

نظریه‌های مالی نوین

رابرت هاگن

۲۰۰۴

مترجمان:

دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی

عضو هیأت علمی دانشگاه تهران

شهاب‌الدین شمس

هستی چیت‌سازان



انتشارات دانشگاه تهران

شماره مسلسل ۹۴۲۳

Haugen, Robert A.	هاوگن، رابرت
نظریه‌های مالی نوین / رابرت هاگن : مترجمان غلامرضا اسلامی بیدگلی، شهاب‌الدین شمس، هستی چیت‌سازان ؛ ویراستار غلامحسین مراقبتی — تهران: دانشگاه تهران، موسسه انتشارات و چاپ، ۱۳۸۶.	
ISBN 964-03-9423-8	
۲۲۲ ص:، نمودار.	
فهرست‌نویسی براساس اطلاعات فیبا.	
The new Finance	عنوان اصلی:
نمایه.	واژه‌نامه.
۱. نظریه بازار کارآمد. ۲. سهام -- ایالات متحده -- قیمت‌ها. ۳. بازار سرمایه -- ایالات متحده. اسلامی بیدگلی، غلامرضا، ۱۳۲۵-، مترجم. شمس، شهاب‌الدین، ۱۳۵۹-، مترجم. چیت‌سازان، هستی، مترجم.	
۱۳۸۶	۳۳۲
۱۰۴۰۳۶۸	HG ۴۹۱۵ / ۵۲ ن ۶
	کتابخانه ملی ایران

شابک ۹۶۴-۰۳-۹۴۲۳-۸ ISBN 964-03-9423-8

عنوان: نظریه‌های مالی نوین

تألیف: رابرت هاگن

ترجمه: دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی - شهاب‌الدین شمس - هستی چیت‌سازان

ویراستار: غلامحسین مراقبتی

ناشر: مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران

شمارگان: ۲۰۰۰ نسخه

تاریخ انتشار: ۱۳۸۶ (چاپ اول)

چاپ و صحافی: مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران

مسئولیت صحت مطالب کتاب با مترجمان است.

«کلیه حقوق برای دانشگاه تهران محفوظ است»

بها: ۶۰۰۰۰ ریال

پست الکترونیک: Press@ut.ac.ir - نشانی تارنما: Press.ut.ac.ir

فهرست

۵	پیشگفتار
۷	مقدمه نویسنده
۹	درباره نویسنده
۱۱	پیشگفتار مترجمان

فصل ۱

۲۱	در جستجوی جام مقدس
۲۱	تحقیقات بنیادی
۲۲	مطالعه مشهور فاما و فرنچ
۲۸	«نوک قله» یا «ته چاه»
۳۰	آیا فرصت‌های طلایی از بین می‌روند؟
۳۱	ریسک پایین، بازدهی بالا
۳۵	یادداشت‌ها

فصل ۲

۳۷	مالی قدیم
۳۸	ابزار
۴۲	تئوری
۴۶	فانتزی
۴۸	یادداشت‌ها

فصل ۳

۵۱	کوتاه مدت چه قدر به طول می‌انجامد؟
۵۱	کوتاه مدت و بلندمدت
۵۶	مونواری که ما را به «نوک قله» می‌رساند
۶۳	یادداشت‌ها

فصل ۴

۶۵	مالی کهن
۶۵	سهام رشدی همیشگی نبوده‌اند
۷۰	عصر جدید
۷۴	رنسانس
۷۸	یادداشت‌ها

فصل ۵

۷۹	گذشته و آینده
۷۹	رشد درهم درهم
۸۳	رشد درهم درهم در آمریکا
۸۴	یک تلنگر
۸۸	درخت کریسمس
۹۳	یادداشت‌ها

فصل ۶

۹۵	مسابقه بین ارزش و رشد
۹۵	در جستجوی حد وسط
۹۸	وجه متعدد «ارزش» و «رشد»

عمل کرد تعدیل شده با اندازه	۱۰۲
سیری در جهان	۱۰۴
یادداشت‌ها	۱۰۶

فصل ۷

شگفتی یا صرف ریسک؟	۱۰۷
آموختن شیوه ناپدید شدن	۱۰۷
بحثی درباره ماهیت فرصت‌های طلایی	۱۰۹
وقتی ما به سوی نوک قله می‌رویم	۱۱۱
یادداشت‌ها	۱۱۶

فصل ۸

تحمل ریسک در بازار سهام	۱۱۹
آزمون‌های با افق یک ماهه از رابطه بین ریسک و بازده موردانتظار	۱۱۹
مشکل نادیده گرفته شده افق زمانی	۱۲۴
«مرتد» و «متعصب» بالاخره توافق می‌کنند	۱۲۹
چرا این مطلب را در کتب درسی نمی‌بینید	۱۳۱
الگوی «V»	۱۳۴
ریسک بالا، بازده پایین	۱۳۴
آیا هنوز ریسک نتیجه منفی دارد؟	۱۳۸
یادداشت‌ها	۱۴۰

