

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۱۳۹۵۹.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه شهید بهشتی

دانشکده مدیریت و حسابداری

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

عنوان پایان نامه:

رابطه قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با

ارزش خالص دارائی‌ها (NAV)

استاد راهنما

دکتر حسین عبده تبریزی

استاد مشاور

دکتر شاپور محمدی

نگارش

ابوالفضل داودآبادی

آذر ۱۳۸۸



IRANDOC

وزارت علوم، تحقیقات و فناوری
پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران

مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران

۱۴۹۵۶۰

۱۳۸۹/۱۰/۱۹

چکیده تحقیق

میان قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش خالص دارائی‌های آن‌ها در بورس تهران طی سال‌های ۸۳ تا ۸۷، یک رابطه پویای کوتاه‌مدت و یک رابطه تعادلی بلندمدت وجود دارد. در رابطه کوتاه‌مدت، وجود خودهمبستگی میان سری قیمت به خوبی روشن بوده و علت این امر بیشتر متأثر از دو عامل "حد نوسان قیمت" و محدودیت "حجم مینا" می‌باشد. در رابطه بلندمدت تصریح شده است که بعد از سال ۸۳ قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از ۶۷٪ ارزش خالص دارائی‌های آن‌ها به همراه جمع جبری یک مقدار ثابت (۷۳۲ ریال) و یک مقدار متغیر وابسته به زمان (Trend). مقدار متغیر روند در رابطه تعادلی بلندمدت در بورس تهران سیری نزولی داشته که حاکی از افزایش کسر قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس تهران در سال‌های اخیر بوده است.

از دیگر نتایج قابل تأمل، اثرگذار بودن ساختار شرکت (سرمایه‌گذاری یا هلدینگ بودن آن) بر میزان کسری سهام می‌باشد به نحوی که کسر سهام در شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیش از شرکت‌های هلدینگ برآورد شده است. با توجه به بالا بودن ضریب همبستگی بین کسر سهام شرکت‌های مختلف نمونه در طول زمان، می‌توان بیان نمود که **تئوری‌های رفتاری** نقش بیشتری در تشریح تغییرات کسر سهام بورس تهران را ایفا نموده‌اند. چرا که در تمامی شرکت‌های مورد مطالعه و به صورت هم زمان کسر سهام به صرف تبدیل شده و سپس دوباره از کسر (بیشتر) تغییر جهت داده است. البته میزان این تغییرات بسته به نوع شرکت متفاوت بوده ولی به صورت کلی تابع این قانون بوده‌اند. در این میان عدم الزام نهاد ناظر مبنی بر گزارش دادن ارزش روز خالص دارائی‌ها به صورت روزانه مزید بر علت شده و باعث شده تا در مواقعی نرخ صرف یا کسر برای بعضی شرکت‌ها به طور قابل توجهی از محدوده میانگین خود طی زمان خارج شود. اثرگذار بودن فصل مجامع در رابطه میان دو سری قیمت و ارزش خالص دارائی‌های شرکت‌ها از دیگر نتایج تحقیق می‌باشد که البته اثر گذار بودن این رویداد بیشتر به خاطر حرکت رشدی قیمت سهام قبل از مجامع شرکت‌ها می‌باشد.

در پایان پیشنهاد شده تا سازمان بورس شرکت‌های سرمایه‌گذاری را ملزم به ارائه NAV روزانه خود پس از اتمام زمان معاملات بورس نماید و نیز پیشنهاد شده تا به منظور بهبود رابطه کوتاه‌مدت قیمت و NAV شرکت‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های حد نوسان قیمتی برای این شرکت‌ها، تعدیل شود.

فهرست مطالب

فصل اول.....	۲
۱-۱ مقدمه.....	۲
۱-۲ تعریف موضوع و بیان مسئله.....	۲
۱-۳ اهمیت و ضرورت تحقیق.....	۳
۱-۴ فرضیات و سوالات تحقیق.....	۶
۱-۵ پیشینه تحقیق.....	۸
۱-۶ تعریف عملیاتی متغیرها.....	۹
۱-۷ قلمرو تحقیق.....	۱۱
فصل دوم.....	۱۳
۲-۱ واسطه‌های مالی.....	۱۳
۲-۲ بررسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت.....	۲۰
فصل سوم.....	۵۳
۳-۱ طرح تحقیق.....	۵۳
۳-۲ معرفی جامعه آماری و تشریح نحوه استخراج داده‌ها.....	۵۳
۳-۳ روش‌های آماری.....	۵۷
۳-۴ نرم‌افزارهای مورد استفاده.....	۷۴
فصل چهارم.....	۷۶
۴-۱ آزمون فرضیه ۱ (اصلی).....	۷۸
۴-۲ آزمون فرضیه ۲ (فرعی).....	۹۰

۹۱	.....آزمون فرضیه ۳ (فرعی)
۹۲	.....آزمون فرضیه ۴ (فرعی)
۹۴	.....آزمون فرضیه ۵ (اصلی)
۹۷	.....آزمون فرضیه ۶ (اصلی)
۹۸	.....آزمون فرضیه ۷ (اصلی)
۹۹	.....آزمون فرضیه ۸ (اصلی)
۱۰۱	.....فصل پنجم
۱۰۲	.....۵-۱ تشریح پیشنهادات برای گروه‌های مختلف
۱۰۳	.....۵-۲ پیشنهادات برای تحقیقات آتی
۱۰۴	.....۵-۳ محدودیت‌های تحقیق
۱۰۵	.....فهرست منابع و مآخذ
۱۰۷	.....ضمائم

فصل اول

فصل اول: کلیات تحقیق

۱-۱ مقدمه

شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از واسطه‌های مالی هستند که از آن‌ها در کلیه بورس‌های پیشرفته دنیا، در جهت ایجاد تعادل و نظم در بازار اوراق بهادار، با هدف افزایش کارایی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه استفاده می‌شود و نقش با اهمیتی در تجهیز منابع مالی و هدایت آن به سوی ظرفیت‌های تولیدی دارند. فلسفه اصلی تأسیس این شرکت‌ها جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و سرمایه‌گذاری آن‌ها در مجموعه متنوعی از اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و سایر انواع اوراق بهادار) است. این شرکت‌ها را می‌توان به طور کلی به چهار دسته تقسیم کرد: شرکت‌های سرمایه‌گذاری مدیریتی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال (یونیت تراست‌های سرمایه‌گذاری)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر (صندوق‌های مشترک) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت.

