

تحلیل ریسک و بازده سهام شرکت‌های سرمایه‌گذار

در بورس تهران

دکتر اسدالله... فرزین و شن *

رضا اسماعیلی **

چکیده

یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه وجود اوراق بهادار گوناگون در بازار با ریسک و بازده گوناگون است و سرمایه‌گذاران با توجه به میزان ریسک‌پذیری خود اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می‌نمایند. اما در بازار بورس تهران اوراق بهادار قابل معامله عملاً به سهام شرکت‌ها محدود می‌شود. شرکت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به ماهیت کار خود قابلیت مدیریت پرتفوی و سرشکن کردن ریسک را دارند و لذا سهام این شرکت‌ها باید از ریسک پایینی برخوردار باشد. برای این منظور در این تحقیق با توجه به فروض اساسی مدیریت پرتفوی براساس الگوی خاص، پرتفوی بهینه‌ای متشکل از ۲۲ سهم طراحی گردید که علاوه بر بازده بالاتر از نرخ بازده بدون ریسک، از ریسک اندکی نیز برخوردار بودند. مقایسه پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری با این الگو نشان داد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری بخش اندکی از این پرتفوی را در اختیار داشتند که حکایت از نگرش متفاوت آنان نسبت به پرتفوی خود در مقایسه با خواست سهامداران جزء دارد که البته متأثر از مشکلات و محدودیت‌های بازار نیز می‌باشد. در نهایت مشخص شد که سهام این شرکت‌ها برای افراد با درجه ریسک‌پذیری اندک مناسب‌تر از سهامدارانی است که با پذیرش ریسک به دنبال سهام دارای بازده بالاتر می‌باشند.

* عضو هیأت علمی و دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

** کارشناس ارشد دانشکده، اقتصاد دانشگاه تهران و کارشناس ارزیابی سهام

کلید واژه ها

ریسک - بازده - پرتفوی - مدیریت پرتفوی - شرکت‌های سرمایه گذاری -
مؤسسات مالی - واسطه‌گرهای مالی - پرتفوی بهینه - ضریب β

مقدمه

سیستم یا بخش مالی، به شبکه‌ای از بازارهای مالی، تجار، خانوارها، دولت و مؤسساتی اطلاق می‌شود که در نظام مالی مشارکت کرده و عملیات آنها براساس مقررات خاصی صورت می‌پذیرد. این مجموعه، جریان پول؛ انواع سپرده‌ها، انواع اوراق بهادار؛ و ابزارهای بازارهای پول و سرمایه را، با کمک معیارهای تحت کنترل خود، در اختیار گروه‌های مختلف کارگزاران بازار در بخش حقیقی اقتصاد قرار می‌دهند. بر این اساس، می‌توان گفت که بخش مالی، تزریق‌کننده حیات به بخش حقیقی اقتصاد است. به علاوه، مجموعه مزبور، از طریق فراهم آوردن خدمات لازم برای پرداخت‌ها، تجهیز پس‌اندازها، تخصیص اعتبار و ایجاد وسایل لازم برای مقابله با خطرات تجاری (و تولیدی) و نوسانات قیمت، عملاً فعالیت‌های حقیقی اقتصاد را تسهیل نموده و در جریان این فعالیتها تغییر و تحول کلی و کیفی ایجاد می‌کنند. همچنین، بخش مالی می‌تواند اطلاعات با ارزشی را در اختیار بخش حقیقی قرار دهد که این اطلاعات، به نوبه خود، زمینه‌ساز تصمیم‌گیری‌های صحیح اقتصادی خواهند شد. بنابراین، بخش مالی می‌تواند تخصیص منابع را بهبود بخشد و در نهایت، زمینه مناسبی را برای کارفرمایان اقتصاد و مدیران واحدهای تولیدی فراهم کند تا بتوانند کارایی فعالیت‌هایشان را افزایش دهند. حتی قراردادهای مالی منعقد شده در بخش مالی، به عنوان پاسخی بهینه به شرایط و ویژگی‌های ریسکی و اطلاعاتی اقتصاد تلقی شده، نوع و کیفیت آنها به این شرایط ریسکی و اطلاعاتی بستگی خواهد داشت.

مؤسسات مالی

مؤسسه مالی یک شرکت تجاری است که دارایی آن به جای دارایی‌های حقیقی نظیر ساختمان، تجهیزات و مواد خام از دارایی‌های مالی و بدهی‌ها (نظیر سهام، اوراق قرضه و وام) تشکیل شده است. مؤسسات مالی یا اقدام به سرمایه‌گذاری مطمئن در بازارهای مالی نموده و یا به مشتریان خود وام می‌دهند. آنها همچنین دامنه وسیعی از خدمات مالی (اعم از بیمه و بازنشستگی یا نگهداری اشیاء با ارزش و اندوخته‌ها) را به مردم ارائه می‌نمایند.

مؤسسات مالی را می‌توان به دو گروه واسطه‌گرهای مالی^۱ و سایر مؤسسات مالی^۲ تقسیم کرد.

واسطه‌گرهای مالی مؤسساتی هستند که اوراق بهادار (اوراق بهادار اولیه) منتشرشده توسط سایر شرکت‌ها و مؤسسات را خریداری کرده و در همان زمان اوراق با ارزش خود را (اوراق بهادار ثانویه) به دیگران می‌فروشند. انواع واسطه‌گرهای مالی که در بازارهای اروپا و آمریکا یافت شده‌اند عبارتند از: بانکهای تجاری^۳، مؤسسات اعتباری^۴، صندوق پس‌انداز^۵، صندوقهای بازار پول^۶، مؤسسات پس‌انداز و وام^۷، شرکت‌های بیمه عمر^۸، شرکت‌های بیمه اموال^۹، شرکت‌های سرمایه‌گذاری^{۱۰}، شرکت‌های مالی^{۱۱}، صندوقهای بازنشستگی^{۱۲}، شرکت‌های

-
- 1- Financial Intermediaries
 - 2- Other Financial Institutions
 - 3- Commercial Banks
 - 4- Credit Unions
 - 5- Saving Banks
 - 6- Money Market Funds
 - 7- Saving and loan association
 - 8- Life Insurance Companies
 - 9- Property - casualty Insurance Companies
 - 10- Investment Companies
 - 11- Finance Companies
 - 12- Pension Funds

سرمایه‌گذاری ملکی^۱ و شرکت‌های مالی اجاره^۲.

آن دسته از مؤسسات مالی که واسطه‌گر مالی نیستند در گروه سایر مؤسسات مالی طبقه‌بندی می‌شوند. این مؤسسات عبارتند از کارگزاران^۳، دلالان^۴، بانکهای سرمایه‌گذاری^۵، بانکهای رهنی^۶ و انواع دیگر شرکت‌ها یا مؤسساتی که یک یا چند خدمت را به مشتریان ارائه می‌دهند.

