دوره DBA · مدیریت سرمایه‌گذاری

جزوهٔ جامع مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار

درس مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار

گردآورنده: سعید سجودی
ایمیل: sojoudi.saeed@gmail.com

مدرس
دکتر علی قنبری

جلسه
اول · ۱۵ مهر ۱۴۰۵

منابع
دو بخش صوتی و تختهٔ هوشمند

نسخه
مطالعهٔ جامع

ویژهٔ مطالعهٔ شخصی · ۱۴۰۵/۰۷/۱۵

فهرست مطالب

1. راهنمای مطالعه و نقشهٔ جلسه

2. ۱. نگاه مدیریتی به دانش مالی

3. ۲. اقتصاد واقعی و اقتصاد مالی

4. ۳. بانک، بیمه و مدیریت ریسک

5. ۴. مسیر تأمین مالی در بازار سرمایه

6. ۵. طبقه‌بندی سادهٔ اوراق بهادار

7. ۶. بازده نگهداری و بازده ناشی از قیمت

8. ۷. ریسک و ارزشیابی طرح

9. ۸. ابزار مشتقه و مثال اختیار فروش

10. ۹. زیرساخت بازار سرمایه و محل یافتن اطلاعات

11. ۱۰. کاربرد مدیریتی و تمرین

12. ۱۱. نکته‌های تکمیلی درس‌گفتار و پیوند با جزوهٔ استاد

13. ۱۲. تکلیف‌ها، مطالعهٔ تکمیلی و ادامهٔ دوره

14. واژه‌نامهٔ فشرده

15. منابع

جزوهٔ جامع مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار

راهنمای مطالعه و نقشهٔ جلسه

جلسهٔ نخست از نسبت میان اقتصاد واقعی و نظام مالی آغاز می‌شود، به نقش بانک و بیمه در جریان سرمایه می‌رسد و سپس مسیر تأمین مالی از بازار سرمایه، انواع اوراق بهادار و منطق بازده و ریسک را توضیح می‌دهد. در پایان، نمونه‌های عددی اوراق درآمد ثابت و اختیار فروش، ساختار چهار بازار اصلی و چند سامانهٔ کلیدی مرور می‌شوند. هدف مطالعه این جلسه، فهمیدن پیوند میان «نیاز بنگاه به منابع»، «ابزار تأمین مالی» و «انتخاب سرمایه‌گذار» است؛ حفظ نام ابزارها بدون فهم این پیوند کافی نیست.

منابع اصلی این جزوه دو بخش صوتی کلاس و ۲۵ صفحه تختهٔ هوشمند جلسه‌اند. مباحث هم‌موضوع در جزوهٔ اصلی استاد، به‌ویژه صفحه‌های فایل ۳، ۱۴ تا ۱۷ و ۲۴ تا ۲۶، برای تکمیل تعریف نهادها و بازارها استفاده شده‌اند؛ ترتیب صفحات آن جزوه، ترتیب تدریس این جلسه فرض نشده است. مثال‌های عددیِ دارای ارجاع به صفحهٔ تخته، از همان صفحات بازخوانی شده‌اند. توضیح‌های مفهومی، درس‌گفتار را به زبان آموزشی بازنویسی می‌کنند. داده‌های روز بازار و شروط پذیرش شرکت‌ها ممکن است تغییر کنند؛ به همین دلیل این جزوه آن‌ها را به‌صورت عدد ثابت آموزشی بیان نمی‌کند.

پرسش مرکزی جلسه

اگر یک بنگاه برای اجرای طرحی به پول نیاز دارد، چگونه باید میان وام بانکی، انتشار اوراق بدهی و واگذاری سهم انتخاب کند؟ پاسخ به مقدار سرمایه، زمان نیاز، توان بازپرداخت، پذیرش ریسک توسط سرمایه‌گذار، هزینهٔ تأمین مالی و سطح شفافیت بنگاه وابسته است. همهٔ موضوعات جلسه را می‌توان به این پرسش بازگرداند.

۱. نگاه مدیریتی به دانش مالی

مدیر برای تصمیم دربارهٔ توسعهٔ محصول، استخدام، خرید تجهیزات یا ورود به بازار تازه، به تصویری از جریان‌های نقدی، منابع تأمین مالی و ریسک‌ها نیاز دارد. سود حسابداری به‌تنهایی نشان نمی‌دهد که پول در چه زمانی وارد یا از شرکت خارج می‌شود. تصمیمی که از نظر عملیاتی جذاب است ممکن است به دلیل کمبود نقدینگی یا هزینهٔ سنگین تأمین مالی اجراشدنی نباشد.

در درس‌گفتار، بر ترکیب داده‌های پراکنده تأکید می‌شود: دادهٔ مشتری، هزینهٔ تولید، قیمت فروش، سرمایهٔ در گردش، نرخ تأمین مالی و شرایط بازار باید کنار هم قرار گیرند. این نگاه، مالی را از مجموعه‌ای از اصطلاحات جداگانه به ابزاری برای تصمیم‌گیری تبدیل می‌کند. مشارکت، طرح پرسش و آزمودن فرض‌ها نیز بخشی از شیوهٔ یادگیری کلاس است.

از ایده تا ارزیابی طرح

برای ورود به یک پروژه، برآورد هزینه و درآمد لازم است، اما کافی نیست. در ارزیابی موشکافانه یا Due Diligence، در کنار فرض‌های مالی، وضعیت حقوقی، فنی، بازار، مدیریت و ریسک‌های اجرایی بررسی می‌شود. طرح کسب‌وکار مسیر پیشنهادی اجرای فعالیت را شرح می‌دهد؛ ارزیابی موشکافانه می‌کوشد فرض‌های همان مسیر را به آزمون بگذارد. این دو ابزار مکمل‌اند و کاربرد یکی، دیگری را بی‌نیاز نمی‌کند.

در تحلیل مدیرانه، «رشد» معمولاً به افزایش مقدار یک شاخص اشاره دارد؛ «توسعه» علاوه بر مقدار، کیفیت و پایداری ساختار را نیز در بر می‌گیرد. برای نمونه، افزایش فروش بدون بهبود دریافت وجه، کنترل هزینه و کیفیت خدمت می‌تواند رشد عددی ایجاد کند ولی وضعیت مالی شرکت را شکننده‌تر سازد.

