



## ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران

سپیده سادات نصیری<sup>۱</sup>

غلامرضا سلیمانی امیری<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۱۵

### چکیده

سرمایه‌گذاری از مهمترین مسائل پیش روی هر شخص حقیقی و حقوقی است. بسیاری از سرمایه‌گذاران به دلیل عدم تخصص لازم در انجام سرمایه‌گذاری مستقیم به سراغ خرید سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌روند. از این رو، بررسی، شناخت و تحلیل عملکرد این شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن از اهمیت زیادی برخوردار است. هدف تحقیق حاضر این است که با بررسی و دسته‌بندی فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایران، شیوه ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها را بررسی نموده و با توجه به کلیه زمینه‌های فعالیت این شرکت‌ها، راهکاری برای ارزیابی به استفاده‌کنندگان ارائه نماید. به این منظور اطلاعات شرکت‌های سرمایه‌گذاری عضو بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. فعالیت‌ها به سه دسته کلی سرمایه‌گذاری بورسی، غیر بورسی و پروژه‌ها تقسیم و معیار مناسب اندازه‌گیری هر دسته با مرور ادبیات علمی و مراجعه به خبرگان معرفی و عملکرد شرکت با استفاده از معیار شامل نسبت Q توبین و ROA اندازه‌گیری گردید. در نهایت با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی مبتنی بر رگرسیون اطلاعات مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحلیل با استفاده از نسبت Q توبین نشان داد که سرمایه‌گذاری‌های بورسی بیشترین تأثیر را بر عملکرد شرکت دارد، در حالی که دو بخش دیگر فعالیت از سوی سرمایه‌گذاران کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد. نتایج تحلیل با استفاده از ROA نشان داد که علاوه بر سرمایه‌گذاری‌های بورسی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها هم از بخش‌های تأثیرگذار و با اهمیت بر عملکرد شرکت‌هاست.

**واژه‌های کلیدی:** شرکت‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد مالی، ROA، نسبت Q توبین، ارزیابی عملکرد.

۱- دکترای حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران.

۲- دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
gh.soleymani@alzahra.ac.ir

## ۱- مقدمه

شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی هستند که سرمایه (وجه) دریافتی از سرمایه‌گذاران را در مجموعه‌های مختلف از دارایی‌ها به ویژه اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری می‌کنند و هر سرمایه‌گذار به نسبت سهم خود در مجموعه، از سود و یا زیان‌های حاصل از این سرمایه‌گذاری سهم می‌برد (محمد و میرزا، ۲۰۱۱). هدف اولیه این شرکت‌ها، حداکثر کردن بازده دارایی‌های تحت مدیریتشان در طول زمان است. اینکه چقدر در رسیدن به این هدف از حیث اثربخشی عملیات موفق بوده‌اند و یا در صورت رسیدن به آن، از حیث کارایی برنامه‌ها چگونه به آن رسیده‌اند، از مسائل بسیار مهم پیش روی سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان در بازارهای سرمایه است (لعلی و والی زاده، ۱۳۸۹). شرکت‌های سرمایه‌گذاری با مهارت‌ها و ویژگی‌هایی که دارند اقدام به مدیریت ریسک نموده و امکان حذف ریسک غیرسیستماتیک و کاهش ریسک سیستماتیک را فراهم می‌کنند (بادی و همکاران، فصل پنجم، ۲۰۰۹).