واسطه‌گرهای مالی در کشور ما به گستردگی اقتصادهای پیشرفته نمی‌باشند. مهمترین واسطه‌گرهای مالی کشور را بانکهای تجاری تشکیل می‌دهند که بخش عمده سیستم وام‌دهی را در اقتصاد تشکیل داده‌اند. البته شرکت‌های بیمه نیز به‌نوبه خود نقش قابل توجهی را در بازار مالی بر عهده دارند و بویژه در بورس تهران از جایگاه خاصی برخوردارند. در واقع شرکت‌های بیمه به منظور استفاده از منابعی که در اختیار دارند در بخش‌های مختلف اقتصاد و بویژه در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌نمایند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز عمدتاً در خرید و فروش اوراق بهادار فعالیت می‌کنند ولی گاه مستقیماً اقدام به وام‌دهی به واحدهای تولیدی نموده و یا در اموری نظیر صادرات و واردات فعالیت می‌نمایند. با وجود اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری بواسطه مدیریت پرتفوی می‌توانند به عنوان یک گزینه خوب در بازار سرمایه تبدیل شوند ولی متأسفانه به دلایل گوناگون و از جمله محدودیت در ابزار قابل سرمایه‌گذاری نقش چندان با اهمیتی را در اقتصاد ایفا ننموده‌اند. بنابراین، در مجموع، بانکهای تجاری و تخصصی و شرکت‌های بیمه را می‌توان عمده‌ترین مؤسسات فعال در بازار سرمایه دانست.

- 1- Real Estate Investment Trust
- 2- Leasing Companies
- 3- Security brokers
- 4- Security Dealers
- 5- Investment Bankers
- 6- Mortgage Banks

شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌های سرمایه‌گذاری مؤسسات مالی هستند که وجوه جمع بیشماری از سرمایه‌گذاران را (از طریق فروش سهام) گردآوری می‌کنند. این شرکت‌ها از مدیریت حرفه‌ای برخوردار می‌باشند و اوراق بهادار آنها به منظور استفاده از سود شرکت، توسط سرمایه‌گذاران خریداری می‌شود. سرمایه‌گذاری با وجوهی که از پس‌اندازکنندگان کوچک و بزرگ جمع‌آوری شده است، به پس‌اندازکنندگان اجازه می‌دهد که با سرمایه‌های اندک در پرتفوی بزرگ مشارکت داشته باشند.

مداخله در ریسک از طریق مدیریت پرتفوی انجام شده و از طریق تحلیل‌گران ماهر و مدیران پرتفوی هدایت می‌شود و اغلب امکان پراکنده کردن پرتفوی (و نتیجتاً ریسک) از طریق خرید سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مناسب‌تر از خرید اوراق بهادار اولیه است. اوراق سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری معمولاً قابلیت نقدینگی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها داشته و پرتفوی متنوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز باید از ثبات قیمت بیشتری نسبت به پرتفوی که سهامداران به تنهایی ایجاد می‌کنند، برخوردار باشد.

قیمت سهم در شرکت‌های سرمایه‌گذاری از طریق ارزش خالص داراییها^۱ قابل تعیین است و عبارتست از ارزش داراییهای موجود در پرتفوی به قیمت روز منهای بدهی‌ها تقسیم بر تعداد سهام منتشره شرکت یا

$$NAV = \frac{\text{بدهیها} - \text{داراییها}}{\text{تعداد سهام شرکت}}$$

شرکت‌های سرمایه‌گذاری قادرند:

۱- بریک سرمایه‌گذاری مدیریت نموده، سودها را دوباره سرمایه‌گذاری کنند و در

1- Net Asset Value = NAV

صورت لزوم داراییها را تغییر دهند.

- ۲- از طریق نگهداری انواع اوراق بهادار، پرتفوی خود را متنوع سازند.
- ۳- مجموعه‌ای از اوراق بهادار با شرایط خاص (مثلاً دارای ریسک کم یا دارای بازده بالا) را جمع کنند.
- ۴- پرتفوی خود را از طریق انتخاب چند سهم خاص، کنترل نمایند.

انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌های سرمایه‌گذاری کلاً به ۳ دسته تقسیم می‌شوند که در بیشتر بازارهای مالی جهان، این طبقه‌بندی شناخته شده و عبارت است از:

- ۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز^۱
- ۲- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه محدود^۲
- ۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^۳

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز

این شرکت‌ها همواره آماده بازخرید سهام خود از سهامداران و یا فروش سهام به آنان، در صورت تقاضا از سوی سرمایه‌گذاران، با قیمتی برابر یا نزدیک به ارزش خالص دارایی‌ها برای هر سهم می‌باشند. تمام این دسته از شرکت‌ها حداقل از این جنبه که همواره آماده بازخرید سهام خود هستند، دارای سرمایه باز یا متغیر می‌باشند و اغلب آنها از جنبه دیگر (آمادگی برای فروش سهام) نیز دارای سرمایه باز یا متغیر بوده و آماده عرضه سهام جدید در قیمتی برابر یا نزدیک به ارزش خالص دارایی‌ها برای هر سهم هستند.

1- Open - End Investment Companies

2- Closed - end Investment Companies

3- Unit trusts

در ایران به دلیل وجود ماده ۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب سال ۱۳۴۷، سرمایه شرکت‌ها باید ثابت و مشخص باشد لذا امکان تشکیل این نوع شرکت‌ها وجود ندارد. همین موضوع سبب شده است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری نتوانند نسبت به تغییر در عرضه و تقاضای سهام خود عکس‌العمل نشان دهند و در صورت لزوم اقدام به باز خرید و یا فروش سهام بنمایند. البته شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های خود را یا بین سهامداران تقسیم می‌کنند یا از محل سودها اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند تا بتوانند در اوراق بهادار جدید سرمایه‌گذاری نمایند.

۲- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه محدود

آن دسته از شرکت‌های سرمایه‌گذاری که سهام خود را باز خرید نمی‌کنند، شرکت‌های با سرمایه بسته یا مشخص هستند. اکثر این شرکت‌ها به مدت نامحدود تشکیل می‌شوند و سود حاصل از سبب سرمایه‌گذاری را دوباره سرمایه‌گذاری می‌کنند. یعنی در ازای سود قابل تقسیم، سهم جدید صادر کرده و به سهامداران خود می‌دهند. صندوق‌های با سرمایه بسته، وجوه خود را در انواع اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌نمایند و همانطور که در بالا گفته شد، می‌توانند سهام جدید منتشر نموده و افزایش سرمایه دهند ولی این عمل پیوسته تکرار نمی‌شود و در اغلب موارد سرمایه شرکت‌ها بسته و معین است.

۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت

در انگلستان، یونیت تراست به شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته گفته می‌شود و در آمریکا این اصطلاح برای شرکتی که سرمایه‌اش بسته‌تر بوده و یونیت تراست با سرمایه ثابت است و این سرمایه در تمام عمر شرکت، ثابت می‌ماند، بکار

می‌رود. برای تشکیل یونیت تراست، یک ضامن^۱ نظیر یک شرکت کارگزاری بزرگ به اتکای یک امین مجموعه‌ای از اوراق بهادار را خریداری کرده و معادل ارزش آن سهام صادر می‌نماید. این سهام به گواهی قابل بازخرید تراست^۲ معروف است و توسط ضامن به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود. دوره زمانی اوراق بهادار این یونیت تراست‌ها از ۶ ماه برای اوراق بهادار بازار پول تا ۲۰ سال برای اوراق بهادار بازار اوراق قرضه متغیر است.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران

شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از قدمت چندانی برخوردار نیستند و تاریخ تأسیس آنها به سال‌های نزدیک به تأسیس بورس اوراق بهادار ایران یعنی دهه ۱۳۴۰ برمی‌گردد. نخستین شرکت سرمایه‌گذاری در سال ۱۳۴۵ تأسیس و در سال ۱۳۵۳ در بورس تهران پذیرفته شد. روند تأسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری قبل از انقلاب ناهماهنگ بوده و پس از انقلاب به دلایل گوناگون از جمله رکود تقریباً کامل فعالیت‌های بورس، تأسیس شرکت سرمایه‌گذاری سالها به فراموشی سپرده شد و با فعالیت مجدد در بورس تهران و ضرورت ایجاد ابزارهای بازار سرمایه، به تدریج در جهت تأسیس این شرکت‌ها حرکت‌هایی انجام گرفت.

تا پایان سال ۱۳۷۶ تعداد ۱۲ شرکت سرمایه‌گذاری در بورس تهران پذیرفته شدند. ۴۳/۷ درصد از کل تعداد سهام و ۲۳/۹ درصد از کل ارزش بازار سهام در بورس تهران متعلق به این شرکت‌ها می‌باشد.

هدف از تحقیق

در بازارهایی که اطلاعات کاملاً واضح نیست و یا با تأخیر به سرمایه‌گذاران جزء

1- Sponsor

2- Redeemable Trust Certificates

می‌رسد (نظیر بورس تهران)، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری که نسبت به سرمایه‌گذاران عادی از امکان بیشتری برای دسترسی به اطلاعات برخوردارند و توان مالی مناسبی نیز دارند، می‌توانند الگوی سرمایه‌گذاران بوده با جمع‌آوری سبد باز اوراق بهادار، مجموعه مطمئنی را گرد آورده و از طریق فروش سهام خود به سرمایه‌گذاران جزء، امکان بهره‌مندی سرمایه‌گذاران دیگر را از منافع این مجموعه فراهم سازند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازارهای مالی به دلیل در اختیار گرفتن انواع اوراق بهادار از این قابلیت برخوردارند که با گردآوری انواع اوراق بهادار دارای ریسک و بدون ریسک، مجموعه‌ای را فراهم سازند که بازده معقولی را نصیب سهامدار سازد. وجود انواع شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی جهان، انتخاب‌های گوناگون با ریسک‌های مختلف را در اختیار سهامداران قرار می‌دهد. حال باید دید که آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران نیز از این ویژگی برخوردارند و آیا می‌توان سهام این شرکت‌ها را به‌عنوان سهام دارای ریسک و بازده مناسب به سهامداران عرضه نمود؟ در این تحقیق با استفاده از الگوی که هدف اصلی سرمایه‌گذاران یعنی افزایش بازده با ریسک ثابت را تأمین می‌نماید، الگوی بهینه‌ای ارائه شده و پس از آن عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری با نتایج این الگو سنجیده می‌شود.

نمونه مورد بررسی

در این تحقیق از کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران ۱۵۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفتند و حدود ۱۱۰ شرکت، که علی‌رغم پذیرفته شدن در بورس، سهامشان اصلاً در بورس تهران مورد معامله قرار نمی‌گرفت یا در اواخر سال ۱۳۷۶ در بورس تهران پذیرفته شده بودند و حضور آنها در نمونه، کمکی به بررسی روند تحلیل ما نمی‌نمود، از نمونه حذف شدند. همچنین برخی از این شرکت‌ها تعداد معاملاتشان به قدری اندک بود که اصلاً قابل بررسی نبود و معاملات انجام شده روی

سهام برخی از شرکت‌ها نیز دو طرفه و بین چند سهامدار عمده انجام می‌گرفته است.

دورهٔ مورد بررسی

بورس تهران با وجود قدمت ۳۰ ساله‌اش متأسفانه از نظام اطلاع‌رسانی مطلوبی برخوردار نبوده تا سال ۱۳۶۹ اقدام به محاسبه شاخص قیمت سهام و ماشینی کردن سیستم‌های خود ننموده بود. ماشینی نمودن سیستمها در سال ۱۳۷۴ عملی شده است. بنابراین بسیاری از اطلاعات برای سال‌های قبل از ۱۳۷۴ قابل دستیابی نبود، همچنین عرضه اندک سهام تا سال ۱۳۷۴ و استقبال اندک مردم از این بازار از دیگر عواملی بودند که مطالعه ریسک و بازده را در این بازار، در سال‌های قبل از ۱۳۷۴ ضروری نمی‌سازند. نکته قابل اهمیت‌تر اینکه ماهیت ریسک و بازده در بورس تهران به گونه‌ای است که بررسی سالانه چندان سودمند نمی‌باشد زیرا نوسان قیمت‌ها روزانه می‌باشد و بررسی قیمت‌های ابتدا و انتهای سال چندان با واقعیت وفق نمی‌دهد و لازم است قیمت‌ها در مقاطع کوتاه‌تری مورد بررسی قرار گیرند. لذا قیمت سهام به طور ماهانه بررسی شد و ۳۶ ماه به‌عنوان مبنای مشاهدات این تحقیق بررسی گردید. دلیل دیگرانتخاب دورهٔ ۳۶ ماهه ابتدای سال ۱۳۷۴ تا انتهای ۱۳۷۶ تحقق ۳ دورهٔ رونق، رکود و سکون بود. بورس تهران در سال ۱۳۷۴ و نیمه اول ۱۳۷۵ بهترین دوران رونق خود را تجربه کرد. از ابتدای نیمه دوم سال، سطح عمومی قیمت‌ها سقوط نمود و بورس بارکود مواجه گردید و در تمام سال ۱۳۷۶ سکون و عدم تحرک بر بورس تهران حاکم بود. طبیعی است که بررسی وضعیت عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ۳ دورهٔ یاد شده نشان‌دهندهٔ چگونگی برخورد آنان با پدیده‌های حادث شده در بورس و ابتکار عمل آنها و در نتیجه اثبات یا رد فرضیهٔ تحقیق می‌باشد.

مدلسازی

برای مدلسازی رفتار سهامداران، نخست باید فروضی قایل شویم. این فروض ما را قادر می‌سازد تا بتوانیم رفتار سهامداران را در بازار سهام به کمک مهم‌ترین مؤلفه‌های حاکم بر گزینش آنان تحلیل نماییم.

