۹	۱-۶-۱۰ شاخص کل قیمت
۳۱۰	۲-۶-۱۰ شاخص صنایع
۳۱۰	۳-۶-۱۰ شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر
۳۱۱	۴-۶-۱۰ شاخص قیمت و بازده نقدی
۳۱۳	۵-۶-۱۰ شاخص بازده نقدی
۳۱۳	۷-۱۰ پیشنهاداتی برای اصلاح شاخص‌ها
۳۱۳	۱-۷-۱۰ تغییر ملاک وزن‌دهی شاخص
۳۱۴	۲-۷-۱۰ عدم لحاظ شرکت‌های سرمایه‌گذاری

۳۱۴	۱۰-۷-۳ تفکیک شرکت‌ها براساس حجم سرمایه
۳۱۵	۱۰-۷-۴ محاسبه شاخص قیمت و بازده نقدی برای هر صنعت
۳۱۵	۱۰-۷-۵ حذف شرکت‌های راکد
۳۱۵	خلاصه فصل دهم
۳۱۷	خودآزمایی چهارگزینه‌ای فصل دهم
۳۱۹	پاسخنامه
۳۲۱	منابع

پیشگفتار

پیشرفت اقتصادی در جوامع امروزی منوط به وجود بنگاه‌های اقتصادی بهره‌ور و کارآ بوده که خود مستلزم وجود بازارهایی جهت جذب و تخصیص بهینه منابع مالی لازم است. از این رو، وجود و به‌کارگیری دانش مدیریت مالی، سرمایه‌گذاری و مهندسی ریسک به‌منظور ایجاد زمینه‌های رشد و بقا در دنیای پیچیده و پرقاب‌ت تجاری ضروری است. علم سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف به‌ویژه کشورهای توسعه‌یافته صنعتی، پیشرفت‌های قابل‌تقدیری کرده‌است. در ایران این دانش جزء علوم نوپا اما با رشد سریع است و در دهه ۸۰ شاهد خیز بلند این حوزه در دانشگاه‌های ایران می‌باشیم. هرچند یک آشفتگی و آمیختگی در روند مطالعاتی و تحقیقاتی موجود دیده‌می‌شود و هنوز قطب‌های مطالعاتی همچون مدیریت ریسک، مالی رفتاری، مهندسی مالی، اقتصادسنجی مالی، ریاضیات مالی و ... به‌درستی شکل نگرفته‌اند، لکن تلاش‌ها به‌ویژه در دانشگاه‌های تهران بسیار ارزشمند است.

کتاب پیش‌رو در پاسخ به نیاز یک منبع تدریس و گسترش علمی مدیریت سرمایه‌گذاری تهیه‌شده و هدف آن نه بسط دانش جدید بلکه نشر بیشتر دانش اولیه موجود است. بنابراین باعنایت به تعریف واحد درسی در مقطع کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه پیام‌نور و شرایط خاص دانشجویان این دانشگاه، این کتاب براساس آثار اساتید فرزانه‌ای همچون دکتر تهرانی و دکتر مهرانی تهیه و تنظیم شده‌است. هرچند در این میان از مطالب ارائه‌شده از کتاب‌ها و سایت‌های تخصصی نیز بهره گرفته‌شده، اما از آنجایی که این آثار را وامدار آثار اولیه مذکور یافته و براساس اصل تقدم تاریخی منبع، از ذکر دقیق تمامی آن‌ها در قسمت منابع و مآخذ اجتناب شده‌است.

در پایان به عنوان یک تجربه و راهکار عملی به علاقه‌مندان این رشته پیشنهاد می‌شود برای درک عمیق و فهم راه درست کاربرد این دانش در عمل، نسبت به تقویت پایه‌های ریاضی، هندسه، آمار، اقتصادسنجی مالی و بنیان‌های فقهی به‌ویژه مکاسب و عقود اسلامی همت جدی گمارند که به عقیده نگارنده بدون این ابزارها، موفقیت صحیح و شرعی در این مسیر امکان‌پذیر نیست.

عبدالکریم مقدم - محسن حسنی
اعضای هیئت علمی دانشگاه پیام‌نور

فصل اول

چارچوب نظری مالی

هدف کلی

ساخت و توسعه نظریه‌های ارزیابی برای دانشجویان به منظور داشتن یک دیدگاه مناسب از تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی

هدف‌های یادگیری

۱. تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت اوراق بهادار به صورت کارا انجام شود.
۲. ارزیابی اوراق قرضه با توجه به نرخ تنزیل مربوطه انجام شود.
۳. ارزیابی سهام عادی با در نظر گرفتن سیاست تقسیم سود، محقق شود.
۴. تخمین مدل‌های عاملی ارائه شود.
۵. تبیین مفاهیم اولیه اختیار معامله صورت گیرد.

