

## مروجی بر مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با نگرش بر مدل‌های اقتصادی نوین مبتنی بر آن

زادالله فتحی

استادیار دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی  
zad.fathi@iautb.ac.ir

زهرا امیرحسینی

استادیار دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس  
amirhosseini@shryariau.ac.ir

حامد احمدی‌نیا

مدرس گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهری  
hamed.ahmadinia@aol.com

پس از ارائه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تعدیل‌های بسیاری بر آن صورت گرفته است، به طوری که با وارد نمودن متغیرهایی نظری عوامل ریسک‌های مالی، نقدشوندگی، نامطلوب، وقایع غیرمنتظره، اقتصادی و عملیاتی کارایی این مدل گسترش یافت. در نتیجه این تحولات مدل‌های جدیدی بر اساس مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نظیر مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تجدیدنظر شده که در سال ۱۳۸۸ توسط محققان ایرانی دکتر رهنما رودپشتی و دکتر امیرحسینی مطرح شده است و این مدل توانایی پیش‌تری در تفسیر دارایی‌های سرمایه‌ای با توجه به شرایط بازار، وضعیت موجود در واحدهای اقتصادی و در نهایت پرتفوی سرمایه‌گذاری دارد. در این تحقیق با توجه به اهمیت بکارگیری این مدل‌ها برای مدیران مالی، تحلیلگران اقتصادی و سرمایه‌گذاران ضمن معرفی هر یک از این مدل‌ها به بررسی آنها نیز می‌پردازیم.

.G11, G12: JEL طبقه‌بندی

واژه‌های کلیدی: تشوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، تشوری قیمت‌گذاری رفتاری، تحلیل اقتصادی، مدیریت ریسک.

## ۱. مقدمه

یکی از روش‌هایی که به سرمایه‌گذاران در تبیین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری کمک می‌کند، استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. این مدل توسط ویلیام شارپ در سال ۱۹۶۰ معرفی گردید. در مدل شارپ که در این مقاله مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نامیده می‌شود، اثر ریسک سیستماتیک بر پرتفوی سرمایه‌گذاری توسط ضریب بتا که به وسیله تحلیل رگرسیونی بازده پرتفوی و بازده پرتفوی مبنای محاسبه می‌شود مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. این مدل بسیار مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی قرار گرفته است، به طوری که در مطالعات اخیر بسیاری از جمله ژوسونگ و چنگ (۲۰۰۸) در بورس اوراق بهادر شانگهای، روگروس و روبرتو (۲۰۰۹) در بورس اوراق بهادر سائو پائولو بکار گرفته شده است. البته در مطالعات بعدی این مدل مورد انتقاد قرار گرفت و محققان بسیاری به توسعه آن پرداختند که می‌توان به مدل‌های کاهشی، تعدیل شده، بین دوره‌ای، شرطی، مصرفي، پاداشی، رفتاری و در نهایت مدل تجدیدنظر شده آن اشاره نمود.

در این مقاله ضمن بررسی مدل‌های مذکور به طور خاص مدل تجدیدنظر شده قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای که توجه به تأثیر اهرم‌های مالی، عملیاتی، مرکب و اقتصادی در کارایی مدیریت پرتفوی دارد پرداخته شده است. همچنین، مروری بر مطالعات رهنما (۲۰۰۹)، ابراهیمی، رهنما و خسروی (۲۰۱۰)، رهنما و ابراهیمی (۲۰۱۰) در بورس اوراق بهادر تهران در این راستا اشاره می‌شود.

## ۲. مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAMP)<sup>۱</sup>

اصولاً سرمایه‌گذاری‌ها به جهت نوسان‌پذیری که در بازده آنها ایجاد می‌شود دارای ریسک می‌باشد. اقتصاددانان مالی الگوهای متفاوتی را برای اندازه‌گیری ریسک ارائه دادند. نظریه بازار سرمایه با بسط و تعمیم نظریه پرتفوی مدلی را برای قیمت‌گذاری دارایی‌های ریسک‌دار استخراج می‌کند. خروجی نهایی این نظریه به نام مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای این امکان را فراهم می‌سازد تا نرخ بازده هر دارایی ریسک‌دار تعیین شود. عامل اصلی که منجر به بسط نظریه بازار سرمایه می‌شود، مفهوم دارایی بدون ریسک است. چنین دارایی همبستگی صفر با سایر دارایی‌های ریسک‌دار خواهد داشت و نرخ بازده آن بدون ریسک خواهد بود (براون و رایلی، ۲۰۰۰). به عبارت کلی تر می‌توان گفت که بر اساس نظریه بازار سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شکل گرفت. در حقیقت، نظریه‌های تعادل عمومی همانند نظریه بازار سرمایه (CMT) همراه با

1. Capital Asset Pricing Model

مدل‌های خط بازار سرمایه (CML)، خط بازده اوراق بهادار (SML) و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) ما در فهم و درک رفتار بازار باری می‌دهد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳). مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه (CAPM) و نظریه بازار سرمایه (CMT) به مثابه مدل‌های تعادلی دارای مزایای عملی در تهیه مقیاسی از ریسک سیستماتیک اوراق بهادار و استانداردی برای سنجش عملکرد می‌باشند (فارل، ۱۹۹۷).

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای یک مدل رگرسیونی قیمت‌گذاری است که معادله آن به شرح زیر است:

$$K_j = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (1)$$

که در آن،  $R_f$ : نرخ بازده بدون ریسک،  $\beta$ : ضریب حساسیت و  $R_m - R_f$ : صرف ریسک می‌باشد. عامل مهم و تعیین‌کننده در این مدل ضریب بتا است که برای سنجش توان تبیین و مقایسه نرخ بازده واقعی بسیار ضروری است. ضریب بتا میزان حساسیت بازده اضافی مورد انتظار از دارایی‌ها نسبت به بازده اضافی مورد انتظار بازار را مشخص می‌کند که بر اساس مدل شارپ از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_l, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \quad (2)$$

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کمک می‌کند تا ریسک سرمایه‌گذاری و نرخ بازده مورد انتظار محاسبه شود. نقطه آغاز این مدل، نرخ بازده بدون ریسک است. به این نرخ پاداش اضافه می‌شود که سرمایه‌گذاران به دلیل پذیرش ریسک بیشتر انتظار آن را دارند. بتا واحد اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک مربوط به سهام است که در واقع درجه حساسیت تغییرپذیری بازده سهم را نسبت به تغییرپذیری بازده بازار اندازه‌گیری می‌کند. فیشر و همکاران (۱۹۷۲) که در آزمون تجربی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای وجود یک رابطه خطی بین بازدهی پرتفوی سهام و بتای آنها را مورد بررسی قرار دادند. آنها روند قیمت سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار نیویورک را در فاصله زمانی ۱۹۶۵-۱۹۳۱ مورد مطالعه قرار دادند. این پژوهش نشان داد که ارتباط بین ریسک ( $\beta$ ) و بازده خطی می‌باشد و می‌توان آن را با معادله فوق نشان داد.