فصل ۹

جام مقدس	۱۴۳
مرور	۱۴۳
به پایان راه ننگرید، به «نوک قله» و «ته جابه»	۱۴۶
موقعیت نسبی منحنی رشد واقعی و مشاهده شده	۱۵۱
ماه‌گیران ته خط و رانندگان رودئو	۱۶۶
دو پرسش ناگزیر، بایسته و تعیین‌کننده	۱۶۹
شوخی فریب‌آمیز!	۱۷۳
یادداشت‌ها	۱۷۷

فصل ۱۰

مالی عقلایی، مالی رفتاری و مالی نوین	۱۷۹
مالی نوین	۱۷۹
مدل‌های اقتصادی، عقلایی و رفتاری	۱۸۰
نظم، پیچیدگی و آشوب	۱۸۳
چولانگاه مالی	۱۸۹
طیف‌بندی بازار سهام	۱۹۹
«بازار»، خوب است	۲۰۳
مالی شرکتی نوین	۲۰۵
یادداشت‌ها	۲۰۸

فصل ۱۱

سخنان نهایی	۲۱۱
یادداشت‌ها	۲۱۶
فهرست واژگان	۲۱۷
فهرست اعلام	۲۱۹
فهرست اشخاص	۲۲۱

به نام خداوند جان و خرد

پیشگفتار

سیر پرشتاب تحول و پیشرفت در عرصه‌ها و زمینه‌های گوناگون دانش در دنیای کنونی، ایجاب می‌کند که در هر جامعه و کشوری، رهروانی توانا، آگاه و هوشمند، با تلاشی خستگی‌ناپذیر، دانش‌های تازه را کسب کنند، به توضیح و ترویج آن پردازند و زمینه را برای نوآوری فراهم سازند.

دانشورانی که در گستره علوم اجتماعی در کشورهای کمتر توسعه یافته، فعالیت می‌کنند و رسالت ترویج دانش‌های نو را بر عهده دارند، وظیفه دشوارتری را بر دوش دارند؛ زیرا، علوم اجتماعی در معنای عام آن، در بستر روابط و مناسبات اقتصادی و اجتماعی شکل می‌گیرد و دانش‌های تازه در این زمینه، عمدتاً محصول جوامع پیشرفته اقتصادی است که در قالب ساختارهای اقتصادی-اجتماعی آن جوامع پدید آمده و پاسخگوی نیاز آن‌هاست. بنابراین، دانشوران کشورهای کمتر توسعه یافته، باید افزون بر آگاهی کامل از روابط و مناسبات جوامع پیشرفته، دانش‌های تازه را در قالب ساختارها و مناسبات جامعه خود تبیین کنند و در توجیه کاربرد آن نیز بیندیشند.

معرفی و ترویج دانش‌های نو در برخی از رشته‌های علوم اجتماعی، از جمله مالیات شرکت‌ها که موضوع کتاب حاضر است، با دشواری‌های بیشتری روبه‌رو بوده و نیازمند کوششی مضاعف است. زیرا اغلب ساختارهای اقتصادی کشورهای کمتر توسعه یافته، نوپا و عاریتی است. به عنوان نمونه، با آن‌که بازار سرمایه در ایران عمر چندانی ندارد، اما در این چند دهه اخیر، افت و خیزهای فراوانی داشته، ثبات نیافته و همچنان کم عمق و بی‌رمق است و حتی واژگان و اصطلاحاتی را که مورد پذیرش همگان باشد، فاقد است. در نتیجه دانشوری که از طریق تدریس، تهیه و تدوین یا ترجمه مطالب به توسعه چنین رشته‌ای می‌پردازد، باید افزون بر آگاهی کامل از شرایط محیطی جامعه خود، اصطلاحات مناسبی را

برای بیان مفاهیم موردنظر انتخاب و ابداع کند که کاری بس دشوار است. دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی سرترجم کتاب نظریه‌های مالی نوین شرکت‌ها از جمله معدود استادان و پژوهشگرانی است که هم در عرصه نظر، مطالعات و پژوهش‌های گسترده‌ای در زمینه مدیریت مالی و امور شرکت‌های عمومی و خصوصی دارد و هم در پهنه عمل، مدیریت و راهبری شرکت‌ها و مؤسسات متعددی را به عهده داشته است. در نتیجه مطالب و مفاهیم بیان شده توسط مؤلف کتاب، به درستی و با زبانی رسا به فارسی برگردانده شده است. دکتر اسلامی بیدگلی به همراه دیگر مترجمان کتاب که از دانشجویان سال آخر دوره دکتری مدیریت و سرمایه‌گذاری دانشگاه تهران‌اند، بخوبی توانسته است از عهده ترجمه نظریه‌های مالی نوین (که در دنیای غرب هم از پذیرش علمی برخوردار است) برآید.

