



دانشگاه آزاد اسلامی
واحد تهران مرکزی
دانشکده اقتصاد و حسابداری

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

گرایش:
حسابداری

عنوان:

**ارزیابی عملکرد شرکتها و صندوقهای سرمایه گذاری در تشکیل پرتفوی مناسب
بر مبنای مدل ارزیابی مرتون - هنریکسون**

استاد راهنما:

دکتر یداله تاری وردی

استاد مشاور:

دکتر فرزانه حیدرپور

پژوهشگر:

محمد فرجی ارمکی

زمستان ۱۳۹۰

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تقدیم به :

پدر و مادر عزیزم که برای ارتقا و پیشرفت من در تمام مراحل زندگی زحمات فراوانی متحمل شده اند، شکر بی دریغ و همیشه من نثارشان.

همسفر زندگی ام، همسر مهربانم که فرصت های زندگی خود را به من داد تا بخوانم و بنویسم تا این ناپابل فراهم آید.

معلمین و اساتید ارزشمندم، فروزندگان راهم و تمامی کسانی که زمینه حیات علمی مرا فراهم آوردند.

تشکر و قدردانی :

سپاس خدای عزوجل که توفیق تهیه و تدوین این مجموعه را به این بنده کمترین اعطا نمود اکنون که به لطف الهی این رساله به پایان رسیده است، بر خود واجب می دانم که از راهنمایی ها و مساعدت های استاد بزرگوار و ارجمند جناب آقای دکتر یداله تاری وردی که زحمت راهنمایی این رساله را تقبل فرموده و با راهنمایی های دقیق و صریح خویش مرا مرهون لطف بی دریغ خود قرار دادند و استاد کراتقدر سرکار خانم دکتر فرزانه حیدر پور که به عنوان استاد مشاور همواره با رهنمود ها و ارشادات به جا و سازنده خود مرا راهنمایی نمودند و هم چنین از استاد کران قدر سرکار خانم دکتر زهرا پور زمانی که زحمت مطالعه پایان نامه را تقبل نمودند، تشکر و قدردانی نمایم و امیدارم که با خدمت صادقانه به وطنم ایران، شمه ای از زحمات و عنایات این عزیزان را جبران نمایم.

هم چنین از مدیران و کارشناسان محترم سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مدیریت محترم شرکت بورس اوراق بهادار جناب آقای دکتر قالیباف و شرکت مدیریت فناوری بورس تهران (فیبیران) و شرکت مشاوران و برنامه نویسان نوین ایده (نرم افزار ره آورد نوین) و دوست عزیزم آقای رضا داغانی دانشجوی دوره دکتری در رشته حسابداری و سایر عزیزانی که اینباب را در تهیه و تدوین این رساله یاری داده اند کمال تشکر را دارم.

تعهد نامه اصالت پایان نامه کارشناسی ارشد

اینجانب محمد فرجی ارمکی دانش آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته به شماره دانشجویی ۸۶۰۸۱۱۸۲۲ در رشته حسابداری که در تاریخ ۱۳۹۰/۱۱/۰۶ از پایان نامه خود تحت عنوان: ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تشکیل پرتفوی مناسب بر مبنای مدل ارزیابی مرتون - هنریکسون با کسب نمره ۱۹ (نوزده) و درجه عالی دفاع نموده ام بدینوسیله متعهد می‌شوم:

- 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 رویه‌های 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: محمد فرجی ارمکی

تاریخ و امضاء

بسمه تعالی

در تاریخ ۱۳۹۰/۱۱/۰۶ دانشجوی کارشناسی ارشد آقای محمد فرجی ارمکی از پایان نامه خود دفاع نموده و با نمره ۱۹ (نوزده) با درجه عالی مورد تصویب قرار گرفت .