### ۳. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کاهشی<sup>۱</sup> - نامطلوب (D-CAPM)

فرض اولیه CAPM این است که نوعی رابطه خطی بین بازده سهام و بازده بازار سهام آن هم طی چند دوره وجود دارد. بنابراین، CAPM بر پایه مدل صرف ریسک بازار شکل گرفته است و فرض می‌نماید که سرمایه‌گذاران با پذیرش خطر بیشتر انتظار کسب بازده بالاتر دارند. فرض دیگر در تبیین CAPM، وجود شرایط بازار نامتقارن است به این معنا که شرایط و عوامل مترتب بازار به گونه‌ای است که سرمایه‌گذار دقیقاً به نسبت ریسکی که متحمل می‌گردد، بازده دریافت می‌کند و بازخورد این شرایط در صرف ریسک او نمایان است، اما بررسی‌ها نشان می‌دهد در موقعی شاهد شرایط بازار نامتقارن هستیم، یعنی عواملی که ضمن تأثیر بر صرف ریسک، نرخ بازده مورد انتظار دارایی را نیز متاثر می‌سازد، از این رو مصالحه ریسک و بازده را از بین می‌برد. ریسک بازده پایین‌تر از حد مورد انتظار که به‌طور منطقی در ارزیابی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود در واقع تحت شرایطی که توزیع بازده‌ها نرمال نیست مطرح شده است (مارکوتیر، ۱۹۵۹). نیمه واریانس و انحراف معیار را به عنوان معیارهای مناسب برای انتخاب پرتفوی مشخص نمود. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای - کاهشی یک مدل تأییدشده نسبت به مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است که توزیع بازده‌های پایین‌تر از و بالاتر از حد تقارن<sup>۲</sup> را در نظر می‌گیرد. چارچوب این مدل توسط هاجون و وارون (۱۹۷۴)، وباوا و لیندنبرگ (۱۹۷۷)، هارلور و راو (۱۹۸۹) ارائه شده و بعدها توسط خاوری استرada مورد تجدید قرار گرفت. استرada، (۲۰۰۲) مشخص نمود که این مدل با اهداف توسع بخشی و تئوری پرتفوی سازگاری ندارد. همچنین، وی اعتقاد داشت که در شرایط نامتقارن بازار مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تا حدود ۳۸ درصد و D-CAPM تا حدود ۵۵ درصد برآورد مناسب از بازده مورد انتظار را ارائه می‌دهد. اگرچه اندازه‌گیری نیمه واریانس کاملاً مفید و صحیح است، اما فرمولی که برای محاسبه کواریانس (همبستگی کاهشی) ارائه شده دارای اشتباہ آماری است و وابستگی واقعی بین دو دارایی را نشان نمی‌دهند. این معیار توانایی بازده‌های بالای یک دارایی برای پوشش بازده‌های کاهشی سایر دارایی‌ها در پرتفوی را در نظر نمی‌گیرد. با توجه به اینکه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

1. Downside Capital Asset Pricing Model

2. حد تقارن نقطه‌ای در توزیع نرمال داده‌ها است که توسط آن توزیع داده‌ها را می‌توان به دو قسمت مساوی که شامل یک نیمه دارای داده‌های صعودی و نیمه دیگری شامل داده‌های نزولی تقسیم نمود.

براساس پیش‌فرض‌هایی نظری هر سرمایه‌گذار بر اساس میزان ریسک تحمل شده بازده به دست آورند شکل گرفته است به نوعی نحوه استفاده آن را در زمانی که بازار متقارن است نشان می‌دهد. چنانچه شرایط بازار تغییر یابد و سرمایه‌گذاران به اندازه تحمل ریسک بازده به دست نیاورند به عبارتی صرف ریسک بازار منفی باشد در این صورت نمی‌توان از مدل استاندارد جهت قیمت‌گذاری استفاده نمود. مفهوم ریسک منفی مهم‌ترین عامل ابداع D-CAPM می‌باشد و در شرایطی نامتقارن بازار استفاده می‌شود. در دهه ۱۹۷۰ مفهوم ریسک منفی مورد توجه صاحب‌نظران مالی قرار گرفت. نخستین مطالعه در این خصوص که می‌توان به آن اشاره نمود مربوط به لوی (۱۹۷۴) است. پس از وی افرادی همچون وارون مدل شبه CAPM را مطرح نمودند. در بیان این مدل می‌بایست به چند نمونه از مفروضات مالی رجوع کنیم. می‌دانیم بازده مورد انتظار سهامداران از بازده حاصل از تقسیم سود و افزایش قیمت سهام تشکیل شده است، وجود بدھی در ساختار سرمایه یک بنگاه اقتصادی در ریسک ایجاد شده به وسیله سهامداران تأثیر می‌گذارد و در صورت فقدان بدھی سهامداران تنها با ریسک تجاری مواجه هستند. بنابراین می‌توان گفت در این مدل بازده مورد انتظار برابر است با جمع نرخ بازده بدون ریسک، صرف ریسک تجاری و صرف ریسک مالی بنابراین برای محاسبه بتا در این مدل از فرمول زیر استفاده خواهد شد:

$$\beta^D = \frac{\text{SemiCov}(r_i, r_m)}{\text{SemiVar}(r_m)} \quad (3)$$

#### ۴. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تعدیلی (A-CAPM)<sup>۱</sup>

در خرید سهام عوامل گوناگونی مورد توجه قرار می‌گیرد. یکی از عمده‌ترین این عوامل قابلیت تبدیل آن به پول نقد است که در اصطلاح به نقدشوندگی سهام معروف شده است، یعنی سرمایه‌گذاران قصد دارند به سادگی و در حداقل زمان سهام خود را در صورت نیاز بفروشند. بنابراین یکی از عواملی که می‌تواند در بازده مورد انتظار از یک سهم نیز تأثیرگذار باشد، قدرت نقدشوندگی آن است. نقدشوندگی یکی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع به شمار می‌آید. قابلیت نقدشوندگی میزان نزدیکی دارایی مالی به پول را بیان می‌دارد. قابلیت نقدشوندگی یک دارایی مالی از طریق تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون تحمل زیان ارزیابی می‌شود. یکی از مهم‌ترین کارکردهای

---

1. Adjusted Capital Asset Pricing Model

بازار مالی به ویژه بازار سرمایه، افزایش قابلیت نقدشوندگی دارایی‌های مالی و کاهش صرف ریسک مربوط به نقدشوندگی می‌باشد.