۲. اقتصاد واقعی و اقتصاد مالی

اقتصاد واقعی جایی است که کالا و خدمت تولید و مصرف می‌شود: صنعت، کشاورزی، معدن، بازرگانی و خدمات. اقتصاد مالی به جابه‌جایی پس‌انداز و سرمایه میان دارندگان منابع و نیازمندان منابع کمک می‌کند. در کنار این دو، نهادهای حکمرانی و قوای قانون‌گذاری، اجرا و قضا چارچوب فعالیت را شکل می‌دهند. در تختهٔ جلسه، این حوزه‌ها در قالب یک نقشهٔ ارتباطی ترسیم شده‌اند (تخته، ص. ۲).

برای تولید یک محصول، بنگاه به مجموعه‌ای از ورودی‌ها نیاز دارد: نیروی انسانی، دانش، مواد، تجهیزات، زمان و پول. تخته این ایده را با یک نمایش ساده از جمع ورودی‌ها نشان می‌دهد (تخته، ص. ۳). این نمایش یک **تمثیل آموزشی** است، نه فرمول حسابداری یا تابع تولیدِ برآوردشده. کاربرد آن یادآوری این نکته است که حتی پروژه‌ای با فناوری و بازار مناسب، بدون تأمین به‌موقع سرمایه و نقدینگی متوقف می‌شود.

مسئلهٔ تطابق زمان

بنگاه ممکن است امروز برای خرید مواد یا تجهیزات پرداخت کند ولی ماه‌ها بعد وجه فروش را بگیرد. تأمین مالی باید این شکاف زمانی را پوشش دهد. انتخاب ابزار نامتناسب، مانند تأمین پروژهٔ بلندمدت با بدهی بسیار کوتاه‌مدت، خطر تمدید بدهی و فشار نقدینگی ایجاد می‌کند. در مقابل، واگذاری سهم می‌تواند فشار بازپرداخت ثابت را کم کند، اما مالکیت و کنترل را میان سهام‌داران بیشتری تقسیم می‌کند.

۳. بانک، بیمه و مدیریت ریسک

بانک سپرده‌های مردم را جذب می‌کند، خدمات پرداخت و ضمانت‌نامه ارائه می‌دهد و از راه تسهیلات و سایر فعالیت‌های مجاز، اعتبار را به اقتصاد منتقل می‌کند. در تحلیل درآمد بانک، تمایز میان درآمد حاصل از تسهیلات و درآمد خدمات و کارمزد اهمیت دارد؛ اما نسبت واحدی از این دو درآمد به‌تنهایی معیار قطعی سلامت بانک نیست. برای ارزیابی بانک باید کیفیت دارایی‌ها، سرمایه، نقدینگی، سودآوری، مدیریت و حساسیت به ریسک بازار را نیز دید.

چارچوب CAMELS همین شش حوزه را کنار هم می‌گذارد: کفایت سرمایه، کیفیت دارایی، کیفیت مدیریت، سودآوری، نقدینگی و حساسیت به ریسک بازار. **نسبت کفایت سرمایه**، سرمایهٔ نظارتی را با دارایی‌های موزون‌شده به ریسک مقایسه می‌کند. در چارچوب پایهٔ کمیتهٔ بال، حداقل نسبت کل سرمایه ۸ درصد دارایی‌های موزون‌شده به ریسک است؛ الزامات تکمیلی و مقررات هر کشور ممکن است بالاتر باشند. بنابراین پایین‌تر بودن این نسبت به‌خودی‌خود «منطقهٔ بهتر» نیست. منبع تکمیلی: کمیتهٔ بال.

بیمه ریسک مشخص را در برابر حق بیمه طبق قرارداد پوشش می‌دهد و به بنگاه امکان می‌دهد اثر مالی بعضی رویدادها را محدود کند. در مدیریت سرمایه‌گذاری، بیمه جایگزین ارزیابی ریسک پروژه نیست؛ یکی از ابزارهای مدیریت پیامد ریسک است. بیمهٔ اتکایی نیز بخشی از ریسک بیمه‌گر را به بیمه‌گر دیگری منتقل می‌کند. برای مدیر، پرسش اصلی این است که چه ریسکی قابل بیمه‌کردن است، سقف پوشش چقدر است و چه مواردی از قرارداد مستثنا شده‌اند.

۴. مسیر تأمین مالی در بازار سرمایه

در مثال کلاسی، یک شرکت نیازمند سرمایه برای اجرای طرح، با یک نهاد تخصصی تأمین سرمایه کار می‌کند. نقش این نهاد می‌تواند طراحی ساختار تأمین مالی، ارزیابی طرح، تهیهٔ مدارک عرضه و همراهی در فروش اوراق باشد. سپس نهاد ناظر، ارکان بازار و زیرساخت‌های ثبت و تسویه متناسب با نوع اوراق در فرایند قرار می‌گیرند. نمودار تخته، ارتباط میان ناشر، ابزار مالی و سرمایه‌گذار را به‌صورت ساده نشان می‌دهد.

ناشر، بازار اولیه و بازار ثانویه

ناشر شخص حقوقیِ منتشرکنندهٔ اوراق است. در **بازار اولیه**، سرمایه‌گذار اوراق تازه‌منتشرشده را می‌خرد و وجوه عرضه طبق ساختار انتشار به تأمین مالی ناشر کمک می‌کند. در **بازار ثانویه**، اوراق موجود میان سرمایه‌گذاران معامله می‌شود. معاملهٔ ثانویه معمولاً پول تازه‌ای مستقیماً به ناشر نمی‌رساند، اما با فراهم‌کردن امکان خروج سرمایه‌گذار، جذابیت عرضهٔ اولیه و نقدشوندگی ابزار را افزایش می‌دهد.

برای ناشر، انتخاب میان اوراق بدهی و سهام یک مبادلهٔ مدیریتی است. بدهی تعهد پرداخت و سررسید دارد و به جریان نقد قابل پیش‌بینی نیازمند است. سهام تعهد بازپرداخت اصل سرمایه در سررسید ندارد، اما در سود، زیان و حقوق مالکانه شریک می‌شود. هزینهٔ هر روش فقط نرخ یا قیمت اعلامی نیست؛ کارمزد انتشار، وثیقه، محدودیت‌های قراردادی، اثر بر کنترل شرکت و الزامات افشا نیز باید سنجیده شوند.

نمونهٔ فرایندی برای مدیر

۱. هدف و مبلغ تأمین مالی را روشن کند. ۲. زمان ورود و خروج وجه را برآورد کند. ۳. توان بازپرداخت یا میزان مالکیت قابل واگذاری را بسنجد. ۴. ریسک‌های حقوقی و عملیاتی طرح را بررسی کند. ۵. گزینه‌های بانکی و بازار سرمایه را از نظر هزینه و انعطاف مقایسه کند. ۶. پیش از عرضه، مدارک و افشاهای لازم را آماده سازد. ۷. پس از تأمین مالی، مصرف منابع و تعهدات را پایش کند.