امضاء استاد راهنما :

بسمه تعالی
دانشکده اقتصاد و حسابداری

(این چکیده به منظور چاپ در پژوهش نامه دانشگاه تهیه شده است)

کد شناسایی پایان نامه: ۱۰۱۲۱۳۰۱۸۹۱۰۴۷	نام واحد دانشگاهی: تهران مرکزی کد واحد: ۱۰۱
عنوان پایان نامه: ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تشکیل پرتفوی مناسب بر مبنای مدل مرتون - هنریکسون	
نام و نام خانوادگی دانشجو: محمد فرجی ارمکی شماره دانشجویی: ۸۶۰۸۱۱۸۲۲ رشته تحصیلی: حسابداری	تاریخ شروع پایان نامه: ۱۳۸۹/۱۰/۲۰ تاریخ اتمام پایان نامه: ۱۳۹۰/۱۱/۰۶
استاد راهنما: دکتر یداله تاروی وردی استاد مشاور: دکتر فرزانه حیدرپور	
آدرس و شماره تلفن: تهران، تهرانپارس، خیابان حیدری، کوچه شکری، پلاک ۱۷ طبقه اول تلفن: ۰۹۱۹۴۹۸۳۱۸۳	
<p style="text-align: center;">چکیده پایان نامه (شامل خلاصه، اهداف، روش‌های اجرا و نتایج به دست آمده):</p> <p>هدف این پژوهش ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تشکیل پرتفوی مناسب بر مبنای مدل مرتون - هنریکسون می‌باشد. با توجه به این که جامعه آماری پژوهش را صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهند کلیه شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری که از سال ۱۳۸۴ لغایت داشته اند مشمول این تحقیق گردیده اند. فرضیات پژوهش عبارتند از فرضیه اصلی اول: الف) شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مزاد بازده کسب کرده اند. ب) صندوق‌های سرمایه‌گذاری مزاد بازده کسب کرده اند. فرضیه فرعی اول: الف) شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، نسبت به بازار عملکرد بالاتری دارند. ب) صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نسبت به بازار عملکرد بالاتری دارند. فرضیه دوم: الف) در رتبه بندی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مدل‌های مرتون - هنریکسون و جنسن، تفاوت دارند. ب) در رتبه بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدل‌های مرتون - هنریکسون و جنسن، تفاوت دارند. فرضیه سوم: الف) ریسک سیستماتیک (β) و مهارت موقعیت سنجی بازار (λ)، با بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه دارند. ب) ریسک سیستماتیک (β) و مهارت موقعیت سنجی بازار (λ)، با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری رابطه دارند. به منظور دستیابی به هدف پژوهش از روش رگرسیون استفاده شده است و جهت اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت فیپیران و نرم‌افزارهای تدیبرو ره‌آورد نوین استفاده گردیده است و یافته‌های پژوهش بر اساس آزمون رگرسیون و ضریب هم‌بستگی حاصل گردیده است. نتایج پژوهش: فرضیه اصلی اول در رابطه با شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد پذیرش قرار نگرفت. ولی در رابطه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری فرضیه اول پذیرفته شد. در رابطه با فرضیه فرعی اول بازده صندوق‌ها بالاتر از بازده بازار است اما در شرکت‌ها این دو با هم تفاوت معناداری ندارد. در رابطه با فرضیه دوم در رتبه بندی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مدل‌های مرتون - هنریکسون و جنسن، تفاوت ندارند و در رتبه بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدل‌های مرتون - هنریکسون و جنسن، تفاوت دارند در رابطه با فرضیه سوم اثر موقعیت سنجی (λ) و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری مثبت و معنادار اما ریسک سیستماتیک (β) با توجه به آن که اثر معناداری بر بازده شرکت‌ها داشته است ولی این اثرات در جهت عکس تغییرات بازده همراه بوده است.</p>	

مناسب است

تاریخ و امضاء:

نظر استاد راهنما برای چاپ در پژوهش نامه دانشگاه

مناسب نیست

فهرست مطالب

فصل اول: کلیات طرح

..... ۱	۱-۱ مقدمه
..... ۲	۲-۱ بیان مساله تحقیق
..... ۴	۳-۱ بیان اهمیت انجام تحقیق
..... ۴	۴-۱ مزایای صندوق سرمایه‌گذاری
..... ۵	۵-۱ تجربه‌های جهانی در مورد صندوقهای سرمایه‌گذاری
..... ۵	۶-۱ علل ارزیابی
..... ۶	۷-۱ بیان اهداف تحقیق
..... ۶	۸-۱ فرضیه‌های تحقیق
..... ۸	۹-۱ مدل‌ها و معیارهای تحقیق
..... ۱۱	۱۰-۱ روش تحقیق
..... ۱۱	۱۱-۱ جامعه آماری مورد مطالعه
..... ۱۱	۱۲-۱ ابزار گردآوری داده‌ها
..... ۱۱	۱۳-۱ تعاریف متغیرها و داده‌ها

فصل دوم: ادبیات تحقیق

..... ۱۵	۱-۲ مقدمه
..... ۱۷	۲-۲ ماهیت سرمایه‌گذاری
..... ۱۸	۳-۲ شرکت‌ها و صندوقهای سرمایه‌گذاری
..... ۲۵	۴-۲ فرآیند مدیریت پرتفوی
..... ۲۷	۵-۲ تاریخچه‌ای از تئوری پرتفوی
..... ۳۰	۶-۲ مسئله انتخاب پرتفوی
..... ۳۱	۷-۲ انتخاب یک پرتفوی بهینه
..... ۳۲	۸-۲ ترکیب دارایی ریسک‌دار و بدون ریسک
..... ۳۳	۹-۲ تنوع بخشی

..... ۳۴	۱۰-۲ مدل های چند عاملی
..... ۳۴	۱۱-۲ مدل های دو عاملی
..... ۳۵	۱۲-۲ مدل قیمت گذاری آربیتراژ
..... ۳۵	۱۳-۲ مقایسه مدل بازار با مدل قیمت گذاری آربیتراژ
..... ۳۶	۱۴-۲ آزمون های انجام شده بر روی مدل قیمت گذاری آربیتراژ
..... ۳۸	۱۵-۲ نتیجه گیری نهایی درباره ی قیمت گذاری دارایی ها
..... ۳۹	۱۶-۲ راهبرد سرمایه گذاری
..... ۴۴	۱۷-۲ راهبردهای فعال
..... ۴۵	۱۸-۲ راهبرد سنجش موقعیت بازار
..... ۴۶	۱۹-۲ تحلیل اسنادی عملکرد
..... ۵۱	۲۰-۲ ارزیابی عملکرد پرتفوی
..... ۵۲	۲۱-۲ شاخص های قیمت سهام
..... ۵۴	۲۲-۲ شیوه های محاسبه شاخص
..... ۵۵	۲۳-۲ شاخص های قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران
..... ۵۷	۲۴-۲ نظریه فرا مدرن سرمایه گذاری و ریسک نامطلوب
..... ۵۷	۲۵-۲ خصوصیات دو نظریه مدرن و فرا مدرن پرتفوی
..... ۵۸	۲۶-۲ اهمیت اندازه گیری ریسک پرتفوی
..... ۵۸	۲۷-۲ ریسک
..... ۶۵	۲۸-۲ بازده مورد انتظار پرتفوی
..... ۶۶	۲۹-۲ ارزیابی عملکرد پرتفوی
..... ۶۷	۳۰-۲ نظریه مدرن پرتفوی (MPT)، نظریه فرا مدرن پرتفوی (PMPT) و ریسک نامطلوب
..... ۶۸	۳۱-۲ معیارهای مبتنی بر نظریه مدرن پرتفوی
..... ۷۳	۳۲-۲ معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر نظریه فرا مدرن پرتفوی
..... ۷۵	۳۳-۲ پیشینه تحقیق
	فصل سوم: روش شناسی
..... ۸۳	۳-۱ مقدمه
..... ۸۴	۳-۲ موضوع و طرح مسئله پژوهش
..... ۸۵	۳-۳ روش اجرای پژوهش و نوع پژوهش
..... ۸۶	۳-۴ فرضیه های پژوهش