فروض‌های موردنظر عبارتند از:

۱- سهامداران الگوی رفتاری مشخصی دارند که در طول دوره تحلیل ما با

مشخصات زیر بدون تغییر باقی می‌ماند:

۱-۱- هدف آنان حداکثر نمودن مطلوبیت ثروتشان در پایان دوره می‌باشد.

۲-۱- مؤلفه‌های تعیین‌کننده رفتار آنان بازده و ریسک دارایی‌شان است.

۳-۱- همگی دارای مرز کارایی همگونی بوده و از نظر تحلیل‌گران اقتصادی

دارای رفتار اقتصادی مشابه می‌باشد.

۴-۱- سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند و از ریسک‌های بالا وحشت دارند.

۲- نرخ‌ی از بازده بدون ریسک در بازار موجود است که سرمایه‌گذاران با وجود

ثروت مشخصی که دارند قادرند مقداری از ثروت خود را در این نرخ قرض داده و از بازده بدون ریسک بهره‌مند گردند.

۳- الگو یک دوره‌ای است و بر این فرض استوار است که بازار در حالت تعادل

می‌باشد.

۴- عدم وجود هزینه‌های مبادله و به عبارت دیگر قابل اغماض بودن این

هزینه‌ها و هزینه‌هایی چون هزینه‌های کسب اطلاعات و مالیات نیز برای ساده‌سازی هرچه بیشتر بازار موردنظر در مدلسازی، ملحوظ شده است.

۵- در بازار موردنظر امکان پیش فروش سهام وجود ندارد لذا نمی‌توان با وجود

دارایی شخصی از مزایای خرید و فروش سهام سایرین بهره‌مند گردید.

الگویی که بتواند با فروض فوق در تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران به کار آید به وسیله

کار مشترک التون^۱، گرابر^۲ و پدبرگ^۳ ارائه شده است که در این فصل به طور خلاصه الگوی EGP نامیده می‌شود و با تکیه بر فروض فوق و به کمک الگوی EGP رفتار سرمایه‌گذاران تحلیل می‌شود.

سرمایه‌گذاران با بهینه‌سازی انتخاب خود در چارچوب این الگو از رفتاری عقلایی پیروی می‌کنند. بیشینه کردن مطلوبیت انتظاری از بازده سهام انتخابی، هدف تمامی سرمایه‌گذاران است. اما این به شرطی است که افزایش در بازده انتظاری به معنای افزایش در ریسک دارایی نباشد (ریسک یک مؤلفه نامطلوب برای سرمایه‌گذار است). بنابراین بیشینه کردن مطلوبیت انتظاری در سطح مشخصی از ریسک سبب انتخابی سهام، هدف سرمایه‌گذار می‌باشد.

$$\text{Max } V = \sum_{i=1}^n w_i (\bar{R}_i - R_f) \quad (1)$$

$$\text{s.t. } 1) \sigma_p = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \text{cov}(R_i, R_j)$$

$$2) \sum_{i=1}^n w_i = 1$$

$$3) w_i > 0$$

از بهینه‌سازی (۱) تقاضای فرد برای سهم به صورت زیر به دست می‌آید:

$$(\bar{R}_i - R_f) = \frac{\sum w_i (\bar{R}_i - R_f)}{(\sum w_i^2 \sigma_i^2 + \sum \sum w_i w_j \sigma_{ij})} + (\sum w_i \sigma_i^2 + \sum w_j \sigma_{ij}) \quad (2)$$

یا

$$(\bar{R}_i - R_f) = K_i (\sum w_i \sigma_i^2 + \sum w_j \sigma_{ij}) \quad (3)$$

و با فرض آنکه $Kw_i = H_i$ خواهیم داشت :

$$\bar{R}_i - R_f = H_i \sigma_i^2 + \sum H_j \sigma_{ij} \quad (4)$$

1- Elton

2- Graber

3- Padberg

با این فرض که سرمایه‌گذاران به سرعت هر نوع بازدهی فوق‌العاده و یا ضعیف، نسبت به مرز کارایی، را با خرید و فروش سهام از میان برمی‌دارند، می‌توان رابطه (۴) را چنین نوشت:

$$\bar{R}_i - R_f = H_i \sigma_i^2 + \sum H_j \beta_i \beta_j \sigma_m^2 \quad (5)$$

پس

$$H_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{\epsilon i}^2} \left(\frac{\bar{R}_i - R_f}{\beta_i} - c_i \right) \quad (6)$$

که در اینجا c_i برابر با $(\sum H_j \beta_j \sigma_m^2)$ می‌باشد. توجه داریم که در این الگو ریسک بازار براساس ریسک سیستماتیک نوشته شده است. نهایتاً می‌توان وزن بهینه سهام را در پرتفوی برگزیده به صورت زیر بدست آورد:

$$w_i^* = \frac{H_i}{\sum H_i} \quad (7)$$

در رابطه (۷) مقدار وزن بهینه را برای هر سهم در پرتفوی بهینه مشخص می‌سازد. بازده پرتفوی بهینه براساس رابطه (۷) به صورت زیر بدست می‌آید:

$$R_p^* = \sum \bar{R}_i W_i^* \quad (8)$$

$$\sigma_p^* = \sum \sum W_i^* W_j^* \text{cov}(R_i, R_j) \quad (9)$$

ترکیب (R_p^*, σ_p^*) نشان‌دهنده ترکیب بهینه ریسک و بازده در بازار سهام می‌باشد. در ادامه مطلب، پرتفوی بهینه در دوره مورد بررسی با توجه به مراحل (۱) تا (۹) بدست می‌آید. با توجه به اینکه ضریب β در الگوی فوق نقش مهمی دارد لذا مختصری در مورد ضریب β نیز توضیح داده می‌شود.

ضریب β

ضریب β شاخصی برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک دارایی است و ناشی از تغییر عوامل کلان اقتصادی، سیاسی و اجتماعی می‌باشد. این عوامل بر بازده کل اوراق بهادار نیز اثر می‌گذارند. ضریب β که از تقسیم کوواریانس بازده سهم و بازار بر واریانس بازار بدست می‌آید، برای اوراق بهادار مختلف می‌تواند حالت‌های زیر را داشته باشد.

حالت اول $\beta = 1$: تغییرات بازده این‌گونه اوراق بهادار کاملاً بر تغییرات بازار منطبق است. یعنی به ازای یک واحد تغییر در بازده پرتفوی بازار (که شامل کل سهام موجود در بازار است) بازده این‌گونه اوراق بهادار نیز یک واحد تغییر می‌کند.

حالت دوم $\beta > 1$: در این حالت تغییرات بازده اوراق بهادار بیشتر از تغییرات بازده پرتفوی بازار است. یعنی به ازای یک واحد تغییر در بازده پرتفوی بازار بازده این نوع اوراق بهادار بیش از یک واحد تغییر خواهد کرد. این نوع اوراق بهادار که به اوراق بهادار تهاجمی معروف هستند ریسک فراوانی برای سرمایه‌گذار به ارمغان می‌آورند.