مقدمه

تعیین ارزش از جمله اموری است که در تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی نقش مهمی ایفا می‌کند. این فصل، یک بررسی اجمالی از نظریه مالی است که بیشتر دانشجویان امور مالی تاکنون در درس مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری در بورس آن را فرا گرفته‌اند. ساخت و توسعه نظریه‌های ارزیابی برای دانشجویان به منظور داشتن یک دیدگاه مناسب از تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی ضروری است. محدوده

اساسی سیاست درگیر در مدیریت یک شرکت، شامل (۱) سیاست سرمایه‌گذاری (۲) سیاست مالی (۳) سیاست تقسیم سود و (۴) سیاست تولید هستند. از آنجاکه تعیین ارزش بازار یک شرکت توسط نحوه عملکرد مدیریت و پیاده‌سازی این سیاست‌ها تحت تأثیر قرار می‌گیرد، آن‌ها از اهمیت حیاتی برای تجزیه و تحلیل‌کنندگان اوراق بهادار برخوردار هستند. تحلیلگران اوراق بهادار باید تصمیمات مدیریت در هریک از این محدوده‌ها را ارزیابی کنند و اطلاعات مربوط به سیاست شرکت را برای برآورد قیمت اوراق بهادار شرکت تبدیل کنند. این فصل، این سیاست‌ها را در یک چارچوب نظری مالی مرتبط با مدل‌های ارزیابی بررسی می‌کند.

شش مدل ارزیابی جایگزین اما مرتبط با نظریه‌های مالی وجود دارند که ممکن است برای تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت اوراق بهادار مفید واقع شوند:

۱. نظریه ارزیابی جریان نقدی تنزیل یافته (نظریه مالی کلاسیک)

۲. نظریه ارزیابی میلر و مودیلیانی^۱ (M&M)

۳. مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای (CAPM)

۴. نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ (APT)

۵. نظریه قیمت‌گذاری اختیار معامله (OPT)

۶. ارزیابی آتی و مقابله با ریسک

ارزیابی جریان نقدی تنزیل یافته و نظریه‌های میلر و مودیلیانی در درس مدیریت مالی مقطع تحصیلی کارشناسی به صورت مقدماتی مورد بحث قرار گرفته‌اند. هدف اصلی این فصل، بررسی تفصیلی این نظریه‌ها و بحث در مورد روابط داخلی بین آن‌ها است. بدین منظور ابتدا مدل جریان نقدی تنزیل یافته توسط برخی از مفاهیم ارزیابی پایه بررسی می‌شود. سپس در بخش دوم، چهار روش ارزیابی جایگزین توسعه داده شده که در مقاله سال ۱۹۶۱ توسط میلر و مودیلیانی ارائه شد، مورد بحث قرار گرفته است. برای نیل به این هدف، سه طرح ارائه شده توسط آن‌ها به همراه تجدیدنظرشان با مالیات‌ها مورد کاوش قرار گرفته است. از جمله کاربردهای ممکن نظریه‌های آن‌ها، تجزیه و تحلیل اوراق بهادار است.

۱-۱ نظریه ارزیابی جریان نقدی تنزیل یافته

نظریه ارزیابی جریان نقدی تنزیل یافته، یکی از ابزارهای اساسی برای تعیین قیمت نظری اوراق بهادار شرکت است. قیمت یک اوراق بهادار برابر است با بازده آتی آن برای مالک. برای مثال، برای یک سهام عادی، این سودها شامل سودهای دریافتی سهام است درحالی که سهام درطول دوران مالکیت دارای یک سود سرمایه‌ای اضافی است. اگر ما یک سرمایه‌گذاری را برای یک دوره فرض بگیریم و اوضاع اقتصادی به گونه‌ای باشد که جریان‌های نقدینگی مطمئنی داشته باشیم، قیمت پرداخت شده برای یک سهم از سهام، P_0 ، مساوی خواهد شد با جمع ارزش فعلی سود هر سهم خاص، d_1 (فرض بر این است در پایان سال فقط یک جریان نقدی، پرداخت می‌شود)، و قیمت فروش هر سهم P_1 خواهد بود.