با توجه به نقش ویژه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار و همچنین استقبال گسترده فعالان و سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه سراسر جهان از این شرکت‌ها، عملکرد آن‌ها برای دو گروه از استفاده‌کنندگان اهمیت بسیاری دارد؛ گروه نخست سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای هستند که به دنبال یافتن محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری می‌باشد. دوم افرادی که در حال حاضر سرمایه‌گذار یک یا چند شرکت هستند و می‌خواهند بدانند که آیا کار درستی انجام داده‌اند یا خیر؛ بنابراین ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری از این جهت حائز اهمیت است که معامله‌گران سهام بتوانند درباره نگهداری، فروش و یا خرید سهام این شرکت‌ها در زمان مقتضی تصمیمات لازم را اتخاذ کنند. سرمایه‌گذاران خواهان آگاهی از عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. هر چه اطلاعات بیشتری در دسترس باشد و هر چه مهارت بیشتری در استفاده از اطلاعات موجود وجود داشته باشد، ارزیابی صحیح‌تری از عملکرد سازمان‌ها صورت خواهد گرفت. در صورت نبود شناخت کافی از فعالیت‌های مختلف شرکت و فقدان معیاری مناسب برای سنجش عملکرد هر شاخه نمی‌توان تصمیم‌گیری خوبی انجام داد. در صورتی که سرمایه‌گذاران از نتایج تصمیمات خود دچار ضرر و زیان شوند، ممکن است از بازار خارج شوند. یکی از پیامدهای مهم خروج سرمایه‌گذاران از بازار، کوچک شدن بازار و محدود شدن سرمایه تزریق شده به بازار خواهد بود. در صورت وقوع این امر، بازار سرمایه قادر به کمک به اقتصاد از طریق تزریق منابع لازم برای توسعه زیرساخت‌ها نخواهد بود؛ بنابراین ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین مسائل پیش روی سرمایه‌گذاران بوده و شناخت و تحلیل همه شاخه‌های فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای ارزیابی عملکرد مالی ضروری خواهد بود. بر اساس مطالعات تجربی کل فعالیت‌های شرکت‌های

سرمایه‌گذاری در ایران را می‌توان به سه شاخه کلی سرمایه‌گذاری بورسی، سرمایه‌گذاری غیر بورسی، سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها (پروژه‌ها) تقسیم نمود (مشایخ، ۱۳۸۲). تنوع این فعالیت‌ها و دشواری زیاد دسترسی به اطلاعات این فعالیت‌ها باعث چشم‌پوشی محققان و ادبیات علمی از سایر شاخه‌های فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و توجه صرف به شاخه سرمایه‌گذاری بورسی شده است؛ بنابراین پژوهش حاضر به این موضوع پرداخته و سعی در بررسی همه شاخه‌های فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری دارد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

شرکت‌های سرمایه‌گذاری در دهه ۱۸۹۰ در ایالات متحده آمریکا مطرح شد. در دهه ۱۹۲۰ محبوبیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در آمریکا به حدی رسید که کم‌کم زمینه تأسیس نخستین شرکت سرمایه‌گذاری به شکل امروزی فراهم گردید. پس از تأسیس رسمی شرکت سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۲۴، به مرور زمان سایر نقاط دنیا به اهمیت و نقش انکارناپذیر این شرکت‌ها در بازار پی برده و سعی در تأسیس شرکتی با کارکرد مشابه نمودند. گستردگی شرکت‌های سرمایه‌گذاری به حدی رسید که بخش مهمی از بازارهای سرمایه تلقی شده و بسیاری از سرمایه‌گذاران از خدمات این شرکت‌ها استفاده می‌نمایند (پورزمانی و همکاران، ۱۳۸۹). به همین دلیل ارزیابی عملکرد مالی این شرکت‌ها در دنیای رقابتی امروز هم برای سرمایه‌گذاران و هم برای خود شرکت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوان برخوردار بوده است.

از دهه ۱۹۵۰ مناظرات محافل علمی پیرامون معیار اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری از هر دو منظر ریسک و بازده شروع شد. تا پیش از این، معیارهای معرفی شده برای ارزیابی عملکرد پرتفوی به عامل ریسک توجهی نداشتند. از آنجا که در علم آمار پراکندگی را با واریانس اندازه‌گیری می‌کنند، شاخص مزبور به منظور سنجش ریسک در مدل‌های بعدی مورد توجه قرار گرفت و منجر به معرفی نخستین معیار کمی ارزیابی عملکرد پرتفوی گردید. اغلب مدل‌های معرفی شده مبتنی بر تئوری مدرن پرتفوی از مارکوویتز بود. مارکوویتز با معرفی روش محاسبه نرخ بازده مورد انتظار و ریسک مورد انتظار برای پرتفوی انقلابی در این حوزه به پا نمود. معیار مهم دیگر ارزیابی عملکرد پرتفوی در دهه ۱۹۶۰ شاخص ترینر بود که عملکرد را بر اساس شاخص ریسک سیستماتیک (بتا) اندازه‌گیری نمود. پس از آن، راه برای ارزیابی عملکرد مالی پرتفوی سهام هموار شد و از آن زمان به بعد، سرمایه‌گذاران بر اساس این شاخص‌ها، میزان موفقیت مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری را در انتخاب و نگهداری پرتفوی، مورد سنجش و بررسی قرار می‌دهند. بر اساس ادبیات مالی مدرن، دو معیار دیگر در مورد عملکرد پرتفوی شامل نسبت شارپ و