پروفسور رابرت هاگن مؤلف این کتاب را مترجمان به تفصیل معرفی کرده‌اند و توضیح بیشتر، تکرار مکررات خواهد بود، تنها به عنوان یک خواننده ذکر نکته‌ای را لازم می‌بینم، سال‌ها بود که به اعتبار نظرات عنوان شده توسط سایر مؤلفان و دانشمندان این رشته، مشکلات و نارسایی‌های بازار سرمایه کشورمان را ناشی از ناکارآمدی بازار سرمایه می‌دانستیم. از این رو، راه کارها و تکنیک‌های ارائه شده در متون مالی شرکت‌ها را به علت کارآمد نبودن بازار سرمایه کشورمان غیرعملی می‌دانستیم. اما کتاب حاضر با اتکا به نتایج پژوهش‌های انجام شده، مبانی، روش‌ها و تکنیک‌هایی را درباره بازار ناکارآمد عرضه می‌کند که می‌تواند توسط پژوهشگران کشور در مطالعه ساز و کار بازار سرمایه ایران مورد استفاده واقع شود.

توفیق بیشتر مترجمان را در عرضه کتاب‌های تازه و انجام پژوهش‌های جدید آرزو مندم.

مصطفی علیمدد

مقدمه نویسنده

این کتاب، مواردی را در ارتباط با یک بازار سهام ناکارا مطرح کرده است که در این نوع بازار، پیچیدگی و منحصر به فرد بودن تعاملات سرمایه گذار، مفاهیم مهم قیمت گذاری بازار را به همراه دارد.

اگر تمام شرایط ممکن را به صورت طیفی در نظر بگیریم، فرضیات مربوط به پارادایم بازار کارا در غیرمحمولترین منتهی الیه این طیف قرار می گیرد.

در این راستا، بار مسئولیت اثبات آن و نیز منحرف نمودن سنگ ها و تیرهایی که به وسیله افراد غیرمعتقد به کارابودن بازار، با این پارادایم برخورد می کنند، بر عهده طرفدارانش می باشد. وظیفه تشخیص عدم صحت گفته های کسانی که شواهدی مبنی بر جور نبودن پارادایم با واقعیت ها می آورند، نیز بر عهده آنهاست.

افزون بر این، بحث کارایی بازار بارها توسط دیگران^۱ بیان شده است. از سوی دیگر با توجه به تعداد فزاینده طرف داران این پارادایم، من در این کتاب و دو کتاب دیگر در این زمینه به نام های «جانوری در وال استریت: چگونه نوسان پذیری سهام، ثروت ما را می بلعد» و «بازار سهام ناکارا: چه عایداتی و چرا» مجموعه جامع و سازمان یافته ای از شواهد و استدلال هایی ارائه داده ام که مواردی قوی و متقاعدکننده برای بازار سهام پیچیده و در عین حال تقریباً بی نظمی است که به اغلب مسائل به ویژه عمل کرد موفق و ناموفق گذشته برخی از شرکت های تجاری واکنش بیش از حد نشان می دهد.

این نوع بازار، بازاری است که قیمت ها در آن به شدت نادرست است و با سیگنال ها، از قیمت های دیگر سهامی که در حکم محرک غالب آن سهام است، ناشی می گردند.

۱- برای مثال منبع زیر را ببینید :

E. Fama, "Efficient Markets II", Journal of Finance (December 1999)

در این کتاب، در تأیید ادعاهای ذیل به مواردی اشاره شده است:

- امروزه بازیگران بازار سهام، مصرانه و به شکلی ماندگار دچار خطایی اساسی می‌شوند و آن این است که به کارکرد موفق و ناموفق برخی شرکت‌های تجاری، واکنشی بیش از حد نشان می‌دهند. این اشتباه در گذشته دور نیز فقط برای جبران خطا و اصلاح عملکرد صورت می‌گرفت. سرمایه‌گذاران سهام مجدداً در اواخر دهه ۱۹۵۰ نیز دچار این اشتباه شده و تاکنون نیز دچار این اشتباهند. کسانی که این اشتباه را تشخیص دهند، می‌توانند پورتنفوی‌هایی ایجاد کرده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی را بپایند که در نتیجه آن، عمل‌کرد بالاتر از میانگین بازار داشته باشند.
 - به علت اشتباه عنوان شده در بالا، سهم‌هایی که انتظار می‌رود بالاترین بازده را در آینده ایجاد کنند، کم‌ریسک‌ترین سهم‌هایند و سهم‌های پرریسک، کمترین بازده‌های مورد انتظار را دارند!
 - به سبب مسایل نمایندگی در کسب و کار سرمایه‌گذاری، احتمال می‌رود فرصتی که امروز وجود دارد، در آینده نیز باقی بماند.
- مدل‌های اقتصادی مالی برای نتیجه‌گیری دربارهٔ قیمت‌گذاری بازار، ترجیحات مفروض را تجمیع می‌نمایند. مدل‌های ثنوری بازی تعاملات میان مشارکت‌کنندگان در بازار را در نظر می‌گیرند، اما با توجه به ترجیحات، ثروت، اطلاعات و دیگر موارد در نظر گرفته شده، واکنشها به یک محرک واحد یکسان فرض شده است. مالی نوین استدلال می‌کند که هر تعاملی باید به طور کاملاً منحصر بفرد مورد توجه قرار گیرد و دیگر این‌که، تجمیع بودن ترجیحات و رفتارهای انفرادی با هدف رسیدن به نتیجه‌گیری‌های معنادار دربارهٔ ساختار و رفتار قیمت‌های بازار، کاری بی‌معناست. بنابراین، اقتصاد عقلایی و رفتاری، هر دو نیازمند بازنگریند.