$$P_0 = \frac{d_1 + P_1}{1 + k} \quad (1-1)$$

که در آن K نرخ تنزیل است و فرض می‌شود از اطمینان برخوردار باشد. P_1 را می‌توان به‌طور مشابه از نظر d_2 و P_2 بیان کرد:

$$P_1 = \frac{d_2 + P_2}{1 + k} \quad (2-1)$$

اگر P_1 معادله (۱-۱) در معادله (۲-۱) جایگذاری شود، یک عبارت دو دوره‌ای استخراج می‌شود:

$$P_0 = \frac{d_1}{1 + k} + \frac{d_2}{(1 + k)^2} + \frac{P_2}{(1 + k)^2} \quad (3-1)$$

پس، یک مدل با افق زمانی نامحدود می‌تواند این‌طور بیان شود:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1 + k)^t} \quad (4-1)$$

از آنجاکه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام برابر است با قیمت بازار هر سهم ضربدر تعداد سهام منتشره، معادله (۴-۱) می‌تواند برحسب ارزش کل بازار دوباره به شکل زیر بیان شود:

$$MV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k)^t} \quad (5-1)$$

که در آن D_t = کل مبالغ سود سهام تقسیم شده که در طی سال t پرداخت شده است، می‌باشد:

با استفاده از این رویکرد ارزیابی اساسی به عنوان وسیله‌ای برای بیان هدف مناسب مدیریت شرکت، می‌توان ارزیابی اوراق بهادار یک شرکت را در یک شرایط اطمینان تجزیه و تحلیل کرد.

۱-۲ ارزیابی اوراق قرضه

ارزیابی اوراق قرضه یک فرایند به نسبت آسان است. همان‌طور که درآمد حاصل می‌شود دارندگان اوراق قرضه درجه بالایی از اطمینان دریافت می‌کنند. جریان درآمد شامل پرداخت بهره‌های دوره‌ای و بازپرداخت اصل در سررسید است. این جریان‌های نقدی باید به زمان جاری با استفاده از نرخ بازده مورد انتظار برای اوراق قرضه تنزیل داده شود. فرمول پایه ارزیابی اوراق قرضه در معادله نشان داده شده است:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + k_b)^t} \quad (۶-۱)$$

PV = ارزش فعلی اوراق قرضه؛

n = تعداد دوره‌های پرداخت بهره تا سررسید؛

CF_t = جریان نقدی (بهره و اصل) که در دوره t دریافت می‌شود.

k_b = نرخ بازده مورد انتظار^۱ دارندگان اوراق قرضه (برابر است با نرخ بدون ریسک i به علاوه صرف ریسک^۲).

مثال (۱): فرض کنید فردی با افق سرمایه‌گذاری یک‌ساله، اوراق قرضه‌ای با

سررسید دو سال و قیمت اسمی ۱۰۰ واحد خریداری کرده است. این اوراق سود ثابت ۹ درصد دارد و با نرخ تنزیل ۱۰ درصد (نرخ سود بازار) قیمت آن:

$$P = [9 / (1 + 0.1)] + [109 / (1 + 0.1)^2] = 98.26$$

۱-۳ حالت‌های مربوط به ارزیابی اوراق قرضه

۱-۳-۱ اقساط مساوی دائمی^۳

اولین مورد ارزیابی اوراق قرضه، شامل اقساط مساوی دائمی بوده که یک اوراق قرضه بدون تاریخ سررسید و پرداخت سود دائمی است. چنین اوراق قرضه‌ای وجود دارد. در

1. Required rate of return
2. Risk premium
3. Annuity

سال ۱۸۱۴، دولت انگلیس مقدار زیادی اوراق قرضه را برای تقویت مسائل خرد که مجبور به استفاده از آن برای جنگ‌های ناپلئونی بود، به صورت سرمایه در گردش منتشر کرد. چنین اوراق قرضه‌ای، اوراق قرضه بلندمدت نامیده می‌شدند، و صاحبان آن‌ها از یک مقدار ثابت درآمد بهره سالانه به صورت اقساط مساوی دائمی برخوردار می‌شدند. در این مورد، معادله (۶-۱) به صورت زیر ساده و ارائه می‌شود:

$$PV = \frac{CF}{K_b} \quad (7-1)$$

بنابراین، ارزیابی به طور مستقیم بستگی به دوره و مبلغ بهره پرداخت شده و نرخ بازده مورد انتظار برای اوراق قرضه دارد. می‌توان دید که نرخ بهره مورد انتظار، مستلزم نرخ بالاتر از نرخ تورم یا یک افزایش ریسک درک شده از اوراق قرضه، کاهش ارزش فعلی و یا کاهش ارزش بازار اوراق قرضه است.

