

با نام وباد یگانه معشوق ازلی وابدی  
که به یقین بنیان هستی برحقیقت نهاد و  
اساسی‌ترین ماموریت آدم خاکی را  
جستجوی حقیقت قرار داد . باشد که  
حلاوت یافتن نشانه‌های نهاده بر راه  
گذار زندگی خاکی، او را تا افلاک بالا  
کشیده و در نهایت و اوج پرواز  
ملکوتی‌اش تماشاگر جمال مطلق حق



دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد تهران مرکزی  
دانشکده اقتصاد و حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)  
گرایش : حسابداری

عنوان :

**ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک با استفاده از معیارهای  
ترکیبی عملکرد پرتفلیو**

استاد راهنما :

**دکتر زهرا پورزمانی**

استاد مشاور :

**دکتر علی روحی**

پژوهشگر :

**اکرم روحانی**

تابستان ۱۳۹۱

تقدیم به تمام خرد ورزانی که

دانسته‌های خود را به اشتراک می‌گذارند.

# فصل اول

## کلیات طرح

## ۱-۱- مقدمه:

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان ابزاری در بازار ثانویه شناخته شده‌اند. اگرچه تاریخ تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری به قرن هجدهم میلادی در انگلستان بر می‌گردد، ولی اولین صندوق سرمایه‌گذاری به شکل امروزی در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا تشکیل گردید. از آن سال تاکنون، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جهان به ویژه در آمریکا به صورت موفقیت‌آمیزی فعالیت خود را ادامه داده‌اند؛ به طوری که سرمایه آن‌ها از ۴۴۸ میلیون دلار در سال ۱۹۴۰ به ۱۴ هزار میلیارد دلار در پایان سال ۲۰۰۳ رسیده است. جالب آنکه، تنها در آمریکا تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از ۵۴۶ صندوق در سال ۱۹۸۰ به بیش از ۸۳۰۰ صندوق در سال ۲۰۰۱ رسیده است. این تعداد صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا تا سال ۲۰۰۰ حدود ۷ هزار میلیارد دلار دارایی را جمع‌آوری نموده بودند؛ در حالی است که در سال ۱۹۸۰ مجموع دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تنها ۱۳۵ میلیارد دلار بوده است. کشورهای دیگر نیز با توجه به اهمیت این قبیل صندوق‌ها به تشکیل و گسترش صندوق‌های سرمایه‌گذاری اقدام نموده‌اند اما صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه باز متغیر (Open - End) با شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته ثابت (Close - End)، در زمینه مدیریت پرتفوی سهام برای سرمایه‌گذاران مشابه هستند. ولی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته، سهامداران جهت خرید و فروش سهام خود بایستی به بورس اوراق بهادار مراجعه کرده و با پرداخت هزینه‌های کارگزاری و سایر هزینه‌ها، سهام را در بازار مورد نقل و انتقال قرار دهند. ولی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک امکان بازخرید سهام تنها از طریق صندوق وجود دارد و صندوق نیز ملزم به خرید سهم صندوق به قیمت اعلام شده در پایان روز می‌باشد. در خصوص شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته میزان عرضه و تقاضای سهم در بازار تعیین‌کننده قیمت سهم می‌باشد که در اغلب موارد قیمت بازار متفاوت با مبنای ارزش خالص دارایی‌ها (Net Asset Value) موسوم به NAV می‌باشد؛ در حالی که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، قیمت هر سهم صندوق در پایان هرروز و پس از بسته شدن تالار معاملات بورس اوراق

بهادار و تعیین NAV صندوق، قیمت گذاری می‌گردد. صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک، دارای سرمایه باز هستند و با میزان تقاضا و یا عرضه سهم صندوق، میزان سرمایه آن متغیر است، اما در شرکت‌های سرمایه گذاری با سرمایه بسته فقط با طی مراحل قانونی و تأیید اکثریت سهامداران نسبت به افزایش یا کاهش سرمایه اقدام می‌شود. به همین دلیل صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک در آمریکا نسبت به شرکت‌های سرمایه گذاری با سرمایه بسته از حجم فعالیت و استقبال بیشتری برخوردار بوده‌اند. برای مثال، در آمریکا مجموع دارایی‌های شرکت‌های سرمایه گذاری (با سرمایه بسته) در سال ۲۰۰۰ بالغ بر ۱۳۵ میلیارد دلار بوده است. در حالی که در همان سال صندوق‌های سرمایه گذاری معادل ۷۰۰۰ میلیارد دلار دارایی داشته‌اند. همچنین در این سال ۵۲۵ شرکت سرمایه گذاری با سرمایه بسته در مقابل ۷۰۰۰ صندوق سرمایه گذاری مشترک وجود داشته است.