درباره نویسنده



رابرت هاگن، استاد دانشگاه‌های ویسکونسین، ایلینویس و کالیفرنیا است. وی نویسنده بیش از ۵۰ مقاله در مجلات برجسته مالی بوده و ۱۴ کتاب تألیف کرده که برخی از آنها به چندین زبان ترجمه شده‌اند. «اثر باور نکردنی ژانویه»، «جانوری در وال استریت»، «بازار سهام ناکارا، چه عایداتی و چرا؟» و «تئوری مدرن سرمایه‌گذاری» از آثار اوست. وی در «اثر باورنکردنی ژانویه» اثر معروف ژانویه را به جامعه سرمایه‌گذاری معرفی نموده است. در چاپ سوم

«مالی نوین»^۱ تجمیع در مدل‌بندی اقتصادی را بر اساس پیچیدگی و منحصر به فرد بودن تعاملات انفرادی زیر سؤال برده است.

این کتاب به مدت پنج سال، جزء مواد امتحانی آزمون تحلیل‌گران خبره مالی^۲ بوده است. وی همچنین با انتشار نخستین مقاله آکادمیک در زمینه ماهیت و قدرت مدل عاملی بازده مورد انتظار، در مجله اقتصاد مالی^۳ سال ۱۹۹۶، به عنوان پدر این ابزار کمی مهم سرمایه‌گذاری شناخته شد. وی این مدل را در کتاب «بازار سهام ناکارا، چه عایداتی و چرا؟» توضیح داده است.

هاگن یکی از اعضای شورای مشاوره سرمایه‌گذاری ایالت آلاسکا است. وی اینک مدیر Haugen Custom Financial Systems است. این شرکت، بازده مورد انتظار هشت هزار

1- The New Finance

2- Chartered Financial Analyst's Examination

3- Journal of Financial Economics

و پانصد سهام عادی را از سراسر دنیا برآورد می‌کند که براساس این بازده‌های مورد انتظار، بیش از هفتاد بلیون دلار مدیریت می‌شود. مترجمین در گفتگو با پروفسور هاگن اجازه ترجمه این کتاب به زبان فارسی را از ایشان دریافت داشتند و بدین وسیله از پروفسور تشکر می‌کنند.

www.ketab.ir

پیشگفتار مترجمان

مطالعه در زمینه تاریخ علم نشانگر آن است که پیشینه پژوهش در برخی از رشته‌های دانش، دیرینه‌ای کهن، به قدمت چندین قرن پیش‌تر از میلاد مسیح (ع)، دارد و این مطالعات گواه آن است که دستاوردهای بشری و انتقال دانش از نسلی به نسل دیگر در طول تاریخ، تا اختراع ماشین چاپ بسیار بطئی بوده است. کسانی که در نظریه شتاب تاریخ مطالعه کرده‌اند، بر این باورند که از زمان اختراع ماشین چاپ گوتنبرگ به این سو، دانش بشری شتاب گرفته و دستاوردهای بشر نظیر اکتشافات فضایی، شناسایی کد ژن انسانی، ICT و وسایل مخابراتی، اکتشاف و کاربرد نانو‌ها و ... دگرگونی‌هایی شگرف در زندگی انسان پدید آورده‌اند به گونه‌ای که ساختار زندگی بشری در اوایل قرن بیست و یکم کاملاً از شیوه زندگی نیاکان خود در هزاره‌های پیشین بسیار متفاوت است. اندیشمندان و محققان نظریه شتاب تاریخ، حد شتاب در دستاوردهای علمی را از رشته‌ای تا رشته دیگر از دانش بشری متفاوت می‌دانند و این تفاوت گاه مدیون اندیشمندانی است که در یک رشته از دانش بشری پارادایم (الگو)هایی کاملاً متفاوت از گذشته را بنیان گذاشته‌اند.