مثال (۲): اگر اعلام پرداخت سود سالانه در اوراق قرضه اقساط مساوی دائمی ۵۰ دلار و نرخ بازده مورد انتظار در بازار ۱۰٪ است، آنگاه قیمت اوراق بهادار به روش زیر حاصل می‌شود:

$$PV = \$50 / 0.10 = \$500$$

اگر قیمت فروش آن ۱۰۰۰ دلار باشد، می‌توان دید که نرخ بازده مورد انتظار تنها ۵٪ می‌شود.

$$k_b = CF / PV = \$50 / 1.000 = 0.05, \text{ or } 5\%$$

۱-۳-۲ اوراقی که سررسید آن‌ها در یک تاریخ باشد.

اغلب اوراق قرضه‌ها، اوراق قرضه‌ای هستند که سررسید همه آن‌ها در یک تاریخ است. بنابراین، معادله (۶-۱) باید دوباره رأی این واقعیت به صورت زیر تعیین شود:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k_b)^t} + \frac{P_n}{(1+k_b)^n} \quad (8-1)$$

I_t = مبلغ بهره پرداختی سالانه ؛

P_n = مبلغ اصلی (ارزش اسمی) اوراق قرضه؛

n = تعداد دوره‌های سررسید می‌باشد.

بازهم، باید توجه داشت که قیمت بازار اوراق قرضه تحت‌تأثیر تغییرات نرخ تورم قرار دارد. اگر تورم افزایش یابد، نرخ تنزیل نیز باید برای جبران کاهش ارزش بدهی، افزایش یابد. ارزش فعلی بهره پرداخت‌شده در هر دوره به‌این‌ترتیب کاهش می‌یابد، و در نتیجه قیمت اوراق قرضه نیز کاهش پیدا می‌کند. دارندگان اوراق قرضه همیشه در معرض ریسک نرخ بهره و تغییرات قیمت اوراق قرضه ناشی از نوسانات در سطح نرخ بهره قرار دارند. ریسک نرخ بهره، و یا ناپایداری قیمت اوراق قرضه ناشی از تغییرات در سطوح نرخ بهره، به‌طور مستقیم به تاریخ سررسید مربوط می‌شود. دو نوع صرف ریسک مرتبط با ریسک نرخ بهره که برای اوراق قرضه شرکت‌های سهامی اعمال می‌شود وجود دارد. صرف سررسید اوراق قرضه به بازده خالص حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه بلندمدت دولتی به‌جای کوتاه‌مدت اشاره دارد.

ویژگی‌های اضافی یک اوراق قرضه می‌تواند بر ارزیابی آن تأثیر بگذارد. اوراق قرضه قابل تبدیل، یعنی آن‌هایی که با اِعمال مقررات، قابل تبدیل به سهم عادی هستند، به‌طور کلی به چند دلیل با ارزش‌تر از اوراق قرضه عادی یک شرکت هستند. اول اینکه، سرمایه‌گذار مزایای بالقوه حاصل از تبدیل را دریافت می‌کند، و باعث می‌شود قیمت بازار (قیمت روز) سهام عادی شرکت بالاتر از قیمت تبدیل، رشد کند. اگر قیمت سهام بیشتر از قیمت تبدیل شده‌باشد، اوراق قرضه قابل تبدیل به‌طور کلی در همان ارزش تبدیل یا بالاتر از آن به فروش می‌رود. دوم اینکه، دارندگان اوراق قرضه همچنین از صرف کسب درآمد ثابت مصونیت پیدا می‌کنند، صرف‌نظر از قیمت فعلی سهام - خیال سرمایه‌گذار را از بابت اینکه قیمت اوراق قرضه حداقل برابر با قیمت مستقیم اوراق قرضه خواهد بود آسوده می‌کند، و باعث خواهد شد قیمت‌های سهام موفق به افزایش، به‌اندازه کافی شوند. سوم اینکه، برای هر شرکت مفروضی نرخ بازده اوراق قرضه، به‌طور معمول بیشتر از نرخ سود تقسیمی سهام عادی است. بنابراین باعث یک ارزیابی برتر برای اوراق قرضه قابل تبدیل فراتر از تبدیل آن به سهام عادی است، مگر اینکه سودهای تقسیمی سهام بالاتر از نرخ بهره اوراق قرضه رشد کند. حتی پس از آن هم، اوراق قرضه قابل تبدیل شاید به‌وسیلهٔ سرمایه‌گذاران به‌دلیل درجه بالاتری از اطمینان در پرداخت بهره در مقابل سودهای تقسیمی سهام که در صورت کاهش درآمدها کاهش می‌یابد، ترجیح داده شود.