

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه آزاد اسلامی
واحد تهران مرکزی
دانشکده مدیریت

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

گرایش : مدیریت دولتی - مالی

**عنوان : ارزیابی عملکرد پرتفوی بانک ملی ایران بر اساس معیارهای مبتنی بر
تئوری مدرن و فرامدرن پرتفوی در بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما : جناب آقای دکتر زاداله فتحی

استاد مشاور : جناب آقای دکتر فرهادحنیفی

پژوهشگر : مینا حسین خواه

بهار ۱۳۹۱

تعهد نامه اصالت پایان نامه کارشناسی ارشد

اینجانب مینا حسین خواه دانش آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته به شماره دانشجویی ۸۹۰۶۶۲۹۰۰۰ در رشته مدیریت دولتی - گرایش مالی که در تاریخ ۱۳۹۱/۴/۱۸ از پایان نامه خود تحت عنوان: ارزیابی عملکرد پرتفوی بانک ملی ایران براساس معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن و فرامدرن پرتفوی در بورس اوراق بهادار تهران

با کسب نمره و درجه دفاع نموده ام بدینوسیله متعهد می شوم:

- ۱- این پایان نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان نامه، کتاب، مقاله و...) استفاده نموده ام، مطابق ضوابط و رویه های موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست ذکر و درج کرده ام.
- ۲- این پایان نامه قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین تر یا بالاتر) در سایر دانشگاهها و موسسات آموزش عالی ارائه نشده است.
- ۳- چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هر گونه بهره برداری اعم از چاپ کتاب، ثبت اختراع و از این پایان نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهشی واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.
- ۴- چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را بپذیرم و واحد دانشگاهی مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

نام و نام خانوادگی: مینا حسین خواه

تاریخ و امضاء

بسمه تعالی

در تاریخ :

دانشجوی کارشناسی ارشد آقای/خانم مینا حسین خواه از پایان نامه خود دفاع نموده و با نمره
بحروف و با درجه
مورد تصویب قرار گرفت .

امضاء استاد راهنما :

تقدیم به :

پدر و مادر عزیزم

که از نگاهشان صلابت

از رفتارشان محبت

و از صبرشان ایستادگی را آموختم

و تقدیم به همسرم

که سایه مهربانش سایه ساز زندگی من می باشد،

او که اسوه صبر و تحمل بوده و مشکلات مسیر را برایم تسهیل نمود

و همه عزیزانی که همواره یار و حامی اینجانب در تمام مراحل تحصیل بوده اند.

تشکر و قدردانی :

سپاس بی کران پروردگار یکتا را که هستی‌مان بخشید و به طریق علم و دانش رهنمونمان شد و به همنشینی رهروان علم و دانش مفتخرمان نمود و خوشه چینی از علم و معرفت را روزیمان ساخت.

تقدیر و تشکر از زحمات استاد بزرگوار جناب آقای دکتر زاداله فتحی که راهنما و هادی بنده در تمام مراحل نگارش این پایان نامه بوده اند.

تقدیر و تشکر از زحمات استاد بزرگوار جناب آقای دکتر فرهاد حنیفی که به عنوان مشاور با راهنمایی‌های مؤثر خود اینجانب را در نگارش این پایان نامه یاری نمودند.

و با تشکر از مساعدت‌های استاد بزرگوار جناب آقای دکتر میرفیض فلاح شمس که به عنوان استاد داور با راهنمایی‌های بی دریغ خود یاریگر اینجانب در نگارش این پایان نامه بودند. و تقدیر می گردد از:

تمامی اساتید گروه مدیریت دولتی دانشکده مدیریت واحد تهران مرکز
ریاست و کارکنان واحد ،
دوستان گرانقدرم و ...

و تمامی عزیزانی که در نگارش این پایان نامه یاری رسان اینجانب بوده اند.

