

مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته

ADVANCED COURSE ON
INVESTMENT MANAGEMENT



مبحث نهم
فلسفه سرمایه گذاری و ارزشیابی سهام



اسکار وایلد (Oscar Wilde) می‌گوید:

"قیمت همه چیز را می‌دانیم
اما ارزش آنرا نمی‌دانیم"



اسطوره‌های ارزشیابی (MYTHS)

اسطوره (۱): وقتی مدل‌های ارزشیابی کمی باشد ارزشیابی عینی است.

اسطوره (۲): ارزشیابی با بررسی و تحقیق زیاد و صرف زمان بی فایده است.

اسطوره (۳): ارزشیابی خوب ارزشیابی با برآورد دقیق است.

اسطوره (۴): هر چقدر مدل کمی تر باشد بهتر است.

اسطوره (۵): وقتی فرض کنیم بازار ناکارا (Inefficient) است مدل‌های ارزشیابی

سودمند هستند.

اسطوره (۶): نتیجه نهائی ارزشیابی مهم است نه فرایند ارزشیابی



ارزشیابی و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری

- نقشی که ارزشیابی در مدیریت سبد سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند بستگی به فلسفه سرمایه‌گذاری دارد.
- ارزشیابی نقش کمی در مدیریت منفعل (Passive) سبد سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند اما برای مدیریت فعال سرمایه‌گذاری‌ها نقش عمده‌ای دارد.
- در روش منفعل فرض می‌شود که بازار را نمی‌توان شکست داد پس بازده غیرعادی و غیرمتعارف برای سرمایه‌گذاری وجود ندارد. تحلیل‌گران تکنیکی پیرو این فلسفه سرمایه‌گذاری هستند. با این طرز تفکر موارد استفاده از ارزشیابی حداقل است زیرا ارزش واقعی در قیمت‌ها افشا شده است.
- هنگامی که فرض شود بازار ناکارا است با استفاده از روش‌های ارزشیابی قادر خواهیم بود تا ارزش واقعی را به‌دست آوریم و از تفاوت آن با قیمت واقعی سود غیرعادی به‌دست آوریم. تحلیل‌گران بنیادی (Active) اعتقاد دارند که بازار کارایی قوی ندارد پس با روش‌های ارزشیابی می‌توان شکاف قیمت‌ها و ارزش را به‌دست آورده و بازار را مغلوب کرد.



الف) تحلیل گران بنیادی

FUNDAMENTALIST

- در تجزیه و تحلیل بنیادی فرض می‌شود که ارزش واقعی در ویژگی‌های بنیادین مانند چشم‌انداز **رشد، ریسک و جریان ورودی** نهفته است.
- هرگونه انحراف از ارزش واقعی علامتی است که نشان می‌دهد شرکت زیر ارزش (Undervalued) یا بیش‌تر از ارزش (Over Valued) است.
- در استراتژی سرمایه‌گذاری بلندمدت ۳ فرض مهم زیر وجود دارد:
 1. بین ارزش و عوامل بنیادین مالی رابطه وجود دارد و این رابطه قابل اندازه‌گیری است.
 2. این رابطه در طول زمان ثابت است.
 3. انحراف از این رابطه در زمان مناسب اصلاح می‌شود.
- کانون توجه در تجزیه و تحلیل بنیادی "ارزشیابی" است. هر چند بسیاری از تحلیل گران بنیادی از روش‌های گوناگونی استفاده می‌کنند اما این مفروضات همواره در تحلیل آنها غالب است.



ب) سرمایه‌گذاری در ارزش یا خریداران فرانسیز

VALUE INVESTING OR FRANCHISE BUYER

- وارن بافت بنیانگذار این فلسفه سرمایه‌گذاری است.
- سرمایه‌گذاری در ارزش در جستجوی کسب‌وکارهای زیر ارزش است. در این روش میزان تأثیر سرمایه‌گذاران بر نحوه مدیریت شرکت و تغییر در سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مالی آن زیاد است. (نفوذ مؤثر)
- در این استراتژی و با فرض سرمایه‌گذاری بلندمدت دو فرض مهم زیر وجود دارد:
 1. سرمایه‌گذار درک صحیحی از وضعیت کسب‌وکار شرکت دارد و فرض می‌کند که شرایط موجود بهبود می‌یابد.
 2. می‌توان شرکت زیر ارزش را بدون آنکه قیمت آن نزدیک به ارزش واقعی باشد تحصیل کرد.
- در این روش ارزشیابی نقش کلیدی دارد زیرا فرض می‌شود که کسب‌وکار دارای ویژگی‌های ثابت و ساده است و برآورد جریان ورودی شرکت آسان است