..... ۸۷	۵-۳ جامعه و نمونه آماری
..... ۸۸	۶-۳ روش جمع آوری اطلاعات و نمونه گیری
..... ۸۹	۷-۳ مازاد بازده در مدل مرتون و هنریکسون
..... ۹۱	۸-۳ مدل آماری پژوهش
..... ۹۲	۹-۳ روش های آزمون فرضیه
..... ۹۲	۱۰-۳ آزمون مقایسه دو میانگین (t دو نمونه)
..... ۹۳	۱۱-۳ تحلیل همبستگی
..... ۹۳	۱۲-۳ ضریب همبستگی
..... ۹۴	۱۳-۳ آزمون اعتبار مدل و تحلیل واریانس
..... ۹۵	۱۴-۳ انواع همبستگی
..... ۹۶	۱۵-۳ ضریب تشخیص (تعیین)
..... ۹۷	۱۶-۳ آزمون معنی دار بودن ضریب همبستگی (r)
..... ۹۸	۱۷-۳ آزمون خود همبستگی (آزمون دوربین - واتسون (D-W))
..... ۹۹	۱۸-۳ اعتبار درونی و برونی پژوهش
..... ۹۹	۱۹-۳ خلاصه فصل سوم
فصل چهارم: تحلیل داده های پژوهش	
..... ۱۰۱	۱-۴ مقدمه
..... ۱۰۲	۲-۴ توصیف داده ها
..... ۱۰۳	۳-۴ بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته
..... ۱۰۳	۴-۴ خطی بودن ارتباط نمودارهای پراکنش
..... ۱۰۴	۵-۴ آزمون فرضیات تحقیق
..... ۱۱۱	۶-۴ مدل اول میانگین بازده
..... ۱۱۵	۷-۴ مدل دوم بازده اسفند ماه
..... ۱۱۸	۸-۴ مدل سوم بازده فروردین
..... ۱۲۱	۹-۴ مدل چهارم NAV
..... ۱۲۴	۱۰-۴ مدل رگرسیونی برای شرکتهای سرمایه گذاری
..... ۱۲۶	۱۱-۴ بررسی اعتبار مدل
..... ۱۲۷	۱۲-۴ نمودارهای پراکنش باقیمانده در مقابل مقادیر برآورد شده جهت تشخیص همسانی واریانس

فصل پنجم: نتیجه گیری و تفسیر نتایج پژوه

..... ۱۳۳	۵-۱ مقدمه
..... ۱۳۳	۵-۲ خلاصه ای بر نتایج پژوهش
..... ۱۳۵	۵-۳ آزمون فرضیه های تحقیق و نتایج حاصل از آن
..... ۱۳۸	۵-۴ سایر یافته های تحقیق و نتایج حاصل از آن
..... ۱۳۹	۵-۵ جمع بندی، نتیجه گیری و مقایسه با مطالعات پیشین
..... ۱۴۱	۵-۶ پیشنهادات کاربردی
..... ۱۴۲	۵-۷ پیشنهاداتی به محققین آینده