مینا حسین خواه

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت دولتی

فصل اول : کلیات طرح

۲	.....	مقدمه
۳	.....	۱-۱- بیان مسئله تحقیق
۵	.....	۲-۱- اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق
۶	.....	۳-۱- اهداف تحقیق
۷	.....	۴-۱- چارچوب نظری تحقیق
۱۰	.....	۵-۱- مدل تحلیلی تحقیق
۱۱	.....	۶-۱- فرضیه یا سئوالات تحقیق
۱۲	.....	۷-۱- روش تحقیق
۱۲	.....	۸-۱- قلمرو تحقیق (موضوعی، مکانی، زمانی)
۱۲	.....	۹-۱- جامعه آماری
۱۳	.....	۱۰-۱- نمونه، روش نمونه گیری و تعیین حجم نمونه:
۱۳	.....	۱۱-۱- ابزارهای گردآوری داده ها (اطلاعات)
۱۴	.....	۱۲-۱- روش تجزیه و تحلیل داده
۱۴	.....	۱۳-۱- محدودیت های تحقیق (در صورت وجود)
۱۵	.....	۱۴-۱- تعاریف متغیرها و اطلاعات بکار رفته در تحقیق:

فصل دوم: مطالعات نظری

۱۸	.....	مقدمه
۱۸	.....	۱-۲- بازار سرمایه و ارکان آن
۱۹	.....	۲-۲- سرمایه گذاری
۱۹	.....	۳-۲- تعریف سرمایه گذاری
۲۰	.....	۴-۲- تحولات سرمایه گذاری
۲۰	.....	۵-۲- تاریخچه بانک ملی و اهداف آن
۲۲	.....	۱-۵-۲- فعالیت های اصلی و نحوه ارزیابی سرمایه گذاری در بانک ملی ایران
۲۳	.....	۶-۲- ریسک و بازده به عنوان دو مولفه اساسی سرمایه گذاری
۲۳	.....	۷-۲- شاخص های اندازه گیری ریسک
۲۴	.....	۱-۷-۲- واریانس و انحراف معیار
۲۴	.....	۲-۷-۲- متوسط مجذور انحرافات (واریانس)
۲۶	.....	۳-۷-۲- نیمه انحراف معیار
۲۷	.....	۴-۷-۲- نیم واریانس
۲۹	.....	۸-۲- تبادل ریسک و بازده مورد انتظار
۳۰	.....	۹-۲- تئوری مدرن پرتفوی MPT و تئوری فرامدرن PMPT
۳۲	.....	۱-۹-۲- نظریه فرامدرن پرتفوی
۳۴	.....	۲-۹-۲- نظریه مدرن سبد اوراق بهادار
۳۵	.....	۱۰-۲- مفروضات اصلی مدل مارکوویتز

۳۵	۱۱-۲- مرز کارآیی
۳۵	۱۱-۲-۱- سبب اوراق بهادار (پرتغوی)
۳۶	۱۱-۲-۲- مرز کارآیی برای ارزیابی عملکرد
۳۶	۱۲-۲- ارزیابی عملکرد پرتغوی
۳۸	۱۲-۲-۱- عوامل مهم تاثیرگذار بر ارزیابی: رشد، بازده و ریسک
۳۹	۱۳-۲- بازده و ریسک مدل مارکوویتز
۳۹	۱۳-۲-۱- بازده منتظره پرتغوی:
۳۹	۱۳-۲-۲- بازده سهم
۳۹	۱۳-۲-۳- ریسک پرتغوی
۴۰	۱۴-۲- معیارهای ارزیابی عملکرد
۴۱	۱۴-۲-۱- طبقه بندی عوامل ارزیابی عملکرد
۴۲	۱۴-۲-۱-۱- معیار شارپ
۴۲	۱۴-۲-۱-۲- معیار سورتینو
۴۵	۱۴-۲-۱-۳- شاخص پتانسیل مطلوب
۴۸	۱۴-۲-۲- مقایسه نسبت سورتینو و UPR
۴۸	۱۴-۲-۳- مقایسه نسبت شارپ، سورتینو، پتانسیل مطلوب، چولگی و کشیدگی
۵۲	۱۶-۲- مقایسه دو دارایی با میانگین و انحراف معیار یکسان و چولگی متفاوت
۵۲	۱۷-۲- مقایسه دو دارایی با میانگین و انحراف معیار یکسان و کشیدگی متفاوت
۵۳	۱۸-۲- تحقیقات انجام شده در حیطه موضوع تحقیق
۵۳	۱۸-۲-۱- تحقیقات انجام شده در خارج از کشور
۶۴	۱۸-۲-۲- تحقیقات انجام شده در داخل کشور:
۶۸	خلاصه فصل دوم:

فصل سوم: روش شناسایی تحقیق

۷۰	مقدمه:
۷۰	۳-۱- روش تحقیق
۷۱	۳-۲- قلمرو تحقیق:
۷۱	۳-۲-۱- قلمرو مکانی تحقیق
۷۱	۳-۲-۲- قلمرو زمانی تحقیق
۷۱	۳-۲-۳- قلمرو موضوعی تحقیق
۷۱	۳-۳- جامعه آماری
۷۲	۳-۴- حجم نمونه و روش اندازه گیری
۷۲	۳-۵- روش جمع آوری اطلاعات
۷۳	۳-۶- فرضیه های تحقیق
۷۳	۳-۶-۱- فرضیه های اصلی
۷۳	۳-۶-۲- فرضیه های فرعی
۷۴	۳-۸- متغیرهای تحقیق
۷۴	۳-۸-۱- متغیرهای مستقل
۷۴	۳-۸-۱-۱- بازده
۷۴	۳-۸-۱-۱-۱- بازده شرکتهای سرمایه پذیر

۷۵	۳-۸-۱-۲- بازده شرکتهای سرمایه گذاری
۷۶	۳-۸-۱-۳- بازده بازار
۷۷	۳-۸-۱-۲- ریسک
۷۷	۳-۸-۱-۲-۱- ریسک کل
۷۷	۳-۸-۱-۲-۲- ریسک بازار
۷۷	۳-۸-۲- متغیر وابسته
۷۷	۳-۸-۱-۲- شاخص (معیار) شارپ
۷۹	۳-۹- پایایی و روایی
۷۹	۳-۱۰-۱- آزمون های میانگین یک جامعه
۸۱	۳-۱۰-۳- آزمون کالموگروف - اسمیرنوف
۸۱	۳-۱۰-۴- ضریب همبستگی
۸۲	خلاصه فصل سوم

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل یافته‌های تحقیق

۸۴	مقدمه
۸۴	۴-۱- تحلیل توصیفی متغیرهای مورد مطالعه
۸۶	آزمون نرمال بودن بازده پرتفوی برای سالهای مورد بررسی
۸۷	۴-۲- تحلیل استنباطی و آزمون فرضیه های تحقیق
۸۷	۴-۲-۱- فرایند آزمون فرضیه اصلی اول و نتایج آن
۸۷	۴-۲-۱-۱- فرضیه فرعی اول:
۸۹	۴-۲-۱-۲- فرضیه فرعی دوم:
۹۱	۴-۲-۱-۳- فرضیه فرعی سوم:
۹۳	۴-۲-۲- فرایند آزمون فرضیه اصلی دوم و نتایج آن
۹۳	۴-۲-۱-۲- فرضیه فرعی اول:
۹۴	۴-۲-۲-۲- فرضیه فرعی دوم:
۹۵	۴-۲-۳- فرضیه فرعی سوم:
۹۸	خلاصه فصل چهارم

فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۱۰۰	مقدمه
۱۰۰	۵-۱- نتیجه‌گیری
۱۰۰	۵-۱-۱- نتایج حاصل از فرضیات
۱۰۳	۵-۱-۲- سایر نتایج تحقیق
۱۰۴	۵-۲- پیشنهادات
۱۰۴	۵-۲-۱- پیشنهادات حاصل از تحقیق
۱۰۵	۵-۲-۳- محدودیت تحقیق
۱۰۵	۵-۲-۴- پیشنهادات برای محققین بعدی
۱۰۷	فهرست منابع و مآخذ:

فهرست جدول ها

عنوان	صفحه
جدول ۱-۲- تعداد شعب بانک ملی در دوره مالی منتهی به شهریور سال ۱۳۹۰.....	۲۲
جدول ۲-۲- تعداد نیروی انسانی به تفکیک جنسیت و تحصیلات پایان سال ۱۳۸۸.....	۲۲
جدول ۳-۲- نمایش فرضیات و تمایزات در نظریه سرمایه گذاری.....	۳۲
جدول ۴-۲- پتانسیل مطلوب در مقابل میانگین.....	۴۶
جدول ۱-۳- محاسبه بازده بدون ریسک.....	۷۶
جدول ۱-۴- بازده و ریسک پرتفوی بانک ملی.....	۸۵
جدول ۲-۴- محاسبه شاخص های ارزیابی عملکرد پرتفوی بورسی بانک ملی.....	۸۶
جدول ۳-۴- آزمون نرمال بودن بازده پرتفوی.....	۸۷
جدول ۴-۴- آزمون فرضیه اصلی اول - فرعی اول.....	۸۸
جدول ۵-۴- آزمون فرضیه اصلی اول - فرعی دوم.....	۹۰
جدول ۶-۴- آزمون فرضیه اصلی اول - فرعی سوم.....	۹۲
جدول ۷-۴- آزمون فرضیه اصلی دوم - فرعی اول.....	۹۴
جدول ۸-۴- آزمون فرضیه اصلی دوم - فرعی دوم.....	۹۵
جدول ۹-۴- آزمون فرضیه اصلی دوم - فرعی سوم.....	۹۶
جدول ۱۰-۴- نتایج کلی آزمون فرضیه ها.....	۹۸