۵. طبقه‌بندی سادهٔ اوراق بهادار

اوراق بدهی معمولاً برای دارنده حق دریافت مبالغی بر اساس قرارداد و حق مطالبهٔ اصل در سررسید ایجاد می‌کند. نوع پرداخت، تضمین و وثیقه به ویژگی همان ورقه بستگی دارد؛ نمی‌توان همهٔ اوراق بدهی را «بی‌ریسک» یا اصل همهٔ آن‌ها را تضمین‌شده دانست. **سهام** نشان‌دهندهٔ سهمی از مالکیت شرکت است و بازده آن از سود نقدی و تغییر ارزش بازار پدید می‌آید. سود سهام و قیمت آیندهٔ آن تضمین‌شده نیست.

صکوک عنوانی برای خانواده‌ای از اوراق بهادار منطبق با ساختارهای مالی اسلامی است. مبنای حقوقی و جریان نقد هر نوع می‌تواند متفاوت باشد؛ مانند اجاره، مرابحه، استصناع یا مشارکت. بررسی صکوک نیازمند خواندن اسناد انتشار، دارایی یا فعالیت پایه، تعهدات ارکان، نوع ضمانت و ریسک نقدشوندگی است. صکوک را نباید به‌صورت کلی معادل «سرمایه‌گذاری بدون احتمال کاهش اصل پول» معرفی کرد.

دو سؤال پیش از خرید هر ورقه

حق دارنده دقیقاً چیست و از کدام منبع پرداخت می‌شود؟ اگر ناشر یا بازار برخلاف انتظار عمل کند، چه زیانی ممکن است رخ دهد و آیا راه خروج وجود دارد؟ پاسخ این دو سؤال از نام محصول مهم‌تر است.

۶. بازده نگهداری و بازده ناشی از قیمت

بازده کلِ دورهٔ نگهداری را می‌توان به دو جزء تفکیک کرد: جریان‌های دریافتی طی دوره، مانند سود دوره‌ای، و تغییر قیمت دارایی تا زمان فروش. اگر قیمت فروش را P_s، قیمت خرید را P_0 و مجموع دریافتی‌ها را E بنامیم:

> سود یا زیان پولی دوره = $E + (P_s - P_0)$

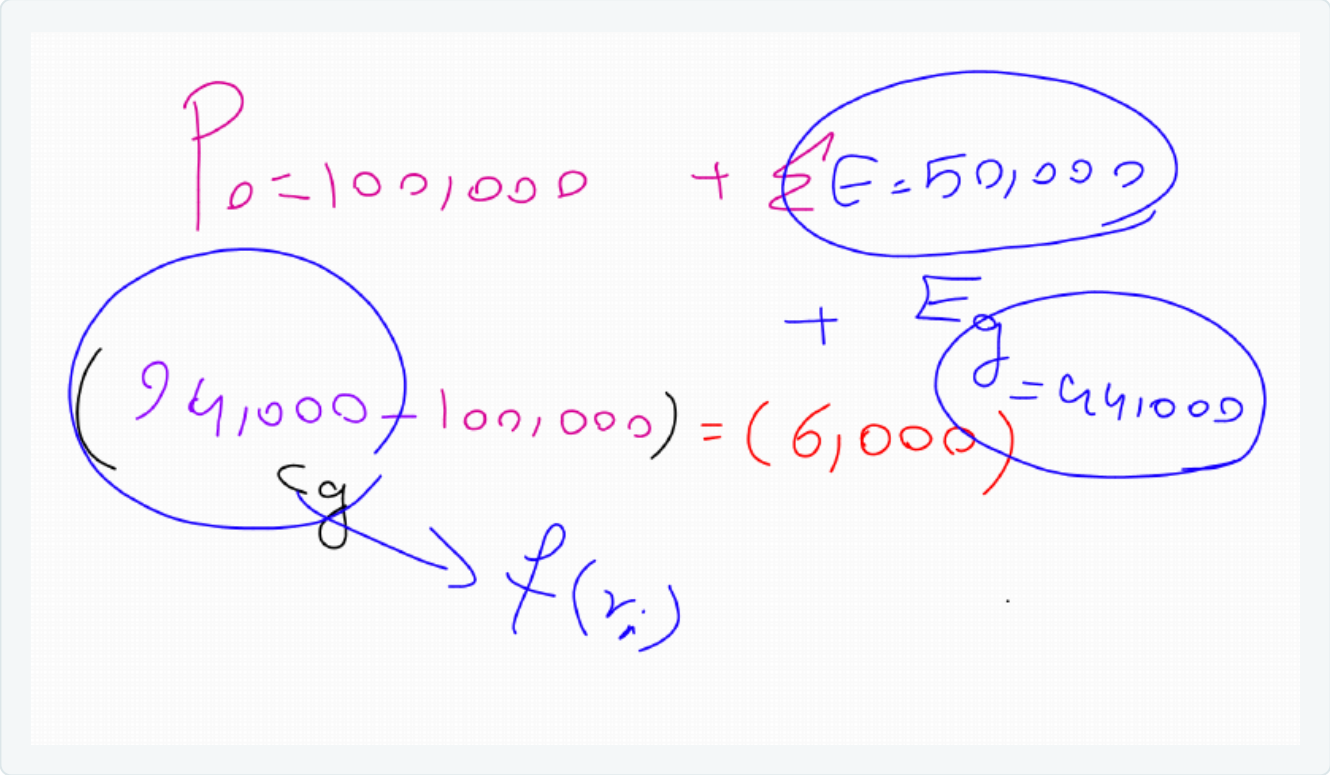
این رابطه برای یک مثال سادهٔ آموزشی است و کارمزد، مالیات، تورم، زمان‌بندی پرداخت‌ها و ارزش زمانی پول را در خود ندارد. اگر بخواهیم **نرخ** بازده ساده را به دست آوریم، نتیجهٔ پولی را بر قیمت خرید تقسیم می‌کنیم.

مثال عددی کلاس و تخته

در صوت بخش دوم، قیمت خرید ۱۰۰٬۰۰۰ تومان، نرخ پرداخت ۲۵ درصد سالانه، دورهٔ نگهداری دو سال و قیمت فروش ۹۴٬۰۰۰ تومان بیان می‌شود. تختهٔ ص. ۱۴ و ۱۵ همین اعداد محاسباتی را نشان می‌دهد. مجموع دریافتی‌های دو سال ۵۰٬۰۰۰ تومان، زیان قیمت ۶٬۰۰۰ تومان و سود کل دوره ۴۴٬۰۰۰ تومان است:

> سود کل دو سال = ۵۰٬۰۰۰ + (۹۴٬۰۰۰ − ۱۰۰٬۰۰۰) = ۴۴٬۰۰۰ تومان؛ نرخ بازده دوره = ۴۴٬۰۰۰ ÷ ۱۰۰٬۰۰۰ = ۴۴ درصد.