#### ۱-۲- بیان مسأله تحقیق :

برای هر سرمایه گذاری که برای متنوع ساختن سرمایه گذاری‌اش و ریسک‌های مرتبط با آن برنامه ریزی می‌کند، صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک می‌توانند این فرصت تنوع سازی موثر را بر مبنای پرتفلیوهای محتمل فراهم کنند. صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک به عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای بازار سرمایه با جمع آوری سرمایه‌های اندک اما در سطح وسیع مخاطره سرمایه‌گذاری را به میزان قابل توجهی کاهش داده و موجب رونق و مدیریت در بازار سهام می‌شوند. در این میان سرمایه گذاران صندوق‌ها تلاش می‌کنند در صندوقی سرمایه گذاری کنند که متناسب با ریسک بازار و ریسک عملیاتی تحمل شده، بازده بهینه‌ای کسب کنند. بنابراین سرمایه گذاران جهت ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری نیازمند ابزارهایی مختلفی می‌باشند. به دلیل متفاوت بودن مبانی اندازه گیری ریسک مدل‌ها و ابزارهای مختلفی جهت ارزیابی عملکرد ارائه شده است. در واقع ما در این تحقیق به دنبال پاسخ دادن به این سوال اساسی هستیم که با در نظر گرفتن بازده‌های سرمایه گذاری صندوق‌ها، هر یک از صندوق‌ها در ایران چگونه عمل می‌کنند؟

برای دستیابی به این هدف نیز از مدل‌های تک عامل (شارپ<sup>۱</sup>، ترینر<sup>۲</sup>، جنسن<sup>۳</sup>)، پتانسیل مطلوب و مدل فاکتور فاما-فرنچ<sup>۴</sup> استفاده می‌شود.

### ۱-۳- اهمیت موضوع تحقیق و انگیزه انتخاب آن :

نگاهی به بخش مالی اقتصاد ایران حکایت از این واقعیت دارد که اقتصاد کشور هنوز از ضرورت‌ها و مزایای بازارهای مالی مطلوب که پاسخگوی نیازهای گسترده اقتصادی جامعه باشد محروم است تحت چنین شرایطی بازار سرمایه به ابزار و امکانات جدیدی نیاز دارد که ضمن حفظ حقوق صاحبان سهام و برخورداری از ریسک متعادل حد اقل نرخ بازدهی مورد درخواست آن‌ها را تأمین نماید. با توجه به فلسفه وجودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد اما در سطح وسیع می‌باشد توسعه این صندوق‌ها نقش اساسی در جمع‌آوری پس‌اندازهای راکد توسط بورس و افزایش نقدینگی در فعالیتهای مولد و از سود دیگر رونق اقتصادی و کاهش تورم ایفا می‌کند اما توسعه این صندوق‌ها بدون ارزیابی عملکرد و وجود یک شاخص که عملکرد را به درستی سنجد امکان‌پذیر نمی‌باشد.

در این میان سرمایه‌گذاران نیز جهت افزایش سرمایه مالی و یا حد اقل حفاظت از سرمایه خویش همواره با این سوال مواجه هستند که آیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یکی از مطرح‌ترین واسطه‌های مالی توانسته‌اند بازده اضافی کسب کنند یا خیر؟ برای جواب به این سوال لازم است ریسک و بازده پرتفوی سرمایه‌گذاری را اندازه گرفته و با بکار بستن معیارهای ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر حسب ریسک به این مهم پاسخ داد.

ارزیابی عملکرد برای سرمایه‌گذار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است اگر نتایج رضایت بخش نباشد باید دلایل آن روشن شود تا تغییرات لازم صورت گیرد و اینکه کدام معیار عملکرد را به درستی می‌سنجد از اهمیت خاصی برخوردار است.

---

<sup>1</sup> sharp

<sup>2</sup> Jack treynor

<sup>3</sup> jensen

<sup>4</sup> Fama- French three-factor model

## ۱-۴-هدف‌های تحقیق :

- ۱) محاسبه هر یک از معیارهای فوق جهت بررسی و ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک.
- ۲) پاسخ به این پرسش که آیا به کارگیری هر یک از این معیارها در ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک منجر به بروز نتایج یکسانی می‌شود یا خیر؟
- ۳) پیشنهاد مناسب‌ترین ابزار برای ارزیابی عملکرد پس از بررسی نتایج حاصل ارزیابی عملکرد بر اساس هر یک از معیارهای فوق.
- ۴) کمک به بهبود عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک به عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای بازار سرمایه از طریق بررسی عملکرد صندوق‌ها به کمک هر یک از این معیارها .