آلفای جنسن هستند که در کنار سایر معیارهای سنجش عملکرد موجود در ادبیات، از اهمیت بسیاری در ارزیابی عملکرد پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری برخوردار بوده و به طور گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرند (یحیی زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

بنابراین ادبیات علمی حسابداری و مالی در زمینه مطالعه و ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارای قدمت طولانی به اندازه چندین دهه می‌باشد. با این وجود، بررسی ادبیات حوزه ارزیابی عملکرد تحقیقات داخلی نشان‌دهنده مطالعات زیادی است که غالباً محدود به ارزیابی عملکرد پرتفوی اوراق بهادار و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران بوده‌اند. نکته قابل تأمل در این میان این است که آیا می‌توان با تکیه بر اطلاعات پرتفوی بورسی، عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران را مورد سنجش قرار داد. برای پاسخ به این سؤال مهم، باید سری به دنیای شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران زد و فعالیت‌های آن‌ها را بررسی و تحلیل نمود. با بررسی فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌توان فهمید بیشتر شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کنار سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بورسی، سرمایه‌گذاری‌های دیگری انجام می‌دهند و در نهایت از کل درآمد سرمایه‌گذاری‌های خود به سهامدارانشان سود پرداخت می‌کنند. با توجه به اینکه بایستی یک شرکت سرمایه‌گذاری بر اساس کل فعالیت‌ها و نه فقط بر اساس بخشی از آن یعنی پرتفوی اوراق بهادار بورسی ارزیابی شود، بنابراین لازم است کلیه این فعالیت‌ها شناسایی و در هنگام ارزیابی عملکرد مورد توجه قرار گیرد.

بررسی فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران، نشان‌دهنده طیف بسیار متنوع و گسترده فعالیت‌های آن‌ها می‌باشد. صورت‌های مالی این شرکت‌ها، این ادعا را تأیید می‌کند که تعریف و دسته‌بندی فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران نه تنها کار چندان ساده‌ای به نظر نمی‌رسد، بلکه دشواری زیادی دارد. در این پژوهش به منظور دسته‌بندی فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران به تحقیق مشایخ که در سال ۱۳۸۲ انجام گرفته، استناد می‌شود. دلیل استفاده از این دسته‌بندی این است که به سادگی قابل فهم است. ضمن آنکه بررسی‌های صورت گرفته از فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایران در عمل نشان می‌دهد کلیه عملیات آن‌ها در قالب همین سه شاخه قابل خلاصه شدن است؛ بنابراین می‌توان این فعالیت‌ها را به سه شاخه کلی تقسیم نمود (مشایخ، ۱۳۸۲). روشن است که این دسته‌ها، دسته‌بندی کلی از فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که ممکن است در همه این شرکت‌ها وجود نداشته باشد؛ به عبارت دیگر، انتظار می‌رود برخی از شرکت‌ها دارای هر سه دسته از فعالیت‌ها باشند و بعضی دیگر، صرفاً در دو دسته از آن‌ها فعالیت کنند. در ادامه سه دسته کلی فعالیت‌ها به اختصار تشریح می‌شود؛

- سرمایه‌گذاری بوری؛ شاخه بسیار مهم و اصلی فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری این است که آن‌ها منابع مالی را از مردم گردآوری کرده و در پرتفوی متنوعی از سهام شرکت‌های مختلف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. در بازار سهام، روزانه معاملات بسیار متنوعی در رابطه با سهام عادی و یا انواع اوراق بهادار صورت می‌گیرد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از ارکان بسیار مهم این معاملات هستند و به رونق بازارهای مالی کمک شایانی می‌کنند.
- سرمایه‌گذاری غیر بوری؛ شرکت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است در شرکت‌های خارج از بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند. این شاخه از فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری که حجم قابل قبولی از کل سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها را تشکیل می‌دهد، در ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها از اهمیت برخوردار است.
- سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها (پروژه‌ها)؛ سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها (پروژه‌هایی) است که شرکت سرمایه‌گذاری به منظور کسب بازده در آن مشارکت نموده و در بلندمدت از آن سود کسب نماید.