فهرست نمودارها

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۳۰	نمودار ۱-۲- نمودار تبادل ریسک و بازده.....
۳۶	نمودار ۲-۲- نمودار تبادل ریسک و بازده.....
۸۵	نمودار ۱-۴- میزان بازده سالیانه پرتفوی.....
۸۶	نمودار ۱-۴- تغییرات واریانس سالیانه پرتفوی.....

فهرست شکل‌ها

صفحه

عنوان

شکل ۱-۲- فرآیند ارزیابی عملکرد.....	۳۷
شکل ۲-۲- اختلاف بین میانگین و پتانسیل مطلوب	۴۷
شکل ۳-۲- نمایش میانگین ، میانه و مد نسبت به نوع چولگی	۴۸
شکل ۴-۲- نسبت سورتینو و پتانسیل مطلوب.....	۵۰
شکل ۵-۲- مقایسه دو دارایی با توزیع نرمال.....	۵۱
شکل ۶-۲- مقایسه دو دارایی با میانگین و انحراف معیار یکسان و چولگی متفاوت	۵۲
شکل ۷-۲- مقایسه دو دارایی با میانگین و انحراف معیار یکسان و کشیدگی متفاوت.....	۵۲

چکیده

سرمایه‌گذاری شرط حیاتی برای به جریان انداختن وجوه در دسترس و کسب سود و منفعت بیشتر برای صاحبان سرمایه است. مقوله سرمایه و چگونگی سرمایه‌گذاری وجوه به عنوان مهمترین مباحث اقتصادی مطرح شده است. سرمایه‌گذاری فرایندی دو بعد (ریسک و بازده) می باشد. قبل از دهه ۱۹۶۰، محققان اصطلاحات ریسک و بازده را می‌شناختند اما نمی‌توانستند این دو عامل را برای ارزیابی عملکرد پروژه‌های سرمایه‌گذاری ترکیب کنند. در این معیارها که بر اساس نظریه مدرن پرتفوی شکل گرفتند ریسک به عنوان انحراف از میانگین بازدهی تعریف می‌گردد و پیش‌فرض استفاده از واریانس به عنوان شاخص عددی ریسک در این نظریه، نرمال بودن توزیع بازدهی است. در مقابل نظریه مدرن پرتفوی، نظریه فرامدرن پرتفوی مطرح می‌گردد که فرض را به غیرنرمال بودن توزیع احتمالات بازدهی قرار می‌دهد. مفهوم ریسک در این نظریه به عنوان انحرافات نامطلوب نسبت به میانگین نرخ بازدهی هدف تعریف می‌شود. نیم واریانس به عنوان شاخص عددی ریسک در نظر گرفته می‌شود. با توجه به اینکه بانک ملی ایران پایه سرمایه بزرگی دارد، می‌خواهیم با بررسی عملکرد سرمایه‌گذاری گذشته این موسسه مالی و وضعیت موجود سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران در بورس اوراق بهادار به نقاط قوت و ضعف مدیریت سرمایه‌گذاری این بانک دست یابیم.

حرکت عمده در این تحقیق آن است که بازخوردی از سرمایه‌گذاری‌های بورسی بانک ملی ایران ترسیم شود، بدین منظور در یک دوره پنج ساله از فروردین ماه سال ۱۳۸۵ تا اسفندماه سال ۱۳۸۹ اطلاعات ماهیانه شرکتهای سرمایه‌پذیر در پرتفوی بورسی بانک ملی ایران اعم از ریسک و بازده را استخراج کرده و در نهایت براساس شاخص مدرن (شارپ) و شاخص‌های فرامدرن (سورتینو و پتانسیل مطلوب) عملکرد سرمایه‌گذاری بورسی بانک ملی ایران را با بازار مقایسه می‌کنیم. با عنایت به اینکه داده‌ها از مقیاس رتبه‌ای برخوردارند از روش‌های آماری ناپارامتریک (آزمون من - ویتنی و ضریب همبستگی اسپیرمن) جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده کردیم. پس از آزمون فرضیه‌ها به این نتیجه رسیدیم که بین نتایج ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی بورسی بانک ملی ایران از طریق مدل‌های مدرن و فرامدرن ارتباط معنی داری وجود دارد. همچنین براساس مدل مدرن شارپ و مدل فرامدرن سورتینو عملکرد بازار در طی سالهای مورد مطالعه بهتر ارزیابی گردید ولیکن براساس مدل فرامدرن پتانسیل مطلوب عملکرد پرتفوی بورسی بانک ملی ایران عملکرد بهتری را نسبت به بازار نشان داد.