فصل اول
کلیات طرح

۱-۱ مقدمه

اصولا سرمایه گذاران علاقمند هستند که نتایج سرمایه گذاری خود را بدانند و بازدهی آن را با سایر سرمایه گذاری ها و یا فرصت های سرمایه گذاری موجود مقایسه نمایند تا از بهینه بودن انتخاب خود اطمینان یابند به همین جهت ارزیابی عملکرد سرمایه گذاری اهمیت ویژه ای دارد، به طور کلی دو روش سرمایه گذاری وجود دارد که شامل: ۱- سرمایه گذاری مستقیم ۲- سرمایه گذاری غیر مستقیم است. از بین روشهای سرمایه گذاری غیر مستقیم، شرکت های سرمایه گذاری بیشتر مورد توجه سهامداران قرار گرفته اند. از دلایل بارز سرمایه گذاری غیر مستقیم از طریق شرکت های سرمایه گذاری می توان به قابلیت این شرکت ها در تشکیل پرتفوی مناسب و گوناگون اشاره کرد. سرمایه گذار خود به دلیل عدم اطلاعات کامل، نبود دانش و وقت برای بررسی وضعیت شرکت ها جهت تصمیم گیری در خرید، با خرید سهام شرکت های سرمایه گذاری این کار را به مدیران شرکت واگذار می کنند. مدیران شرکت نیز با تنوع بخشی به سبد از ریسک خرید تک سهمی و یا چند سهمی توسط سرمایه گذار جلوگیری کرده و در نتیجه زمینه را برای سرمایه گذاری مطمئن فراهم می کنند. موفقیت یک مدیر در توانایی اش در انتخاب سهام هایی است که عملکرد بهتری نسبت به دیگر سهام ها با سطح ریسک یکسان داشته باشند که **استراتژی انتخاب سهام**^۱ نامیده می شود. استراتژی دیگری که توسط مدیران مورد استفاده قرار می گیرد **استراتژی موقعیت سنجی بازار**^۲ نامیده می شود که مدیر با توجه به تغییرات به وجود آمده در هر لحظه تصمیم متناسب با آن تغییرات را اتخاذ می نماید. (فروزا لویس ، فرناندو موزا ، مارا وارگاسا، ۲۰۱۰، ص ۲) ^۳

¹ stock-picking strategy

² market timing strategy

³ Ferruza Luis; Fernando Muoza; Mara Vargasa , 2010,P2

۱-۲ بیان مساله تحقیق

ارزیابی پرتفوی دارای اهمیت است، خواه یک فرد به صورت انفرادی پرتفوی تشکیل دهد و سرمایه گذاری کرده باشد، خواه به صورت غیر مستقیم در یک شرکت سرمایه گذاری، سرمایه گذاری نموده باشد، اما از آنجایی که بسیاری از سرمایه گذاران توان مالی و تخصصی لازم در تشکیل پرتفوی مناسب نظیر آنچه شرکت های سرمایه گذاری تشکیل می دهند ندارند و با مشکلات اصلی در زمینه ارزیابی عملکرد بازده پرتفوی با توجه به ریسک هر یک از اجزا آن و..... روبرو هستند به سرمایه گذاری از طریق شرکت های سرمایه گذاری در بورس روی می آورند. برای ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری تا کنون مدل های متعددی طراحی و ارایه شده اند که عمدتاً مدل های مقایسه ای هستند اما از زمان تبیین روش های متعادل ریسک و بازده، مقایسه عملکرد شرکت ها براساس ریسک و بازده متداول شده است . (فبوزی و دیگران. ۲۳۳:۱۳۷۶)

مقایسه صندوق های سرمایه گذاری با شرکت های سرمایه گذاری

صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه باز یا متغیر (Open-End Fund) با شرکت های سرمایه گذاری با سرمایه بسته یا ثابت (Close-End Fund)، در زمینه مدیریت پرتفوی سهام برای سرمایه گذاران مشابه هستند. اما در شرکت های سرمایه گذاری با سرمایه بسته، سهامداران جهت خرید و فروش سهام خود بایستی به بورس اوراق بهادار مراجعه کرده و با پرداخت هزینه های کارگزاری و سایر هزینه ها، سهام را در بازار مورد نقل و انتقال قرار دهند. میزان عرضه و تقاضای سهام در بازار تعیین کننده قیمت سهم بوده که در اغلب موارد قیمت بازار، متفاوت با مبنای ارزش خالص دارایی ها (NAV) است. در شرکت های سرمایه گذاری فقط با طی مراحل قانونی و تأیید اکثریت سهامداران نسبت به افزایش یا کاهش سرمایه اقدام می شود. در صندوق های سرمایه گذاری، امکان بازخرید واحدهای سرمایه گذاری (سهام شرکت ها در پرتفوی صندوق یا شرکت سرمایه گذاری) تنها از طریق صندوق وجود دارد و صندوق نیز ملزم به خرید این واحدها به قیمت اعلام شده در پایان روز می باشد. همچنین قیمت هر واحد سرمایه گذاری (سهام شرکت ها در پرتفوی صندوق یا شرکت سرمایه گذاری) در پایان هرروز، پس از بسته شدن تالار معاملات بورس اوراق بهادار و تعیین NAV صندوق، قیمت گذاری می گردد. این صندوق ها، دارای سرمایه باز بوده و بسته به میزان تقاضا و یا عرضه واحدهای سرمایه گذاری صندوق، میزان سرمایه آن متغیر است. (فبوزی و دیگران، ۱۳۷۶:۲۳۳)