این عدد **بازده کل دو سال** است، نه نرخ سالانه. همچنین ۲۵ درصد، نرخ پرداخت سالانهٔ فرض‌شدهٔ ورقه است و با بازده کلِ حاصل از خرید، دریافت وجوه و فروش یکی نیست. برای محاسبهٔ بازده سالانهٔ دقیق باید زمان هر پرداخت و قیمت فروش معلوم باشد. تبدیل واحد، همهٔ مبالغ را ده برابر می‌کند؛ مثلاً ۱۰۰٬۰۰۰ تومان برابر ۱٬۰۰۰٬۰۰۰ ریال است و نرخ ۴۴ درصد تغییر نمی‌کند. تختهٔ حالت‌های دیگر قیمت فروش را نیز مطرح می‌کند؛ در هر حالت، درآمد دوره‌ای و تغییر قیمت جدا محاسبه می‌شوند.



در اوراق با پرداخت ثابت، اگر نرخ‌های بازار بالا بروند، قیمت ورقهٔ موجود معمولاً افت می‌کند؛ زیرا پرداخت‌های ثابت آن در مقایسه با اوراق تازه جذابیت کمتری دارد. شدت این اثر به سررسید و ویژگی ورقه بستگی دارد. منبع تکمیلی: راهنمای کمیسیون بورس آمریکا.

۷. ریسک و ارزشیابی طرح

ریسک سیستماتیک از شرایط گستردهٔ بازار و اقتصاد ناشی می‌شود و با پخش‌کردن سرمایه میان تعداد زیادی از اوراق همان بازار به‌طور کامل حذف نمی‌شود؛ مانند شوک نرخ بهره یا رکود فراگیر. **ریسک غیرسیستماتیک** به شرکت یا صنعت خاص مربوط است و بخشی از آن با تنوع‌بخشی و مدیریت بهتر قابل کاهش است. تفکیک این دو به مدیر کمک می‌کند بداند کدام خطر را با اصلاح عملکرد بنگاه و کدام را با طراحی سبد، بیمه یا ذخیرهٔ نقدی پاسخ دهد.

در ارزیابی مالی طرح، شاخص‌هایی مانند ارزش فعلی خالص (NPV) و نرخ بازده داخلی (IRR) برای سنجش جریان‌های نقدی به کار می‌روند. این شاخص‌ها فقط به اندازهٔ فرض‌های ورودی معتبرند. مدیر باید علاوه بر عدد نهایی، حساسیت نتیجه به قیمت فروش، مقدار فروش، هزینهٔ سرمایه، تأخیر اجرا و نرخ ارز را ببیند. سناریوهای خوش‌بینانه، مبنا و بدبینانه برای فهم دامنهٔ نتیجه مفیدند.

۸. ابزار مشتقه و مثال اختیار فروش

ارزش ابزار مشتقه از دارایی یا شاخصی دیگر اثر می‌پذیرد. قرارداد آتی، پیمان آتی، معاوضه و اختیار معامله از خانواده‌های شناخته‌شده‌اند؛ اما سازوکار تسویه و تعهد هرکدام متفاوت است. **خریدار اختیار فروش** حق دارد دارایی پایه را با قیمت اعمال از پیش تعیین‌شده بفروشد و برای این حق، مبلغی به نام بهای اختیار می‌پردازد. فروشندهٔ اختیار در برابر دریافت این مبلغ، تعهد متناظر را می‌پذیرد.

داده‌های مثال تخته

در تختهٔ ص. ۱۹ و ۲۰، قیمت خرید دارایی ۳٬۵۰۰٬۰۰۰ ریال، بهای اختیار ۳۰۰٬۰۰۰ ریال و قیمت اعمال ۴٬۲۰۰٬۰۰۰ ریال آمده است. اگر دارنده، دارایی را داشته باشد و اختیار فروش را نیز بخرد، مجموع هزینهٔ آغازین او ۳٬۸۰۰٬۰۰۰ ریال می‌شود. در پایان، اگر قیمت بازار زیر قیمت اعمال باشد و اختیار طبق شرایط قرارداد اعمال شود، فروش دارایی به قیمت ۴٬۲۰۰٬۰۰۰ ریال برای این **موقعیت ترکیبی** حداقل ۴۰۰٬۰۰۰ ریال سود اسمی نسبت به هزینهٔ آغازین ایجاد می‌کند. هزینه‌های معامله و جزئیات تسویه در این مثال لحاظ نشده‌اند.

> کف ارزش فروش دارایی با اختیار = ۴٬۲۰۰٬۰۰۰ ریال؛ هزینهٔ دارایی و اختیار = ۳٬۸۰۰٬۰۰۰ ریال؛ حداقل نتیجهٔ اسمی موقعیت ترکیبی = ۴۰۰٬۰۰۰ ریال.

اگر قیمت بازار بالاتر از ۴٬۲۰۰٬۰۰۰ ریال باشد، دارنده معمولاً اختیار را اعمال نمی‌کند و دارایی را در بازار می‌فروشد؛ بهای اختیار همچنان هزینهٔ اوست. عدد ۳٬۸۰۰٬۰۰۰ ریال **هزینهٔ آغازین ترکیب دارایی و اختیار** است، نه نقطهٔ سربه‌سر واقعی آن در این مثال. چون قیمت اعمال از این هزینه بیشتر است، سود ترکیب در تمام قیمت‌های پایانیِ نامنفی، تحت فرض‌های سادهٔ مثال، دست‌کم ۴۰۰٬۰۰۰ ریال است و به صفر نمی‌رسد. این نتیجهٔ خاص به اعداد مثال و ایفای تعهد وابسته است و قاعده‌ای برای سود تضمینی همهٔ اختیارها نیست.