بشر از همان ابتدای خلقتش برای تداوم زندگی، برای رفع گرسنگی و به دنبال آن با شکل‌گیری جامعه بشری، با زندگی اقتصادی، دغدغه خاطر داشته است ولی دانش بشری در زمینه نظریه‌پردازی در علوم مالی و اقتصادی سابقه‌ای چندان طولانی ندارد و در بسیاری از مقوله‌ها این دانش هنوز به یک الگوی واحد نرسیده است و به اصطلاح "علم اقتصاد امروزی" از علوم چند الگویی است^۱. و به این ترتیب است که جهان دانش اقتصاد امروز با نظریه‌های گوناگونش هر روزه نظریه‌ها و راه حل‌های گذشته را به نقد می‌کشد و

نظریه‌های جدیدی را پیش روی بشر می‌گذارد و بسیار نیز طبیعی است، همان طور که نظریه‌های قبلی، امروز مردود شده و یا مورد تردید قرار گرفته‌اند، فردا هم نظریه‌های امروز مردود خواهند شد و یا مورد تردید قرار خواهند گرفت.

هرچه که هست این که دانش بشری در اقتصاد، همپای تحولات بعضی دیگر از دانش‌ها در طی زمان مشمول تحول اساسی نشده است و به اصطلاح «دانش اقتصاد» از مقوله‌هایی نیست که در برهه‌هایی از زمان دچار «انقلاب»^۱ شده باشد، بلکه پیشرفت تئوری‌ها و نظریه‌های اقتصادی «تدریجی»^۲ بوده است و می‌توان گفت که این نظریه‌ها و تحولات ۴ دوره مشخص را در طول تاریخ طی کرده‌اند:

- دوره پیدایش و کاربرد نظریه‌های باستانی؛

- دوره پیدایش و کاربرد نظریه‌های سنتی؛

- دوره پیدایش و کاربرد نظریه‌های مدرن؛

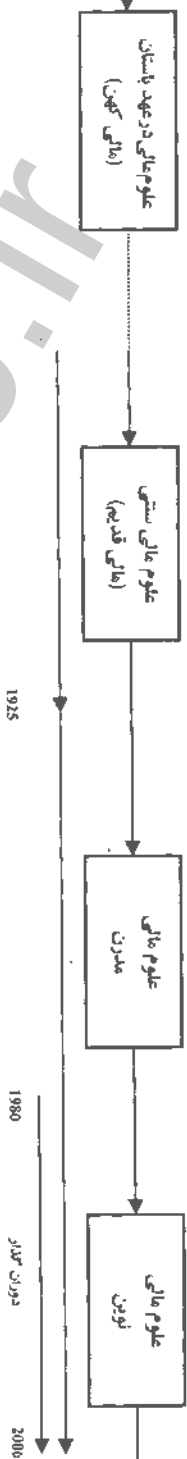
- دوره پیدایش و کاربرد نظریه‌های نوین.

تئوری‌ها و نظریه‌های مالی و سرمایه‌گذاری نیز از همین سیر تاریخی پیروی می‌کنند و به طور خلاصه می‌توان تطور تاریخی این تئوری‌ها و نظریه‌ها را به شرح نمودار صفحه بعد نشان داد. این نمودار نشان می‌دهد که نظریه‌های سنتی مالی و سرمایه‌گذاری از دهه ۱۹۲۰ و به دلیل عدم توجه به ارزش زمانی پول و ریسک، مورد تردید قرار گرفتند و به دنبال این تردید در پیدایش و گسترش نظریه‌های مالی و سرمایه‌گذاری، به مطالبی نظیر ارزش خالص فعلی، نرخ بازده داخلی، شاخص سودآوری و اندازه‌گیری ریسک پرداختند و ساختار نظریه‌پردازی سنتی در علوم مالی و سرمایه‌گذاری را درهم ریختند. نوشته‌های جان هیکس و ایروینگ فیشر در زمینه ارزش زمانی پول، مودیلیانی و میلر در تئوری‌های بی‌ارتباطی خط‌مشی تقسیم سود و ساختار سرمایه و هزینه سرمایه در ارزش سهام شرکت‌ها، مدل‌های مارکویتز و شارپ در تعیین بهینه شبد اوراق بهادار و ... راه را برای

1- Revolution

2- Evolutionary

سیر تحول تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری



مبتنی بر هیچ الگوی علمی نیست.	موضوع		تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و قیمت ادعای مالی		تورس طرح‌های اقتصادی ارزشیابی سهام و ارزش شرکت‌های مبتنی بر فروش ارزش زمانی پول ریسک رفتارهای عقلانی بازار کار		ناکارایی بازار رفتارهای غیر اقتصادی (واک‌های غیر عقلانی) (ماتیلد گوران)	
	خالود Paradigmos		تحلیل صورت‌های مالی (Graham & Dodd) ادعای مالی (Derning)		پیشگامی: سیدواراق چادار (Markowitz) (1952) تئوری‌های نری از بلیتی (M&M) قسمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) (Sharpe, Lintner, Mossin)		مدل‌های مودی یازدهی مورد انتظار Haugen کاهی دیواندیر-کسک Cheng, Roll, Ross کاهی دیواندیر-کسک Kahnehan, Tversky	
زربنا		حسابداری و حقوق			اقتصاد مالی			آمار، اقتصادسنجی، روان‌شناسی