بازارهای مالی از یک سو از طریق فراهم‌آوردن امکان ترکیب ابزارهای بازار پول و سرمایه، ضمن تخصیص بهینه منابع، دسترسی به پول نقد را تسهیل می‌کند و از سوی دیگر از طریق بهبود سازوکارها و جذب هرچه بیشتر حاضرین در بازار و افزایش احتمال روپارویی عرضه و تقاضا بر قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادر به ویژه از طریق بازار سرمایه افزایش می‌یابد. مطالعه و تحقیق پیرامون نقدشوندگی سابقه طولانی در دنیای مدیریت مالی ندارد. محققانی نظر آمیهود و مندلسون (۱۹۸۹)، پاستور و استام باف (۲۰۰۳) و آچاریا و پدرسون (۲۰۰۵) با مطرح نمودن اهمیت ریسک نقدشوندگی مدل استاندارد شارپ را تعديل و با تأثیر ریسک نقدشوندگی در مدل مزبور بازده مورد انتظار را پیش‌بینی نمودند. در این مدل، ریسک نقدشوندگی اوراق بهادر و ریسک نقدشوندگی بازار مدنظر قرار گرفته می‌شود. بنا در این روش از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\beta^A = \frac{\text{Cov}[(r_i - C_i)(r_m - C_m)]}{\text{Var}(r_m - C_m)} \quad (4)$$

که در آن،  $C_m$ : ریسک نقدشوندگی سهم مورد بررسی،  $r_i$ : ریسک نقدشوندگی کل بازار و  $C_m$ : ریسک نقدشوندگی سهم مورد بررسی است که از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$C_m = \sum \frac{V_i}{r_i} \quad (5)$$

متغیرهای فوق به شرح ذیل است:

$V_i$ : حجم معاملات (تعداد سهام معامله شده)

$r_i$ : روزهای معاملاتی سهم موردنظر در بازار

ریسک نقدشوندگی کل بازار از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$C_m = \sum \frac{r_m}{V_m} \quad (6)$$

که در رابطه فوق داریم:

$V_m$ : روزهای معاملاتی کل سهم موجود در بازار

$r_m$ : حجم معاملات کل بازار

## ۵. مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای بین دوره‌ای

مدل جایگزینی که توسط رابت مرتون (۱۹۷۳) معرفی شد یک مدل عاملی خطی است با متغیرهای ثروت و موقعیت که تغییرات در توزیع بازده‌ها و درآمد آتی را پیش‌بینی می‌کند. سرمایه‌گذاران برای حل تصمیم‌های مصرف بلندمدت زمانی که بیشتر با عدم قطعیت مواجه می‌شوند از این مدل استفاده می‌کنند. تفاوت اصلی بین مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای بین دوره‌ای و مدل استاندارد آن متغیرهای وضعیت هستند که در حقیقت سرمایه‌گذاران در مقابل افت و خیزهای بازار با آن مقابله می‌کنند. مرتون می‌گوید سرمایه‌گذاران به منظور پوشش ریسک بر مبنای وضعیت‌های جاری و پیش‌رو عمل می‌کنند. بنابراین متغیرهایی نظیر تورم، فرصت‌های استخدام و بازده‌های بازار سهام آتی در نظر گرفته می‌شود. این مدل می‌تواند کاربردهای بسیاری داشته باشد که تحقیقات جاورن و همکاران (۲۰۰۳) از این مدل در ارزیابی قابلیت انتخاب پرتفوی بهینه و سنجش وجود توانایی زمان‌سنجی در پرتفوی سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گرفت. نتایج تحقیقات وی نشان داد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری که در زمان تشکیل پرتفوی به صورتی برنامه‌ریزی و طبقه‌بندی شده عمل می‌کنند، به عنوان مثال در پرتفوی سرمایه‌گذاری خود طبقه‌ای تحت عنوان طبقه تخصیص دارایی به وجود می‌آورند دارای قابلیت مثبت زمان‌سنجی بازار بوده و می‌توانند با تشخیص به موقع فرصة‌های موجود در بازار از آنها حداکثر استفاده را به دست آورند.

تحقیقات اخیر نیز نتایج قبل توجهی در رابطه با این مدل بیان نموده‌اند، به طوری که ارتباط بین تغییرات ریسک و بازده در بورس اوراق بهادار نیویورک با توجه به متوسط شاخص صنعتی داو جونز توسط بایی و انگل (۲۰۰۹) مورد بررسی قرار گرفت. پائولو مایو (۲۰۰۸) نیز سه عامل چشم‌انداز آتی جریانات نقدی، چشم‌انداز آتی حقوق صاحبان سهام و چشم‌انداز آتی اوراق قرضه را با بکارگیری این مدل مورد ارزیابی قرار داد. نتایج تحقیق وی نشان داد که این مدل پیش‌بینی بهتری از شرایط پیش‌روی پرتفوی سرمایه‌گذاری نسبت به مدل سه عاملی فاما و فرنچ ارائه می‌کند. همچنین، این مدل توانایی سنجش جریانات غیرعادی پیش‌روی صرف سهام را نیز برخلاف مدل فاما و فرنچ دارا می‌باشد.

