



١٤٤٢

۸۷/۱/۱۰۷۵۷۹

۸۸/۱/۱۹



دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته مدیریت بازرگانی (مالی)

عنوان

بررسی شاخصهای ارزیابی عملکرد سبد سرمایه گذاری
شرکتهای سرمایه گذاری در بازار رو به بالا و رو به پایین



۱۳۸۸ / ۱ / ۱۹

استاد راهنما

دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی

استاد مشاور

دکتر حسن قالیباف اصل

دانشجو

سرور افشارنیا

شهریور ۸۷

۱۰۹۴۵۶

تقدیم به

پدر و مادر عزیزم

و

همسر مهربانم

به نام او که جان را فکرت آموخت

سپاسگزارم از او که این فرصت را برایم قرار داد که بتوانم در محضر اساتیدی دانشمند و دلسوز، درس چگونه زیستن را بیاموزم اساتیدی که نه تنها اندیشه را، که اندیشیدن را می‌آموزند. بیش از همه وظیفه می‌دانم که از زحمات و راهنمائیهای بی‌دریغ و صمیمانه اساتید بزرگوایم جناب آقای دکتر اسلامی بیدگلی (استاد راهنما) و جناب آقای دکتر قالیباف اصل (استاد مشاور) تقدیر و تشکر نموده و از خداوند منان برای ایشان آرزوی نیکیبختی و تندرستی نمایم.

بر خود لازم می‌دانم از دوستان عزیزی که مرا در جمع‌آوری داده‌ها و تدوین این پژوهش یاری کردند، جناب آقایان دکتر سعید اسلامی، بهنام عربی زنجانی و خانواده مهربانم که همواره مشوق من در امر تحصیل بوده‌اند تقدیر و تشکر نمایم.

چکیده

مدلهای ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری شرکتهای سرمایه‌گذاری در پژوهشهای متعددی مورد استفاده قرار گرفته‌اند. در این مدلها از ریسک و بازده برای تصمیم‌گیری مالی استفاده شده است. در تحقیق حاضر چهار معیار شارپ، ترینور، جنسن و فاما برای اندازه‌گیری عملکرد پرتفوی شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به روند حرکت بازار به کار رفته است. محقق چهارمعیار فوق را در بازه زمانی ۷۹-۸۵ شامل هفت سال بررسی نموده است. هفت سال مورد بررسی با استفاده از شاخص کل قیمت سهام به شش دوره بازار رو به بالا و دو دوره بازار رو به پایین تفکیک شده است. در این تحقیق رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به چهار معیار ذکر شده در بازار رو به بالا و بازار رو به پایین بدست آمد و تفاوت این رتبه‌ها با استفاده از آزمون آماری ویلکاکسون سنجیده شد. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که در طول قلمرو زمانی تحقیق بین رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به معیارهای شارپ و فاما در بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت وجود دارد و بین رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به دو معیار ترینور و جنسن تفاوت وجود ندارد. در خاتمه پیشنهاداتی در راستای اهداف پژوهش به محققین و شرکتهای ارائه شده است.

فهرست مطالب :

فصل اول : کلیات پژوهش

۱	..... ۱.۱ مقدمه
۱	..... ۲.۱ مسأله پژوهش
۴	..... ۳.۱ پرسشهای پژوهش
۴	..... ۴.۱ اهداف پژوهش و اهمیت موضوع
۶	..... ۵.۱ فرضیات پژوهش
۶	..... ۶.۱ استفاده کنندگان از پژوهش
۷	..... ۷.۱ قلمرو تحقیق (زمانی ، مکانی ، موضوعی)
۷	..... ۸.۱ تعریف عملیاتی واژه ها
۱۰	..... ساختار مراحل تحقیق

فصل دوم - مبانی نظری پژوهش (تئوری و پیشینه های تحقیقاتی)