ج) چارت‌گرایان

CHARTIST

- چارت‌گرایان اعتقاد دارند که روان‌شناسی بازار قیمت سهام را تعیین می‌کند نه متغیرهای بنیادین مالی.
- به عقیده این گروه با علائم روانی بازار مانند حرکات قیمت، حجم مبادلات و فروش‌های استقرایی و ... حرکات آتی قیمت را می‌توان برآورد کرد.
- در این دیدگاه فرض می‌شود که تغییر در قیمت‌ها دارای الگوهایی قابل پیش‌بینی است پس ارزشیابی در فرایند سرمایه‌گذاری سودمند نخواهد بود



د) معامله بر مبنای اطلاعات ویژه INFORMATION TRADER

- قیمت اوراق بهادار تابعی از اطلاعات است. اگر اطلاعات شرکت تغییر کند قیمت آن نیز تغییر خواهد کرد. مبادله‌گران اطلاعات ویژه **(رانت‌خواران اطلاعاتی)** سعی می‌کنند با خرید اطلاعات جدید سرمایه‌گذاری نمایند. اگر اطلاعات خوبی درباره شرکت وجود دارد اقدام به خرید و اگر اطلاعات بدی داشته باشند اقدام به فروش نمایند.
- فرض بنیادین در این دیدگاه این است که مبادله‌گر می‌تواند براساس اطلاعاتی که منتشر می‌شود واکنش بهتری نسبت به میانگین افراد سرمایه‌گذار در بازار داشته باشد.
- در این دیدگاه ارتباط بین اطلاعات و تغییر در ارزش از خود ارزش مهم‌تر است. این سرمایه‌گذاران ممکن است سهام شرکتی را که بیش از ارزش است بخرند زیرا اطلاعات بیشتر باعث افزایش بیشتر در قیمت‌ها می‌شود، سپس بعد از خرید در یک زمان مناسب آنرا می‌فروشند.
- با این نگرش ارزش اهمیت زیادی ندارد فقط چگونگی واکنش بازار به اطلاعات مهم است.



(د) فرصت‌شناسان بازار

MARKET TIMERS

- این گروه اعتقاد دارند که بازده ناشی از تغییرات در کل بازار مالی بیشتر و مهم‌تر از بازده یک سهم زیر ارزش است. آنها استدلال می‌کنند که راحت‌تر می‌توان حرکات بازار را پیش‌بینی کرد و معتقدند که این پیش‌بینی براساس عوامل قابل مشاهده انجام می‌شود. هر چند ارزشیابی در این دیدگاه نقش زیادی ندارد اما در دو گزینه زیر مفید خواهد بود:
- ارزشیابی کل بازار و مقایسه با ارزش جاری آن می‌تواند زمان رکود یا رونق را مشخص نماید.
- ارزشیابی کل بازار می‌تواند نشان دهد که بازار زیرارزش یا بیش از ارزش است. به عنوان مثال در بازار تعدادی شرکت زیر ارزش و تعدادی بیش از ارزش معامله می‌شوند، اگر تعداد شرکت‌های زیر ارزش بیش‌تر از شرکت‌هایی باشد که بیش از ارزش هستند بنابراین بازار زیر ارزش است.



هـ) سرمایه‌گذاران با پینش کارایی بازار

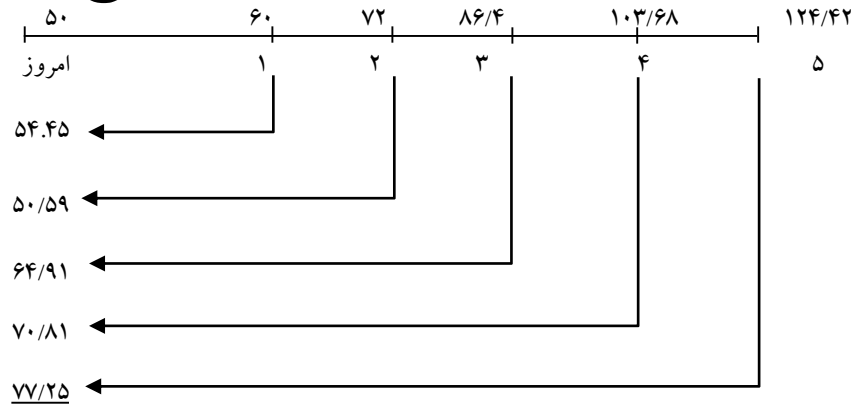
EFFICIENT MARKETERS

○ براساس این دیدگاه قیمت بازار در بلندمدت به سمت ارزش نیل می‌کند، یعنی بازار نسبت به اطلاعات واکنش سریع و صحیح نشان داده و فرصت آربیتراژ وجود ندارد. این گروه معتقدند که در زمانی مشخص قیمت بازار با ارزش واقعی برابر خواهد شد و هرگونه تلاش برای کسب سود در بازار کارآمد بی‌فایده است. این سرمایه‌گذاران معتقدند که هر تلاشی در بازار ناکارآمد برای کسب سود در شرایط آربیتراژ با هزینه‌های معاملات جبران می‌شود. برای این سرمایه‌گذاران مهم است که بدانند چرا شرکتی خریده یا فروخته می‌شود، پس مدل‌های ارزشیابی از این منظر قابل استفاده است. هدف یافتن شرکت‌هایی است که با اطلاعات موجود کم‌تر یا بیش‌تر از ارزش معامله می‌شوند