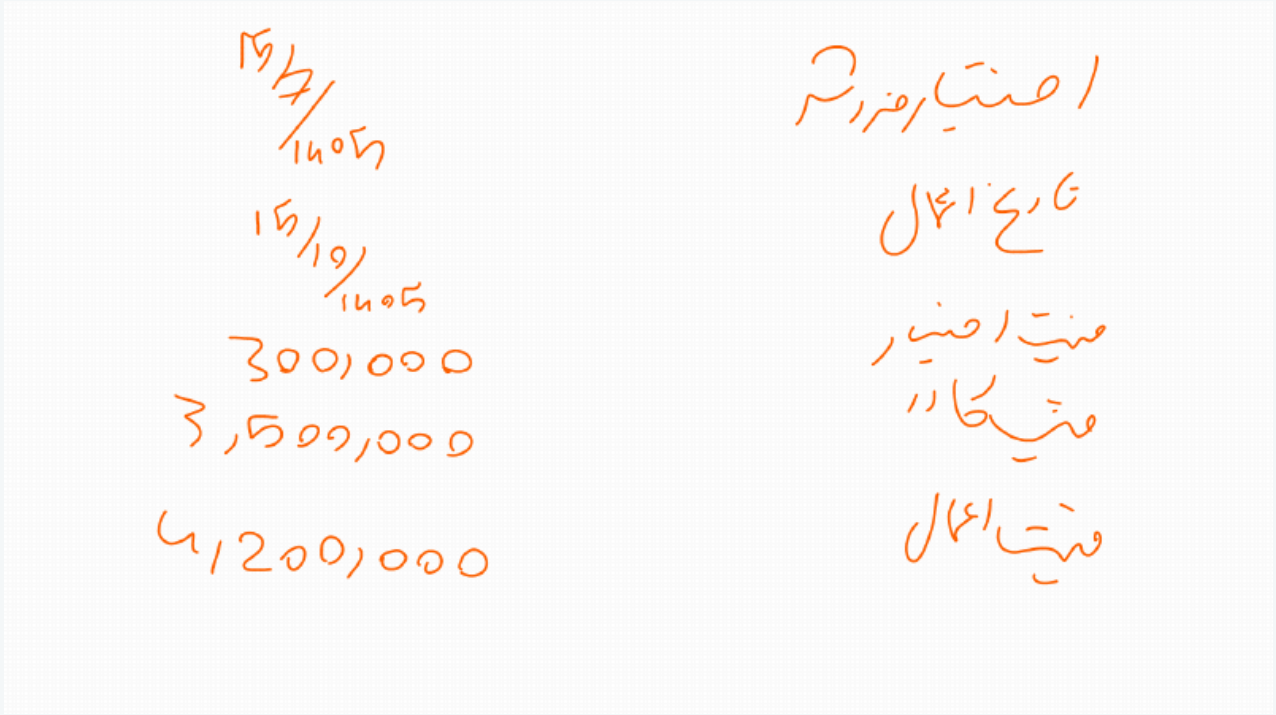
عدد ۳٬۹۰۰٬۰۰۰ ریالِ تخته، حاصل قیمت اعمال منهای بهای اختیار، **نقطهٔ سربه‌سر هر دو طرفِ خودِ اختیار فروش** است: خریدار و فروشنده در این قیمت سود خالص صفر دارند. برای خریدار، قیمت پایین‌تر سود و قیمت بالاتر زیان ایجاد می‌کند؛ نتیجهٔ فروشنده قرینه است. این محاسبه، مالکیت دارایی پایه را در بر نمی‌گیرد.

اعمال اختیار با سودآوری خالص یکسان نیست

در سررسید، وقتی قیمت دارایی کمتر از ۴٬۲۰۰٬۰۰۰ ریال باشد، اختیار فروش ارزش ذاتی مثبت دارد؛ آستانهٔ اعمال، قیمت اعمال است نه سربه‌سر ۳٬۹۰۰٬۰۰۰ ریال. مثلاً در قیمت ۴٬۰۰۰٬۰۰۰ ریال، اعمال اختیار ۲۰۰٬۰۰۰ ریال عایدی دارد، ولی پس از کسر بهای ۳۰۰٬۰۰۰ ریالی، خریدارِ خودِ اختیار ۱۰۰٬۰۰۰ ریال زیان می‌کند. فروشنده در همین حالت ۱۰۰٬۰۰۰ ریال سود دارد و بااین‌حال اختیار علیه او اعمال شده است. بنابراین «فروشنده سود کرده» به معنای «اختیار اعمال نشده» نیست.

در سناریوی بدون مالکیت اولیهٔ دارایی، خریدار در مثال کلاس می‌تواند دارایی را در سررسید ۳٬۷۰۰٬۰۰۰ ریال بخرد و با اختیار ۴٬۲۰۰٬۰۰۰ ریال بفروشد. سود خالص پس از بهای اختیار ۲۰۰٬۰۰۰ ریال، معادل ۲۰٬۰۰۰ تومان، می‌شود. اجرای واقعی به شیوهٔ تسویه، امکان تحویل و مقررات قرارداد وابسته است. تاریخ قرارداد در تخته ۱۵ مهر ۱۴۰۵ و تاریخ اعمال ۱۵ دی ۱۴۰۵ است.

برای خودِ اختیار فروش، سود خریدار در سررسید برابر است با «بیشینهٔ قیمت اعمال منهای قیمت بازار و صفر، سپس کسر بهای اختیار». به زبان نمادی، سود خریدار برابر $\max(K - S, 0) - p$ و سود ترکیب دارایی و اختیار برابر $\max(S, K) - S_0 - p$ است؛ در اینجا قیمت اعمال را K، قیمت پایانی را S، قیمت خرید اولیهٔ دارایی را S_0 و بهای اختیار را p می‌نامیم. سود فروشنده قرینهٔ آن است. این تفکیک از اشتباه‌گرفتن سود معاملهٔ دارایی با سود خودِ قرارداد اختیار جلوگیری می‌کند. منبع تکمیلی: راهنمای اختیار فروش پوششی و راهنمای فروش اختیار فروش.



۹. زیرساخت بازار سرمایه و محل یافتن اطلاعات

در نقشهٔ جلسه، چهار حوزهٔ اصلی برای معامله یا عرضهٔ ابزارها نام برده می‌شود: بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس ایران، بورس کالای ایران و بورس انرژی ایران. کارکرد، ابزارهای پذیرفته‌شده و قواعد هر حوزه متفاوت‌اند. از نام بازار نمی‌توان دربارهٔ سودآوری یا ریسک یک ورقه نتیجه گرفت؛ باید خودِ اوراق و اسناد آن بررسی شود.

شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، در ثبت مالکیت، نگهداری سوابق و تسویهٔ معاملات نقش زیرساختی دارد. **سجام** برای شناسایی و ثبت اطلاعات سرمایه‌گذاران و **کدال** برای انتشار گزارش‌ها و اطلاعیه‌های ناشران به کار می‌روند. برای تحلیل یک شرکت، گزارش‌های رسمی منتشرشده و صورت‌های مالی آن نقطهٔ شروع بهتری از شایعات بازارند. داده‌های قیمت و حجم نیز باید با زمان انتشار اطلاعات و رویدادهای شرکتی خوانده شوند.