حالت سوم $\beta < 1$: در این حالت تغییرات بازده اوراق بهادار کمتر از تغییرات بازده پرتفوی بازار است. یعنی به ازای یک واحد تغییر در بازده پرتفوی بازار، بازده این نوع اوراق بهادار کمتر از یک واحد تغییر خواهد کرد. این نوع اوراق بهادار به اوراق بهادار تدافعی معروفند و ریسک آنها بسیار پایین است.

حالت چهارم $\beta < 0$: در این حالت می‌توان گفت بازده اوراق بهادار با بازده پرتفوی بازار رابطه معکوس دارد.

حالت پنجم $\beta = 0$: در این حالت اوراق بهادار هیچ رابطه‌ای با بازده پرتفوی بازار ندارد.

سایر فروض

از آنجا که در این تحقیق تصمیم داریم تا سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به‌عنوان سهامی که قابلیت سرشکن کردن ریسک دارند، مورد بررسی قرار دهیم لذا توجه به ضریب β اهمیت خاصی برخوردار است. بنابراین از آنجا که بسیاری از سهامداران جزء علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری کم خطر می‌باشند لذا بهتر است سراغ سهامی بروند که علاوه بر برخورداری از بازده متوسط معقول و بالاتر از نرخ بهره بدون ریسک، از ضریب β پایین برخوردار باشند. نرخ بهره بدون ریسک در این تحقیق نرخ بهره‌ای است که در آن نرخ قرض گرفتن و قرض دادن عملی و امکان‌پذیر باشد بنابراین نمی‌توان نرخ بهره بانکی را به‌عنوان نرخ بهره بدون ریسک در نظر گرفت زیرا در این نرخ، گرفتن وام از بانک امکان ندارد. بنابراین نرخ بهره‌ای که برای اجاره مسکن در نظر گرفته می‌شود و حدوداً ماهی ۲ درصد بود، به‌عنوان نرخ بهره بدون ریسک در نظر گرفته شد.

به منظور بررسی الگو، ابتدا ریسک و بازده سهام شرکت‌ها و سپس ریسک و بازده کل بازار محاسبه شد. بازده براساس تغییر قیمت سهام شرکت نسبت به ابتدای دوره به علاوه آنچه که سهامدار به‌عنوان سود نقدی دریافت کرده و کسر آنچه که به‌عنوان افزایش سرمایه به شرکت آورده است حساب می‌شود. فرمول محاسبه بازده به قرار زیر است:

$$r = \frac{(1 + \alpha) p_t - p_{t-1} + D}{p_{t-1}}$$

در این فرمول p_{t-1} قیمت اول دوره (در اینجا ابتدای ماه) و p_t قیمت در آخر دوره است. α نشان‌دهنده میزان افزایش سرمایه و D نشان‌دهنده خالص دریافت یا پرداخت سهامدار می‌باشد.

بازده به صورت ماهانه محاسبه شده است بنابراین p_{t-1} قیمت ابتدای ماه و p_t قیمت سهم در آخر ماه می‌باشد. فرمول محاسبه ریسک نیز همان فرمول واریانس بازده می‌باشد.

بازده و ریسک بازار نیز مشابه بازده و ریسک سهام شرکت‌ها محاسبه شده است. در محاسبه بازده بازار به جای قیمت یک سهم، قیمت سبدهی از سهام که دارنده یک برگ سهم از هر شرکت می‌باشد برای ماههای گوناگون در نظر گرفته شده است و برای سود نقدی یا آورده نقدی نیز، آورده نقدی و یا سود دریافتی که در هر ماه اتفاق افتاده است، ملاک محاسبه بوده است. واریانس بازار نیز همانند واریانس یک سهم براساس بازده بازار حساب شده است. در ادامه تحقیق ضریب β برای کل مجموعه مورد بررسی محاسبه گردید.

البته در این قسمت عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالک باهم تفاوت دارد و لازم است به این تفاوت توجه خاص مبذول گردد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالک از محل خرید و فروش سهام سودی کسب نمی‌کنند و سعی در نگهداری پرتفوی خود و مدیریت شرکت‌های وابسته دارند. لذا عملاً خرید و فروش چندانی در سهام عمده آنها مشاهده نمی‌شود و منبع درآمد آنها عمدتاً سود نقدی دریافتی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌باشد. بنابراین بازده سهام آنها نیز تابع مستقیم عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر است. ولی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی علاوه بر درآمد حاصل از دریافت سود نقدی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر، از محل خرید و فروش سهام نیز می‌توانند کسب درآمد نمایند. بنابراین در بررسی تغییر پرتفوی و ایجاد پرتفوی بهینه سهام، این شرکت‌ها بیشتر از بقیه مد نظر هستند. از آنجا که شرکت‌های سرمایه‌گذاری (و به‌ویژه شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی) با اتکا به نیروی کارشناسی قوی و مجرب اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند، لذا انتظار می‌رود که از فرصت‌های خوب سرمایه‌گذاری موجود در بازار بهره‌جسته و پرتفوی مناسبی را برای خود تهیه نمایند. به‌ویژه این که در بازارهای مالی ناکارا نظیر کشور ما، فرصت‌های مناسب زیاد یافت می‌شود. این شرکت‌ها همچنین با در دست داشتن منابع مالی کافی و در صورت لزوم فروش سهام موجود و یا خرید سهام جدید باید پرتفوی کارایی را در اختیار داشته باشند

که بتواند با سرشکن کردن ریسک، بازده معقولی داشته باشد. مشاهدات اولیه نشان می‌دهد که سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری از ریسک بالاتر از ریسک بازار و بازده (اغلب) کمتر از بازده بازار برخوردارند در حالی که با بالا رفتن ریسک، باید انتظار بازده بالا را داشته باشیم ولی بنظر می‌رسد که این هدف تأمین نشده است. برای بررسی بیشتر و پیدا کردن پرتفوی بهینه نیاز به مطالعات بیشتر از سوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری است و این شرکت‌ها باید با استفاده بهینه از منابع و امکانات خود به این مهم دست یابند.

انتخاب پرتفوی بهینه

اگرچه انتخاب پرتفوی بهینه در این بخش کار مشکلی است ولی با اتکا به الگوی ارائه شده در این فصل و در نظر گرفتن برخی فروض می‌توان در جهت پیدا کردن پرتفوی مورد نظر گام برداشت.

همانگونه که الگو اشاره نموده است بیشینه کردن مطلوبیت انتظاری از بازده سهام، به شرط اینکه ریسک دارایی افزایش نیابد، هدف سرمایه‌گذاران است و این اشاره کاملاً با شرایط موجود در بازار بورس مطابقت دارد. زیرا سرمایه‌گذاران علاقمند به کسب بازده بیشتر می‌باشند ولی حاضر به ریسک بیشتر نیستند؛ لذا بهتر است با توجه به الگوی EGP حرکت کرده و براین اساس پرتفویی را استخراج نماییم تا بهتر بتوانیم فرایند انتخاب پرتفوی را بررسی نماییم.