بخش اول - ادبیات موضوع

۱۳	..... ۱.۲ مقدمه
۱۴	..... ۲.۲ واسطه های مالی
۱۴	..... ۳.۲ طبقه بندی واسطه های مالی
۱۵	..... ۴.۲ تاریخچه شرکتهای سرمایه گذاری
۱۵	..... ۵.۲ شرکتهای سرمایه گذاری در ایران
۱۷	..... ۶.۲ شرکتهای سرمایه گذاری
۱۷	..... ۷.۲ انواع شرکتهای سرمایه گذاری
۱۷	..... ۱. شرکتهای سرمایه گذاری با سرمایه ثابت
۱۸	..... ۲. شرکتهای سرمایه گذاری مادر
۱۸	..... ۳. شرکتهای سرمایه گذاری فعالیت تنوعی
۱۸	..... ۴. شرکتهای سرمایه گذاری املاک و مستغلات
۱۸	..... ۸.۲ مزایای شرکتهای سرمایه گذاری
۲۰	..... ۹.۲ فرآیند مدیریت سرمایه گذاری
۲۰	..... ۱.۹.۲ تعیین خط مشی سرمایه گذاری

- ۲۱ ۲.۹.۲ انجام تجزیه و تحلیل اوراق بهادار
- ۲۱ ۳.۹.۲ تشکیل پرتفولیو
- ۲۲ ۴.۹.۲ تجدید نظر و اصلاح پرتفولیو
- ۲۲ ۵.۹.۲ ارزیابی عملکرد پرتفولیو
- ۲۳ ۱۰.۲ معیار های ارزیابی عملکرد مدرن پرتفوی
- ۲۳ ۱.۱۰.۲ معیار ترینور
- ۲۴ ۲.۱۰.۲ معیار شارپ
- ۲۶ ۳.۱۰.۲ جنسن
- ۲۸ ۴.۱۰.۲ فاما
- ۳۰ ۱۱.۲ معیار های ارزیابی عملکرد فرا مدرن پرتفوی
- ۳۰ ۱.۱۱.۲ نسبت سورتینو
- ۳۰ ۲.۱۱.۲ نسبت پتانسیل مطلوب
- ۳۱ ۱۲.۲ معرفی بازار های رو به بالا و رو به پایین

۳۴ ۱۳.۲ تحقیقات داخلی

۳۹ ۱۴.۲ تحقیقات در دیگر کشورها

۴۳ ۱۵.۲ پژوهشهای انجام شده در زمینه بازارهای رو به بالا و رو به پایین

فصل سوم - فرآیند تحقیق

۵۲ ۱.۳ مقدمه

۵۲ ۲.۳ روش تحقیق

۵۲ ۱.۲.۳ دسته بندی تحقیقات بر اساس هدف تحقیق

۵۳ ۲.۲.۳ طبقه بندی تحقیق بر اساس روش

۵۳ ۳.۳ جامعه آماری و نمونه

۵۵ ۴.۳ قلمرو تحقیق (زمانی - مکانی - موضوعی)

۵۶ ۵.۳ پرسشهای پژوهش

۵۶ ۶.۳ فرضیات تحقیق

۵۷ ۷.۳ تعریف متغیرها و نحوه محاسبه آنها

۶۱ ۸.۳ روش سنجش حرکت بازار

۹.۳ روشهای تجزیه و تحلیل داده ها ۶۳

۱۰.۳ خلاصه فصل ۶۳

فصل چهارم - تجزیه و تحلیل اطلاعات پژوهش

۱.۴ مقدمه ۶۶

۲.۴ بخش اول - تحلیل داده ها ۶۶

۱.۲.۴ مقادیر شاخصهای ارزیابی عملکرد در دوره های رو به بالا ۶۸

۲.۲.۴ مقادیر شاخصهای ارزیابی عملکرد در دوره های رو به پایین ۷۴

۳.۴ بررسی نرمال بودن متغیرهای وابسته ۷۶

۴.۴ بخش سوم - آزمون فرضیه ها ۷۷

۵.۴ خلاصه فصل ۸۴

فصل پنجم - نتایج و پیشنهادهای پژوهش

۱.۵ مقدمه ۸۶

۲.۵ خلاصه نتایج تحقیق ۸۶

۳.۵ تحلیل نتایج ۸۸

۵. ۴ موانع و محدودیتهای تحقیق ۸۹

۵. ۵ پیشنهادات تحقیق ۸۹

۵. ۶ پیشنهادات جهت تحقیقات آتی ۹۰

فهرست منابع و مأخذ

پیوستها :