فصل اول :

کلیات طرح

مقدمه

توسعه سرمایه گذاری از یک سو موجب جذب سرمایه گذاری های غیرکارآ و هدایت آنها به بخش های مولد اقتصادی شده و از سوی دیگر با توجه به جهت گیری سرمایه گذاران (براساس ریسک و بازده) ، سرمایه گذاری ها در صنایعی هدایت خواهند شد که از سود بیشتر و ریسک کمتری برخوردارند و این امر موجب تخصیص بهینه در منابع خواهد شد (تهرانی و نوربخش ، ۱۳۸۶ ، ۲)

بانک ملی ایران به عنوان یک بانک تجاری بزرگ و اهرم اصلی دولت در توسعه اقتصاد کشور عمل می کند. در اقتصاد موسسات مالی ، به ویژه بانکها وظیفه دارند پس انداز خانوار را به صورت تأمین منابع مالی و سرمایه گذاری به بنگاهها هدایت کنند.

نظام بازار اوراق بهادار در کنار نظام بانکی دو بال تأمین مالی کشور هستند که در صورت رشد همزمان هر دو، نظام تأمین مالی کشور بهینه خواهد شد. برای تحقق این هدف، بازار سرمایه باید نقش بیشتری را به ویژه در تأمین منابع مالی بلندمدت ایفا نماید. از جمله مهمترین اقدامات سازمان بورس و اوراق بهادار در این زمینه، طراحی ابزارهای نوین تأمین مالی بوده است. (صالح آبادی، سازمان بورس و اوراق بهادار، ۹۰)

سیاری از موسسات مالی از قبیل شرکتهای سرمایه گذاری و بانکهای سرمایه گذاری اعم از بانکها و شرکتهای بیمه به خدات تجزیه و تحلیل گران سرمایه گذاری نیازمند می باشند. شرکتهای کارگزاری با استفاده از تجربه تحلیل گران به ارائه خدمات به مشتریان از طریق ارائه گزارش های تحقیقی می پردازند. بانکهای سرمایه گذاری سعی می کنند از طریق تجربه تحلیل گران به ارائه خدمات به مشتریان از طریق ارائه گزارش های تحقیقی می پردازند. بانکهای سرمایه گذاری سعی می کنند از طریق تجزیه و تحلیل کارآمد به فروش اوراق بهادار جدید و ارزشیابی شرکتهای برای کسب مشتریان جدید می پردازند. بانکها و شرکتهای بیمه مالک پرتفویی از اوراق بهادار هستند و برای این که به خوبی اداره شوند باید درست ارزشیابی شوند. (جونز ، ۱۳۸۶ ، ۱۴)

یکی از موضوعات مطرح در سرمایه گذاری مسئله ریسک و بازدهی سرمایه گذاری هاست ، تشکیل سبد سهام ، ساده ترین و موثرترین راه جهت کاهش ریسک در شرایط فعلی بورس کشورمان

می‌باشد. در ایجاد ریسک سبد سهام، ارتباط ریسک و بازده سهام با یکدیگر اهمیت دارد. بنابراین تأکید بر مجموعه سبد سهام و ترکیب بهینه آنهاست تا تحلیل هر سهم به تنهایی. با استفاده از مدل‌های بهینه‌سازی و با استفاده از نظریه مدرن پرتفولیو می‌توان سبد سهامی ساخت که دارای کمترین ریسک نسبت به بازده مورد انتظار و یا دارای بیشترین بازده نسبت به ریسک مورد انتظار باشد.

در این تحقیق هدف آن است که با بررسی و تجزیه و تحلیل پرتفوی سهام بورسی بانک ملی ایران از طریق شاخص‌های شارپ و سورتینو و پتانسیل مطلوب عملکرد سرمایه‌گذاری این بانک در بورس اوراق بهادار را مورد ارزیابی قرار دهیم تا مدیران این بانک از طریق آن برای سرمایه‌گذاری‌های آتی و انتخاب سبد سهام تصمیم مناسب اتخاذ نمایند.