در ادبیات شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^۱، مهمترین عامل ارزیابی قیمت سهام این‌گونه شرکت‌ها از طریق محاسبه ارزش خالص دارایی‌های^۲ شرکت (NAV) می‌باشد. البته به دلایل مختلف قیمت سهام این‌گونه شرکت‌ها همواره با مقداری کسر^۳ یا صرف^۴ نسبت به NAV آن‌ها در بازار معامله می‌شوند که معامله با مقدار کسر عمومیت بیشتری دارد.

میزان نرخ کسری و یا مازاد در دوره‌های مختلف متفاوت است و این تفاوت گاهی در طول یک‌سال و گاهی در طول چندین سال قابل شناسایی است و این قضیه در ادبیات شرکت‌های سرمایه‌گذاری به معنایی تبدیل شده است.

در این تحقیق محقق به دنبال بررسی رابطه NAV با قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بررسی میزان کسر یا صرف این‌گونه شرکت‌ها در مقاطع زمانی مختلف و کشف روابط آن‌ها و بررسی علل وجودی آن می‌باشد.

۱-۲ تعریف موضوع و بیان مسئله

در بورس اوراق بهادار هم چون هر بازار سرمایه دیگری دو گروه افراد به سرمایه‌گذاری مشغول‌ند. افرادی که حرفه‌ای تلقی می‌شوند و عمدتاً شامل اشخاص حقوقی‌اند، و افرادی که غیر حرفه‌ای تلقی می‌شوند و دانش چندانی در مورد بازار سرمایه و کیفیت سهام ندارند. در حالی که گروه اول به طور دائمی در حال تحلیل شرکت‌ها می‌باشند، اطلاعات جمع‌آوری می‌کنند و با استخدام کارشناسان متعدد به تحلیل این اطلاعات می‌پردازند، و می‌کوشند ارزش‌های ذاتی را محاسبه کنند، گروه دوم بدون دانش لازم در این بازار معامله می‌کنند. (عبده تبریزی، سرمایه‌گذاری غیر مستقیم در بورس، ۱۳۸۲: ۲)

می‌دانیم که هرگاه خریدار دارایی فاقد اطلاعات باشد، و به خرید کالاهایی دست بزند که از کیفیت و قیمت آن‌ها با خبر نیست، میدان سوء استفاده در آن بازار جدی می‌شود. دنیا برای مقابله با این وضعیت، یعنی جدا کردن افرادی که فاقد دانش حرفه‌ای‌اند، از کسانی

^۱ - Close End Fund

^۲ - Net Asset Value (NAV)

^۳ - Discount

^۴ - Premium

که حرفه‌ای بازار سرمایه‌اند، سرمایه‌گذاری غیر مستقیم در بورس را توصیه می‌کند. در این روش به منظور اطمینان از اعمال نیروهای عرضه و تقاضا و عادلانه بودن توزیع اطلاعات، سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای، از طریق واسطه در بازار سرمایه حضور می‌یابند، و خود به طور مستقیم به خرید تک سهم نمی‌پردازند. این واسطه‌ها متنوع‌اند و معروف‌ترین آن‌ها صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، اداره کنندگان طرح‌های بازنشستگی متعدد، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، و مشابه آن‌ها می‌باشند. این نهادهای مالی که کارشناسان و متخصصان بسیاری را در اختیار دارند، واسطه قرار می‌گیرند، و سرمایه‌گذاری مستقیم عامه شهروندان را به سرمایه‌گذاری غیر مستقیم در بورس بدل می‌کنند. این نهادهای مالی با تشکیل سبد سهام و سایر اوراق بهادار می‌کوشند که ریسک را برای سرمایه‌گذاران کاهش دهند، و البته در قبال ارائه این خدمات دستمزدی هم می‌گیرند. بدین ترتیب، عامه شهروندان با استفاده از خدمات این نهادهای مالی در موقعیتی مساوی با عامه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بورس قرار می‌گیرند. اکنون همگان می‌پذیرند که خرید تک سهم توسط سهام‌داران غیر حرفه‌ای امری بسیار خطرناک است که باید از آن اجتناب شود. این سهام‌داران باید با به خدمت گرفتن نهادهای مالی متخصص، که برای آن‌ها سبد اوراق بهادار مناسبی را شکل می‌دهند، به‌طور غیر مستقیم در بازار سرمایه سرمایه‌گذاری کنند. البته، سرمایه‌گذاری مستقیم مردم در بازارهای کارای سرمایه از قبیل بازار نیویورک یا لندن ریسکی به مراتب کم‌تر از سرمایه‌گذاری مستقیم مردم در بازارهای غیر کارا دارد. در بازار کارا، تحلیل بسیاری روی سهام صورت گرفته است، و قیمت سهم، کلیه اطلاعات گذشته و حال را منعکس می‌کند، و بدلیل پائین بودن حجم اطلاعات محرمانه، فرصت سرمایه‌گذاری مساوی به همه بازیگران داده می‌شود. یعنی در بازار کارا، فرد غیر حرفه‌ای نیز از طریق علامت‌گیری از افراد حرفه‌ای می‌تواند مستقیماً در بازار سرمایه‌گذاری کند.

در واقع، چون بازار کارآمد است، هر فرد عادی نیز می‌تواند به فرض این که قیمت‌ها حاوی همه اطلاعات است، و اطلاعات به شکل متقارنی توزیع شده، با اطمینان بیشتری به خرید تک سهم بپردازد. با این همه، در آن کشورها نیز مشاهده می‌کنیم که بخش عمده سرمایه‌گذاری به شکل سرمایه‌گذاری غیر مستقیم است. (عبده تبریزی، سرمایه‌گذاری غیر مستقیم در بورس، ۱۳۸۲: ۲)

یکی از مهمترین مشکلات صندوق‌های با سرمایه ثابت (شرکت‌های سرمایه‌گذاری) که باعث شد تا این شرکت‌ها نتوانند جذابیت خود را برای سرمایه‌گذاران در مقابل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری حفظ کنند عدم رابطه منطقی سهام این شرکت‌ها با خالص ارزش دارائی‌های آن‌ها بود. چرا که صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری همیشه این آمادگی را دارند که واحدهای صندوق را به قیمت خالص ارزش دارائی شرکت بازخرید نموده و یا مجدداً اقدام به صدور واحدهای جدید نمایند. لذا بررسی چگونگی ارتباط قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با NAV آن‌ها می‌تواند نهادهای نظارتی را در جهت آسیب‌شناسی این نهادها یاری رسانده و کمک نماید تا سازمان بورس اوراق بهادار بهتر بتواند واسطه‌های مالی را در ایران گسترش داده و فرهنگ سرمایه‌گذاری غیر مستقیم را در ایران توسعه دهد.