## ۶. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شرطی (I-CAPM)<sup>۱</sup>

تفاوت اصلی بین این مدل و مدل استاندارد شارپ در وجود متغیرهایی است که سرمایه‌گذاران در برخی از مبادلات مالی خود در جهت پیشگیری از ورشکستگی به آنها ارزش و اهمیت می‌دهند از قبیل

1. Intertemporal Capital Asset Pricing Model

تغییرات احتمالی و چالش‌ها در بازدهی سرمایه‌گذاری. در این مدل بیان می‌شود تمام سرمایه‌گذاران انتظارات مشابهی ندارند و دلیل اصلی آن تغییرات شرایط بازار است (هانس و ریچارد، ۱۹۷۸). مدل شرطی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را به عنوان مدل کلی مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای غیرشرطی ارائه نمودند به این معنا که فرض نمودند سرمایه‌گذاران در مورد بازده دارایی‌ها انتظارات شرطی مشابهی دارند. در این صورت نمی‌توان از مدل استاندارد برای پیش‌بینی استفاده نمود. در این مدل ضریب بتا از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\beta = \frac{\text{Var}(r_M)}{\text{Cov}(r_i, r_M)} \quad (7)$$

مفروضات این مدل عبارتند از:

- سرمایه‌گذاران همواره خواستار کسب بازده بیشتری نسبت به میزان ریسکی که در سرمایه‌گذاری می‌پذیرند، هستند.
- سرمایه‌گذاران می‌توانند در پرتفوی خود سهام شرکت‌هایی را که نیازی به تنوع‌سازی ندارد بر اساس انتظارات تغییر دهنده (در حالی که ممکن است نیازی به این کار نباشد).
- مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای بدون خطای است.

## ۷. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تجدیدنظر شده (R-CAPM)<sup>۱</sup>

این مدل یک مدل نوین جهت پیش‌بینی نرخ بازده مورد انتظار سهام می‌باشد. این نظریه ناظر به حل مسائل مبتلا به قیمت‌گذاری سهام و ارزشیابی دارایی‌های مالی و پیش‌بینی نرخ بازده مورد انتظار در فرایند سرمایه‌گذاری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در بازار سرمایه است. این مدل توسط رهنماهی رودپشتی و امیرحسینی مطرح گردیده است. مدیران اقتصادی ما بر اساس مدل‌هایی نظیر A-CAPM, D-CAPM, C-CAPM, CAPM و A-CAPM گردیده است. تنها ریسک مؤثر بر تصمیمات خود را سیستماتیک اطلاق کرده‌اند و از این طریق از قاعده فرافکنی جهت توجیه عملکرد خود استفاده می‌نمایند، به طوری که عوامل بیرون از شرکت و خارج از تصمیم‌گیری خود را ملاک ناکارامدی یا عدم تحقق اهداف خود معرفی می‌نمایند که این موضوع با توجه به شرایط کسب‌وکار ما کمی دور از واقع به نظر می‌رسد.

نظریه اهمیت مرتبط با مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای مبانی فلسفی روشنی دارد. از جمله اینکه به عنوان ابزار مدیریت سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری در بازار سرمایه صورت می‌گیرد. با توجه به اینکه

1. Revised Capital Asset Pricing Model

مدیریت به عنوان علم کاربردی دارای مبانی فلسفی است شاخه تخصصی مدیریت سرمایه‌گذاری و مدل مورد بحث نیز به عنوان علم کاربردی دارای مبانی فلسفی است از جمله مبانی فلسفی علم مدیریت و مدیریت سرمایه‌گذاری بهره‌گیری از اصول روشن است. نوآوری از طریق توسعه مدل مورد بحث مبتنی بر اصول روشن تعریف شده است.

چنانچه فلسفه شدن را پیش‌نیاز تفکر سیستمی بدانیم و تفکر سیستمی را حاصل تعامل اجزای مختلف تعریف کنیم، مدیریت سرمایه‌گذاری بر پایه تفکر سیستمی جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به تعامل ریسک و بازده به عنوان اجزا توجه می‌کند. همچنین، می‌توان به شاخص ریسک ذاتی به مجموعه ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک توجه نمود. در مدل توسعه یافته علاوه بر اجزای قبلی مدل یعنی نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک مدنظر است. در این مدل ریسک مالی را به عنوان رابطه سود بعد از مالیات (EAT)<sup>۱</sup> و سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)<sup>۲</sup> ریسک عملیاتی را در محدوده سود عملیاتی (EBIT) و در نهایت ریسک اقتصادی را (به عنوان ریسکی که تمام شرکت‌ها با آن مواجه هستند) در ارزیابی مؤثر می‌دانند به همین دلیل می‌توان اثر این نوع مؤلفه‌های ریسک را در بازده مشاهده نمود. در تدوین مدل تجدیدنظر شده دارایی‌های سرمایه‌ای به مفروضات اهرم‌های عملیاتی، مالی، مرکب و اقتصادی توجه می‌شود. روابط آنها به شرح زیر است:

الف) اهرم عملیاتی که عبارت است از فشار ناشی از هزینه‌های ثابت عملیاتی نظیر استهلاک. در اهرم عملیاتی رابطه تغییر سود عملیاتی نسبت به تغییرات فروش خالص به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT}{\Delta Q} \quad (A)$$

سود قبل از بهره و مالیات:  $\Delta EBIT$

تغییرات مقدار فروش:  $\Delta Q$

ب) اهرم مالی که عبارت از فشار ناشی از هزینه‌های ثابت مالی که مهم‌ترین آنها نرخ سود می‌باشد. معیار سنجش این اثر را اصطلاحاً درجه اهرم مالی گویند. رابطه اهرم مالی به صورت زیر است:

- 
1. Earnings After Tax
  2. Earnings Before Interest and Tax

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / \Delta \pi}{\Delta EBIT} \quad (9)$$

$\Delta EPS$ : تغییرات سود هر سهم

$\Delta \pi$ : تغییرات مقدار سود

ج) اهرم اقتصادی که در صد تغییر ناشی از فروش شرکت به یک درصد تغییر به دست آمده از اختلال اقتصادی خارجی یعنی نوسانات اقتصادی را توجیه می‌کند. همچنین، این اهرم می‌تواند در تبیین ریسک سیستماتیک نیز کمک شایانی نماید. به این ترتیب، می‌توان از این اهرم به عنوان روشی برای محاسبه بتا نیز استفاده نمود. معادله آن به صورت زیر قابل بررسی است.