۱-۱- بیان مسئله تحقیق

در طی چند دهه اخیر مدل‌های متعددی برای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری‌ها (پرتفوی سرمایه‌گذاری) طراحی و ارائه شده‌اند که عمدتاً مدل‌های مقایسه‌ای هستند و بدین معنی که عملکرد پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری با عواملی همچون بودجه و یا عملکرد شرکت‌های دیگر مقایسه می‌شود، اما از زمان تبیین و تثبیت روش‌های متعامل ریسک و بازده مقایسه عملکرد شرکتها براساس ریسک و بازده آنها متداول شده است.

ارزیابی پرتفوی فی‌الذاته مهم است، خواه یک فرد به صورت انفرادی پرتفوی تشکیل داده و سرمایه‌گذاری کرده باشد و یا این‌که به صورت غیرمستقیم در یک شرکت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری نموده باشد.

اصولاً سرمایه‌گذاران علاقه‌مندند که نتایج سرمایه‌گذاری‌های خود را بدانند و بازدهی آن را با سایر سرمایه‌گذاری‌ها و یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود مقایسه نمایند تا از بهینه بودن انتخاب خود اطمینان یابند. به همین جهت، ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری (در این تحقیق به طور مشخص، پرتفوی سهام) اهمیت ویژه‌ای دارد و بلاخص در مورد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیانگر اثربخشی و کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است.

یکی از مشکلات اصلی در ارزیابی عملکرد، تمایل انسانی به تمرکز بر بازده پرتفوی و عدم توجه کافی به ریسک مربوط به کسب بازده مورد نظر است، لذا ارزیابی عملکرد بایست شامل شناسایی همزمان بازده و ریسک سرمایه‌گذاری باشد. (Strong, 2000)

تعیین تکلیف مطلوب پرتفوی یکی از عوامل بسیار مهم در امر سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد، با توجه به میزان ریسک و بازده هریک از اوراق بهادار و رابطه بین نرخ بازدهی آنها می‌توان به یک مجموعه اوراق بهادار (پرتفوی) دست یافت.

سرمایه‌گذاران برای اینکه نسبت به تأمین هدف‌های کوتاه مدت و بلند مدت مطمئن شوند باید عملکرد پرتفوی خود را اندازه‌گیری کنند. بررسی عملکرد پرتفوی موجب می‌شود که بتوان به اشتباهات مربوط به تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و تعیین ترکیب پرتفوی پی‌برد و در تجزیه و تحلیل‌های بعدی از آنها پرهیز کرد (جهانخانی و پارساییان، ۲۲، ۱۳۷۶)

از طرفی بانکها موسساتی هستند که معمولاً به دو دلیل وارد بازار می‌شوند. اولین دلیل که بیشتر رایج است، کسب بازده از جوهری که به شکل سپرده نزد آنان قرار دارد و دومین دلیل که معمولاً تابع شرایط خاصی است، عبارت است از ایجاد و حفظ بازارهای سیال و نقدینه برای اوراق بهادار. در این نقش بانکها از طریق عرضه یا تقاضای اوراق بهادار هنگامی که برای آنها امکان تعادل وجود دارد، نقش متعادل کردن بازار را ایفا می‌کند. (جفوزی و دیگران، ۱۴۳، ۱۳۷۶)

حال با توجه به اهمیت موضوع، مسئله اصلی این تحقیق این است که:

وضعیت عملکرد سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟ و اینکه، آیا بانک ملی وجوه خود را اعم از سرمایه و منابع موجود به نحو مطلوب در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌نماید؟

که خود از سؤالات فرعی زیر متشکل شده است:

۱- آیا عملکرد سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران به لحاظ افزایش بازده در حد مطلوب است؟
۲- آیا عملکرد سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران به لحاظ کاهش ریسک در حد مطلوب می‌باشد؟

۳- از طرفی از مدل‌های مختلف جهت ارزیابی استفاده می‌کنیم تا این نکته را بررسی کنیم که آیا استفاده از شاخص‌های مختلف برای ارزیابی عملکرد مفید و ضروری است؟ یا این که صرفاً می‌توان با محاسبه یک شاخص، عملکرد را به طور صحیح ارزیابی نمود؟