مثال

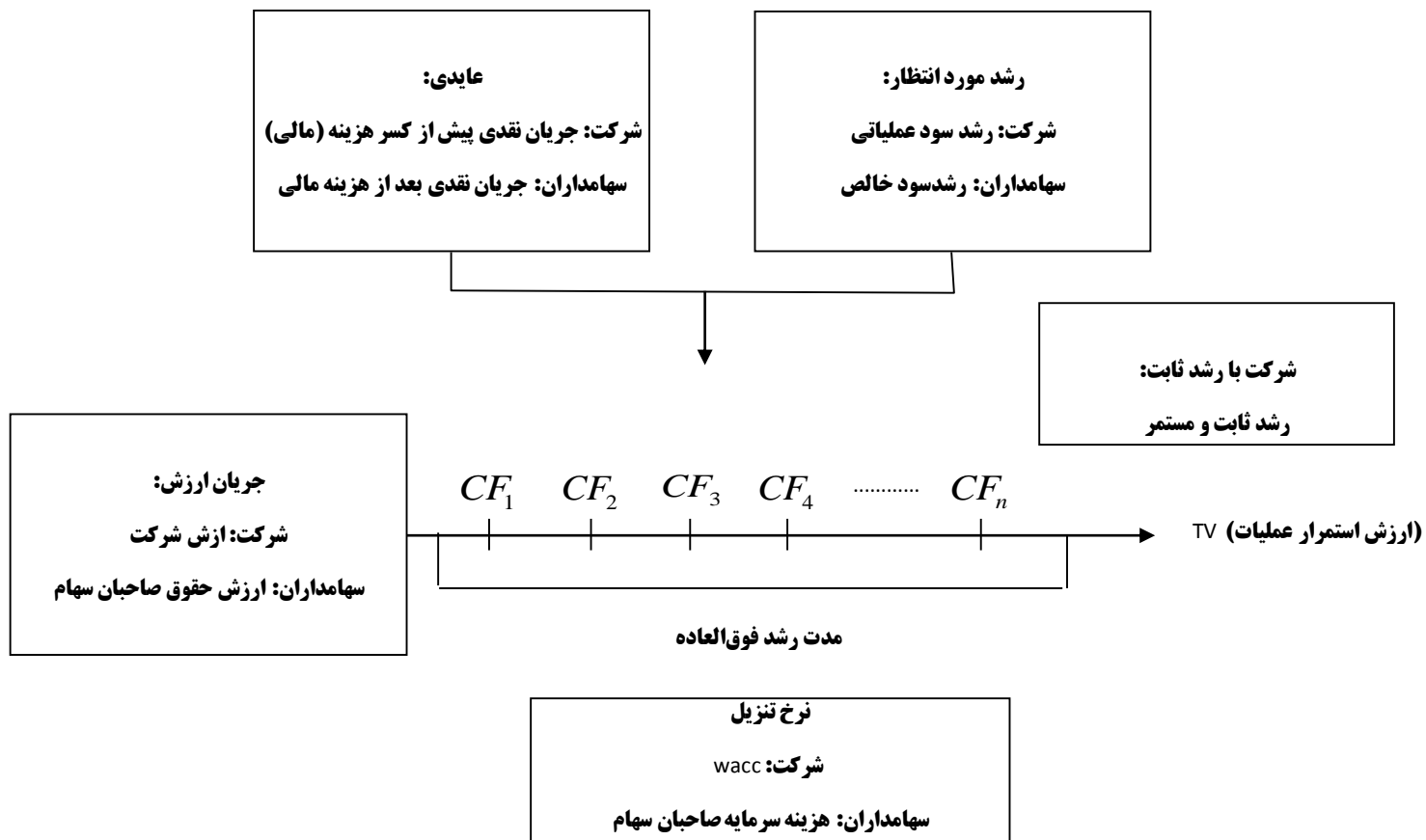
- فرض کنید که ۵۰ ریال سالانه (طی ۵ سال) با رشد ۲۰٪ افزایش می‌یابد بنابراین ارزش فعلی آن به صورت زیر محاسبه می‌شود. (نرخ تنزیل ۱۰٪)