انجام پژوهش‌های علمی در علوم مالی گشودند. به عنوان مثال تا آن زمان گفته می‌شد که سیاست‌ها و خط‌مشی تقسیم سود سهام در ارزش شرکت‌ها اثربخشند، ولی مودیلیانی و میلر^۱ توجیه کردند که با وجود فرضیات زیربنایی در علوم مالی مدرن نظیر «انسان عاقل اقتصادی» و «بازار کارا»، سیاست‌های تقسیم سود در ارزش سهام شرکت‌ها اثر ندارند. این ادعا تحقیقات گسترده‌ای را به دنبال آورد که هنوز نیز اثر سیاست‌های تقسیم سود در ارزش شرکت یک معما جلوه می‌کند و موضوع پایان‌نامه‌ها و مقاله‌های بسیاری می‌باشد.

در نظریه‌های سستی، انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری شکلی بسیار ساده داشت و انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری با معیارهایی نظیر نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها^۲ و یا نسبت قیمت به درآمد^۳ مرسوم بود. ولی با ارائه نتایج تحقیقات هری مارکویتز^۴ در سنجش و اندازه‌گیری ریسک، انتخاب سرمایه‌گذاری‌های فردی و سبد اوراق بهادار راه دیگری را پیمود و اگر چه تغییرات جریان‌های نقدی به عنوان شاخصه‌ای از اندازه‌گیری ریسک سرمایه‌گذاری‌ها مورد نظر بود ولی تأثیر ریسک یک سرمایه‌گذاری در ریسک مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری‌های موجود به عنوان عامل مؤثر دیگری در اندازه‌گیری ریسک سبد اوراق بهادار در جامعه علوم مالی پذیرفته شد. مدل مارکویتز از پیچیدگی و تعدد محاسبات آماری برخوردار بود، اما با کارهای تحقیقاتی بعدی اندیشمندانی نظیر ویلیام شارب، لبتنر و ... در دهه ۱۹۶۰ مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۵ به دنیای تئوریهای مالی و سرمایه‌گذاری ارائه شد. در همه این تحقیقات فرض بر این بود که «انسان عاقل اقتصادی» در یک «بازار کارا» به دنبال انتخاب آن دسته از سرمایه‌گذاری‌ها است که نرخ بازده سرمایه‌گذاری را حداکثر و ریسک سرمایه‌گذاری را حداقل کند. به عبارت دیگر فرض بود که سرمایه‌گذاری‌هایی که ریسک بیشتری دارند باید بازده بیشتری را نصیب سرمایه‌گذار

1- Modigliani & Miller

2- Return on Investment

3- P/E

4- H. Markowitz

5- Capital Asset Pricing Model (CAPM)

نمایند و برعکس. بدین ترتیب این محققان مدلی را با عنوان مدل «قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای» ارائه دادند و ادعا کردند با استفاده از آن می‌توان طرح‌های بهتر سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن ریسک و بازده متناسب آنها انتخاب کرد. این مدل به جای مقایسه دو به دوی سرمایه‌گذاری‌ها برای انتخاب سرمایه‌گذاری برتر به مقایسه بازده و ریسک هر سرمایه‌گذاری با بازده و ریسک بازار می‌پردازد و بنابراین میزان محاسبات را در انتخاب طرح‌های بهتر سرمایه‌گذاری، بسیار کاهش می‌دهد. عامل ریسک در این مدل شاخصه‌ای به نام « β » است که بیان می‌دارد به ازای هریک درصد تغییر در بازده بازار چند درصد تغییر در بازده یک سهم خاص ایجاد می‌شود. ارائه این مدل به جامعه مالی هیاهویی در جامعه حرفه‌ای و علمی مالی به وجود آورد و تحقیقات گسترده‌ای در قبول یا رد این مدل انجام شد که هنوز هم ادامه دارد. اعتبار این مدل که برای چند دهه از مدل‌های کاربردی در انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری بود از اواسط دهه ۱۹۸۰ مورد تردید قرار گرفت و پروفیسور فاما که خود از واضعین و طرفداران « β » بود آن را به باد انتقاد گرفت و حال، مسئله این بود که پیش بینی قیمت سهام بر مبنای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کار صحیحی نیست و از این زمان دانشمندان مالی مدعی شدند که:

- ۱- اجباراً بین ریسک و بازده یک تابع خطی و با شیب مثبت وجود ندارد.
 - ۲- بازار از کارایی کامل برخوردار نیست و به عبارتی بازار کارا از واقعیت به دور است و بازار می‌تواند غیرکارا باشد.
 - ۳- انسان عاقل اقتصادی که همه تصمیم‌هایش درست باشد، کمتر یافت می‌شود.
- بدین گونه تحقیقات برای انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری و سبد اوراق بهادار به راه دیگری افتاد و سرانجام نتایج تحقیقات دو پژوهشگر مشهور در علوم مالی بنام‌های فاما^۱ و فرنچ^۲ در دهه ۱۹۹۰ در قالب مدل سه عاملی برای پیش‌بینی قیمت سهام ارائه شد. این مقاله (که در نوع خود از لحاظ روش‌های تحقیق در علوم مالی کم نظیر بود) جایزه بهترین

مقاله مالی را از آن خود ساخت و تا به امروز موضوع تحقیقات گسترده‌ای در علوم مالی بوده است و صاحب‌نظران و استادان مالی مشهوری پیرامون آن تحقیق و قلم‌فرسایی کرده‌اند.

در دهه‌های اخیر، پژوهشگران به اثرگذاری رفتار انسان در تصمیم‌گیری‌های مالی اشاره دارند و اعتقاد دارند که سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی خود به مقوله ریسک و قیمت‌های آینده سهام و بازدهی آنها به گونه‌ای کاملاً متفاوت از تئوری‌های مدرن نگاه می‌کنند و اعتقاد دارند که بسیاری از سرمایه‌گذاران به هنگام تصمیم‌گیری به مفاهیم و فرضیه‌های زیربنایی تئوری‌ها و مدل‌های انتخاب طرح‌ها و سبدهای سرمایه‌گذاری توجهی ندارند و گاهی آنها را نمی‌شناسند. لذا تکیه بیش از حد بر تئوری‌ها و مدل‌های مدرن انتخاب و اداره سرمایه‌گذاری‌ها کار چندان صحیحی نیست و معتقدند که اولاً بازار ناکارا است و یا حداقل از آن کارایی که تئوری‌ها بر آنها بنا شده‌اند برخوردار نمی‌باشد؛ دوم آنکه رفتار سرمایه‌گذاران فردی در انتخاب سبدهای اوراق بهادار بسیار متفاوت از یکدیگرند و سوم آنکه الزاماً بین ریسک و بازده یک رابطه خطی و با شیب مثبت وجود ندارد. در چنین شرایطی برای انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری بهینه چه باید کرد؟

نقد تئوری‌های مدرن سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر پدیده‌ای عادی در مباحث مالی و سرمایه‌گذاری شده است و شمولیت مسایل رفتاری انسان در اتخاذ تصمیمات مالی از مقوله‌های مورد تدریس در دانشکده‌های مالی است تا جایی که تحقیقات پروفیسور کانمن^۱ او را به دریافت جایزه نوبل در اقتصاد مختر ساخت. دوره فعلی پردازش تئوری‌های مالی را دوران گذار از تئوری‌های مدرن به تئوری‌های نوین مالی نام‌گذاری کرده‌اند. در این دوره به شدت بر اعتبار نظریه‌های مدرن تاخته می‌شود و زیربنای آنها را غیرعملی (و حتی غیرعلمی) می‌دانند اما کمتر نظریه جایگزینی ارائه می‌شود که خود عاری از خطا باشد.

پرفسور رابرت هاگن^۱، استاد دانشگاه کالیفرنیا، از آنانی است که در سالهای اخیر، با ارائه دلایل و شواهدی نظریه بازار کارا را مردود دانسته و علیه آن قلمزنی کرده است. وی در کتاب‌های «بازار ناکارا»^۲ و «جانوری در وال استریت»^۳ منتشره در سال ۱۹۹۹، با ارائه نتایج پژوهش‌هایی چند، نظریه‌های مدرن مالی را کم اعتبار می‌کند. کتاب «مالی نوین»^۴ را در سال ۱۹۹۲ نوشت که در سالهای ۱۹۹۹ و ۲۰۰۴ تجدید چاپ شد و پرنیتس هال^۵ آن را انتشار داد. هاگن این کتاب را در یازده فصل و در ۱۴۹ صفحه نوشت. این کتاب در دوره دکتری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران به عنوان قسمتی از درس مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته تدریس شد و دانشجویان این دوره در برگردان کتاب مشارکت جمعی داشته‌اند. این ترجمه‌ها توسط ما مورد تجدید ترجمه قرار گرفت و سرانجام به این برگردان نهایی منجر شد که اینک به جامعه مالی کشور تقدیم می‌شود.