دسته‌بندی فعالیت‌ها به درک بهتر عملیات شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هدف تحقیق یعنی شناخت و بررسی همه شاخه‌های فعالیت و معرفی معیار مناسب ارزیابی برای هر شاخه کمک شایانی خواهد کرد. حال می‌توان سراغ ادبیات علمی ایران و جهان رفته و مطالعات موجود را بهتر بررسی کرد. بررسی ادبیات علمی نشان می‌دهد تاکنون تحقیقی پیرامون ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایران با توجه به همه شاخه‌های فعالیت آن صورت نگرفته و بیشتر تحقیقات انجام شده عملکرد این شرکت‌ها را مشابه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در نظر گرفته‌اند که تمام فعالیت آن‌ها در پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بوری خلاصه می‌شود. از این رو، انجام پژوهشی که به ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران بپردازد، ضرورت دارد. در ادامه برخی از مهمترین مطالعاتی که در حوزه ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی انجام شده است به اختصار مرور می‌گردد.

مام‌اوغلی و دابوسی (۲۰۰۹) در مقاله‌ای به نام ارزیابی عملکرد پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در چارچوب ریسک نامطلوب نشان دادند که با توجه به عدم تقارن بازده‌ها معیارهای ارزیابی سنتی برای ارزیابی عملکرد پرتفوی‌های صندوق سرمایه‌گذاری کافی نیستند و به منظور فائق آمدن بر این مشکل، از معیارهای ارزیابی در چارچوب ریسک نامطلوب استفاده کردند و نشان دادند که نسبت سورتینو، پتانسیل مطلوب و امگا اشکالات نسبت شارپ را برطرف می‌کند. به

علاوه، نتایج ثابت کردند که معیار آلفا مام‌اوقلی و دابوسی نسبت به آلفا جنسن و ترینر تعدیل شده نسبت به ترینر به منظور نشان دادن عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری صحیح‌تر است.

زهدی و همکاران (۲۰۱۲) مطالعه‌ای روی سیستم ارزیابی عملکرد بر مبنای تحلیل پوششی داده‌ها برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در این مطالعه چهار ورژن مختلف تحلیل پوششی داده‌ها برای تحلیل کارایی و مدل اندرسون و پیترسون تحلیل پوششی<sup>۱</sup> برای رتبه‌بندی ۱۲ شرکت مورد بررسی استفاده گردید. ده نسبت مختلف مالی به عنوان ورودی و خروجی هر واحد تصمیم‌گیری در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد که مدل اندرسون و پیترسون تحلیل پوششی داده‌ها روش مناسبی در دستیابی به رتبه‌بندی کامل شرکت‌ها است. در نهایت با استفاده از این سیستم ارزیابی عملکرد، رتبه‌بندی جدیدی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دست آمد. امرالزمان (۲۰۱۴) با انجام مطالعه‌ای جامع روی ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تلاش نمود تا عملکرد ۳۲ صندوق مشترک رشدی در بنگلادش را بر اساس تحلیل بازده ماهانه در مقایسه با بازده شاخص ارزیابی کند. به این منظور از معیارهای عملکرد تعدیل شده بر حسب ریسک جنسن، ترینر و شارپ که به صورت نسبت شارپ، نسبت ترینر و آلفای جنسن شناخته می‌شوند استفاده شد. بر اساس نتایج در طول دوره تحقیق، صندوق‌های رشدی با توجه به نوسان و ریسک، عملکرد بهتری نسبت به بازار نداشتند.