۱- آیا این سنجش عملکرد از روش‌های مدرن و فرامدرن نتایج یکسانی را ایجاد خواهد نمود؟
۲- آیا درصد سرمایه‌گذاری و خرید سهام از سوی بانک ملی ایران در بورس اوراق بهادار تهران قابل بهینه‌نمودن می‌باشد؟

۱-۲- اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق

واحدهای اقتصادی و سرمایه‌گذاران جهت ارزیابی دقیق پروژه‌ها و واحدهای سرمایه‌پذیر، تشکیل ساختار بهینه سرمایه و اجرای راهبردهای سرمایه‌گذاری، به دنبال یافتن ابزارهای کارآ و سودمند هستند تا آنها را در جهت نیل به اهدافشان یاری رساند (شاه ویسی، ۱۳۸۹)

اهمیت موضوع از آن جا ناشی می‌شود که سرمایه به عنوان یک منبع اقتصادی در جامعه محدود و کمیاب می‌باشد و همواره صاحبان سرمایه (حقیقی و حقوقی) به دنبال حداکثر کردن بازدهی خویش می‌باشند.

قابل به ذکر است که به طور کلی دو روش سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار وجود دارد که شامل سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم می‌شود. از اصلی‌ترین دلایل سرمایه‌گذاری غیرمستقیم (از طریق شرکتهای سرمایه‌گذاری) می‌توان به قابلیت این شرکت‌ها در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری از اوراق بهادار مناسب و متنوع اشاره نمود. حال یکی از ویژگی‌های مشخص بازارهای مالی، برنامه‌ریزی‌های متفاوت سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری است.

از آنجا که سرمایه‌گذاری شرطی حیاتی برای به جریان انداختن وجوه در دسترس و کسب سود و منفعت بیشتر برای صاحب سرمایه و ایجاد اشتغال، رفاه و ... برای جامعه است، مقدار سرمایه و چگونگی سرمایه‌گذاری وجوه به عنوان یکی از مهمترین مباحث اقتصادی مطرح می‌شود. به طور خلاصه اهمیت انجام این تحقیق در خصوص سهام بوردی بانک ملی ایران را می‌توان در چند مورد برشمرد:

- ۱- بانک ملی ایران به عنوان بزرگترین بانک جهان اسلام، پایه سرمایه‌بزرگی دارد.
 - ۲- پرتفوی بانک متشکل از تعداد زیادی سرمایه‌گذاری‌های بورسی و همچنین سرمایه‌گذاری‌های خارج از بورس می‌باشد که با ارزیابی پرتفوی بورسی بانک ملی ایران به نتایج مهمی جهت تصمیم‌گیری‌های بعدی دست خواهیم یافت.
- از طرف دیگر می‌دانیم که هدف از سرمایه‌گذاری قبل از هرچیزی افزایش و یا حداقل حفاظت از سرمایه مالی است لذا به نظر می‌رسد ارزیابی عملکرد پرتفوی برای مدیران بانک مهم است و نهایتاً اگر هم نتایج رضایتبخش نباشد، باید دلیل آن روشن شود تا تغییرات لازم و تصمیمات مدیریتی مورد لزوم صورت پذیرد.
- بنابراین برآن شدیم چگونگی عملکرد پرتفوی سهام بوردی بانک ملی ایران را مورد بررسی قرار دهیم.

۱-۳- اهداف تحقیق

طی مطالعات و بررسی‌های انجام شده در تحقیقات قبلی، در مورد سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقی انجام نشده، لذا در این تحقیق به دنبال ارزیابی عملکرد بانک در بورس اوراق بهادار هستیم. لذا امید است با بررسی وضعیت موجود سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران در بورس اوراق بهادار به نقاط قوت و ضعف مدیریت سرمایه‌گذاری این بانک دست یابیم.

حرکت عمده در این تحقیق آن است که بازخوردی از سرمایه‌گذاری‌های بورسی بانک ملی ایران ترسیم شود و سعی در تشویق بانک به تبعیت بیشتر از اصول و مبانی مدیریت سرمایه‌گذاری نموده، ضمن آن که با به کارگیری شاخص‌های متفاوت، ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری بورسی را جهت بانک یادآور شویم.