## ۱-۵- فرضیه‌های تحقیق :

فرضیات مورد بررسی در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

- فرضیه اصلی ۱: بین عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری بر اساس نسبت ترینر و عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک بر اساس بازده واقعی تفاوت معنادار وجود دارد.
- فرضیه اصلی ۲: بین عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری بر اساس نسبت آلفای جنسن و عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک بر اساس بازده واقعی تفاوت معنادار وجود دارد.
- فرضیه اصلی ۳: بین عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری بر اساس مدل ۳ عامل فاما-فرنچ و عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک بر اساس بازده واقعی تفاوت معنادار وجود دارد.
- فرضیه اصلی ۴: بین عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری بر اساس نسبت شارپ و عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک بر اساس بازده واقعی تفاوت معنادار وجود دارد.



فرضیه اصلی ۵: بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نسبت پتانسیل مطلوب و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس بازده واقعی تفاوت معنادار وجود دارد.

### ۱-۶-۱ مدل‌ها و متغیرهای تحقیق:

منظور از بازدهی، تفاوت بین قیمت صدور در پایان هفته با قیمت صدور در ابتدای هفته است. بنا بر این منظور رشد قیمت صدور است که با عایدی سرمایه‌گذار متفاوت خواهد بود. بازده صندوق سرمایه‌گذاری از رابطه زیر به دست می‌آید. خالص ارزش روز هر واحد سرمایه‌گذاری در سایت صندوق‌ها به صورت روزانه منتشر می‌شود و این اطلاع‌رسانی تحت نظارت سازمان بورس نیز می‌باشد.

$$R_t = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \times 100$$

$R_t$  = بازده صندوق در دوره زمانی  $t$

$NAV_t$  = خالص ارزش دارایی روزانه صندوق در انتهای بازه‌ی زمانی

$NAV_{t-1}$  = خالص ارزش دارایی روزانه صندوق در ابتدای بازه‌ی زمانی

### ۱-۶-۱ نسبت‌ترین:

نسبت‌ترین به صورت زیر می‌باشد:

$$Tr = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\beta_p}$$

$\bar{r}_p$  = متوسط نرخ بازدهی صندوق در دوره

$r_f$  = نرخ بازده بدون ریسک که عبارت است از متوسط نرخ بازدهی که سرمایه‌گذاران بدون تحمل

ریسک انتظار کسب آن را دارند با توجه به ویژگی‌های اوراق مشارکت در ایران شامل تضمین اصل

و سود مشارکت از سوی بانک ها و نیز بازخرید اوراق به مبلغ اسمی قبل از تاریخ سررسید سود علی الحساب این اوراق (۱۷٪) را به عنوان نرخ بازده بدون ریسک در نظر گرفته می شود.

$$\beta_p = \text{ریسک سیستماتیک پرتفلیو}$$

### ۱-۶-۲-نسبت آلفای جنسن:

برای بیان عملکرد مازاد از طریق آلفا، از مدل زیر استفاده می شود:

$$R_t - RFR = \alpha_i + \beta_i(R_m - RFR) + e_i$$

$$R_t - RFR = \text{بازده مازاد پرتفلیو } t$$

$$R_m - RFR = \text{بازده مازاد پرتفلیوی بازار}$$

$$\alpha_i = \text{آلفای جنسن (معیار عملکرد)}$$

$$\beta_i = \text{ضریب بتای پرتفلیو } t$$

### ۱-۶-۳-مدل ۳عامله فاما-فرنج:

در این مدل دو عامل اندازه<sup>۱</sup> و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار<sup>۲</sup> به مدل جنسن افزوده می شود.

$$R_{it} - RFR_t = \alpha_{it} + b_{it}(R_{mt} - RFR_t) + s_{iT}SMB_t + h_{iT}HML_t + e_{it}$$

$$R_{it} - RFR_t = \text{بازده مازاد صندوق}$$

$$R_{mt} - RFR_t = \text{بازده مازاد پرتفلیوی بازار}$$

$$\alpha_{it} = \text{آلفای مدل سه فاکتور فاما-فرنج}$$

$$SMB_t = \text{اختلاف در بازده بین یک پرتفلیوی با سهام کوچک<sup>۳</sup> و پرتفلیوی با سهام بزرگ<sup>۴</sup>}$$

$$HML_t = \text{اختلاف در بازده بین یک پرتفلیو متشکل از سهام با ارزش دفتری بالا<sup>۱</sup> و یک پرتفلیو}$$