مامتا و چاندرا (۲۰۱۷) با هدف ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به بررسی رابطه میان ریسک و بازده این صندوق‌ها نسبت به ریسک کل و ریسک سیستماتیک پرداختند. تجزیه و تحلیل از طریق آزمون‌های مختلف ریسک مثل بازده متوسط، نسبت شارپ، نسبت ترینر، انحراف استاندارد، بتا و ضریب تعیین ( $R^2$ ) انجام شد. نتایج تحلیل نشان داد که اکثر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد مطالعه، بر مبنای نسبت شارپ و نسبت ترینر، عملکرد بهتری داشته‌اند. بابر و سگال (۲۰۱۸) ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مؤثر بر عملکرد آن‌ها را بررسی کردند. آن‌ها با بررسی اطلاعات ۲۳۷ صندوق سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که اندازه صندوق سرمایه‌گذاری و NAV تأثیر منفی بر عملکرد تعدیل شده بر حسب ریسک صندوق سرمایه‌گذاری دارد در حالی که قدمت (عمر) صندوق سرمایه‌گذاری دارای تأثیر مثبت بر عملکرد است. ضمن آنکه نسبت گردش پرتفوی و هزینه‌ها تأثیر معناداری ندارند.

صفری (۱۳۸۱) به بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس نسبت‌های شارپ و ترینر پرداخت. وی به این نتیجه رسید که با افزایش تعداد سهام در پرتفوی می‌توان ریسک غیرسیستماتیک را کاهش داد. به علاوه اگر پرتفوی شرکت‌ها کاملاً متنوع باشند، رتبه‌بندی عملکرد بر مبنای نسبت‌های شارپ و ترینر به هم نزدیک خواهند شد. اسلامی

بیگدلی و همکاران (۱۳۸۴) با انجام مطالعه روی رابطه میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سه شاخص ترینر، جنسن و شارپ با اندازه (ارزش بازار شرکت) و نقدشوندگی آن‌ها نشان دادند که اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین رتبه نقدشوندگی آن بر عملکرد شرکت بی‌تأثیر می‌باشد. کاشانی پور و رسایان (۱۳۸۸) با هدف بررسی رابطه Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد در ایران، اطلاعات ۲۱۶ شرکت را مورد مطالعه قرار دادند و با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی نشان دادند که میان Q توبین و بازده سالانه سهام رابطه معناداری وجود ندارد ولی میان Q توبین با ارزش‌افزوده بازار و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معناداری دارد.

سلیمانی امیری و عابد (۱۳۹۲) به انجام پژوهش روی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایران بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن پرتفوی شامل نسبت شارپ، مدیلیانی، انحراف معیار، بتای سنتی، ترینر و جنسن و تئوری فرا مدرن پرتفوی شامل شاخص سورتینو، پتانسیل مطلوب، ریسک نامطلوب و بتاهای نامطلوب پرداختند. بر اساس نتایج این پژوهش بین رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن و فرامدرن پرتفوی ارتباط معناداری وجود دارد. از سوی دیگر با توجه به غیر نرمال بودن توزیع بازدهی صندوق‌ها، نتیجه‌گیری شد که استفاده از معیارهای تئوری فرامدرن پرتفوی در ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، در مقایسه با معیارهای تئوری مدرن پرتفوی از ارجحیت برخوردار است.

شعری و قربانی (۱۳۹۴) به رابطه انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین انعطاف‌پذیری مالی (بازده جریان نقد آزاد) و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق نسبت شارپ) و نبود رابطه معنادار انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق نسبت ترینر) می‌باشد. پورزمانی، زهرا، (۱۳۹۶)، با هدف مطالعه کارایی معیارهای ارزیابی ریسک در تئوری فرامدرن پرتفوی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در دوران رونق تجاری، از داده‌های ۳۵ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک از ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ استفاده نمود. نتایج نشان داد که در بازار سرمایه ایران، بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس نسبت چشم‌انداز، نسبت امگا و بازده واقعی همبستگی معناداری وجود دارد، ولی بین رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس نسبت چشم‌انداز، نسبت امگا و بازدهی واقعی در دوران رونق تفاوت معناداری وجود ندارد.