۱۰. کاربرد مدیریتی و تمرین

چک‌لیست تصمیم تأمین مالی

- نیاز واقعی سرمایه و زمان استفاده از آن چیست؟
- آیا جریان نقد عملیاتی توان پرداخت‌های ثابت بدهی را دارد؟
- اگر سهام واگذار شود، اثر آن بر کنترل و سود آینده چیست؟
- هزینهٔ کل هر مسیر، شامل کارمزد و تعهدات قراردادی، چقدر است؟
- ریسک اجرا، نرخ بهره، بازار فروش و نقدشوندگی چگونه پوشش داده می‌شود؟
- گزارش‌دهی و شفافیت لازم برای هر ابزار چگونه تأمین خواهد شد؟

تمرین‌های مرور

۱. برای پروژه‌ای با دو سال ساخت و سودآوری نامطمئن، مزیت و محدودیت وام کوتاه‌مدت، بدهی بلندمدت و افزایش سرمایه را مقایسه کنید. ۲. در مثال بازده کلاس، اگر قیمت فروش به جای ۹۴٬۰۰۰ تومان ۱۰۸٬۰۰۰ تومان باشد و دریافتی دوره ثابت بماند، سود پولی و نرخ سادهٔ بازده را محاسبه کنید. ۳. در مثال اختیار فروش، نتیجهٔ موقعیت ترکیبی را برای قیمت پایانی ۳٬۰۰۰٬۰۰۰ و ۴٬۵۰۰٬۰۰۰ ریال جداگانه به دست آورید. ۴. توضیح دهید چرا یک عدد NPV مثبت بدون آزمون حساسیت، برای تصمیم نهایی کافی نیست.

پاسخ کوتاه تمرین‌های عددی

تمرین ۲: ۵۰٬۰۰۰ + (۱۰۸٬۰۰۰ − ۱۰۰٬۰۰۰) = ۵۸٬۰۰۰ تومان؛ نرخ ساده ۵۸ درصد نسبت به قیمت خرید. تمرین ۳: در قیمت ۳٬۰۰۰٬۰۰۰ ریال، اختیار اعمال می‌شود و نتیجهٔ ترکیبی ۴۰۰٬۰۰۰ ریال است؛ در قیمت ۴٬۵۰۰٬۰۰۰ ریال، فروش در بازار ۴٬۵۰۰٬۰۰۰ − ۳٬۸۰۰٬۰۰۰ = ۷۰۰٬۰۰۰ ریال نتیجه می‌دهد.

۱۱. نکته‌های تکمیلی درس‌گفتار و پیوند با جزوهٔ استاد

مذاکره، مطلوبیت و داستان تأمین مالی

در تمثیل خانوادگی کلاس، نیاز به پول برای خرید آدامس با همراه‌کردن اعضای خانواده و روشن‌کردن منفعت هر طرف حل می‌شود. مقصود آموزشی، شناخت نیاز طرف مقابل و ساختن زنجیره‌ای از منافع هم‌راستا است: متقاضی تأمین مالی باید نشان دهد منابع برای چه فعالیتی مصرف می‌شود و سرمایه‌گذار در برابر پذیرش ریسک چه حقی می‌گیرد. تمثیل، جایگزین مراحل حقوقی واقعی انتشار اوراق نیست.

استاد مطلوبیت را در بیان کلاسی به مطلوبیت عمومی، یعنی تأمین نیاز واقعی فعالیت، و مطلوبیت ذهنی، یعنی ترجیح و تنوع انتخاب و بهینه‌سازی هزینه‌ها، تفکیک می‌کند. در تصمیم تأمین مالی، تنها نرخ روی قرارداد کافی نیست: کارمزد، خواب وثیقه، هزینهٔ تضمین، تأخیر دسترسی به پول و محدودیت تصمیم‌گیری هم هزینه دارند. کانال فروش به کسب‌وکار،

مصرف‌کننده، دولت و کارکنان با نام‌های تجاری متناظر B2G، B2C، B2B و B2E مطرح می‌شود. سهام‌دارکردن کارکنان، مثالی از پیوند انگیزه و تأمین مالی است، نه توصیهٔ یکسان برای همهٔ شرکت‌ها.

درآمد بانک و حدود برداشت از نسبت‌ها

درآمد مشاع در بحث کلاس به درآمد حاصل از به‌کارگیری منابع سپرده‌ای و سهم‌بری بانک و سپرده‌گذار اشاره دارد؛ درآمد غیرمشاع از فعالیت‌های دیگر، مانند خدمات کارمزدی و ضمانت‌نامه، حاصل می‌شود. استاد و تختهٔ ص. ۴ نسبت درآمد غیرمشاع به مشاع و آستانهٔ ۷۰ درصد را برای توضیح ترکیب درآمد مطرح می‌کنند. این آستانه را باید در چارچوب توضیح کلاسی خواند؛ از آن نمی‌توان قانون جهانی رتبه‌بندی بانک یا آستانهٔ رسمی چارچوب CAMELS ساخت. نسبت کفایت سرمایه نیز متغیری دیگر با صورت و مخرج متفاوت است و با نسبت دو نوع درآمد اشتباه نمی‌شود.

ارزیابی توان بنگاه پیش از انتشار

در داستان شرکت متقاضی، متخصص تأمین سرمایه فقط برآورد سود طرح را نمی‌بیند؛ سازمان، تیم، قابلیت اجرا و سرمایهٔ ساختاری را هم بررسی می‌کند. زمان یک هفته تا یک ماه در روایت استاد، مثال فرایندی است و مهلت قانونی ثابت نیست. جزوهٔ استاد در صفحهٔ فایل ۱۴، تأمین سرمایه را در کنار هلدینگ، سبدگردان و مشاور سرمایه‌گذاری توضیح می‌دهد؛ این نهادها نقش یکسان ندارند. تأمین سرمایه می‌تواند در طراحی و تعهد پذیره‌نویسی و عرضه مشارکت کند؛ سبدگردان، سبد مشتری را طبق قرارداد اداره می‌کند و مشاور، توصیهٔ حرفه‌ای می‌دهد.