$$\text{متشکل از سهام با ارزش دفتری پایین<sup>۲</sup>}$$

<sup>1</sup> size

<sup>2</sup> Book-to-market value

<sup>3</sup> Small cap portfolio

<sup>4</sup> Large cap portfolio

۱-۶-۴-نسبت شارپ:

$$sh_p = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

$\bar{r}_p$  = متوسط نرخ بازدهی صندوق در دوره

$r_f$  = نرخ بازده بدون ریسک که عبارت است از متوسط نرخ بازدهی که سرمایه گذاران بدون تحمل ریسک انتظار کسب آن را دارند با توجه به ویژگی های اوراق مشارکت در ایران شامل تضمین اصل و سود مشارکت از سوی بانک ها و نیز بازخرید اوراق به مبلغ اسمی قبل از تاریخ سررسید سود علی الحساب این اوراق (۱۷٪) را به عنوان نرخ بازده بدون ریسک در نظر گرفته می شود. انحراف معیار نیز طبق فرمول زیر محاسبه می شود

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (r_{pt} - \bar{r}_p)^2}{T}}$$

$$\bar{r}_p = \frac{\sum_{t=1}^T r_{pt}}{T}$$

$r_{pt}$  = بازده صندوق  $p$  در دوره  $t$ ام که برای هر صندوق در هر ماه در سایت اینترنتی صندوق در

دسترس می باشد.

$T$  = دوره زمانی

۱-۶-۵-نسبت پتانسیل مطلوب:

به منظور محاسبه نسبت پتانسیل مطلوب نیز از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$UPR_{mar} = \frac{UP_{mar}}{\sigma_{mar}} = \frac{\text{upside potential}}{\text{downside risk}}$$

<sup>1</sup>high Book-to-market stock

<sup>2</sup> low Book-to-market stock

$$UPR_{mar} = \frac{\sum_{t=1}^T \max(0, r_t - r_{mar})/T}{\sqrt{\sum_{t=1}^T \min[0, (r_t - r_{mar})]^2/T}}$$

T=تعداد کل مشاهدات

$r_t$ =بازدهی در ماه t

$r_{mar}$ =حداقل نرخ بازدهی قابل قبول

### ۷-۱- جامعه آماری و حجم آن :

قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای دی ماه ۱۳۸۸ تا ابتدای دی ماه ۱۳۹۰ در نظر گرفته شده است. قلمرو مکانی تحقیق نیز کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند .

### ۸-۱- بر آورد حجم نمونه و روش نمونه گیری:

با توجه به تعداد کم جامعه نمونه همان جامعه باید باشد.

### ۹-۱- روش گرد آوری اطلاعات :

گردآوری داده در دو مرحله صورت می‌پذیرد:

مرحله اول ، برای تدوین مبانی نظری و تئوریک و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود و در مرحله دوم، داده‌های مورد نیاز جهت انجام محاسبات و آزمون‌ها از اطلاعات موجود در سایت

هر یک از صندوق های سرمایه گذاری و همچنین گزارشات ارائه شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج می شود.

## ۱-۱۰- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات :

به دلیل ماهیت ترتیبی متغیرهای تحقیق جهت آزمون فرضیه از نرم افزارهای *SPSS* و *EViews* و نرم افزار کامپیوتری *Excel* استفاده می شود. در این تحقیق، برای تجزیه و تحلیل داده های بدست آمده از نمونه ها هم از روش های آمار توصیفی و نیز از روش های آمار استنباطی استفاده شده است .

## ۱-۱۱- متغیرها و واژه های کلیدی :

۱-۱۱-۱- بازده واقعی صندوق : بازده صندوق در فرآیند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود و از دو جزء اصلی سود دریافتی صندوق و سود سرمایه تشکیل می شود.

۱-۱۱-۲- حداقل نرخ بازدهی قابل قبول: حداقل نرخ بازدهی که لازم است به منظور جلوگیری از شکست در نائل شدن به اهداف مالی کسب گردد.

۱-۱۱-۳- ریسک : عبارت است از احتمال متفاوت بودن نرخ بازده واقعی و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذار

۱-۱۱-۴- ریسک در نظریه مدرن پرتفوی: کل تغییرپذیری بازدهی حول میانگین بازدهی در نظریه مدرن پرتفوی ریسک نامیده می شود و با واریانس اندازه گیری می شود.