با رشد ثابت

$$PV = A(1+g) \left[\frac{1 - \frac{(1+g)^n}{(1+K)^n}}{K-g} \right]$$

$$= 50 \cdot (1/20) \left[\frac{1 - \frac{(1/20)^5}{(1/10)^5}}{0.10 - 0.20} \right] = 327/0.1$$



○ اگر جریان‌های نقدی مورد انتظار بانرخ رشد مستمر g و تا بی نهایت سال رشد کند، ارزش فعلی رشد مستمر عبارت است از:

$$\text{رشد مستمر } PV = A(1+g) \left[\frac{1 - \frac{(1+g)^\infty}{(1+K)^\infty}}{K-g} \right] = \frac{A(1+g)}{(K-g)}$$

به عنوان مثال ارزش فعلی سهام شرکتی با سود تقسیمی ۵۰ ریال و رشد مورد انتظار ۵٪ به صورت زیر به دست می آید:

$$PV = \frac{50(1 + \%5)}{\%10 - \%5} = 1050$$



۱. تجزیه و تحلیل تاریخی و استراتژیک شرکت و صنعت

<p>الف) تجزیه و تحلیل مالی</p> <ul style="list-style-type: none">- ارزیابی سود و زیان و ترانزنامه- ارزیابی جریان‌های نقدی- ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها- ارزیابی تأمین مالی- ارزیابی سلامت مالی- ارزیابی ریسک تجاری	<p>ب) تجزیه و تحلیل رقابت و استراتژی</p> <ul style="list-style-type: none">- ارزیابی صنعت- ارزیابی موضوع رقابتی- شناخت زنجیره ارزش- موضع رقابتی رقبای عمده- شناخت محرک‌های ارزش
---	---

۲. برآورد جریان‌های نقدی

<p>الف) پیش‌بینی مالی</p> <ul style="list-style-type: none">- ترانزنامه و صورت سود و زیان- جریان‌های نقدی- سرمایه‌گذاری‌ها- تأمین مالی- ارزش استمرار عملیات- سناریوهای ممکن	<p>ب) پیش‌بینی استراتژی‌ها و رقابت</p> <ul style="list-style-type: none">- پیش‌بینی تحولات صنعت- پیش‌بینی موضع رقابتی شرکت- پیش‌بینی موضع رقابتی رقبای عمده
--	---

ج) پیش‌بینی ثبات و یکنواختی جریان‌های نقدی

- ثبات مالی پیش‌بینی‌ها
- مقایسه پیش‌بینی‌ها با واقعیت‌ها
- ثبات جریان‌های نقدی با تجزیه و تحلیل استراتژیک

۳. عوامل تعیین‌کننده هزینه سرمایه

- برای هر واحد مجزا و برای کل شرکت
- هزینه سرمایه بدهی، صاحبان سهام و کل شرکت

۴. خالص ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار

- خالص ارزش فعلی با نرخ تنزیل مناسب
- ارزش فعلی استمرار عملیات

۵. تفسیر نتایج

- مقایسه تطبیقی ارزش شرکت با ارزش شرکت‌های مشابه
- شناخت منابع ارزش افزایی و ثبات آن
- تحلیل حساسیت ارزش با تغییر در متغیرهای بنیادی مالی
- توجیه رقابتی و استراتژیک برای منابع ارزش افزایی



آیا چشم‌اندازی برای استفاده
کارآمدتر از دارایی‌های
موجود دارد؟

آیا برای رشد آینده،
سرمایه‌گذاری بهینه دارد؟

کارایی رشد

رشد از طریق استفاده بهتر از دارایی‌های
موجود ایجاد می‌شود

جریان‌های نقد از دارایی‌های آتی

رشد از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید ایجاد
می‌شود: تابعی از کمیت و کیفیت
سرمایه‌گذاری

رشد مورد انتظار در دوره رشد فوق‌العاده

شرکت در شرایط ثبات (بازده اضافی کم یا
صفر)

جریان‌های نقد از دارایی‌های موجود

جریان نقد قبل از بازپرداخت بدهی‌ها و پس از
سرمایه‌گذاری لازم برای حفظ وضع موجود

طول دوره رشد فوق‌العاده

- کفایت مزیت رقابتی
- استمرار و تداوم مزیت رقابتی

هزینه سرمایه برای نرخ تنزیل

- ریسک عملیاتی
- ریسک ناتوانی در بازپرداخت‌ها
- ترکیب منابع مالی (بدهی و سهام)

آیا مزیت رقابتی ایجاد می‌شود؟

آیا از منابع مناسب برای تأمین مالی
استفاده می‌شود؟

مدیران از دارایی‌های موجود چگونه
استفاده می‌کنند؟