شمس و اسفندیاری مقدم (۱۳۹۷) در مقاله‌ای در مورد ارتباط رفتار توده‌واری با عملکرد و ویژگی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری، داده‌های مربوط به هجده شرکت سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت فصلی تجزیه و تحلیل کردند. یافته‌ها نشان داد که رفتار

توده‌وار در شرکت‌های سرمایه‌گذاری ارتباط منفی معناداری با عملکرد این شرکت‌ها دارد. علاوه بر این، رابطه معنادار بین رفتار توده‌وار با ویژگی‌های این شرکت‌ها وجود دارد. به این صورت که توده‌واری با رشد دارایی، بازده فصل قبل، جریان نقدی، تغییر رشد فروش، تغییر سود خالص و تغییر سود ناخالص رابطه عکس و با نسبت هزینه و گردش پرتفوی رابطه‌ای مستقیم و مثبت دارد. نوروزی نصر و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیق روی تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام نشان دادند که سرمایه‌گذاران ریسک عدم نقدشوندگی را در تصمیمات خود به شدت لحاظ می‌کنند. در این مقاله با مطالعه روی ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با استفاده از مدل رگرسیونی نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به عبارت دیگر، بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

پس از مرور مطالعات داخلی صورت گرفته در حوزه ارزیابی عملکرد مالی به ویژه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، ملاحظه می‌شود که غالب مطالعات صورت گرفته با تأکید بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری (که به اشتباه شرکت سرمایه‌گذاری نامیده می‌شوند) و یا عملکرد پرتفوی اوراق بهادار بورسی انجام شده‌اند (نظیر مطالعات راعی و همکاران، ۱۳۹۰ و خدایی و فولادوندنیا، ۱۳۸۹ و ...). باید به این نکته توجه نمود که به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت‌های شرکت‌ها با صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نمی‌توان به همان الگوهای موجود ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری اتکا نمود؛ به عبارت دیگر، پیش‌تر اشاره شد که برخی شرکت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است علاوه بر تهیه پرتفوی شرکت‌های بورسی، به سایر فعالیت‌ها نظیر هلدینگ، سرمایه‌گذاری غیر بورسی و سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها نیز مشغول باشند که باعث می‌شود عملکرد این شرکت‌ها صرفاً محدود به پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بورسی نبوده و متشکل از سایر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نیز باشد؛ بنابراین برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیاز به مطالعه بیشتر روی شاخه‌هایی از فعالیت است که میان سرمایه‌گذاران و حتی محققان علمی هم نادیده گرفته می‌شود.

به عبارت دیگر، ممکن است استفاده از نسبت‌های شارپ و جنسن و ... جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران منجر به برآورد قابل اتکایی از کل عملکرد نشود. بی‌توجهی به این نکته مهم که شاخه‌های مهم دیگری وجود دارد که عملیات شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تشکیل داده و برگرفته از فعالیت‌هایی به جز سرمایه‌گذاری در پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بورسی است، در مطالعات حوزه ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، قابلیت اطمینان



یافته‌های علمی این مطالعات را زیر سؤال می‌برد؛ بنابراین از نظر تئوری در مطالعات علمی و یا از نظر کاربردی در عمل، توجه به کلیه شاخه‌های تشکیل‌دهنده فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت برخوردار است. همین امر بنای توجه به موضوع ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران را فراهم نمود که زمینه انجام پژوهش حاضر می‌باشد.

با توجه به اینکه در ادبیات علمی ایران، مطالعه‌ای در خصوص ارزیابی عملکرد مالی این شرکت‌ها با توجه به همه شاخه‌های فعالیت آن‌ها انجام نشده است، انجام چنین تحقیقی منظور ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری سودمند به نظر می‌رسد. از این رو هدف پژوهش حاضر این است که با در نظر گرفتن ویژگی‌ها و فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران، معیارهای مناسبی برای ارزیابی شاخه‌های مختلف فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری معرفی نموده و الگوی ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایران تبیین نماید.