نیازهای اساسی الگو، نرخ بازده میانگین (\bar{R}_p) ، ضریب β و بازده بازار می‌باشد که در الگوریتم محاسبه وارد شده است. واریانس سهم، واریانس بازار، کوواریانس سهم‌ها با یکدیگر و کوواریانس سهم و بازار از سایر داده‌های مورد نیاز است که این متغیرها از محل داده‌های اولیه قابل محاسبه می‌باشد لذا تنها به ذکر فرمول محاسبه در الگو اشاره شده و برای حذف اطلاعات زاید از ذکر ارقام خودداری شده است.

ادامه روند محاسبات براساس الگو ما را به جدول زیر رهنمون می‌سازد. ستون $(\bar{R}_i - R_f)/\beta_i$ که براساس داده‌های قبلی محاسبه شده است، برای بدست آوردن معیار H_i کاربرد دارد. ستون C_i نیز براساس همان اطلاعات ذکر شده قابل محاسبه است. در ستون H_i اطلاعات شرطی گذاشته شده است. از آنجا که در ایجاد پرتفوی بهینه باید در حد امکان از جمع‌آوری سهام ریز دوری شود لذا محدودیتی برای وزن سهام، در سبد، در نظر گرفته شده تا پرتفوی، تعداد سهام قابل بحثی را در نظر گرفته و از ورود سهام ریز جلوگیری نماید. برای این منظور فرض شد که وزن سهام در سبد حداقل ۲ درصد کل پرتفوی انتخابی را تشکیل دهد - این محدودیت فرضی است و محققاً با توجه به سلیقه و هدف انتظاری خود می‌تواند این نسبت را تغییر دهد. فرض حداقل ۲ درصد در این تحقیق به منظور جلوگیری از حجیم شدن پرتفوی و همچنین توجیه‌پذیر بودن هزینه‌های صرف شده جهت بررسی و مطالعه در مورد شرکت دارنده پرتفوی و اداره سهام، در نظر گرفته شده است. در شرایط مربوط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی سقف ۱۰ درصد کل سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده ولی برای کف آن به چیزی اشاره نشده است.

آخرین ستون این جدول نشان‌دهنده بازدهی مبلغ سرمایه‌گذاری شده در سهام هریک از ۲۲ شرکت نسبت به کل مبلغ سرمایه‌گذاری می‌باشد. همانگونه که از اطلاعات استخراج شده پیداست، بازدهی پرتفوی منتخب به طور میانگین ماهانه ۵/۵ درصد بازدهی داشته است که در مقایسه با نرخ بازده بدون ریسک ۲ درصد نشان‌دهنده صرف ریسک معادل ۳/۵ درصد می‌باشد.^۱ توضیح اینکه در ستون آخر نرخ بازده ۵/۵ درصد برای پرتفوی از حاصل جمع نرخهای بازده برای هر سهم به نسبت وزن آنها در کل سبد سرمایه‌گذاری می‌باشد.

۱. یک سرمایه‌گذار از میان پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بازده‌های مساوی پروژه‌ای را انتخاب می‌کند که ریسک کمتری دارد و در صورتی مبادرت به پذیرش ریسک می‌کند که پاداش مناسب با آن را که همان بازده بیشتر (صرف ریسک) است دریافت کند لذا می‌توان گفت:

صرف ریسک + نرخ بازده بدون ریسک = بازده مورد انتظار

جدول ۱

ردیف	نام شرکت	بازده	ریسک	ضریب β	AW_i^*	$Ri^*AW_i^*$
۱	دارویی رازک	۰/۰۳۷۹۷	۰/۰۰۲	۰/۱۶۳۹۳	۰/۱۱۶۶۴	۰/۰۰۴۴۳
۲	پارس الکترونیک	۰/۰۴۷۹۴	۰/۰۰۸	۰/۸۱۶۳۳	۰/۰۶۵۶۶	۰/۰۰۳۱۵
۳	پلاستیک شاهین	۰/۰۴۶۴۲	۰/۰۰۸	۰/۶۴۵۰۰	۰/۰۵۹۰۲	۰/۰۰۲۷۴
۴	درخشان تهران	۰/۰۷۷۲۲	۰/۰۲۰	۱/۶۶۷۸۶	۰/۰۵۷۷۸	۰/۰۰۴۴۶
۵	پمپ ایران	۰/۰۴۹۱۷	۰/۰۰۹	۰/۶۲۹۳۸	۰/۰۵۷۰۲	۰/۰۰۲۸۰
۶	رادبو الکترونیک	۰/۱۱۲۰۸	۰/۰۳۰	۰/۳۶۹۵	۰/۰۵۲۶۴	۰/۰۰۵۹۰
۷	پیام	۰/۰۸۲۳۱	۰/۰۲۰	۰/۹۴۲۲۵	۰/۰۵۰۸۲	۰/۰۰۴۱۸
۸	لاستیک دنا	۰/۰۴۳۲۳	۰/۰۰۸	۰/۰۷۳۳۲	۰/۰۴۸۸۰	۰/۰۰۲۱۱
۹	بیسکویت گرجی	۰/۰۶۰۰۶	۰/۰۲۰	۱/۰۵۰۰۲	۰/۰۴۸۲۰	۰/۰۰۲۸۹
۱۰	فیبر ایران	۰/۰۳۱۸۱	۰/۰۰۴	۰/۰۸۳۰۰	۰/۰۴۶۸۳	۰/۰۰۱۴۹
۱۱	شوگوپارس	۰/۰۳۸۴۲	۰/۰۰۷	۰/۰۴۹۲۴	۰/۰۴۵۲۱	۰/۰۰۱۷۴
۱۲	کاشی الوند	۰/۰۵۱۶۴	۰/۰۲۰	۰/۹۱۸۳۵	۰/۰۳۸۸۵	۰/۰۰۲۰۱
۱۳	موتوزن	۰/۰۶۴۵۳	۰/۰۲۰	۱/۲۰۲۸۳	۰/۰۳۸۳۵	۰/۰۰۲۴۷
۱۴	کارتن ایران	۰/۰۵۲۵۸	۰/۰۲۰	۰/۸۷۳۱۲	۰/۰۳۶۱۶	۰/۰۰۱۹۰
۱۵	سرماآفرین	۰/۰۸۷۱۱	۰/۰۳۰	۰/۹۴۳۴۰	۰/۰۳۴۳۴	۰/۰۰۲۹۹
۱۶	تولیدی کف	۰/۰۳۵۸۶	۰/۰۰۸	۰/۳۰۸۹۹	۰/۰۳۳۶۸	۰/۰۰۱۲۱
۱۷	سپینا	۰/۰۸۱۸۹	۰/۰۴۰	۱/۴۵۵۱۶	۰/۰۳۲۳۹	۰/۰۰۲۶۵
۱۸	جابر ابن حیان	۰/۰۳۹۸۹	۰/۰۱۰	۰/۱۵۱۵۳	۰/۰۳۰۴۴	۰/۰۰۱۲۱
۱۹	پارس دارو	۰/۰۳۴۳۴	۰/۰۰۸	۰/۱۶۷۱۶	۰/۰۲۸۱۱	۰/۰۰۰۹۷
۲۰	ریسندگی و یافندگی کاشان	۰/۰۳۰۰۸	۰/۰۰۶	۰/۱۳۲۵۷	۰/۰۲۷۸۸	۰/۰۰۰۸۴
۲۱	کمپرسور تبریز	۰/۰۴۶۱۴	۰/۰۲۰	۰/۱۵۴۸۰	۰/۰۲۵۶۴	۰/۰۰۱۱۸
۲۲	قوه پارس	۰/۰۷۳۲۵	۰/۰۴۰	۱/۶۱۱۳۸	۰/۰۲۵۵۲	۰/۰۰۱۸۷
				۶۱/۷۱۴۲۵	۱/۰۰۰۰۰	۰/۰۵۵۲۰
					بازده	۰/۰۵۵۲۰
					ریسک	۰/۰۰۰۵۷