۱-۱۱-۵- ریسک در نظریه فرا مدرن پرتفوی: در این نظریه سرمایه گذاری با هدف خاص هر سرمایه گذار گره می خورد و هر نتیجه ای بالاتر از این هدف ریسک مالی یا اقتصادی تلقی نمی شود، بلکه بین نوسان پذیری مساعد و نوسان پذیری نا مساعد تفکیک صورت می گیرد و ریسک

سر مایه گذاری تنها نوسان پذیری زیر نرخ هدف سرمایه گذار محسوب می شود و به وسیله نیمه واریانس اندازه گیری می گردد.

۱-۱۱-۶-نسبت ترینر:نسبت ترینر در واقع بازده اضافی یا مازاد را نسبت به ریسک سیستماتیک پرتفوی اندازه گیری می نماید.

۱-۱۱-۷-نسبت آلفای جنسن:معیار عملکرد جنسن بر اساس مدل <sup>۱</sup>CAPM(مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای) است. جنسن استدلال می کند با افزودن آلفا به معادله خود می توان عملکرد پایین و بالای مرز کارایی پرتفوی را مشخص کرد. آلفا نشان دهنده ی متوسط نرخ بازده اضافی فراتر از بازده مورد انتظار هر دوره است.

۱-۱۱-۸-مدل سه عامله فاما-فرنچ:این مدل در واقع شکل تکامل یافته تر نسبت جنسن می باشد، با این تفاوت که در این مدل دو عامل اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نیز به کار می رود. مدل فاما و فرنچ به تشریح رفتار سرمایه گذاران در بازارهای مالی در خصوص ریسک و بازده مورد انتظار می پردازد. این مدل بیانگر این موضوع است که ریسک سیستماتیک (بتا) به تنهایی قدرت تبیین بازده سهام را ندارد و دو متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار توانایی بیشتری در تبیین بازده سهام دارند.

۱-۱۱-۹-نسبت شارپ: نسبت شارپ از مبنایی بر اساس خط بازار سرمایه به عنوان معیار ریسک استفاده می کند و در واقع بازده اضافی نسبت به حداقل بازدهی قابل قبول را نسبت به ریسک کل پرتفوی اندازه گیری می نماید.

۱-۱۱-۱۰-نسبت پتانسیل مطلوب: معیاری برای اندازه گیری و سنجش پتانسیل مطلوب نسبت به ریسک نا مطلوب که نسبت به نسبت شارپ در مورد توزیع های نا متقارن بسیار بهتر عمل کرده و همچنین به کاربر اجازه می دهد که ترجیح ها خویش را با در نظر گرفتن یک نقطه مرجع دخیل کند.

---

<sup>1</sup> Capital Asset Pricing Model

## ۱-۱۲- محدودیت‌ها و مشکلات تحقیق:

در هر تحقیق ممکن است محدودیت‌هایی برای محقق وجود داشته باشد که برای رسیدن به بهترین راه کار و نتیجه گیری صحیح نیاز به تنظیم مفروضات صحیح نسبت به انجام تحقیق است در این تحقیق نیز مهم‌ترین محدودیت تحقیق دوره فعالیت نسبتاً کوتاه صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک در ایران و شروع فعالیت آن‌ها در زمان‌های مختلف بوده است . که منجر به کوتاه شدن بازه زمانی تحقیق شده است البته با وجود اطلاعات مناسب و روزانه در سایت پردازش اطلاعات مالی ایران و استفاده از اطلاعات موجود در بازه زمانی تحقیق محدودیت مذکور به عنوان مانعی در انجام تحقیق قلمداد نشد.

## ۱-۱۳- ساختار تحقیق:

این تحقیق از ۵ فصل به قرار زیر تشکیل شده است.

### فصل اول:

کلیات تحقیق که مختصری است از آنچه قرار است انجام شود . از قبیل بیان مسئله، اهمیت موضوع و ضرورت تحقیق ، اهداف تحقیق ، فرضیات تحقیق، روش تحقیق ، قلمرو تحقیق و محدودیت‌های تحقیق ، ساختار تحقیق

### فصل دوم :

ادبیات نظری و پیشینه تحقیق می‌باشد که اطلاعات در مورد موضوع تحقیق و آنچه تا به حال توسط افراد ، سازمان‌های دیگر در این زمینه انجام شده است بیان می‌شود .

### فصل سوم :

روش تحقیق ، روش جمع آوری اطلاعات و چگونگی آزمون فرضیات و آزمون‌های مورد استفاده در تجزیه و تحلیل مطرح می‌گردند .

### فصل چهارم:

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات می‌باشد که با استفاده از روش‌های آماری ذکر شده در فصل سوم انجام می‌پذیرد .

### **فصل پنجم:**

نتیجه گیری و پیشنهادات تحقیق می‌باشد که نتایج حاصل از پژوهش به همراه پیشنهادهای حاصل از پژوهش جهت تحقیقات آن مطرح می‌گردد.