$$DOL = \frac{\Delta Q}{\Delta Z} \quad (10)$$

$\Delta Z$ : تغییرات اقتصادی یا شوک‌های متغیر اقتصادی

مدل تجدیدنظر شده قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای عبارت است از:

$$K_j = R_f + \beta^R (R_m - R_f) \quad (11)$$

و در آن مقدار ضریب بتا از فرمول زیر استخراج می‌شود:

$$\beta^R \text{ یا } \beta_i = (DEL)(DFL)(DOL) \beta_i^0 \quad (12)$$

و مقدار بتا صفر از رابطه ذیل قابل بیان است:

$$\beta_j^0 = \frac{\text{Cov} \left[ \left( \frac{\pi_j, t-1}{Z_j, t-1} \right) \left( \frac{Z_j, t}{E_j, t-1} \right), \hat{R}_m, t \right]}{\delta_m^2, t} \quad (13)$$

که در این حالت داریم:

$\pi_j^{t-1}$ : سود بعد از کسر مالیات پایان سال

$Z_j, t-1$ : هزینه مالی دوره جاری

$$\begin{aligned} Z_{j,t} &: \text{هزینه مالی دوره بعد} \\ E_{j,t-1} &: \text{ارزش بازار دوره مورد بررسی یا ارزش خالص بازار سهم} \\ \hat{R}_{m,t} &: \text{ارزش بازار دوره بعد} \\ \delta_m^2 &: \text{پراکنیش شاخص بازار دوره بعد} \end{aligned}$$

بنابراین در این مدل به ریسک کل (ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک) توجه شده است. در مجموعه مطالعاتی که توسط رهنما (۲۰۰۹) و امیرابراهیمی، رهنما و خسروی (۲۰۱۰) در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفت نشان داده شد که توان تبیین این مدل نسبت به مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استاندارد، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کاهشی و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تعدیل شده کارایی بهتری در پیش‌بینی بازده و ریسک پیش‌روی پرتفوی سرمایه‌گذاری دارد. در جدیدترین تحلیل صورت گرفته در ارتباط با کارایی این مدل رهنما و امیرابراهیمی (۲۰۱۰) کارایی این مدل را در مقایسه با مدل سه عاملی فاما و فرنچ آزمون کرده و کارایی بیشتر این مدل را به اثبات رساندند.

**۱-۷. توسعه مدل‌های قیمت‌گذاری مبتنی بر R-CAPM**  
با توجه به مبانی نظری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مفروضات D-CAPM می‌توان در بازار نامتقارن مدل جدیدی تحت عنوان Downside R-CAPM (DR-CAPM) را ارائه نمود. روابط ریاضی و محاسباتی آن به شرح زیر در دست می‌باشد:

$$\beta^{DR} = (\text{DEL})(\text{DFL})(\text{DOL})\beta_j^0 \quad (14)$$

$$\beta_j^0 = \frac{\text{SemiCov} \left[ \left( \frac{\pi_{j,t-1}}{Z_{j,t-1}} \right) \left( \frac{\tilde{Z}_{j,t}}{E_{j,t-1}} \right), \tilde{R}_{m,t} \right]}{\text{Semi} \delta_{m,t}^2} \quad (15)$$

$$R_i = R_f + \beta^{DR} (R_m - R_f) \quad (16)$$

با توجه به مبانی نظری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مفروضات A-CAPM می‌توان مدل جدیدی تحت عنوان Adjusted R-CAPM (AR-CAPM) که در آن ریسک

نقدشوندگی تعریف شده است را ارائه نمود. روابط ریاضی و محاسباتی آن به شرح زیر در دست می‌باشد (امیرحسینی، ۱۳۸۸).

$$\beta_j^{AR} = (\text{DEL})(\text{DFL})(\text{DOL})\beta_j^0 \quad (17)$$

$$\beta_j^0 = \lambda - \frac{\text{COV} \left[ \left( \frac{\pi_{j,t-1}}{Z_{j,t-1}} \right) \left( \frac{\tilde{Z}_{j,t}}{E_{j,t-1}} \right), \tilde{R}_{m,t} \right]}{\delta_{m,t}^2 (R_m - C_m)} \quad (18)$$

$$R_i = R_f + \beta^{AR} (R_m - C_m - R_f) \quad (19)$$

با توجه به مبانی نظری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مفروضات I-CAPM می‌توان مدل جدیدی تحت عنوان Intertemporal R-CAPM (IR-CAPM) که در آن کواریانس و واریانس محاسباتی به صورت شرطی تعریف شده است را ارائه نمود. روابط ریاضی و محاسباتی آن به شرح زیر در دست می‌باشد (امیرحسینی، ۱۳۸۸).

$$\beta_j^{IR} = (\text{DEL})(\text{DFL})(\text{DOL})\beta_j^0 \quad (20)$$

$$\beta_j^0 = \frac{\sigma_{m,t}^2}{\text{Cov} \left[ \left( \frac{\pi_{j,t-1}}{Z_{j,t-1}} \right) \left( \frac{\tilde{Z}_{j,t}}{E_{j,t-1}} \right), \tilde{R}_{m,t} \right]} \quad (21)$$

$$R_i = R_f + \beta^{IR} (R_m - R_f) \quad (22)$$

با توجه به مبانی نظری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مفروضات I-CAPM می‌توان مدل جدیدی تحت عنوان Intertemporal Downside R-CAPM (IDR-CAPM) که در آن کواریانس و واریانس محاسباتی به صورت شرطی تعریف شده است، را ارائه نمود. روابط ریاضی و محاسباتی آن به شرح زیر در دست می‌باشد (امیرحسینی، ۱۳۸۸).

$$\beta_j^{IDR} = (\text{DEL})(\text{DFL})(\text{DOL})\beta_j^0 \quad (23)$$

$$\beta_j^0 = \frac{\text{Semi}\sigma_{m,t}^2}{\text{SemiCov}\left(\frac{\pi_{j,t-1}}{Z_{j,t-1}}\right)\left(\frac{\tilde{Z}_{j,t}}{E_{j,t-1}}\right), \tilde{R}_{m,t}} \quad (24)$$

$$R_i = R_f + \beta^{IDR}(R_m - R_f) \quad (25)$$

با توجه به مبانی نظری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مفروضات A-CAPM و I-CAPM می‌توان مدل جدیدی تحت عنوان Adjusted R-CAPM (IAR-CAPM) Intertemporal را ارائه نمود. روابط ریاضی و محاسباتی آن به شرح زیر در دست می‌باشد (امیرحسینی، ۱۳۸۸).