۱-۳ اهمیت و ضرورت تحقیق

با توجه به اهمیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، لازم است تا این شرکت‌ها از منظرهای گوناگون مورد بررسی قرار گرفته تا روشن شود که آیا این شرکت‌ها موفق به کسب اهداف از پیش تعیین شده‌ای که در بدو تشکیل این شرکت‌ها برای آنان متصور بوده، شده‌اند یا خیر.

از مهمترین اهداف تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری تقویت فرهنگ سرمایه‌گذاری و جذب سرمایه‌های خرد مردم و کمک به شکل-گیری سرمایه‌گذاری غیر مستقیم در بورس بوده است. چنانچه این شرکت‌ها از کارآئی لازم برخوردار نباشند، به ناچار کسانی که تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار را داشته باشند، ترجیح می‌دهند که شخصاً اقدام به تشکیل پورتفوی داده و مبادرت به سیدگردانی دارائی‌های خود نمایند. با توجه به نبود دانش و زمان کافی برای سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه، لذا در چنین شرایطی و در صورت عدم وجود واسطه‌گران مناسب در بازار سرمایه، کم‌کم جذابیت بازار سهام نزد سرمایه‌گذاران خرد کاسته شده و سرمایه-های راکد به سمت دارائی‌های غیر مولد در اقتصاد مثل مسکن سوق پیدا می‌کنند. بروز این امر موجب خواهد شد تا اقتصاد کشور در بخش‌هایی دچار تورم بخشی شده و پس از چندی آن بخش نیز رونق خود را از دست بدهد. به عنوان مثال بازار مسکن در ایران همواره جایگاه هجوم سرمایه‌های سرگردان در کشور بوده است ولی انباشت سرمایه در این بخش هرگز موجب افزایش تولید نشده و تنها موجب خواهد شد تا نرخ تورم در کشور افزایش یابد.

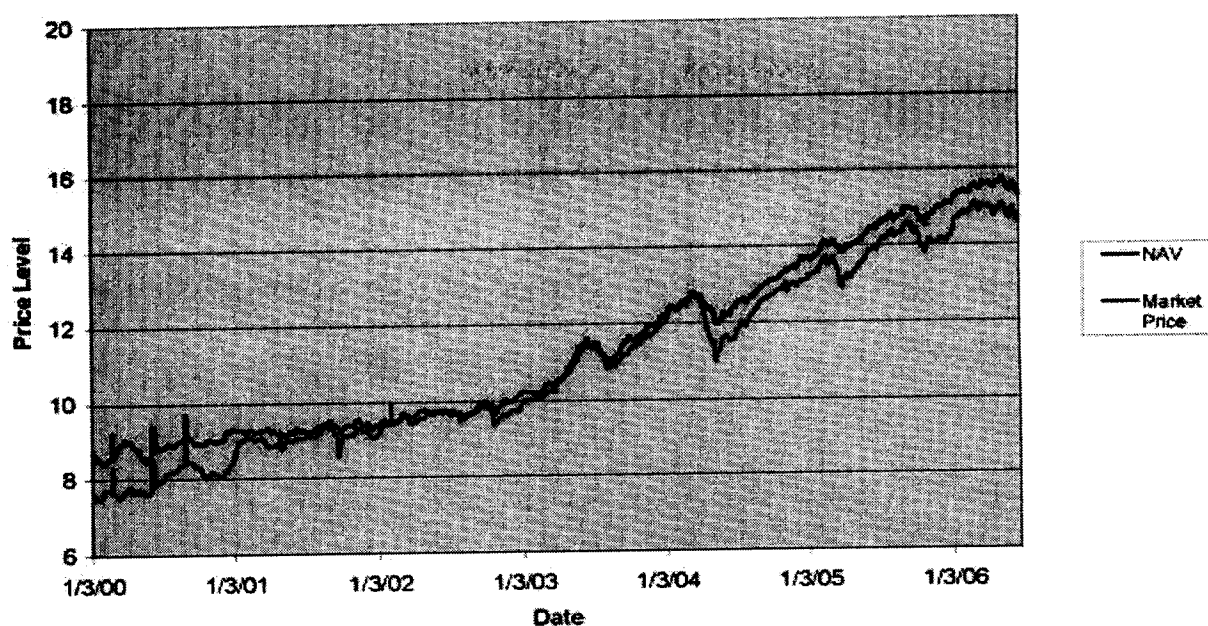
با توجه به موارد ذکر شده در بالا چنانچه شرکت‌هایی بتوانند با تکیه بر قدرت کارشناسی و تحلیل‌گری به نمایندگی از سهامداران خود، اقدام به مدیریت دارائی نمایند می‌توان نتیجه گرفت که در چنین حالتی بهترین گزینه برای سرمایه‌گذاری مردم خرید سهام شرکت-های سرمایه‌گذاری خواهد بود. در چنین شرایطی دولت به عنوان نهاد قانونگذار، بهتر می‌تواند برای هدایت سرمایه‌ها به سمت تولید و اشتغال برنامه‌ریزی نموده و از بروز تورم در کشور جلوگیری نماید.

به طور کلی ارتباط میان P_t و NAV_t برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بلندمدت به صورت فرمول (۱-۳-۱) می‌باشد. در این فرمول اندیس j مربوط هر شرکت سرمایه‌گذاری بوده که در این تحقیق از ۱ تا ۳۰ بوده و اندیس t مربوط به زمان مورد بررسی است که زمان آغاز ۱ و زمان پایان ۱۴۵۴ می‌باشد که حاکی از ۱۴۵۴ روز معاملاتی از سال ۸۱ تا سال ۸۷ می‌باشد.

$$P_{jt} = \alpha_j + \beta_j (NAV)_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

$$\text{for } j=1,2,\dots,N \quad \& \quad t=1,\dots,T \quad , \quad \beta_j = \frac{P_{jt}}{NAV_{jt}}$$