در پیوست نیز نمودار و جداول و منابع مورد استفاده عنوان می‌گردند.

# **فصل دوم**

# **مطالعات نظری**



## ۲-۱- مقدمه:

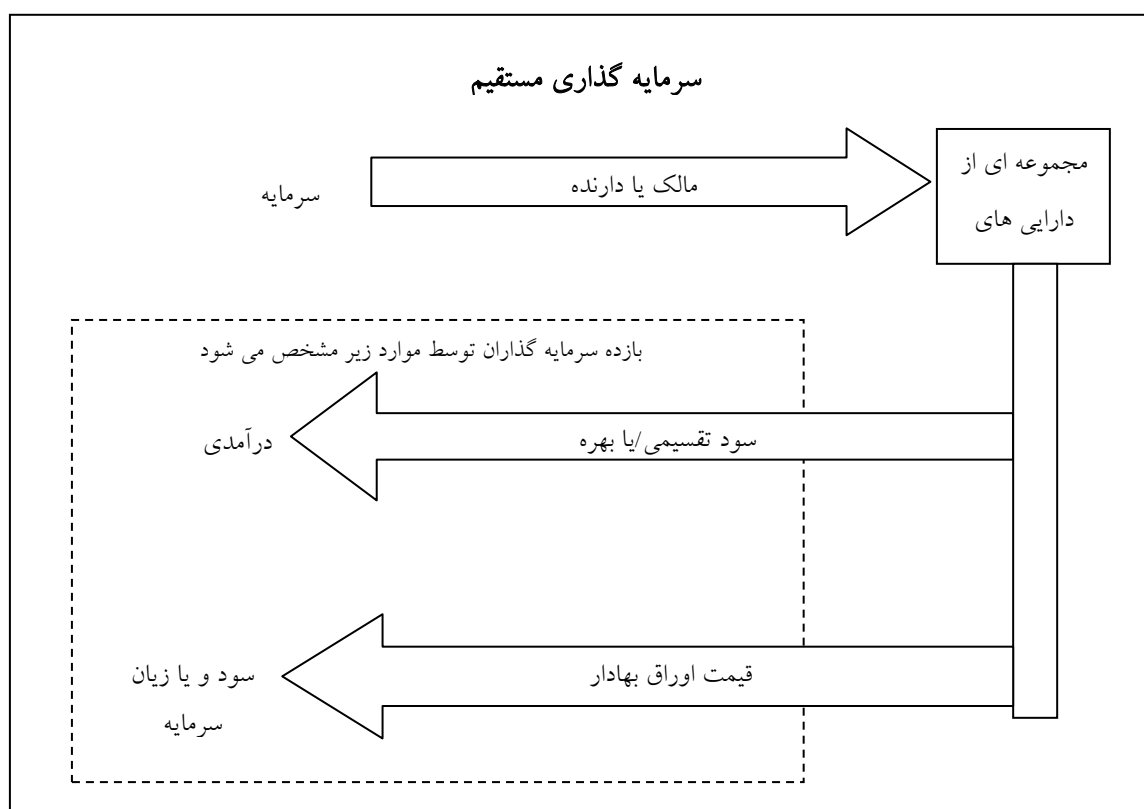
واژه «سرمایه گذاری» می تواند دامنه وسیعی از فعالیت ها را شامل شود. این واژه می تواند شامل سرمایه گذاری در گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام عادی یا صندوق های سرمایه گذاری مشترک<sup>۱</sup> باشد. سرمایه گذاری که عبارتست از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد به دو صورت مستقیم و غیر مستقیم صورت می پذیرد. به عبارت دیگر سرمایه گذاران می توانند به غیر از سرمایه گذاری مستقیم در اوراق بهادار، از طریق خرید سهام یک شرکت سرمایه گذاری، بطور غیر مستقیم در مجموعه ای از اوراق بهادار (پرتفلیو) سرمایه گذاری کنند. این شرکت های سرمایه گذاری واسطه های مالی هستند که در انواع مختلف اوراق بهادار سرمایه گذاری می کنند.