در تحقیق حاضر قصد آن است به بررسی عملکرد شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری در تشکیل پرتفوی مناسب بر مبنای مدل ارزیابی **مرتون - هنریکسون** بپردازیم، از این رو سوال اصلی که در این تحقیق مطرح است این است که رتبه بندی شرکت های سرمایه گذاری و صندوق های سرمایه گذاری از نظر عملکرد با استفاده از روش مرتون - هنریکسون به چه صورت است و کدام شرکت و صندوق سرمایه گذاری عملکرد بهتری دارد؟

با توجه به این که در این مدل سعی داریم مهارت های موقعیت سنجی و انتخاب بهینه پرتفوی توسط مدیریت را مورد ارزیابی قرار دهیم لذا در صورتی که بازده بازار بزرگ تر از بازده بدون ریسک (نرخ اوراق مشارکت) باشد مهارت مدیریت در انتخاب و چیدمان پرتفوی قابل سنجش می باشد. در صورتی که بازده بازار کمتر از نرخ اوراق مشارکت باشد در این صورت دیگر نمی توان مهارت های موقعیت سنجی و انتخاب پرتفوی مناسب توسط مدیریت را مورد ارزیابی قرار داد این همان موضوعی است که در روش مرتون - هنریکسون به آن تاکید شده است و نیاز است برای ارزیابی عملکرد از روش جنسن استفاده شود.

۱-۳ بیان اهمیت انجام تحقیق

به طور کلی اهمیت این تحقیق را می توان با توجه به جوانب مختلف و از نظر شرکت های سرمایه گذاری ، سهامداران این شرکت ها، سازمان بورس اوراق بهادار و اقتصاد کشور در نظر گرفت.

۱-۳-۱ اهمیت تحقیق از نظر شرکت های سرمایه گذاری: چنانچه نتایج تحقیق نشان دهنده این باشد که شرکت های سرمایه گذاری بازدهی اضافی برای سهامداران خود کسب می کنند، سرمایه گذاران تمایل بیشتری به خرید سهام این شرکت ها خواهند داشت.

۱-۳-۲ اهمیت تحقیق از نظر سرمایه گذاران: چنانچه نتایج تحقیق نشان دهنده این باشد که شرکت ها قادر به کسب بازده اضافی از عملیات سرمایه گذاری بورسی نسبت به متوسط بازار بوده اند برای سرمایه گذاران روشن می شود که با سرمایه گذاری در این شرکت ها از طریق پرتفوی بهینه به کسب بازده اضافی و تحمل ریسک کمتری دست یافته اند و در نتیجه این امر مشوق آنها برای خرید سهام شرکت های سرمایه گذاری خواهد بود.

۱-۳-۳ اهمیت تحقیق از نظر سازمان بورس اوراق بهادار: نتایج این تحقیق می تواند باعث افزایش مشارکت عمومی و گسترش امر سرمایه گذاری در بورس گردد، تشویق سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در شرکت های سرمایه گذاری و صندوق های سرمایه گذاری موجب تقویت و توسعه این شرکت ها و گسترش سرمایه گذاری غیر مستقیم سرمایه گذاران خواهد شد و از بوجود آوردن بحرانهای جدی در محیط های اقتصادی و ایجاد شوک عظیم به اقتصاد جلوگیری می کند و این امر نیز موجب رونق بازارهای مالی علی الخصوص بازار بورس می شود.