$$Ri^*AW_i^* = \text{بازده هر سهم در کل سبد}$$

$$AW_i^* = \text{وزن سهم در سبد}$$

حال چنانچه نتایج ریسک و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری را با توجه به تعریفی که از ضریب β ارائه شد، بررسی نماییم آنگاه متوجه خواهیم شد که سهام برخی از این شرکت‌ها تدافعی و برخی دیگر تهاجمی است. بدیهی است که سرمایه‌گذار با مقایسه این ارقام و توجه به پرتفوی بهینه و همچنین درجه ریسک‌پذیری خود می‌تواند نسبت به انتخاب سهام تصمیم بگیرد. بدیهی است که تنها با آگاهی از درجه ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران می‌توان به آنها پیشنهاد خرید و فروش سهام نمود.

در مقایسه‌ای که بین پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و پرتفوی بهینه صورت گرفته است، مشخص شد که سهام موجود در پرتفوی منتخب این تحقیق بخش ناچیزی از پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تشکیل داده‌اند که به دلیل جلوگیری از هر گونه اثر سوء احتمالی بر قیمت سهام شرکت، از ذکر ترکیب سهام هر یک از شرکت‌ها در پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری خودداری می‌شود. ولی آنچه که مشخص است حرکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به سمت سهام با ریسک بیشتر به منظور کسب بازده بیشتر است و در این شرایط همان‌گونه که در سالهای رکود بورس ملاحظه شد، سهام این شرکت‌ها آسیب جدی می‌بیند و این موضوع باید مورد توجه سهامداران جزء باشد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

مؤسسات مالی که دارای انواع و اشکال گوناگون هستند جزو بازیگران اصلی در بخش مالی اقتصاد می‌باشند. این مؤسسات که دارایی‌های آنان از داراییهای مالی نظیر اوراق قرضه، سهام و وام تشکیل شده است، اقدام به سرمایه‌گذاری مطمئن در بازارهای مالی نموده و یا به اعطای وام می‌پردازند. مؤسسات مالی یا اوراق بهادار منتشر شده توسط سایر شرکت‌ها و مؤسسات را خریده و همزمان اوراق با ارزش خود را به دیگران می‌فروشند (واسطه‌گران مالی) یا اقدام به ارائه انواع خدمات در

بازارهای مالی می‌نمایند (سایر مؤسسات مالی).

حضور مؤسسات مالی در بازارهای مالی سبب شده است تا طیف گسترده‌ای از امکان انتخاب برای سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد و هر سرمایه‌گذار بسته به میزان ریسک مطلوب خود، اقدام به انتخاب یکی از این اوراق بهادار (اوراق بهادار مؤسسات مالی) نماید. از سوی دیگر امکان انتشار اوراق قرضه برای شرکت‌ها وجود دارد و اوراق قرضه دولتی نیز در بازار فراوان است. لذا برای سرمایه‌گذاران امکان انتخاب اوراق بهادار بدون ریسک نیز وجود دارد و در مجموع در ریسک‌های گوناگون امکان انتخاب اوراق بهادار گوناگون برای افراد وجود دارد. مؤسسات مالی فعال در بازار سرمایه نیز بخش عمده‌ای از فعالیت خود را معطوف به خرید اوراق بهادار شرکت‌ها و پذیره‌نویسی اوراق جدید می‌کنند و پرتفویی از انواع اوراق بهادار را نگهداری می‌نمایند. به دلیل وجود این شرکت‌ها در بازار سرمایه، شرکت‌ها نیز نگران تأمین نقدینگی نبوده و از طریق استقراض و یا فروش اوراق قرضه به این مؤسسات، نقدینگی موردنیاز خود را تهیه می‌نمایند. این تنوع، باعث شده است تا بازارهای سرمایه مأمّن و مرجع مطمئنی برای حضور و سرمایه‌گذاری دارندگان سپرده‌های کوچک و بزرگ باشد و سهامداران بتوانند پرتفویی متناسب با مطلوبیت خود تهیه نمایند. وجود مؤسسه‌های مشاوره‌ای نیز از جمله مکان‌هایی هستند که سرمایه‌گذاران را در امر سرمایه‌گذاری و خرید و فروش سهام یاری می‌نمایند.

بازار سرمایه در کشور ما متفاوت با بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته می‌باشد. هرچند در کشور ما بانک‌های تجاری، بانک‌های تخصصی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاران فعالیت دارند. ولی بانک‌های تجاری و تخصصی، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی دولتی بوده و فعالیت چندانی در بازار متشکل سرمایه (بورس تهران) ندارند. (البته بانکها در بورس تهران فعال هستند). در بازار بورس تهران سهام بیش از ۲۷۰ شرکت پذیرفته شده است که از این تعداد سهام بیش از ۱۵۰ شرکت بطور مرتب مورد

معامله قرار می‌گیرد. سهام این شرکت‌ها تا سال ۱۳۷۶ تقریباً تنها اوراق بهادار موجود در بورس تهران بود، انتشار اوراق مشارکت از سال ۱۳۷۳ این تفکر را بوجود آورد که از این پس سهام شرکت‌ها تنها اوراق موجود در بورس نبوده و اوراق مشارکت نیز به آن اضافه خواهد شد. ولی در عمل مشاهده شد که اوراق مشارکت منتشر شده راهی به سوی بورس نیافته و در بانک‌ها مورد معامله قرار می‌گیرد. واریزنامه صادراتی شرکت‌ها نیز از اواسط سال ۱۳۷۶ در بورس تهران قابل معامله شد. این اوراق که توسط شرکت‌های صادرکننده، در بورس تهران عرضه می‌گردد، دریچه تازه‌ای را در تامین ارز شرکت‌ها گشوده است. لیکن در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سرمایه بی‌اثر است. بنابراین سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تنها اوراق بهادار قابل سرمایه‌گذاری می‌باشند و از این نظر فقر تنوع اوراق بهادار در بازار سرمایه احساس می‌شود. از این‌رو چنانچه سهامدار بخواهد اوراق بهاداری متناسب با ریسک و بازده مطلوب خود خریداری نماید با مشکل روبرو خواهد شد.