سرمایه گذاری غیر مستقیم عبارت است از خرید و فروش سهام شرکت های سرمایه گذاری، که این شرکت ها از طریق ایجاد پرتفلیو، دست به تشکیل مجموعه ای متنوع از اوراق بهادار می زنند. شرکتهای سرمایه گذاری، شرکتهای مالی هستند که به منظور سرمایه گذاری در اوراق بهادار مختلف ساماندهی شده اند، که در شکل زیر تفاوت میان سرمایه گذاری مستقیم و غیر مستقیم نشان داده شده است. طبق این شکل، اهداف بین سرمایه گذاری مستقیم و غیر مستقیم یکسان است. تفاوت اصلی این است که شرکت سرمایه گذاری به عنوان واسطه ای در میان سرمایه گذار و پرتفلیو اوراق

---

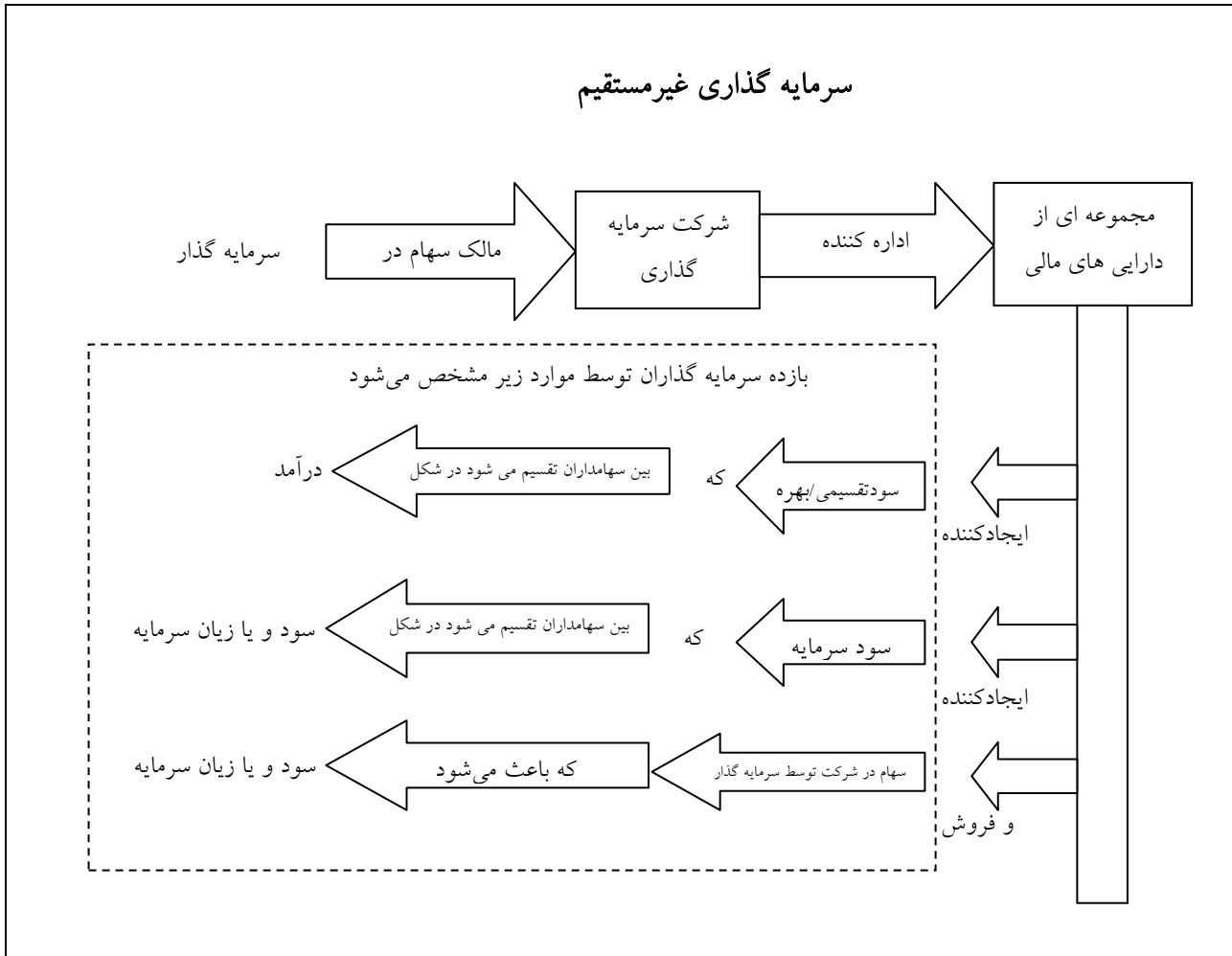
<sup>1</sup> Mutual fund

بهادار قرار می گیرد. در این روش، به منظور اطمینان از اعمال نیروهای عرضه و تقاضا عادلانه بود در توزیع اطلاعات، سرمایه گذاران غیر حرفه ای، از طریق واسطه در بازار سرمایه حضور می یابند، و خود به طور مستقیم به خرید تک سهم نمی پردازند. این واسطه ها متنوع اند و معروف ترین آنها صندوق های سرمایه گذاری مشترک، اداره کنندگان طرح های بازنشستگی متعدد، شرکتهای سرمایه گذاری و مشابه آنها می باشند. این نهادهای مالی که کارشناسان و متخصصان بسیاری در اختیار دارند، واسطه قرار می گیرند و سرمایه گذاری مستقیم عامه شهروندان را به سرمایه گذاری غیر مستقیم در بورس بدل