۱-۳-۴ اهمیت تحقیق از نظر اقتصاد کشور: اقتصاد کشور نیز برای حمایت و پویایی به فاکتورهای زیادی نیازمند است، قدر مسلم یکی از این فاکتورهای مهم سرمایه گذاری است، لذا هر تحقیقی که نتایج آن باعث گسترش و تشویق سرمایه گذاری در جامعه گردد، اهمیتی غیر قابل انکار خواهد داشت.

۱-۴ مزایای صندوق سرمایه گذاری

از مزایای صندوق ها و شرکت های سرمایه گذاری می توان به ۱-سادگی ۲-تنوع در سرمایه گذاری ۳-مدیریت حرفه ای ۴-هزینه های معقول اشاره کرد. (یونگ چن، واین فرسون، هلن پیتر، ۲۰۱۰، ص ۷۵)^۱

¹ Yong Chen, Wayne Ferson, Helen Peters, 2010 ,p 75.

۱-۵ تجربه‌های جهانی در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، در کشورهای مختلف با موفقیت روبه‌رو شده‌اند. گرچه مقررات و ویژگی‌های نهادی، از کشوری به کشور دیگر فرق می‌کند، اما این ساختار کلی که سرمایه‌های تجمیع شده‌ای توسط متخصصین و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، اداره شود در همه جای جهان فراگیر شده است.

در این قسمت به صندوق‌های مشترک چهار کشور آمریکا، انگلستان، آلمان و ژاپن اشاره می‌کنیم. **آمریکا:** در آمریکا سرمایه‌گذاران اوراقی شبیه به سهام با نام از صندوق‌ها می‌خرند. 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 ۷۰۰۰ میلیارد دلار دارایی را جمع‌آوری نموده بودند، در حالی که در سال ۱۹۸۰ مجموع دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تنها ۱۳۵ میلیارد دلار بوده است.

انگلستان: صندوق‌های سرمایه‌گذاری در انگلستان یکی از دو شکل زیر را دارند: یونیت تراست و صندوق سرمایه‌گذاری امانی. یونیت تراست مشابه صندوق با سرمایه متغیر در آمریکاست و صندوق سرمایه‌گذاری امانی شبیه صندوق‌های با سرمایه ثابت است و در بورس لندن معامله می‌شود.

آلمان: صندوق‌های سرمایه‌گذاری آلمانی دو شکل کلی دارند: صندوق‌های خرده‌فروشی یا عام و صندوق‌های غیرعام که در اختیار خریداران نهادی است.

ژاپن: صندوق سرمایه‌گذاری اوراق بهادار در ژاپن بسیار شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در آمریکاست. صندوق‌ها طبق قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار مصوب ۱۹۵۱ و اصلاحیه‌های آن نظارت می‌شوند. (<http://www.iraneconomics.net/fa/articles.aspx?id=1162>)

۱-۶ علل ارزیابی

سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری در سهام عادی باید بررسی‌های وسیعی را انجام دهند. به همین دلیل تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت‌ها و استخراج معیارهایی برای انجام سرمایه‌گذاری‌های بهتر و دقیق‌تر مهم است. نگاهی به تاریخچه شکل‌گیری و پیدایش شرکت‌های سرمایه‌گذاری که متناسب با گذشت زمان شکل واقعی‌تر به خود گرفتند و تحولات و پیشرفت‌هایی را که در طی زمان سپری نمودند تا توانستند جایگاه ویژه‌ای را در بازارهای مالی کشورهای اروپائی و امریکائی به خود اختصاص بدهند، امروزه بعنوان ابزار اصلی بازار سرمایه کشورهای محسوب می‌گردد که از یک بازار قوی و کارآمد برخوردار می‌باشند این در حالی است که علیرغم نقش موثر اینگونه شرکت‌ها در شکوفائی و توسعه بازارهای مالی که به کرات ثابت شده است، متأسفانه در بازار سرمایه کشور ما حضور این شرکت‌ها کم‌رنگ می‌باشد.