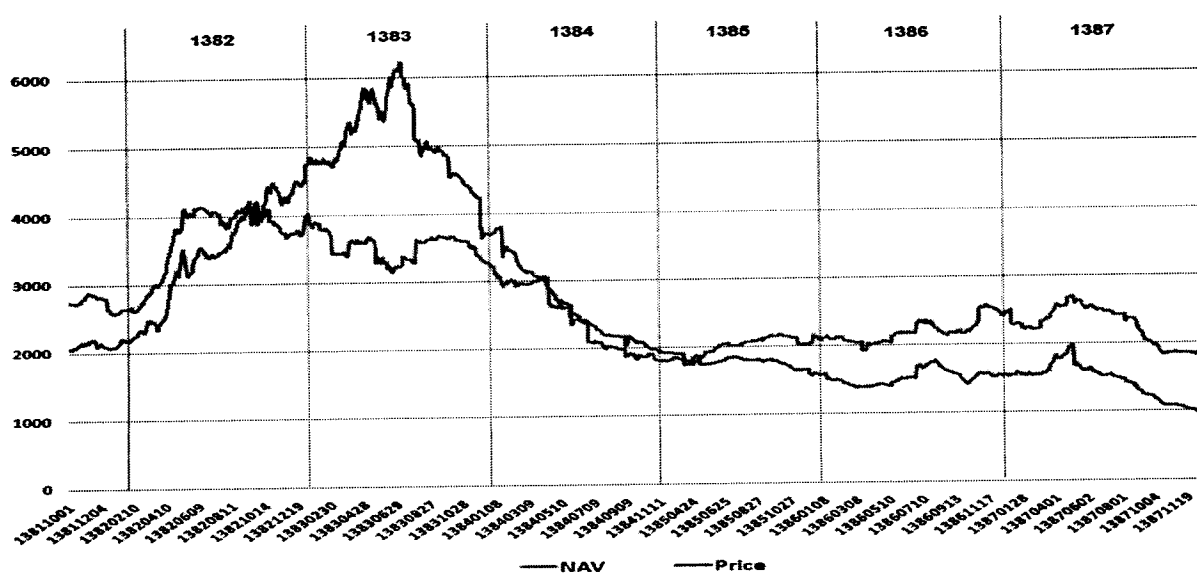
در ادامه نمودار میانگین P_t و NAV_t برای ۴۸۴ صندوق به نمایش گذاشته شده است. که از این ۴۸۴ صندوق تعداد ۳۷۲ صندوق در بازار بورس نیویورک (NYSE) و تعداد ۱۱۲ صندوق در بازار بورس آمریکا (AMEX) فعالیت داشته‌اند. همان‌طور که در نمودار ۱-۱ مشخص است ضریب β_j در کوتاه‌مدت (مقاطع یک‌ساله) تقریباً ثابت بوده ولی در بلندمدت این ضریب دستخوش تغییرات شده است.



سری‌های زمانی P_t و NAV_t طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ برای ۴۸۴ صندوق فعال در NYSE و AMEX (روزانه)

همانطور که در نمودار ۱-۱ مشخص است جذابیت صندوق‌های با سرمایه‌بسته طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ نزد سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها بیشتر بوده است چرا که کسر سهام در این سال‌ها به حداقل خود رسیده و دو سری P_t و NAV_t تقریباً برابر هم بوده‌اند. نمودار این دو سری زمانی از در سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ ماشبه با سال‌های ۲۰۰۴، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۶ می‌باشد و کسر سهام در دو مقطع ذکر شده وجود داشته با این تفاوت که طبق نمودار کسر سهام در سنوات ابتدائی بیش از سال‌های پایانی می‌باشد.

در ادامه و در نمودار ۱-۲ میانگین P_t و NAV_t برای ۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری فعال در بورس تهران (TSE) و به منظور مقایسه با نمودار قبل درج شده است.



نمودار ۱-۲: میانگین P_t و NAV_t برای ۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری فعال در بورس تهران (TSE)

با توجه به نمودار ۱-۲ میانگین P_t و NAV_t شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران در سال ۸۲ یکدیگر را قطع کرده و در این سال کسر سهام این شرکت‌ها به صرف سهام تغییر نموده است و این روند تا ابتدای سال ۸۴ ادامه داشته است و پس از سال ۸۴ تا پایان سال ۸۷ ما شاهد پدیده کسر سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران بوده‌ایم. نکته قابل تأمل در این نمودار بروز پدیده صرف سهام در سال ۸۳ می‌باشد که این زمان متقارن با شکل‌گیری حباب قیمتی در بورس تهران بوده است.

۴-۱ فرضیات و سوالات تحقیق

۴-۱-۱. سوالات تحقیق که برگرفته از ادبیات تحقیق بوده است به شرح ذیل می‌باشند:

سوال ۱: آیا میان میانگین P_t با میانگین NAV_t شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس تهران رابطه تعادلی کوتاه‌مدت و بلندمدت وجود دارد؟

سوال ۲: آیا بین رابطه P_t و NAV_t ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با شاخص قیمتی بورس اوراق بهادار رابطه‌ای وجود دارد؟

سوال ۳: آیا فصل مجامع تأثیری بر رابطه P_t و NAV_t ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد؟

سوال ۴: آیا تقسیم سود تأثیری بر رابطه P_t و NAV_t ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد؟

سوال ۵: آیا ساختار شرکت‌های سرمایه‌گذاری (هلدینگ و سرمایه‌گذاری) تأثیری بر رابطه P_t و NAV_t ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد؟

سوال ۶: آیا کسر (صرف) سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مختلف در طول زمان با یکدیگر رابطه‌ای دارند؟ (بعد رفتاری)

سوال ۷: آیا کسر (صرف) سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با درصد سهام شناور آزاد آن‌ها رابطه‌ای دارد؟ (بعد رفتاری)

سوال ۸: آیا بین کسر (صرف) سهام و میزان دارائی‌های غیر بورسی (دارائی با نقدشوندگی پائین) شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ای وجود دارد؟ (بعد اقتصادی)

سوال ۹: آیا بین کسر (صرف) سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بازدهی سهام شرکت در آینده رابطه‌ای وجود دارد؟ (بعد اقتصادی)

۲-۴-۱. فرضیات این پژوهش که برگرفته از سوالات تحقیق می‌باشند به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه ۱ (اصلی): میانگین P_t با میانگین NAV_t شرکت‌های سرمایه‌گذاری با یکدیگر هم‌انباشته نمی‌باشند.

در صورت رد شدن فرضیه اصلی، لازم است تا فرضیات فرعی زیر بررسی شوند؛

فرضیه ۲ (فرعی): میان رابطه P_t و NAV_t ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شاخص قیمتی بورس اوراق بهادار رابطه‌ای وجود ندارد.

فرضیه ۳ (فرعی): فصل مجامع شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیری بر رابطه P_t و NAV_t ، ندارد.

فرضیه ۴ (فرعی): ساختار شرکت‌های سرمایه‌گذاری (هلدینگ و سرمایه‌گذاری) تأثیری بر رابطه P_t و NAV_t ، ندارد.