$$\beta^{IAR} = (\text{DEL})(\text{DFL})(\text{DOL})\beta^0_j \quad (26)$$

$$\beta_j^0 = \frac{1}{\lambda} \times \frac{\sigma_{m,t}^2 (R_M - C_m)}{\text{Cov}\left(\frac{\pi_{j,t-1}}{Z_{j,t-1}}\right)\left(\frac{\tilde{Z}_{j,t}}{E_{j,t-1}}\right), \tilde{R}_{m,t}} \quad (27)$$

$$R_i = R_f + \beta^{IAR}(R_m - R_f) \quad (28)$$

#### ۸. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مصرفی (C-CAPM)

در مدل C-CAPM دارایی‌های مخاطره‌آمیز عدم اطمینان در مصرف را به وجود می‌آورند. پرسش اصلی در این مدل است که آیا یک سرمایه‌گذار هزینه‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری خود را متناسب با شرایط عدم اطمینان موجود در بازار در نظر می‌گیرد (به عنوان مثال، تغییر در درآمد و ارزش دارایی‌ها)? این عدم اطمینان ناشی از تفاوت موجود در تصمیم‌های اخذ شده جهت سرمایه‌گذاری در یک دارایی مخاطره‌آمیز می‌باشد. در مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای وجود صرف ریسک در پرتفوی معیاری برای اندازه‌گیری هزینه ریسک می‌باشد. این در حالی است که ضریب بتا میزان ریسک را اندازه‌گیری می‌کند. مقدار ریسک بازار از طریق تغییرات صرف ریسک در ارتباط با رشد مصرف اندازه‌گیری می‌شود. بنابراین، در این مدل شرح داده می‌شود که چه مقدار از تغییرات بازده بازار سهام در ارتباط با رشد مصرف است. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مصرفی تنها بر اساس مبانی فرضی پایه‌گذاری شده است و

به ندرت در عمل بکار گرفته می‌شود. به طور قطع، مدل C-CAPM به حدی که مدل استاندارد مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در دنیا واقعی بکار می‌رود مورد استفاده قرار نگرفته است. دلیل اصلی موضوع این است که مدل C-CAPM کمتر مورد ارزیابی عملی و تجربی قرار گرفته است. از آنجایی که در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مصرفی بین بازده سرمایه‌گذاری و مصارف مورد نیاز آن سنجش صورت می‌گیرد این مدل عملکرد بهتری نسبت به مدل استاندارد ارائه می‌دهد. بر مبنای یک نقطه‌نظر علمی مدل C-CAPM نسبت به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها سرمایه‌ای به صورت گسترده‌تری استفاده می‌شود. این مدل نوع توسعه یافته مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌باشد که تنها در بازدهی دارایی‌های یک دوره مالی صورت می‌گیرد. همچنین، مدل C-CAPM مبنای برای درک ارتباط بین ثروت، مصرف و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران به وجود می‌آورد. ساده‌ترین شکل از مدل C-CAPM رابطه خطی بین دارایی‌های مخاطره‌آمیز و صرف ریسک بازار را نشان می‌دهد که در نتیجه فرمول آن به شرح زیر است:

$$\bar{r}_a = r_f + \beta_c (\bar{r}_m - r_f) \quad (29)$$

در معادله فوق داریم :

$r_f$ : نرخ بازده بدون ریسک

$\bar{r}_a$ : نرخ بازده مورد انتظار دارایی‌ها

$\bar{r}_m$ : نرخ بازده مورد انتظار بازار

$\bar{r}_m - r_f$ : صرف ریسک بازار

$\beta_c$ : بتای مصرفی دارایی‌ها

بازده و صرف ریسک توسط رشد مصرف سرمایه‌گذاران و ریسک‌گریزی آنها تعريف می‌شود مانند مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای. در این مدل ارتباط بازدهی یک دارایی مخاطره‌آمیز با ریسک سیستماتیک مورد بررسی قرار می‌گیرد. ریسک سیستماتیک به وسیله بتای مصرفی محاسبه می‌شود که به صورت زیر قابل بیان است:

$$\beta_c = \frac{\text{Cov}(\bar{r}_a, \text{رشدمصرف})}{\text{Cov}(\bar{r}_m, \text{رشدمصرف})} \quad (30)$$

## ۹. مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای پاداشی<sup>۱</sup> (RBM)

گراهام بورنھولت (۲۰۰۶) بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادر به یک متداولوژی بهتر برای تخمین بازدهمنتظره سهام نیازمندند. در این راستا، وی مدل بتای پاداشی را به عنوان جایگزینی برای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارائه نمود. مفروضات این مدل با تئوری آربیتریز منطبق است. وی بازده سهام را به دو بخش تقسیم می‌کند: الف) بازدهمنتظره سهام ب) بازده غیرمنتظره سهام

این مدل به این صورت بیان می‌شود:

$$E(r_i) = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f] + \beta r_i [R_m - E(R_m)] \quad (۳۱)$$

که در این مدل بتای پاداشی سهم ۱ بوده و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta r = \frac{E(R_i) - R_f}{E(R_m) - R_f} \quad (۳۲)$$

بنابراین، برای محاسبه بتای پاداشی کافی است میانگین صرف ریسک ماهانه سهم در دوره گذشته را بر میانگین صرف ریسک ماهانه بازار در دوره مزبور تقسیم و از بتای پاداشی محاسبه شده برای پیش‌بینی بازده سهم برای دوره آینده استفاده نمود. در مدل بتای پاداشی عبارت قرار گرفته در  $[E(R_m) - R_f]$  صرف ریسک بازار برای دوره  $t$  است که تشکیل‌دهنده بخش منتظره بازده سهم است و از بازده بازار دوره قبل به عنوان بازده منتظره بازار استفاده شده است. عبارت قرار گرفته در  $[R_m - E(R_m)]$  تفاوت بازده واقعی بازار در دوره  $t$  و بازده منتظره بازار می‌باشد و تشکیل‌دهنده بخش غیرمنتظره بازده سهم می‌باشد.  $\beta$  همان بتای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است، یعنی کوواریانس بین بازده سهام با بازده بازار. سپس بورنھولت سهام‌های موجود در بورس نیویورک برای دوره (۱۹۶۳-۲۰۰۳) را با استفاده از روش‌شناسی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) یعنی تشکیل ۲۵ پرتفوی طبقه‌بندی شده بر اساس اندازه شرکت و نسبت قیمت دفتری به قیمت بازار (BE/ME) را مرتب نمود و نشان داد مدل بتای پاداشی نسبت به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در پیش‌بینی بازده منتظره سهام عملکرد بهتری دارد (راجرز و سکوراتو، ۲۰۰۷). تحقیق بورنھولت را در بورس نیویورک (۱۹۶۷-۲۰۰۶) و در بورس سائوپائولو برزیل تکرار کردند. روش‌شناسی مورد استفاده آنها دقیقاً همان روش‌شناسی

---

1. Reward Beta Model

مورد استفاده بورنهولت بود. تایج آنها نیز برتری عملکرد مدل بتای پاداشی را بر مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تأیید نمود.