در مرحلهٔ ایده، ساخت و بهره‌برداری یا توسعه، نیاز مالی و امکان وثیقه متفاوت است. اشارهٔ کلاس به واژهٔ پتنت، نباید باعث یکی‌دانستن هر ایده با اختراع ثبت‌شده شود. همچنین ارزش اسمی، قیمت عرضه و قیمت بازار مفاهیم متفاوت‌اند؛ قیمت عرضه لزوماً برای تمام ابزارها برابر ارزش اسمی نیست و شرایط آن در اسناد همان عرضه مشخص می‌شود.

ارزیابی طرح و شاخص‌های مستقل

نرم‌افزار کامفار با نام COMFAR در آغاز بخش دوم معرفی می‌شود؛ مدل مالی، پیش‌بینی جریان نقد طرح را به شاخص‌های تصمیم تبدیل می‌کند. ارزش فعلی خالص، جمع جریان‌های تنزیل‌شده پس از کسر سرمایه‌گذاری است. نرخ بازده داخلی، نرخی است که ارزش فعلی خالص را صفر می‌کند. بازده سرمایه‌گذاری، سود را نسبت به سرمایهٔ به‌کاررفته می‌سنجد و تعریف دقیق آن باید روشن شود. دورهٔ بازگشت، مدت لازم برای جبران سرمایه‌گذاری از جریان نقد است. این چهار شاخص مترادف نیستند؛ داشتن خروجی نرم‌افزار نیز تحقق پیش‌بینی را تضمین نمی‌کند. معرفی رسمی کامفار، سازمان توسعهٔ صنعتی ملل متحد.

تیپ سرمایه‌گذار، نقدشوندگی و ریسک

استاد برای تفاوت ترجیحات سرمایه‌گذار از شخصیت‌های محافظه‌کار و تهاجمی و تشبیه رفتاری گربه استفاده می‌کند: سرمایه‌گذار ممکن است با دیدن فرصت بهتر، دارایی قبلی را نقد کند. امنیت، بازده و امکان خروج باید باهم دیده شوند. در اصطلاح حرفه‌ای، سرمایه‌گذاری منفعل به شیوهٔ پیروی از شاخص یا قواعد سبد مربوط است و معادل ریسک‌گریزی نیست؛ صندوق شاخص سهام می‌تواند منفعل و درعین‌حال پرنوسان باشد. آغاز معاملات ثانویه نیز به مقررات و اطلاعیهٔ نماد وابسته است؛ عبارت «دو ثانیه بعد» در روایت، بیان سرعت و امکان خروج است و زمان تضمین‌شدهٔ همهٔ عرضه‌ها نیست.

صکوک، کشاورزی و معنای ضمانت

در کلاس، قراردادهای اجاره، مرابحه، جعاله و وکالت در کنار مضاربه، مشارکت و مزارعه مطرح می‌شوند. در مزارعه، قرارداد به فعالیت زراعی و سهم طرفین از محصول مربوط است؛ املای صحیح آن «مزارعه» است. مثال ۴۰۰ هکتار کشت ذرت و دورهٔ چهار ساله، برای توضیح تبدیل یک فعالیت واقعی به ساختار تأمین مالی بیان می‌شود. نتیجه به قرارداد، محصول، آب‌وهوا، قیمت فروش، عملکرد طرفین و سازوکار تضمین وابسته است.

اصل سرمایه در هر سهام یا صکوک صرفاً به دلیل قانونی‌بودن بازار تضمین نمی‌شود. اعتبار ضامن، حدود تعهد، دارایی پایه و امکان اجرای حقوق باید از سند انتشار خوانده شود؛ کاهش ارزش سرمایه لزوماً نشانهٔ کلاهبرداری نیست. ادعای فراگیر دربارهٔ سهم صکوک از «کل تأمین مالی دنیا» را نباید با سهم آن در «صنعت مالی اسلامی» یکی گرفت؛ گزارش رسمی ثبات مالی اسلامی، صکوک را یکی از بخش‌های این صنعت بررسی می‌کند، نه ابزار بدون ریسک تمام بازارهای جهان. گزارش رسمی هیئت خدمات مالی اسلامی.

پیش‌بینی سود و تحلیل خبر

در بخش دوم، سود آینده‌نگر، کرک اسپرد و شاخص پیچیدگی نلسون به‌عنوان نمونه‌هایی از تحلیل اقتصادی شرکت مطرح می‌شوند. کرک اسپرد، فاصلهٔ ارزش فرآورده‌های پالایشی و نفت خام در یک الگوی مشخص است؛ این فاصله پیش از احتساب همهٔ هزینه‌هاست و نباید سود خالص پالایشگاه نامیده شود. شاخص نلسون به پیچیدگی و ترکیب ظرفیت واحدهای پالایش مربوط است و به‌تنهایی سودآوری را تضمین نمی‌کند. شرح کرک اسپرد در بورس شیکاگو.

واژهٔ کلاسی «خبرنوازی» یا Newsical هشدار می‌دهد خبر را بدون توجه به منبع، منفعت منتشرکننده، تاریخ و دادهٔ پشتیبان نپذیریم. آینده‌نگری با پیشگویی قطعی فرق دارد؛ اعداد ارزش بازار و رشد احتمالی که در بحث شفاهی مطرح شده‌اند، سناریو یا دیدگاه مربوط به زمان کلاس‌اند و هدف قیمت یا واقعیت دائمی نیستند. سوابق مالی برای آزمودن فرض آینده مفیدند، هرچند قیمت‌گذاری به انتظار جریان‌های آتی نیز وابسته است.

سرمایهٔ فکری و موضوعات معرفی‌شده برای آینده

در مقدمهٔ بحث سرمایهٔ فکری، توان انسان‌ها، فرایند و ساختار سازمان، و دارایی‌های فکری در کنار منابع نقدی اهمیت می‌یابند. سرمایهٔ انسانی با دانش و مهارت افراد و سرمایهٔ ساختاری با فرایندها، سامانه‌ها و قابلیت‌های ماندگار سازمان مرتبط است؛ مالکیت فکری با نام IP، بخشی از حقوق مرتبط با دارایی‌های فکری است و با همهٔ سرمایهٔ فکری یکسان نیست. تعبیر «بودجهٔ صفر» در این جلسه، بیان استفاده از قابلیت و ساختار برای جذب منابع دیگران است؛ با روش حسابداری «بودجه‌ریزی بر مبنای صفر» یکی نیست و به معنی حذف همهٔ هزینه‌ها و تعهدها نیست.