می کنند. این نهادهای مالی با تشکیل سبد سهام و سایر اوراق بهادار می کوشند که ریسک را برای سرمایه گذاران کاهش دهند و البته در قبال ارائه خدمات دستمزد هم می گیرند.

## سرمایه گذاری غیرمستقیم



## ۲-۲- تاریخچه صندوق های سرمایه گذاری مشترک:

اولین صندوق سرمایه گذاری در اروپا و در اواخر قرن ۱۸ پایه عرصه ظهور گذاشتند. در انگلستان تا سال ۱۸۷۵، هیجده صندوق سرمایه گذاری فعال بر اساس قوانین این کشور تشکیل که سرمایه ای بالغ بر ۶/۵ میلیون دلار داشته اند. این صندوق ها که همگی با سرمایه بسته بودند کم کم به دیگر کشورها تسری یافتند. در آمریکا در سال ۱۸۸۹ اولین صندوق سرمایه گذاری مشترک با نام صندوق سهام نیویورک<sup>۱</sup> تأسیس و پس از آن صندوق های با سرمایه بسته دیگری در دیگر شهرها تشکیل گردیده که از آن جمله می توان به تأسیس صندوق دارایی های خصوصی بستون<sup>۲</sup> در سال ۱۸۹۳ و شرکت

<sup>۱</sup> New York Stock Trust

<sup>۲</sup> Boston Personal Property Trust

اوراق بهادار ریل وی ولایت<sup>۱</sup> در سال ۱۹۰۴ اشاره نمود. (گزارشات از سایت موسسه بین المللی سرمایه گذاری آمریکا، ۲۰۰۵)

تا قبل از جنگ جهانی اول آمریکا کشوری بسیار مقروض بوده و سرمایه گذاری های داخلی آن تنها توسط تعداد محدود افراد ثروتمند در صندوق ها صورت می گرفت. جنگ جهانی اول به عنوان نقطه عطفی در اقتصاد آمریکا محسوب می شود بطوریکه به تغییر رابطه طلبکار بدهکاری که تا قبل از آن بین اروپا و آمریکا بود، انجامید.

این جنگ که به نابودی بسیاری از صنایع محلی و مادر در اروپا انجامید، فرصت مناسبی را برای توسعه صنایع در آمریکا فراهم نمود بطوریکه با افزایش تولید پس از سالهای ۱۹۲۰ و ۱۹۲۱ به افزایش سطح عمومی در آمدها و سطح رفاه جامعه انجامید که در نهایت رشد اقتصادی را برای این کشور به همراه داشت. افزایش سطح درآمد مردم به آشنایی بیشتر ایشان به فرهنگ سرمایه گذاری منتهی گردید بطوریکه اوراق قرضه دولتی منتشره از سوی دولت وقت این کشور، که به مبلغ هر ورقه ۵۰ دلار به فروش رسید، با استقبال بیش از ۲۰ میلیون نفر از مردم این کشور مواجه گردید. از این رو افزایش منابع در دسترس برای سرمایه گذاری فرصت بالقوه ای را برای ایفای نقش صندوق های سرمایه گذاری مشترک در صحنه سرمایه گذاری فراهم نمود. (گزارشات سایت امریکن فاندادات کام)

اولین صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه باز در ماه مارس سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا توسط هیأت امنای شهر ماساچوست و بر اساس قوانین معمول زمان خود تأسیس گردید. این صندوق با ساختار سرمایه ای ساده و اعمال مجموعه ای از سیاست های شفاف سرمایه گذاری و با امکان بازخرید واحدهای سرمایه گذاری صندوق ایجاد گردیده که در آن سرمایه گذاران ناگزیر از نگهداری واحدهای سرمایه گذاری خود تا پایان زمان انحلال صندوق نبودند. این صنعت که در چند دهه اخیر رشد چشمگیری را شاهد بوده است. طیف وسیعی از انواع گوناگون صندوق ها را نظیر صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه بسته<sup>۲</sup>، صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه باز<sup>۳</sup>، تراست های

<sup>۱</sup> Railway & Light Securities Company

<sup>۲</sup> Closed-end funds

<sup>۳</sup> Open-end funds