۷-۱ بیان اهداف تحقیق

در سالهای اخیر بورس اوراق بهادار بیش از گذشته مورد توجه قرار گرفته و نقدینگی زیادی از سایر بخش های اقتصاد کشور روانه این بازار شده است، در این میان شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری به دلیل امکان بالقوه متنوع کردن سرمایه گذاری و کاهش ریسک بیشتر مورد توجه سهامداران هستند، از این رو هدف اصلی این تحقیق بررسی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و سایر اهدافی که تحقیق حاضر به دنبال دستیابی به آنهاست به قرار زیر است:

۱- آیا مدیران شرکت توانسته اند منابع در دسترس خود در واحد سرمایه گذاری شامل شده در پرتفوی را، به شکل مناسب تخصیص دهند؟

۲- آیا مدیریت مهارت لازم را در موقعیت سنجی بازار که انعکاس آن در بازده پرتفوی است، داشته است؟

۳- آیا مدیران عملکرد موفقی در رابطه با صندوق ها و شرکت های سرمایه گذاری از نظر مهارت های حسن انتخاب و گزینش واحد های سرمایه گذاری مناسب در پرتفوی داشته اند؟

۴- رتبه بندی صندوق ها و شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته در بورس اوراق بهادار از لحاظ عملکرد با استفاده از روش مرتون - هنریکسون چگونه است؟

۵- آیا شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری با توجه به مدل مرتون - هنریکسون و جنسن و با توجه به بررسی شرایط بازار ارزش مازاد برای سهامداران خود ایجاد نموده اند؟

در روش مرتون - هنریکسون اگر بازده بازار کوچکتر از صفر ($\lambda < 0$) باشد در این صورت جمله حاوی λ از مدل مرتبط حذف شده و مدل تبدیل به معیار جنسن در ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی می شود. چگونگی امکان اتخاذ تصمیم سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در بورس توسط شرکت های سرمایه گذاری و صندوق های سرمایه گذاری و تشویق سرمایه گذاران به مشارکت بیشتر در سرمایه گذاری از طریق خرید سهام این شرکت ها؟

۶- چگونه میتوان به تخصصی تر شدن نهادهای فعال در بازار، امکان کاهش بحرانهای روانی در بورس و ثبات بیشتر برای بورس اوراق بهادار کمک کرد؟

۸-۱ فرضیه های تحقیق

از آنجایی که تحقیقات انجام شده در سایر کشورها حکایت از وجود متغیرهایی داشت که بهتر از بتا و انحراف معیار توان پیش بینی بازدهی سهام را دارند، لازم است که متغیر های دیگری با توجه به شرایط اقتصادی، سیاسی و . . . موجود در کشورمان ایران نیز بررسی و با نتایج به دست آمده از سایر کشورها مقایسه شود. در ادامه فرضیه های پژوهش به صورت ذیل بیان می شود:

۱-۸-۱ فرضیه اصلی اول:

الف) شرکت های سرمایه گذاری: شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بازده کسب کرده اند.

ب) صندوق های سرمایه گذاری: صندوق های سرمایه گذاری بازده کسب کرده اند

۱-۸-۲ فرضیه فرعی اول:

الف) شرکت های سرمایه گذاری: شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، نسبت به بازار عملکرد بالاتری دارند.

ب) صندوق های سرمایه گذاری: صندوق های سرمایه گذاری، نسبت به بازار عملکرد بالاتری دارند.

۱-۸-۳ فرضیه دوم:

الف) شرکت های سرمایه گذاری: در رتبه بندی، شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مدل های مرتون-هنریکسون و جنسن، تفاوت دارند.

ب) صندوق های سرمایه گذاری: در رتبه بندی صندوق های سرمایه گذاری، مدل های مرتون-هنریکسون و جنسن، تفاوت دارند.

۱-۸-۴ فرضیه سوم:

الف) شرکت های سرمایه گذاری: ریسک سیستماتیک (β) و مهارت موقعیت سنجی بازار (λ)، با بازده شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه دارند.

ب) صندوق های سرمایه گذاری: ریسک سیستماتیک (β) و مهارت موقعیت سنجی بازار (λ)، با بازده صندوق های سرمایه گذاری رابطه دارند.