استاد از پروژهٔ انسان چندبعدی و توجه هم‌زمان به خواب، تغذیه، ورزش، شناخت و وضعیت شغلی یا روانی سخن می‌گوید. این اشاره، معرفی زمینهٔ آینده است؛ ابزار تشخیص یا نسخهٔ درمانی از آن استخراج نمی‌شود. خبر پیگیری یک پروژه یا همکاری نهادها نیز به‌خودی‌خود مقررهٔ لازم‌الاجرا برای تمام شرکت‌ها محسوب نمی‌شود.

بازارها و منابع اطلاعات مرتبط

صفحهٔ فایل ۳ جزوهٔ استاد، بازار پول، سرمایه و ابزارهای اطمینان را تفکیک می‌کند و بازار اولیه و ثانویه را توضیح می‌دهد. صفحه‌های ۱۴ تا ۱۷ نقش نهادهای مالی و داده‌رسان را تکمیل می‌کنند و صفحه‌های ۲۴ تا ۲۶ به فرابورس، فرایند معامله و کدال مرتبط‌اند. این صفحات به همین مباحث جلسه متصل شده‌اند؛ بخش تحلیل تکنیکال یا ارزش‌گذاری تفصیلیِ صفحات بعد به‌عنوان تدریس کامل جلسهٔ اول وارد نشده است.

بورس تهران بیشتر با سهام و ابزارهای مرتبط، فرابورس با طیفی از بازارها و ابزارهای تأمین مالی، بورس کالا با کالا و ابزارهای مالی کالایی، و بورس انرژی با حامل‌ها و ابزارهای انرژی شناخته می‌شوند. بازار پایهٔ فرابورس تابلوهای رنگی و مقررات اختصاصی دارد؛ رنگ تابلو را نباید تنها معادل سوددهی یا زیان‌دهی شرکت دانست. نام نماد، مشخصات عرضه، شرایط خریدار، توقف و بازگشایی و تضمین هر ابزار باید جدا خوانده شود.

در معرفی بازارهای مرجع جهانی، فلزات لندن و شانگهای، قراردادهای کشاورزی شیکاگو و بازارهای هلند و لندن مثال زده می‌شوند. این‌ها نمونهٔ محل کشف قیمت و دادهٔ مرجع‌اند؛ همهٔ معاملات دنیا در یک کشور یا یک بورس انجام نمی‌شود. برای تصمیم، باید دارایی، کیفیت، محل تحویل، سررسید، ارز و مبنای قیمت مرجع مشخص باشد.

۱۲. تکلیف‌ها، مطالعهٔ تکمیلی و ادامهٔ دوره

- **تحلیل ریسک کسب‌وکار:** فعالیت، مشتری، زنجیرهٔ تأمین و بازار هدف کسب‌وکار خود را شرح دهید؛ سپس گزارش کشور و صنعت مرتبط را در وبگاه رسمی آلیانتس ترید بخوانید و ریسک، فرصت و ارتباط بخش‌ها را به همان فعالیت ربط دهید. نام دقیق وبگاه Allianz Trade است.
- **ارزیابی موشکافانه:** تعریف و ابعاد مالی، حقوقی، بازار، عملیات و پایداری را بررسی کنید؛ تفاوت آن را با طرح کسب‌وکار در یک مثال بنویسید.
- **شناخت سرمایه‌گذار:** ترجیح ریسک، افق زمانی، نیاز به نقدشوندگی و واکنش به فرصت تازه را برای یک سرمایه‌گذار فرضی توضیح دهید؛ تشبیه حیوانی کلاس صرفاً یادآور رفتار است و آزمون شخصیت معتبر محسوب نمی‌شود.
- **مطالعهٔ صکوک و اختیار:** سازوکار جریان نقد، حقوق طرفین و زیان محتمل را با مثال توضیح دهید؛ پیشنهاد استاد برای استفادهٔ آموزشی از ابزارهای هوش مصنوعی و پادکست، روش تمرین و فهم موضوع است.
- **مرور ذهنی کلاس:** هنگام شنیدن، مشارکت و پرسش مستدل داشته باشید؛ پرسش را از نظر ارزش یادگیری شخصی و کاربرد سازمانی بسنجید. نکته‌های مربوط به تمرکز و پرهیز از انتقال تنش، توصیهٔ آموزشی‌اند.

اشاره به نوشته‌های هرمان هسه برای تشبیه ساختار پیوستهٔ دوره است؛ صفحهٔ مشخصی به‌عنوان تکلیف خواندن تعیین نشده است. فیلم «او» با نام Her، محصول ۲۰۱۳، برای بحث تعامل با فناوری نام برده می‌شود. در برنامهٔ اعلام‌شدهٔ کلاس، سرمایهٔ فکری و سرمایهٔ انسانی و ساختاری برای جلسهٔ دوم، ادغام و تملیک برای جلسهٔ پنجم و کدال و تحلیل نمودار برای جلسهٔ هفتم معرفی شده‌اند؛ این برنامه، اعلام استاد در زمان جلسه است.

واژه‌نامهٔ فشرده

اصطلاح	معنای کاربردی در این جلسه
تأمین مالی	فراهم‌کردن منابع لازم برای اجرای فعالیت یا پروژه
ناشر	شخص حقوقی منتشرکنندهٔ اوراق بهادار
بازار اولیه	محل عرضهٔ نخست اوراق تازه‌منتشرشده
بازار ثانویه	محل معاملهٔ اوراق موجود میان سرمایه‌گذاران
نقدشوندگی	امکان تبدیل دارایی به وجه نقد در زمان و قیمت قابل‌قبول
بازده نگهداری	دریافتی حاصل از نگهداری دارایی طی دوره
بازده ناشی از قیمت	تفاوت قیمت فروش و خرید
صکوک	خانواده‌ای از ابزارهای مالی با ساختار حقوقی اسلامی
اختیار فروش	حق فروش دارایی پایه به قیمت اعمال، طبق قرارداد
بهای اختیار	مبلغ پرداختی خریدار اختیار به فروشنده
ارزیابی موشکافانه (Due Diligence)	بررسی موشکافانهٔ فرض‌ها، اسناد و ریسک‌های یک طرح

منابع

۱. فایل صوتی بخش اول و بخش دوم جلسهٔ اول درس مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، دکتر علی قنبری، ۱۵ مهر ۱۴۰۵. ۲. فایل تختهٔ هوشمند همان جلسه، ۲۵ صفحه؛ مثال بازده در ص. ۱۴–۱۵ و مثال اختیار فروش در ص. ۱۹–۲۰. ۳. منابع تکمیلی تعریف و کنترل مفاهیم: کمیتهٔ بال، کمیسیون بورس آمریکا و Options Industry Council؛ پیوندها در محل بحث آمده‌اند.

گردآورنده: سعید سجودی
sojoudi.saeed@gmail.com