فرضیه ۵ (اصلی): میان کسر (صرف) سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری در طول زمان، رابطه‌ای وجود ندارد.

سوال ۷: میان کسر (صرف) سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با درصد سهام شناور آزاد آن‌ها رابطه‌ای وجود ندارد.

سوال ۸: بین کسر (صرف) سهام و میزان دارائی‌های غیر بورسی (دارائی با نقدشوندگی پائین) شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ای وجود ندارد.

سوال ۹: بین کسر (صرف) سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بازدهی سهام شرکت در آینده رابطه‌ای وجود ندارد.

۱-۵ پیشینه تحقیق

در حال حاضر و تا تاریخ تهیه این پایان نامه هیچ گونه تحقیقی در مورد رابطه قیمت و خالص ارزش دارائی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران یافت نشد که این نتیجه حاصل جستجو در پنج مرجع دانشگاه تهران، علامه طباطبائی، شهید بهشتی، تربیت مدرس و سایت irandoc.ir بوده است. شاید یکی از دلایل مهم برای این موضوع نبود داده‌های لازم برای بررسی این تحقیق باشد چرا که الزام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مبنی بر گزارش صورت وضعیت پورتفوی به صورت ماهیانه از قدمت زیادی برخوردار نبوده و از طرفی استخراج ارزش روز دارائی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری به صورت روزانه کاری بس دشوار می‌باشد. در ادامه تنها به چند تحقیق مشابه که در مورد سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری انجام شده است، اشاره می‌شود اما در مورد رابطه قیمت سهام و ارزش خالص دارائی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در خارج از کشور کارهای زیادی صورت پذیرفته که این مطلب در فصل دوم همین پایان نامه به تفصیل بیان خواهد شد.

۱-۵-۱ تحقیق اول؛

بررسی عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس تهران در دوره ۱۳۸۰-۱۳۷۴

محمد عرب مازار یزدی ، شهناز مشایخ ص ۴۱

این مقاله بخشی از نتایج تحقیقی را نشان می دهد که عملکرد تعدادی از شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس تهران را که حجم پرتفوی بورسی آن ها حداقل ۵۰ درصد کل پرتفوی مربوط بود طی دوره ۱۳۸۰-۱۳۷۴ مورد بررسی قرار می دهد. در ارزیابی عملکرد این شرکت ها از معیار آلفای جنسون استفاده شد.

نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه های تحقیق نشان داد که بر مبنای معیار مورد استفاده شرکت های سرمایه گذاری تحت بررسی، بازده اضافه ناخالصی معادل ۲۶.۹ درصد که رقمی قابل توجه است در دوره مورد بررسی کسب کرده اند. با این حال هزینه های عملیاتی این شرکت ها معادل ۱.۱ درصد از بازده یاد شده را به خود اختصاص دادند که قابل ملاحظه نیست. در نتیجه بازده اضافه خالص معادل ۲۵.۸ درصد با اهمیت و نشان از عملکرد مثبت این شرکت ها در مقایسه با متوسط بازار دارد. در عین حال طی دوره بررسی، بر مبنای رتبه بندی شرکت ها با استفاده از معیار ترینور و جنسون، ثبات قابل ملاحظه ای در عملکرد آن ها دیده نشد. در کل به نظر می رسد شرکت های سرمایه گذاری مورد بررسی توانسته اند وظیفه نمایندگی خود را به خوبی ایفا کنند.

۱-۵-۲ تحقیق دوم؛

مقایسه بازده پورتفوی سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس

نویسنده: مهسا رادفر

شرکت‌های سرمایه‌گذاری از بخش‌های فعال در بازارهای مالی هستند. در سال‌های اخیر صنعت واسطه‌گری مالی در سراسر جهان رشد و گسترش چشمگیری را شاهد بوده است.

در کشور ما ضمن اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری رشد قابل ملاحظه‌ای پیدا نکرده‌اند، ملاحظه می‌شود که شرکت‌های تولیدی نیز اقدام به ایجاد «پرتفوی سهام» کرده‌اند. بنابراین، هدف اصلی این تحقیق ارزیابی توانایی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران، در «مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های بورسی» است. این ارزیابی از طریق مقایسه بازده اضافه تحصیل شده از سرمایه‌گذاری بورسی انجام شده توسط شرکت‌های تولیدی با بازده بازار و بازده «پرتفوی» شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس انجام شد.

نتایج به‌دست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در دوره بررسی (سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲) به‌طور متوسط توانسته‌اند از سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود بازده بیشتری نسبت به بازده بازار کسب کنند درحالی‌که بازده ناخالص کسب شده توسط شرکت‌های تولیدی کمتر از بازده بازار بوده است. همچنین بازده به‌دست آمده توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر از شرکت‌های تولیدی است و ارتباط معناداری بین بازده اضافه به‌دست آمده و میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده شرکت‌ها باتوجه به منابع مالی آن‌ها وجود ندارد.

در این‌جا لازم است تا در مورد ارتباط تحقیق دوم با این تحقیق به نکته‌ای اشاره شود و آن عبارت است از اینکه؛ کسب بازدهی پورتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مستلزم خرید سهام این‌گونه شرکت‌هاست و بازدهی سهام این شرکت‌ها نیز مترادف با بازدهی پورتفوی آن‌ها نمی‌باشد در نتیجه مقایسه بازدهی پورتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری با پورتفوی شرکت‌های تولیدی، در عمل امکان‌پذیر نبوده و بایستی ارتباط میان قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش خالص دارائی‌های آن‌ها مورد توجه قرار گیرد.

۶-۱ تعریف عملیاتی متغیرها

۶-۱-۱ ماهیت داده‌های مورد استفاده

صحت هر تحلیل در نهایت به قابلیت دسترسی به داده‌های صحیح بستگی خواهد یافت. بنابراین، بحث در مورد ماهیت داده‌هایی که شخص در انجام دادن تحلیل با آن‌ها مواجه می‌شود ضروری می‌نماید. جهت تحلیل‌های تجربی عموماً سه نوع داده قابل دسترسی است: (گجراتی، ۱۳۸۳)

۶-۱-۱-۱ داده‌های مقطعی

داده‌های مقطعی بر اساس یک یا چند متغیر در یک زمان مشخص جمع‌آوری می‌شوند. مثلاً، اگر نسبت بدهی برای ۱۰ شرکت در یک مقطع خاص از زمان (مثلاً سال ۱۳۸۵) جمع‌آوری گردد، به این داده‌ها داده‌های مقطعی می‌گویند. در این روش محقق نسبت‌های مالی بدست‌آمده را بین گروهی از شرکت‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و یا آن‌ها را با متوسط صنعت مقایسه می‌کند. اصطلاحاً به این نوع تجزیه و تحلیل، تجزیه و تحلیل عمودی یا درونی گفته می‌شود.