چنانچه بخواهیم ابزاری را برای توزیع ریسک سرمایه‌گذاری در بورس تهران به افراد معرفی کنیم، جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری چیزی را پیدا نمی‌کنیم. شرکت‌های سرمایه‌گذاری از آن رو به عنوان ابزاری برای سرشکن کردن ریسک قابل توجه هستند که در پرتفوی خود سهام انواع شرکت‌ها را نگهداری می‌نمایند. وجود شرکت‌های گوناگون در پرتفوی سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری سبب می‌شود که افزایش و کاهش ارزش سهام شرکت‌ها باهم تعدیل شده و نهایتاً سهامی با ریسک پایین و بازده مناسب بوجود آید. این پیش فرض سبب می‌شود که سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان سهام پیشنهادی به سرمایه‌گذارانی که از اصول پرتفوی و سرمایه‌گذاری بی‌اطلاع بوده و ریسک‌پذیر نمی‌باشند، مطرح شود. حال لازم است تا وضعیت این شرکت‌ها در بورس تهران به‌طور کامل مورد بررسی قرار گیرد.

نتیجه‌گیری کلی بدست آمده حاکی از این است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌جای اینکه سهام چند شرکت را که دارای عملکرد مناسب هستند در پرتفوی خود قرار دهند، اقدام به جمع‌آوری سهام تعداد زیادی از شرکت‌ها (به میزان کم یا زیاد) نموده‌اند که این فرایند سبب کاهش بازده بدره، به دلیل ترکیب شدن سهام پر بازده، کم بازده و با بازده منفی، می‌باشد. این پدیده همچنین سبب شده است که سهامداران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در طول دوره مورد بررسی بازدهی قابل توجهی در مقایسه با پرتفوی منتخب نداشته باشند و اغلب بازده سهام آنها نزدیک به بازده پرتفوی بازار بوده است در حالی که ریسک سهام این شرکت‌ها از ریسک بازار بسیار بیشتر می‌باشد.

بنابراین سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران را (عموماً) می‌توان به سهامدارانی پیشنهاد کرد که جرأت ریسک‌پذیری را نداشته و ترجیح می‌دهند که با نرخ بازده اندک و کمی بالاتر از نرخ بهره بدون ریسک اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. از این رو نمی‌توان به سرمایه‌گذارانی که به دنبال بازده بالا هستند خرید سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری را پیشنهاد کرد. توضیح دیگر اینکه ممکن است این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت از نرخ بازده بالا (ناشی از رشد قیمت سهام) برخوردار باشند لیکن آنچه که در این تحقیق مدنظر بوده است، روند سه ساله و بلندمدت می‌باشد.

مشکلات شرکت‌های سرمایه‌گذاری

حال لازم است بررسی شود که چرا شرکت‌های سرمایه‌گذاری این‌گونه عمل کرده‌اند؟ قبلاً اشاره شد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در جهان، بخشی از پرتفوی خود را به خرید اوراق با درآمد ثابت نظیر اوراق قرضه و... اختصاص می‌دهند. وجود این اوراق در ترکیب پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری سبب می‌شود که ضریب اطمینانی برای سودآوری این شرکت‌ها باشند. بنابراین شرکت‌های سرمایه‌گذاری

می‌توانند با قراردادن ترکیبی از اوراق بهادار با ریسک و بدون ریسک، اقدام به گزینش و ارائه سود مطلوب نمایند. اما مانع و مشکل شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کشور، عدم تنوع اوراق بهادار و نبودن اوراق بدون ریسک (اوراق مشارکت) به میزان کافی در بازار به منظور استفاده توسط مؤسسه‌های مالی می‌باشد و شرکت‌های سرمایه‌گذاری ناچارند به یک نوع اوراق بهادار یعنی سهام بسنده نمایند.

مشکل عمده دیگر شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سهامداران عمده آنها می‌باشد، متأسفانه سهامداران عمده اکثر شرکت‌های سرمایه‌گذاری را بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری دیگر وابسته به بانک تشکیل می‌دهند. بانک‌ها، از این شرکت‌ها بیشتر در جهت منابع خود استفاده کرده و روحیه حاکم بر بانک‌های کشور را که روحیه‌ای دولتی است بر این شرکت‌ها تحمیل می‌نمایند. لذا بعضاً شرکت‌های سرمایه‌گذاری تحت پوشش بانک‌ها و جوهر را صرف امور غیرسودآور نموده و به دلیل فشار سهامداران مجبور به تقسیم سود اندک می‌شوند.

نبودن شرکت‌های مدیریتی به‌عنوان مشاور این شرکت‌ها نیز از جمله عوامل عدم کارایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در امر انتخاب سهام نمی‌توانند از خدمات این شرکت‌ها بهره‌جویند. وجود تعداد سهام فراوان در پرتفوی شرکت‌ها سبب شده است تا کارشناسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری فرصت رسیدگی کامل به وضعیت سهام موجود را نداشته باشند و تنها به جمع‌آوری آمار و اطلاعات بپردازند. وجود شرکت‌های مدیریتی سبب می‌شود که یا به وجود کارشناسان نیاز نباشد و یا در صورت نیاز، این شرکت‌ها به کمک کارشناسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمده و آنها را در تجزیه و تحلیل سهام یاری کنند.

وجود محدودیتهای قانونی سبب شده است تا شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز در بازار فعالیت نداشته و لذا قدرت دخالت در بازار از این شرکت‌ها سلب شود.

پیشنهادها

- ۱ - نظر به اینکه نبودن اوراق مشارکت یکی از معضلات بازار سرمایه کشور است لذا تسهیل در شرایط صدور اوراق مشارکت و امکان صدور این اوراق برای کارخانجات تولیدی و ارائه آن در بورس تهران ضروری است.
- ۲ - در حال حاضر مالیات نقل و انتقال اوراق مشارکت موجود، صفر است در حالی که وجود نرخ مالیات و نرخ کارمزد در بورس تهران سبب شده است تا اوراق مشارکت به بورس راه نیابد. از این رو تسهیل در شرایط مالیاتی اوراق مشارکت در بورس تهران و حذف مالیات فروش و عوارض گسترش بورس احساس می‌شود.
- ۳ - اعطای اختیار به مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری از سوی سهامداران عمده ضروری می‌باشد.
- ۴ - لزوم بازنگری قانون تجارت و امکان تأسیس صندوق‌های مشترک وجوه و شرکت‌های با سرمایه باز احساس می‌شود.
- ۵ - وجود شرکت‌های مدیریتی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سهامداران مفید بوده و وجود آنها در بازار توصیه می‌شود.