جداول مربوط به بازده پرتفوی شرکتهای سرمایه گذاری

۱. شرکت سرمایه گذاری توسعه صنایع بهشهر

۲. شرکت سرمایه گذاری پارس توشه

۳. شرکت سرمایه گذاری پترو شیمی

۴. شرکت سرمایه گذاری بانک ملی ایران

۵. شرکت سرمایه گذاری البرز

۶. شرکت سرمایه گذاری غدیر

۷. شرکت سرمایه گذاری ملی ایران

۸. شرکت سرمایه گذاری صنعت بیمه

۹. شرکت سرمایه گذاری رنا

۱۰. شرکت سرمایه گذاری ملت

۱۱. شرکت سرمایه گذاری سپه

۱۲. شرکت سرمایه گذاری صنعت و معدن

جداول مقادیر معیارهای ارزیابی عملکرد پرتفوی

معیار جنسن

معیار ترینور

معیار فاما

معیار شارپ

نمودار معیارهای ارزیابی عملکرد پرتفوی

نمودار ترینور

نمودار شارپ

نمودار فاما

نمودار جنسن

جداول آزمون آماری

آزمون نرمال بودن

آزمون ویلکاکسون

پیشگفتار

امروزه در همه کشورها تحرک و رونق بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از شاخصه‌های سلامت و پویایی اقتصاد شناخته می‌شود. چرا که بازار اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه پس‌اندازهای موجود در جامعه را به جریان تولید هدایت می‌کند. بی‌شک رونق و گسترش بورس اوراق بهادار بستگی به رونق و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در آن دارد. هر چه این شرکتهای در عملکرد خود موفق‌تر باشند، به عبارتی دیگر اطمینان و رضایت سرمایه‌گذاران خود را کسب نمایند، اعتماد جامعه به بازار سرمایه بیشتر خواهد شد و در نتیجه شاهد رشد و شکوفایی بیشتر اقتصاد خواهیم بود. هدف این تحقیق ارزیابی عملکرد شرکتهای سرمایه‌گذاری در دوران رشد و رکود بازار سرمایه با استفاده از مدل‌های ارزیابی عملکرد پرتفوی می‌باشد.

فصل اول
کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه

شرکتهای سرمایه‌گذاری جزء مؤسسات خدمات مالی هستند که با یک کاسه کردن وجوه هزاران سرمایه‌گذار پرتفوی متنوع از انواع دارایی‌های مالی خریداری و خدمات متنوعی را نیز به آنان ارائه می‌نمایند، اینها مؤسسات مالی واسطه‌ای هستند، چون برای سهامداران خود و از جانب آنها اقدام به خرید و فروش می‌نمایند. این شرکتها سهام خود را به متقاضیان فروخته و از وجوه حاصل از آن اقدام به سرمایه‌گذاری در پرتفوی متنوع از اوراق بهادار می‌نمایند. ارزیابی عملکرد این شرکتها به منظور اطلاع از نتایج اقتصادی سرمایه‌گذاری و مقایسه بازده این سرمایه‌گذاری با سایر سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد. هر چه این شرکتها در عملکرد خود موفق‌تر باشند و به عبارتی دیگر اطمینان و رضایت سرمایه‌گذاران خود را کسب نمایند، اعتماد جامعه به بازار سرمایه بیشتر خواهد شد و در نتیجه شاهد رشد و شکوفایی بیشتر اقتصاد خواهیم بود. در این پژوهش ارزیابی عملکرد بر اساس شاخص‌های مبتنی بر ریسک و بازده این شرکتها و روند حرکت بازار می‌باشد.

۱-۲- مسأله پژوهش

شرکتهای سرمایه‌گذاری طبق تعریف مؤسسات سرمایه‌گذاری هستند که وظیفه آنها انباشت کردن سرمایه با هدف سرمایه‌گذاری در پرتفوی متنوع و با هدف مشخص است. اینها مؤسسات واسطه‌های مالی هستند چون برای

سهامداران خود و از جانب آنها اقدام به خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاری می‌نمایند .

تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران سرمایه کافی برای خرید یک سبد سرمایه‌گذاری متنوع ندارند. بیشتر مردم حتی اگر پول کافی داشته باشند نیز مهارت و زمان مورد نیاز برای مدیریت یک سبد سرمایه‌گذاری ندارند. [۱] در نتیجه مؤسساتی پدید آمده‌اند که سهام خود را به متقاضیان فروخته و از وجوه حاصل از آن اقدام به سرمایه‌گذاری در پرتفوی متنوعی از اوراق بهادار می‌نمایند تا سرمایه‌گذاران متوسط و کوچک هم بتوانند در یک سبد سهام-گذاری متنوع شرکت کنند و ریسک خود را کاهش دهند.

هدف هر سرمایه‌گذار، افزایش و یا حداقل حفاظت از سرمایه مالی خویش است. فردی که در یک یا چند شرکت سرمایه‌گذاری ، سرمایه‌گذاری نموده است نیاز دارد تا به صورت مداوم عملکرد این شرکتها را مورد بررسی و ارزیابی همه جانبه قرار دهد. چنانچه نتایج نامطلوب بود تغییرات مورد نیاز باید صورت گیرد تا ثروت وی دستخوش تحلیل یا نابودی نگردد.

ارزیابی عملکرد پرتفوی آخرین مرحله از یک فرآیند سرمایه‌گذاری است ارزیابی عملکرد پرتفوی با اهمیت است و این مرحله باید به طور مستمر اجرا شود، صرفنظر از اینکه سرمایه‌گذار به طور مستقل وجوه خود را مدیریت نماید و یا در شرکتهای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کرده باشد. لازم است بدانیم اگر مدیران حرفه‌ای در شرکتهای سرمایه‌گذاری پرتفوی را اداره

می‌نمایند چقدر خوب کار می‌کنند. عملکرد خوب در گذشته ممکن است به دلیل خوش شانسی باشد که انتظار تداوم آن در آینده نمی‌رود و عملکرد ضعیف هم ممکن است بدلیل بد شانسی و نه ناشی از عدم مهارت در مدیریت سرمایه‌گذاری باشد.

ارزیابی عملکرد شرکتهای سرمایه‌گذاری و رتبه‌بندی آنها از نظر سرمایه‌گذاران شرکتهای سرمایه‌گذاری برای اتخاذ تصمیم در هر مرحله از خرید، نگهداری و فروش سهام به اطلاعات مورد نیاز دسترسی داشته باشند قابل اهمیت است.

از سوی دیگر زمانی می‌توان در مورد عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری اظهار نظر کرد که بتوان بازدهی آن را با شاخص‌ها و معیارهای مناسب ارزیابی نمود. لذا باید مقایساتی در مورد اندازه‌گیری عملکرد انجام داد.

در بازار سهام ایران و مطالعات انجام شده شرکتهای سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر اساس معیارهای شارپ، ترینور و جنسن رتبه‌بندی شده‌اند و مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند ولی واقعیت این است که در استفاده از روشهای رتبه‌بندی باید بسیار دقت کرد. چون رتبه‌بندی بر اساس این سه شاخص یاد شده با توجه به روند تغییرات بازار می‌تواند متفاوت باشد. لذا در این تحقیق بر اساس معیارهای ذکر شده در بالا ارزیابی عملکرد پرتفوی در بازار رو به بالا و رو به پایین مورد بررسی و مقایسه قرار می‌گیرد

۱-۳- پرسشهای پژوهش

سوالاتی که این تحقیق در صدد پاسخ به آن است به شرح زیر است:

آیا رتبه‌بندی شرکتهای سرمایه‌گذاری با استفاده از معیارهای ارزیابی عملکرد به نزولی یا صعودی بودن شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار و جهت حرکت بازار (رو به بالا و رو به پایین) حساس است؟

۱. آیا بین رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به معیار شارپ در

بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟

۲. آیا بین رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به معیار ترینور در

بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟

۳. آیا بین رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به معیار جنسن در

بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟

۴. آیا بین رتبه کسب شده شرکتهای سرمایه‌گذاری با توجه به معیار فاما در

بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟

۱-۴- اهداف تحقیق و اهمیت موضوع

انگیزه اصلی سرمایه‌گذاری در شرکتهای سرمایه‌گذاری کاهش ریسک از طریق تنوع‌بخشی می‌باشد. اکثر مطالعات انجام شده در مورد عملکرد شرکتهای سرمایه‌گذاری تفاوت بین بازار سهام رو به بالا و رو به پایین را مورد توجه قرار نداده‌اند، بنابراین محقق در نظر دارد چگونگی عملکرد

شرکتهای سرمایه گذاری در بازار رو به بالا و رو به پایین سهام را بررسی کند و در نهایت شرکتهای را رتبه بندی نماید.

۱. ارزیابی عملکرد پرتفوی اطلاعات لازم برای تفسیر وضعیت عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری در مقایسه با دیگر شرکتهای و بازار را فراهم می کند. اگر نتایج ارزیابی عملکرد پرتفوی با توجه به رشد و یا رکود بازار رضایت بخش نباشد باید علل آن مشخص گردد تا تغییرات لازم در سیاستهای سرمایه گذاری صورت گیرد شرکتهایی که عملکرد بهتری از سایر شرکتهای سرمایه گذاری و بازار داشته باشند، سهام این شرکتهای سرمایه گذاری بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرد.

۲. از نظر شرکتهای سرمایه پذیر نتایج چنین تحقیقی می تواند راهگشا باشد. چنانچه نتایج تحقیق نشان دهد که شرکتهای سرمایه گذاری بازدهی اضافی برای سهامداران خود با توجه به وضعیت بازار کسب کرده اند، سرمایه گذاران تمایل بیشتری به خرید سهام این شرکتهای خواهند یافت. در این صورت سرمایه گذاری مستقیم سهامداران جای خود را به سرمایه گذاری غیر مستقیم و از طریق شرکتهای سرمایه گذاری خواهد داد

۳. این تحقیق می تواند علائم خوبی به بازار و بورس و کل اقتصاد بدهد. باعث افزایش مشارکت عمومی و گسترش امر سرمایه گذاری در جامعه گردد و باعث خواهد شد تصمیمات تخصصی تر و بهینه تری اتخاذ گردد تا از نوسانات شدید قیمت های سهام جلوگیری شود.

۴. ارزیابی عملکرد در بهبود عملکرد و بهبود مدیریت نقش موثری دارد و باید به طور متناوب انجام گیرد چون برتری شرکتها می تواند ناپایدار باشد و عملکرد شرکتها از سالی به سال دیگر متفاوت است.

۱-۵- فرضیه های پژوهش

فرضیه های این تحقیق به شرح ذیل می باشد:

- ۱) بین رتبه کسب شده شرکت های سرمایه گذاری با توجه به معیار شارپ در بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی دار وجود دارد.
- ۲) بین رتبه کسب شده شرکت های سرمایه گذاری با توجه به معیار ترینور در بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی دار وجود دارد.
- ۳) بین رتبه کسب شده شرکت های سرمایه گذاری با توجه به معیار جنسن در بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی دار وجود دارد.
- ۴) بین رتبه کسب شده شرکت های سرمایه گذاری با توجه به معیار فاما در بازار رو به بالا و رو به پایین تفاوت معنی دار وجود دارد.

۱-۶- استفاده کنندگان از تحقیق

نتایج تحقیق حاضر می تواند مورد استفاده شرکت های سرمایه گذاری برای سنجش عملکرد خود با دیگر شرکتها قرار گیرد. اطلاعات مناسبی را در اختیار سرمایه گذاران به عنوان تأمین کنندگان منابع مالی قرار می دهد تا با بهره گیری از نتایج به دست آمده در زمینه سرمایه گذاری تصمیمات بهتری اتخاذ کنند.