۶-۱-۱-۲ داده‌های سری زمانی

داده‌های سری زمانی، داده‌هایی است که طی یک دوره زمانی جمع آوری می‌شود. برای مثال اگر نسبت بدهی شرکت مورد مطالعه برای مدت ۱۰ سال جمع آوری گردد، این داده‌ها را داده‌های سری زمانی می‌نامند. در این تکنیک رفتار نسبت‌های مالی در طول زمان به عنوان معیاری جهت ارزیابی واحد تجاری مورد توجه قرار می‌گیرد. اصطلاحاً به این روش تجزیه و تحلیل افقی اطلاق می‌گردد. در این روش رفتار گذشته نسبت‌های مالی و تعیین روند تغییرات آن‌ها می‌تواند به عنوان معیاری جهت پیش‌بینی وضعیت آتی آن‌ها قرار گیرد.

۳-۱-۶-۱. داده‌های مرکب

در داده‌های مرکب عناصر هر دو دسته داده‌های مقطعی و سری زمانی وجود دارد. برای مثال اگر نسبت بدهی ۱۰ شرکت برای مدت ۱۰ سال جمع آوری شده باشد، آنگاه این داده‌ها را مرکب می‌نامند. در دو حالت اول و دوم تعداد مشاهدات فقط ۱۰ مورد خواهد بود. اما، در صورت استفاده از داده‌های مرکب تعداد مشاهدات به $(10 \times 10) = 100$ مورد خواهد رسید. داده‌های مرکب، داده‌های پانل^۵، داده‌های تابلویی، طولی^۶، گزینشی و یا جزئی نیز نامیده می‌شوند. در این داده‌ها واحد داده‌های مقطعی یکسانی در طول زمان مورد بررسی قرار می‌گیرد. در تحقیق حاضر تنها برای پاسخ به یکی از سوالات از قالب مرکب داده‌ها استفاده شده است.

۲-۱-۶-۱. تعریف متغیرها

متغیرهای اصلی محقق در این تحقیق سری زمانی قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خالص ارزش روز دارائی-های آن (NAV) می‌باشد. این دو سری زمانی از تاریخ ۱۳۸۱/۱۲/۲۹ تا ۱۳۸۷/۱۲/۲۹ به صورت روزانه در این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

البته در این تحقیق برای مشخص شدن ارتباط بیشتر این دو متغیر از سری زمانی شاخص کل، شاخص قیمتی بورس اوراق بهادار ایران نیز استفاده شده است که با توجه به اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری هر ساله در ایران سود تقسیمی به سهامداران پرداخت می‌نمایند لذا در ابتدای امر برای منحرف نشدن نتایج تحقیق تنها از شاخص قیمتی بورس اوراق بهادار استفاده شد.

از دیگر نکات قابل تأمل در این بررسی رابطه قیمت و NAV شرکت سرمایه‌گذاری در قبل و بعد از تاریخ مجامع این شرکت‌ها می‌باشد. که در این رابطه تاریخ برگزاری مجامع یکی دیگر از متغیرهای تحقیق خواهد بود.

نسبت P/E صنعت: با توجه به اینکه تقریباً تمامی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بخشی از دارائی‌هایشان را در دارائی‌های غیر بورسی سرمایه‌گذاری کرده‌اند لذا ارزشگذاری این دارائی‌ها در این تحقیق با استفاده از روش ارزشگذاری نسبی P/e بوده است و برای این امر نسبت‌های P/e انواع صنایع موجود در بورس با تخصیص وزن سرمایه شرکت (و نه ارزش بازار شرکت) به آن محاسبه شده و ارزش روز سهام غیر بورسی این شرکت‌ها با این نسبت محاسبه گردیده است. البته چنانچه این نسبت در مقایسه با بهای تمام شده دارئی غیر بورسی ارزش کمتری را گزارش داده است، بهای تمام شده دارائی به عنوان ارزش روز دارائی در نظر گرفته شده است.

^۵. panel data

^۶. longitudinal data

تاریخ مجامع سالیانه عمومی شرکت‌ها: با توجه به تأثیر تقسیم سود بر قیمت سهام اکثر شرکت‌های ایرانی، محقق در این راستا و برای بررسی اثر این متغیر بر رابطه بین قیمت و NAV سهام شرکت سرمایه‌گذاری، تاریخ تقسیم سود را به عنوان یکی از متغیر-های مورد بررسی در این تحقیق مورد استفاده قرار داده است.

کسر سهام: این متغیر که واحد آن درصد می‌باشد با توجه به فرمول زیر بدست می‌آید.

= کسر سهام

بازدهی شاخص: این متغیر با استفاده از تغییرات رقم شاخص قیمتی محاسبه شده و واحد آن درصد می‌باشد.

سهام شناور آزاد شرکت: سهام شناور آزاد (Free Float) شامل آن بخش از سهام است که متعلق به دولت و سهام‌داران اداره‌کننده شرکت نبوده و در بازار مورد معامله قرار می‌گیرد این درصد از سهام شرکت‌ها به صورت دوره‌ای هر سه ماه یکبار توسط شرکت بورس اعلام می‌گردد.

میزان سود نقدی شرکت: سود نقدی که پس از مجمع سالیانه شرکت توزیع شده که در این زمان در بورس تهران نماد معاملاتی سهم متوقف شده که معمولاً پس از تسلیم گزارش مجمع به بورس نماد معاملاتی سهم دوباره باز می‌شود.

۷-۱ قلمرو تحقیق

قلمرو این تحقیق از نظر قلمرو مکانی، زمانی و موضوعی به شرح ذیل می‌باشد:

قلمرو مکانی: تحقیق بورس اوراق بهادار ایران می‌باشد.

قلمرو زمانی: تحقیق از تاریخ ۱۳۸۱/۱۲/۲۹ تا تاریخ ۱۳۸۷/۱۲/۲۹ به مدت شش سال می‌باشد.

قلمرو موضوعی: در این تحقیق بررسی رابطه بین دو سری زمانی قیمت و ارزش خالص دارایی‌های (NAV) شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران موضوع اصلی کار محقق بوده و در این راستا بررسی اثر مجامع و تقسیم سود و روند کلی بازار برای شفافیت بیشتر رابطه موجود بین این دو متغیر بوده است.