#### ۱۰. تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های رفتاری (BAP)<sup>۱</sup>

یکی از موضوعاتی که امروزه در معاملات نقش تعیین‌کننده‌ای دارد چگونگی رفتار افراد در معاملات است. این بررسی به عنوان پایه نظریه مالی رفتاری مطرح است. هیشلایفر (۲۰۰۱) بیان می‌دارد در ادبیات مالی رفتاری پاردازم قیمت‌گذاری دارایی رفتاری در حال توسعه است و با توجه بیشتر به این نوع ادبیات مالی در آینده شاهد جایگزینی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با این تئوری خواهیم بود. تئوری سبد سرمایه‌گذاری رفتاری تعریف رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب واحدهای سرمایه‌گذاری به این صورت که بخش‌های پایینی هر می‌تواند هر مدل قیمت‌گذاری رفتاری در اوضاع نامساعد<sup>۲</sup> طراحی شده‌اند، در حالی که بخش‌های بالایی هر مدل قیمت‌گذاری رفتاری در اوضاع مساعد به طور بالقوه است. برخی از سرمایه‌گذاران بالاترین سطوح هر مدل سرمایه‌گذاری خود را با تعداد کمی از سرمایه‌گذاری (متنوع) پر می‌کنند، در حالی که سرمایه‌گذاران دیگری آن را به صورت تصادفی و بدون برنامه تکمیل می‌نمایند. این امر موجب می‌شود که همواره سرمایه‌گذاران برای محافظت از سرمایه‌گذاری خود در برابر زیان در جستجوی راه حلی بهینه باشند در این موقعیت است که نظریه رفتاری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مطرح می‌شود.

از ویژگی‌های اصلی در تئوری سبد سرمایه‌گذاری رفتاری بررسی دیدگاه سرمایه‌گذاران در باره سبدهای سرمایه‌گذاری نه به عنوان یک کل بلکه به عنوان بخش‌های مجزا در هر متحصیص دارایی‌ها است. زمانی که بخش‌ها با اهداف خاصی که برای آنها در نظر گرفته شده است به هم می‌پیوندند در وضعیتی که سیاست‌های رفتاری درباره پذیرش ریسک در بین بخش‌ها متفاوت است این امکان وجود دارد که بخشی با هدف حفاظت در برابر اوضاع نامساعد در بازار طراحی شده باشد تا سرمایه‌گذاران را در برابر ورشکستگی محافظت کند.

- 
1. Behavioral Asset Pricing
  2. Layered Pyramids
  3. Protect
  4. Poverty

در مدل ساده تئوری رفتاری سبد سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران سرمایه خود را به دو بخش اصلی تقسیم می‌کنند که یک بخش به منظور محافظت از سرمایه‌گذاری آنها در برابر اوضاع نامساعد و بخشی دیگر برای کسب سود در شرایط مساعد است. در توضیح کامل این تئوری سرمایه‌گذاران سرمایه خود را بر اساس اهداف و آرمان‌های متعددی از سرمایه‌گذاری به بخش‌های متنوعی تقسیم می‌کنند.

## ۱۱. نتیجه‌گیری

همانطور که در ابتدای این مقاله اشاره شد تغییر در شرایط بازار و واحدهای اقتصادی در بازار مالی در بیان صحیح از ریسک و بازده مورد انتظار اثر بسزایی دارند. به این منظور در این مقاله تلاش می‌شود در ابتدا با بیان انتقادهای وارد شده به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استاندارد تعدیلاتی که بین سال‌های (۱۹۷۰-۲۰۱۰) صورت گرفته است نظری تغییرات نامطلوب در ریسک، ریسک نقدینگی، ریسک اقتصادی و اهرم‌های مالی، مفاهیم مصرف و ثروت، تمایز تغییرات غیرمنتظره از شرایط عادی بر این مدل تشریح گردد. به این منظور در جدول (۱) پیوست خلاصه‌ای از مباحث مطرح شده در این مقاله ارائه شده است.

## منابع

- امیرحسینی، زهرا (۱۳۸۸)، تبیین توان درجه اهرم اقتصادی جهت آزمون ضریب حساسیت و سنجش عملکرد شرکت (مطالعه موردی: شرکت ایران خودرو دیزل)، پایان‌نامه دکترای دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.  
رهنمای رودپشتی، فریدون و زهرا امیرحسینی (۱۳۸۹)، "تبیین قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای: مقایسه تطبیقی مدل‌ها"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، صص ۴۹-۶۸.
- Acharya, V. & L. Pedersen (2005), "Asset Pricing with Liquidity Risk", *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- Adams, Michael, Mullins, Terry & Barry Thornton (2007), "Pedagogical Strategies for Incorporating Behavioral Finance Concepts in Investment Courses", *Journal of College Teaching & Learning*, Vol. 4, No. 3, PP. 21-32.
- Amihud, Y. (2002), "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time –Series Effects", *Journal of Financial Markets*, Vol. 5, PP. 31-56.
- Amirhosseini, Zahra, Rahnamay Roodposhti, Fraydoon & Mostafa Khosroyani (2010), "A Comparision between R-Capm and Fama and French's Models in Predicting Tehran Stock Exchange", Academic and Business Research Institute, OC10004/06, PP 1-9.