حاصل این بررسی می‌تواند به جمع‌بندی از چگونگی عملکرد بانک در بورس بیانجامد و در این مورد به سرمایه‌گذاران الگویی ارائه نماید. بدین معنا که آیا سرمایه‌گذاری بانک ملی به صرفه و صلاح است یا خیر؟

درعین حال در این تحقیق سهام شرکت‌های بورسی رتبه‌بندی می‌شود تا در مجموع بتوان درصد سرمایه‌گذاری‌های بانک ملی را در هر سهم ارزیابی نمود و نسبت به بهینه کردن درصد سرمایه‌گذاری دارایی‌های بانک ملی با درصدهای مناسب سرمایه‌گذاری اقدام نمود.

از اهداف اصلی این تحقیق می‌توان موارد زیر را برشمرد:

- ۱- مقایسه عملکرد سرمایه‌گذاری بورسی بانک ملی ایران با بازار.
 - ۲- بررسی تفاوت‌های موجود بین نتایج به دست آمده از مدل‌ها و شاخص‌های مختلف تحقیق.
 - ۳- رتبه‌بندی شرکت‌های موجود در پرتفوی بورسی اوراق بهادار از لحاظ عملکرد جهت بهینه نمودن مدیریت سرمایه‌گذاری پرتفوی بورسی بانک ملی ایران.
- از دیگر اهداف تحقیق می‌توان به تحلیل نتایج مقایسه مدل‌ها و تعیین کیفیت مقایسه‌ای که صورت خواهد گرفت اشاره نمود که علاوه بر موارد اصلی به طور جانبی نیز شامل موارد ذیل خواهد بود: کمک به تخصصی‌تر شدن نهادهای فعال سرمایه‌گذاری بانک و کمک به کارآیی بیشتر پرتفوی، امکان اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و عملیاتی بهتر از جانب فعالان اقتصادی مستقر در بانک با تشویق بانک به مشارکت بیشتر در سرمایه‌گذاری از طریق تحلیل ریسک جدید و خرید سهام با توجه به معیارهای جدید می‌باشد.

۱-۴- چارچوب نظری تحقیق

پیدایش تئوری مدرن پرتفوی به سال ۱۹۵۲ بر می‌گردد؛ یعنی زمانی که هری مارکوویتز مقاله خود را با عنوان انتخاب پرتفوی منتشر نمود (Markowitz, H, 1952). مارکوویتز در واقع مدلی برای تخصیص بهینه ثروت یک فرد بین دارایی‌های ریسکی ابداع نمود. این مدل تنها بر دو عامل بازده مورد انتظار و واریانس تمرکز داشت و بر پایه این فرض بود که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند. مفروضات این تئوری باعث شد تا امکان استفاده از این تئوری در عمل کم شود. مفروضات اصلی این نظریه عبارت بودند از:

- ۱- توزیع بازدهی همه اوراق بهادار و دارایی‌ها نرمال است.
 - ۲- واریانس بازدهی دارایی، شاخص مناسبی برای اندازه‌گیری ریسک است. امروزه تحقیقاتی که بر روی بازارهای سهام نوظهور صورت گرفته، نشان داده است که توزیع بازدهی در این بازارها نرمال نیست. (Bekaert, Erb, 1998)
- لذا برای ارزیابی عملکرد پرتفوی براساس معیار مدرن از شاخص‌های شارپ، ترینر و جنسن استفاده نمود که در این مقاله صرفاً از شاخص شارپ جهت ارزیابی استفاده می‌کنیم.
- شاخص شارپ یکی از شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر تئوری مدرن می‌باشد که ویلیام شارپ آن را طراحی نمود. وی که در سال ۱۹۶۴ مدل camp را طراحی نموده بود، در سال ۱۹۶۴ کاربرد این مدل در ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با عنوان شاخص ارزیابی عملکرد شارپ، طراحی نمود. (Harrington, 1987)
- برای محاسبه شاخص شارپ از مدل ذیل استفاده می‌شود.
- شاخص شارپ:

$$SR_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

در رابطه فوق \bar{R}_p نشان دهنده متوسط بازده پرتفوی، \bar{R}_f متوسط بازده بدون ریسک و σ_p نشان دهنده انحراف معیار بازده پرتفوی می‌باشد. همان‌گونه که در مدل شارپ ملاحظه می‌شود، مدل شارپ از انحراف معیار بازده که شاخص سنجش ریسک کل در تئوری مدرن پرتفوی محسوب می‌شود، بهره می‌جوید. انحراف معیار بین نوسان‌های مطلوب و نامطلوب بازده وجه تمایزی قایل