فصل دوم

۲ فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مقدمه

هم زمان با رشد صنایع و نیاز روزافزون آن‌ها به منابع مالی و نیز با توجه به عدم جوابگویی نظام بانکی در ارائه خدمات مالی، به دلیل ویژگی خاص بازار پولی (تأمین مالی کوتاه‌مدت)، نقش حیاتی بازار سرمایه آشکار شد. بازار سرمایه با هدف تأمین منابع بلندمدت برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی، نقش عمده‌ای را در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای پیشرفته ایفا کرد و در این میان بورس اوراق بهادار به عنوان اصلی‌ترین بخش بازار سرمایه مطرح شد. اما با رشد جمعیت و افزایش نیاز جوامع بشری به کالاها و خدمات و در عین حال گسترش روحیه مصرف‌گرایی از یک طرف و محدود بودن ابزارهای سنتی در تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت توسعه و افزایش ظرفیت‌های تولیدی از طرف دیگر زمینه‌ای را فراهم کرد تا از سازوکارهای جدیدی برای جذب منابع مالی و هدایت آن به سوی تولید استفاده شود.

یکی از ساز و کارهای جدید که نقش زیادی در تجهیز منابع مالی و هدایت آن به سوی ظرفیت‌های تولیدی دارد واسطه‌های مالی است که کار اصلی آن دریافت وجوه از مردم، تبدیل این وجوه به سرمایه‌گذاری و بازگرداندن بخشی از بازده سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین واسطه‌های مالی است که در طول چند دهه اخیر، ابتدا در اکثر کشورهای صنعتی و سپس در کشورهای در حال رشد، از آن به منظور تجهیز منابع مالی در سطح گسترده‌ای استفاده شده است (بهزاد، ۱۳۷۶: ۵۷ و ایزدی یزدان‌آبادی، ۱۳۸۱: ۴۲). بنابراین، با توجه به اهمیت و نقش این شرکت‌ها در توسعه سرمایه‌گذاری و به تبع آن، رشد اقتصادی کشورها، لزوم شناخت و توجه هرچه بیشتر به شرکت‌های سرمایه‌گذاری ضروری به نظر می‌رسد.

۲-۱ واسطه‌های مالی

واسطه‌های مالی یکی از مهمترین بازیگران بازارهای سرمایه‌اند که کار اصلی آن‌ها دریافت وجوه از مردم، تبدیل این وجوه به سرمایه‌گذاری و بازگرداندن بخشی از بازده سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران است. دسترسی واسطه‌های مالی به مواردی هم‌چون وکلای متبحر، مشاوران حقوقی، سیستم‌های اطلاعاتی اثربخش، تحلیل‌گران مالی، متخصصین، قراردادهای استاندارد و موارد مشابه می‌تواند نقش مهمی در صرفه‌جویی هزینه‌ها و بالا رفتن بازدهی سرمایه‌گذاری‌های افراد داشته باشد. آن‌ها کارکردهای مهم دیگری از جمله کاهش خطر، تنوع‌بخشی، کاهش هزینه‌های معاملاتی و پردازش اطلاعات، ایجاد مکانیسم پرداخت، وساطت در سررسید و تبدیل دارایی‌های پرخطر به دارایی‌های کم‌خطر از طریق تنوع‌بخشی را در بازارهای سرمایه به عهده دارند. واسطه‌ها در برگیرنده مؤسسات متفاوتی‌اند که مهمترین آن‌ها عبارت است از: مؤسسات تأمین مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نظایر آن، مؤسسات وام و پس‌انداز با دریافت وجوه از مردم، این وجوه را به صورت وام در اختیار متقاضیان وام قرار می‌دهند. صندوق‌های بازنشستگی با دریافت مبالغی از کارفرمایان و کارکنان، طرح‌های پس‌انداز را برای زمان بازنشستگی آن‌ها اجرا می‌کنند. بانک‌های سرمایه‌گذاری که در بازارهای اولیه فعالیت می‌کنند از مهمترین وظایف آن‌ها، ارائه خدمات مشاوره‌ای، بازاریابی، تضمین فروش اوراق بهادار و تعیین قیمت سهام منتشر شده است (بورس، خرداد ۱۳۷۹: ۴۶ و مرداد ۱۳۷۹: ۵۷).

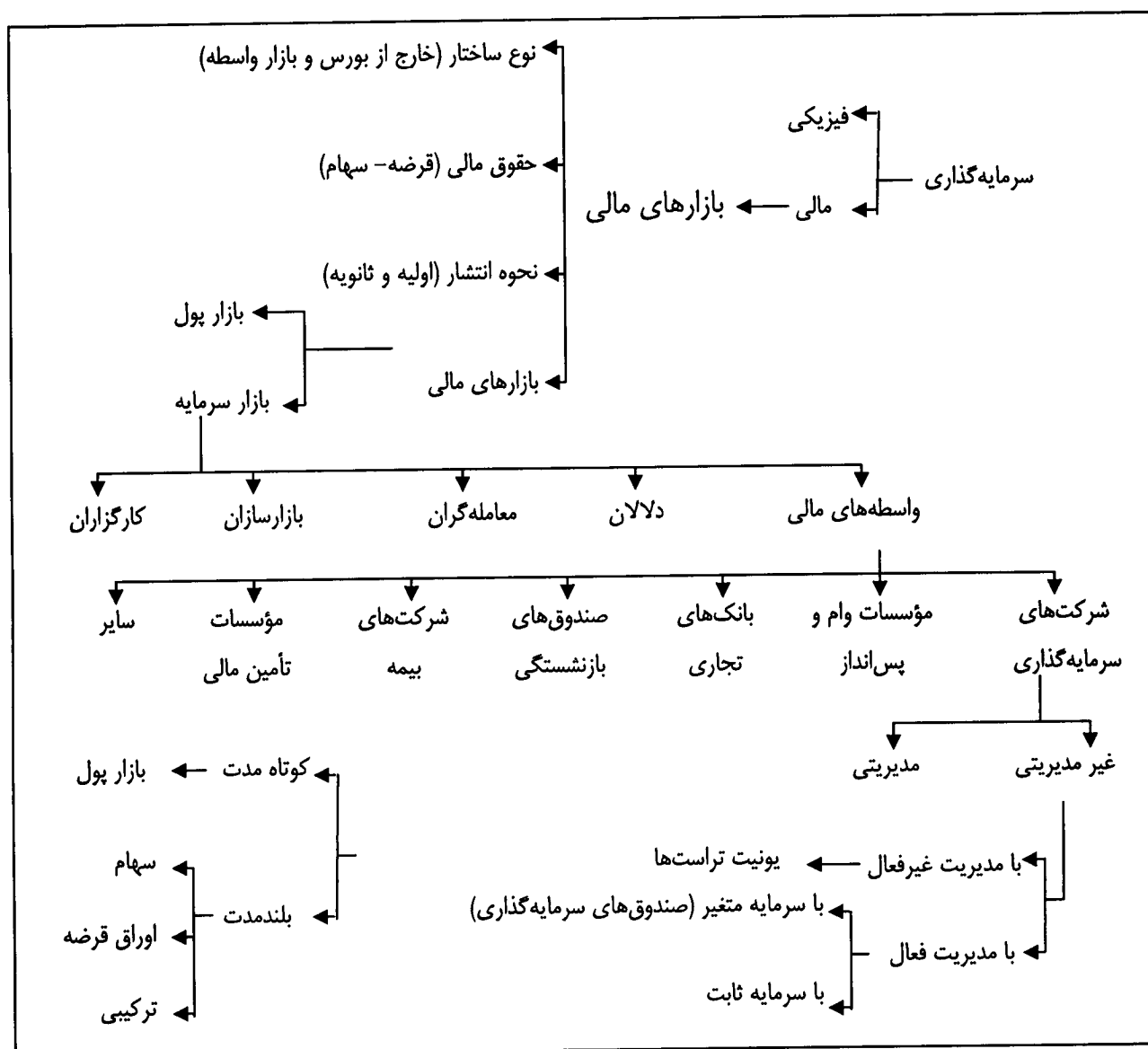
۱-۱-۲ شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از انواع واسطه‌های مالی بوده که در کلیه بورس‌های پیشرفته دنیا جهت ایجاد تعادل و نظم در بازار اوراق بهادار، با هدف افزایش کارایی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه از آن استفاده می‌شود (ریاضت، ۱۳۷۵: ۶۴). فلسفه اصلی تأسیس این شرکت‌ها جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و سرمایه‌گذاری آن در مجموعه متنوعی از اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و سایر انواع اوراق بهادار) است (www.ici.org، ۲۰۰۳: ۱).