در زمینه ارزش زمانی و مطلوبیت پول و ریسک، از سالها پیش، در کتاب‌های اقتصادی کشورمان، نوشتارهایی پراکنده به چشم می‌خورد؛ نیز با این یادآوری که ارائه نظریه‌های مالی مدرن با انتشار نتایج تحقیقات مارکویتز و مودیلیانی و میلر به حدود سالهای ۱۹۵۲ باز می‌گردد، اما تدریس تئوری‌های مالی در ایران از اواخر دهه ۱۳۴۰ و به عنوان یک درس از واحدهای درسی رشته حسابداری و گاه اقتصاد آغاز شد و سرانجام در سال ۱۳۶۲ و به هنگام بازگشایی دانشگاه‌ها است که علوم مالی و سرمایه‌گذاری در کشورمان مورد توجه قرار گرفت. با این حال آثار منتشر شده در زمینه تئوری‌ها و مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری انگشت شمارند و بیشتر در پایه‌ها و اصول اولیه این رشته‌ها بحث می‌کنند. با تأسیس رشته‌های دکتری و کارشناسی ارشد مدیریت مالی در دانشگاه تهران و متعاقب آن در برخی از دانشگاه‌های دیگر کشورمان، تحقیقات متعددی به صورت پایان‌نامه‌های

1- Robert A. Haugen

2- The Inefficient Stock Market

3- Beast on Wall Street

4- The New Finance

5- Prentice- Hall

کارشناسی ارشد و دکتری مالی و حسابداری و اقتصاد و نیز چند پژوهش به صورت موردی انجام پذیرفته است که شاید بتوان تعداد آنها را بیش از ۵۰۰ نوشتار تخمین زد. بیشتر این پژوهش‌ها، نمونه‌ای از تحقیقات انجام شده در سایر دانشگاه‌ها و مراکز تحقیقات مالی دنیا بوده که بیشتر آنها نیز به اثبات و یا رد نظریه‌های مدیریت مالی در بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند و گاهی نتایج پژوهش‌های پژوهشگران ایرانی با یکدیگر کاملاً متفاوت می‌باشند. تحقیقات دانشگاه‌ها و مراکز تحقیقات مالی کشورمان در باره تأثیر بر رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری‌های مدیران کشورمان در امور مالی، هنوز راه‌های بسیار ابتدایی را می‌پیمایند و بیشتر نوشته‌ها جنبه تلخیص و مرور ادبیات مربوطه در سایر کشورها را دارند. با تدریس مقاله‌های فاما و فرنچ در ایران در سالهای اخیر کاربرد مدل سه عاملی آنها در ایران مورد نظر قرار گرفته است. به هر حال می‌توان ادعا کرد که دانش کشورمان در زمینه نظریه‌های مالی و سرمایه‌گذاری در حد سالهای اولیه دهه ۱۹۹۰ و حدود ۱۵ سال عقب‌تر از دنیا می‌باشد. این ترجمه بر ویرایش سال ۲۰۰۴ کتاب «مالی نوین» پروفسور هاگن استوار است که ارمغانی است به جامعه مالی و سرمایه‌گذاری کشور. اما نباید از نظر دور داشت که نتایج منتشره در این کتاب نیز مربوط به سالهای پیش است و حتی این مقاله‌ها و نوشته‌ها نیز توسط تعداد بسیار معدودی از محققان و دانشجویان دوره‌های کارشناسی ارشد و دکتری کشورمان مورد مطالعه و استفاده قرار گرفته است. به طور کلی می‌توان گفت که تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری در کشورمان عقب افتاده‌اند و پیشرفت در این گستره نیاز به عطف توجه بیشتری دارد. انجام این مهم، به عهده دانشگاه‌ها و نهادهای فعال در این زمینه نظیر بازار سرمایه، بازار پول و مراکز تحقیقات علمی و اقتصادی مربوطه است.

ما مترجمان کوشیده‌ایم در ترجمه اثر، به متن وفادار باشیم، نیز بر خود بایسته می‌دانیم تا از همه آنانی که با بحث و گفتگو در کلاسهای دوه دکتری و نیز ترجمه اولیه فصول کتاب بر غنای ترجمه افزوده‌اند، صمیمانه سپاسگزاری کنیم. با این همه، ما این برگردان را

بری از خطا و کاستی نمی‌دانیم، از این رو چشم انتظار رهنمودها، راهنمایی‌ها و راهکارهای یارانیم.

سپاسگزار عنایات حضرت یارِ تعالی‌ایم که توفیق تعلیم و تعلم و ترجمه این کتاب را نصیب ما کرد، نیز بر خود فرض و واجب می‌دانیم تا از والدین بزرگوار، استادان ارجمند و دانشجویان عزیزمان با تمام وجود تشکر کنیم؛ این‌ها کسانی‌اند که حقّی وافر بر ما دارند و بدون آن‌ها ما در این موقعیت نبودیم، ازین رو ترجمه این کتاب را به جامعه اقتصادی و مالی و سرمایه‌گذاری کشور تقدیم کنیم. باشد که دینی هرچند کوچک را ادا کرده باشیم. نیز لازم است از مدیریت و کارکنان مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران که با نهایت ادب و حوصله، نشر این کتاب را عهده‌دار شدند تشکر کنیم. همکاران مؤسسه، ۹ بار متن را با بزرگواری اصلاح کردند و خم به ابرو نیاوردند، دست مریزاد!

یا علی مدد