- Amirhosseini, Zahra, Roodposhti, Fraydoon & Hashem Nikomaram (2008), "Managing a Firm's Systematic Risk Through Sales Variability Minimization- A Test of Three Competing Techniques".
- Bornholt, Graham (2006), "Extending The CAPM: the Reward Beta Approach", *Accounting & Finance*, Vol. 7, Issue 1, PP. 69-83, DOI: 10.1111/j.1467-629X.2007.00202.x.
- Cheng-Few Lee, Chilung-Min, Tsai & Alice C. Lee (2009), "A Dynamic CAPM with Supply Effect: Theory and Empirical Results", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, No. 49, PP. 811-828
- Garcia, René, Renault, Éric & Andrei Semenov (2005), "A Consumption CAPM with a Reference Level, Université de Montréal", Working Paper 1, Jan.
- Guermat, Cherif, Freeman, Mark C. (2010), "A Net Beta Test of Asset Pricing Models", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 19, Issue 1, PP. 1-9.
- Gunnlaugsson, Stefán B. (2007), "A Test of the Capm on The Icelandic Stock Market", *Lex et Scientia*, Vol. 14, Issue 1, PP. 193-199.
- Kumar, Praveen, Sorescu, Sorin M., Boehme, Rodney D., Danielsen & R. Bartley (2008), "Estimation Risk, Information and the Conditional Camp: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies*, Vol. 21, Issue. 3, PP. 1037-1075.
- Lewellen, Jonathan & Nagel Stefan (2006), "The Conditional Capm Does Not Explain Asset-Pricing Anomalies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, Issue 2, PP. 289-314.
- Lo, Andrew W. Wang, Jiang (2006), "Trading Volume: Implications of an Intertemporal Capital Asset Pricing Model", *Journal of Finance*, Vol. 61, Issue, 6, PP. 2805-2840.
- Maio, Paulo (2008), "Intertemporal Capm with Bond Risk Premia, Faculty of Business Administration", Bilkent University, Ankara 06800, Turkey, Working Paper.
- Marcato, Gianluca (2005), "CAPM, Liquidity and Real Estate Performances, CASS Business School (City University)", Faculty of Finance, Real Estate Finance AndInvestment Group", Working Paper.
- Monnin, Pierre (2007), "Fundamental Stock Price with Consumption CAPM and Money Illusion: An International Comparison", National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management", Working Paper, No. 394.
- Palandri, Alessandro (2009), "The Effects of Interest Rate Movements on Assets' Conditional Second Moments", School of Economics and Management Aarhus University, Creates Research Paper 32.
- Panopoulou, Ekaterini & Sarantis, Kalyvitis (2007), "Measuring Risk Aversion Across Countries from the Consumption-CAPM: A Spectral Approach, Department of Statistics and Insurance Science", University of Piraeus, Working Paper.
- Rahnamay Roodposhti, Fraydoon, Nikomaram, Hashem & Zahra Amirhosseini (2009), "Managing a Firm's Systematic Risk Through Sales Variability Minimization- A Test of Three Competing Techniques", *Global Economy & Finance Journal*, Vol. 2, No.2, PP. 63-74.
- Rahnamay Roodposhti, Fraydoon, & Zahra Amirhosseini (2010), "Revised Capital Assets Pricing Model: an Improved Model for Forecasting Risk and Return", *Journal of Finance and Accountancy*, Id 09355, PP. 1-9.
- Rogers, Pablo, José Roberto, Securato (2007), "Reward Beta Approach: A Review, Dept of Accounting", *Finance and Economics*, Griffith University, Working Paper, SSRN Id. 1019845.

Rossi, Eduardo, Paolo, Santucci de Magistris (2009), "A No Arbitrage Fractional Co Integration Analysis of the Range Based Volatility", School of Economics and Management Aarhus University, Denmark.

Sergei Vasilievich Cheremushkin (2009), "Why D-CAPM is a Big Mistake? the Incorrectness of the Cosemivariance Statistics", Chair of Public and Local Administration, Economic Department of the Mordovian State University, Russia.

Xu-Song, XU, Cheng-Qi, HOU (2008), "Capital Asset Pricing Model with Generalized Elliptical Distribution", *Systems Engineering- Theory & Practice*, Vol. 28, Issue 1, PP. 17-23.

## پیوست

جدول ۱. مدل‌های توسعه یافته بر اساس مدل استاندارد قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

مدل / تئوری	ارائه‌دهنده‌گان	محققان و موردن استفاده	متغیرهای توضیحات
مدل استاندارد	ولیام شارپ (۱۹۶۹)	بنا، نرخ بازده بدون ریسک، ریسک و بازده بازار	این مدل بر مفروضات بازار متقارن و وجود اطلاعات در بازار تأکید دارد
قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	هاجون و وارون (۱۹۷۴)	معیار نیمه‌واریانس و بنا در شرایط نامطلوب که براساس نیمه‌واریانس بیان شده است	هنگامی که توزیع بازده‌های پایین‌تر و بالاتر از حد تقارن باشند این مدل قابل استفاده است
مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	هانس و ریچارد (۱۹۷۸)	بنا براساس تقسیم واریانس بازار بر کواریانس بازده سهم و بازده بازار برقرار می‌شود	همه سرمایه‌گذاران انتظارات مشابه ندارند و دلیل اصلی آن، تغییرات شرایط بازار است
مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	رابرت لوکاس (۱۹۸۲)	دانگلز و سرمایه‌گذاران و رشد مصرف در بازار تعریف می‌شود	مقادیر بیشتر بتای مصرفی اشارة به بازدهی بالاتر در دارایی‌های مخاطره‌آمیز دارد
مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	آمیهود و مندلسن (۱۹۸۹)	جکورت (۲۰۰۲) و هیشلایفر (۲۰۱۱)	ریسک نقدشوندگی اوراق بهادر و ریسک نقدشوندگی بازار
تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های رفتاری	استام باف (۲۰۰۳))	گراهام بورنهولت (۲۰۰۶)	در این تئوری سرمایه‌گذاران سبد اوراق بهادر خود را بهمانند هر هم بخش‌های هر تشکیل می‌دهند
مدل بتای پاداشی	راجرز و سکوراتو (۲۰۰۷)	راجرز و سکوراتو (۲۰۰۷)	میانگین صرف ریسک ماهانه سهم در دوره گذشته را بر میانگین صرف ریسک ماهانه بازار در دوره مزبور تقسیم می‌کیم
مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	رودپشتی و امیرحسینی (۲۰۰۹)	تدوین بتای مدل به مفاهیم ریسک مالی، عملیاتی و اقتصادی توجه می‌شود	تجدیدنظر شده دارایی‌های سرمایه‌ای که به مفروضات اهم‌ها عملیاتی، مالی و اقتصادی مرتب است

مأخذ: نتایج تحقیق.