از زمان تشکیل بازار سرمایه همواره سؤالاتی نظیر: چه سهام یا اوراق بهاداری برای سرمایه‌گذاری انتخاب شود، چه زمانی اوراق بهادار خریداری و چه زمانی به فروش برسد، برای سرمایه‌گذاران مطرح بوده و چون سرمایه‌گذاران به اطلاعات کافی و مهارت‌های سرمایه‌گذاری دسترسی نداشتند، بعضاً در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کردند که بازده مناسبی برای آن‌ها نداشته و حتی گاهی اوقات سرمایه خود را نیز از دست داده‌اند (صفاریان، ۱۳۷۸: ۱۸). از طرفی هر سرمایه‌گذار عاقلی می‌داند که برای کاهش خطر سرمایه‌گذاری باید در سرمایه‌گذاری خود تنوع ایجاد کند (همه تخم‌مرغ‌ها را نباید در یک سبد گذاشت) اما سرمایه‌گذاران یا وجه نقد کافی برای خرید انواع اوراق بهادار نداشتند و یا اگر هم وجه نقد کافی داشتند، اطلاعات کافی درباره تشکیل پرتفوی مناسب نداشتند. بنابراین، جهت حل مشکلات فوق و رونق سرمایه‌گذاری و تحرک بازار، نیاز به واسطه‌هایی هم‌چون شرکت‌های سرمایه‌گذاری احساس می‌شد که نقش واسطه را بین سرمایه‌گذاران شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌پذیر بازی کند (بهزاد، ۱۳۷۶: ۶۲).

شرکت‌های سرمایه‌گذاری با فروش سهام خود به مردم، وجوه حاصله را در مجموعه‌ای از اوراق بهادار شرکت‌های دیگر سرمایه‌گذاری کرده و به سرمایه‌گذاران کوچک این امکان را می‌دهند تا با سرمایه‌ای اندک در پرتفوی بزرگی مشارکت کرده و از مزایای دیگر این شرکت‌ها، همچون دسترسی به مدیران حرفه‌ای، وکلای متبحر، مشاوران حقوقی، سیستم‌های اطلاعاتی اثربخش، تحلیل‌گران مالی، متخصصین مالی، قراردادهای استاندارد و... این شرکت‌ها استفاده کنند (www.ici.org، ۲۰۰۰ الف: ۶).

به جهت استفاده شرکت‌های سرمایه‌گذاری از مشاورین حرفه‌ای و متخصصین مالی، پرتفوی انتخابی آن‌ها با در نظر گرفتن ملاحظات مالی و اقتصادی انجام می‌شود. آن‌ها همچنین قادرند بر یک سرمایه‌گذاری مدیریت کرده، سودها را دوباره سرمایه‌گذاری کنند، دارائی‌ها را تغییر داده پرتفوی سرمایه‌گذاری را متنوع ساخته، مجموعه‌ای از اوراق بهادار با شرایط خاص (مثلاً دارای خطر کم یا بازده بالا) را جمع‌آوری کرده و از صرفه‌جویی‌های اقتصادی ناشی از مقیاس نیز استفاده کنند (اسماعیلی، ۱۳۷۷: ۳۴ و پیام سرمایه‌گذاری، ۱۳۸۱: ۳). نمودار ۱-۱-۲ جایگاه شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به روشنی در بازار سرمایه نشان می‌دهد.



نمودار ۱-۲: جایگاه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه

۲-۱-۲ اهمیت و نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه

شرکت‌های سرمایه‌گذاری به افراد عادی که امکانات سرمایه‌گذاری چندانی نداشته و توانایی سرمایه‌گذاری بهینه را ندارند کمک می‌کنند تا از طریق خرید سهام این شرکت‌ها، به طور غیرمستقیم در واحدهای بزرگ تولیدی سرمایه‌گذاری کنند. نقش مهم دیگری که این شرکت‌ها دارند این است که آن‌ها می‌توانند در فرایند قیمت‌گذاری تأثیر گذاشته و قیمت سهام را به سمت ارزش واقعی آن سوق داده و در نهایت بازار را به سمت کارایی هرچه بیشتر سوق دهند.

از آنجایی که قیمت سهام در بازار بورس به وسیله عرضه و تقاضا تعیین می‌شود گاهی اوقات به علت‌های گوناگون تعادل عرضه و تقاضا به هم خورده و قیمت‌ها دچار نوسان می‌شود. در این موارد شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سهامی که در اختیار دارند می‌توانند وارد بازار