### ۳- روش‌شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نوع مطالعات کاربردی و کمی است. مبانی نظری تحقیق حاضر از کتب و مجلات تخصصی داخلی و انگلیسی و داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هیئت‌مدیره به مجمع عمومی، بانک جامع اطلاعات پایگاه بورس اوراق بهادار، نرم‌افزارهای ره‌آورد و نهایتاً به صورت میدانی یعنی مراجعه حضوری به شرکت‌ها و مصاحبه با خبرگان و متخصصان در شرکت‌های سرمایه‌گذاری گردآوری می‌شود. قلمرو زمانی پژوهش حاضر بازه ده ساله از سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ می‌باشد.

#### ۳-۱- جامعه آماری

بر اساس ادبیات علمی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان بر حسب موارد و ویژگی‌های متنوعی دسته‌بندی نمود. از جمله مهمترین این دسته‌ها، دسته‌بندی بر حسب تنوع فعالیت، پذیرش در بورس، حوزه فعالیت، نوع مالکیت و ... می‌شود (میرقادی، ۱۳۹۲). یکی از دسته‌بندی‌های مرسوم و مهم در این حوزه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی را به سه دسته کلی زیر تقسیم می‌نماید؛

- ۱) شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی
- ۲) شرکت‌های سرمایه‌گذاری مادر تخصصی یا هلدینگ
- ۳) شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای صنعتی

از آنجا که هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که فعالیت اصلی آن‌ها جمع‌آوری منابع مالی از طریق فروش سهام خود به عموم در بازارهای مالی، به قصد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار سایر شرکت‌ها می‌باشد، نه شرکت‌هایی که قصد آن‌ها مالکیت، اداره و یا فقط مدیریت شرکت‌های تابعه است، جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران در دو دسته اول و سوم می‌باشد که قبل از سال ۱۳۸۶ عضو بورس بوده و از ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ در بورس مانده باشند. بعد از بررسی‌های انجام شده ۱۹ شرکت واجد شرایط فوق هستند که تحت عنوان جامعه آماری قرار می‌گیرند. شایان ذکر است که به دلیل محدود بودن جامعه آماری، در این پژوهش کل شرکت‌های جامعه آماری بررسی شده و چیزی از آن حذف نمی‌شود؛ به عبارت دیگر کل جامعه آماری به عنوان نمونه، مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### ۲-۳- روش اندازه‌گیری متغیرها

عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری از جنبه‌های مختلفی قابل بررسی است که از این نظر، پژوهش حاضر صرفاً از جنبه مالی به ارزیابی عملکرد می‌پردازد. ضمن آنکه عملکرد مالی شرکت تحت تأثیر عوامل متعدد داخلی و خارجی است. از جمله عوامل داخلی شناخته شده مؤثر بر عملکرد می‌توان به منابع انسانی، ساختار سازمانی، انگیزه مدیریت، سن مدیریت، جنسیت مدیریت، سیستم‌های فن‌آوری اطلاعات، استراتژی شرکت، منابع مالی و ... (یدالهی و همکاران، ۱۳۸۸) و از عوامل خارجی شناخته شده مؤثر بر عملکرد نیز می‌توان به نرخ بهره، نرخ ارز، عملکرد کلی بازار سهام، تورم و ... اشاره کرد (بدری و همکاران، ۱۳۹۵). در نظر گرفتن کلیه این عوامل داخلی و خارجی در تبیین الگوی ارزیابی عملکرد مالی شرکت سرمایه‌گذاری و تفکیک نقش هر یک بر عملکرد نهایی، عملاً بسیار دشوار و حتی غیرممکن است، چرا که معادله‌ای با تعداد بی‌شماری متغیر خواهد شد که بسیاری از آن‌ها قابل اندازه‌گیری به صورت کمی نیستند؛ بنابراین باید محدودیتی برای بررسی متغیرهای مؤثر بر عملکرد مالی شرکت سرمایه‌گذاری، به منظور تبیین الگوی ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها لحاظ شود. از این رو در این پژوهش صرفاً شاخه‌های اصلی فعالیت این شرکت‌ها به عنوان اصلی‌ترین متغیرهای مستقل مؤثر بر متغیر وابسته یعنی عملکرد مالی شرکت سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار می‌گیرند. ضمن آنکه به منظور حذف اثر متغیر کنترلی اندازه شرکت، از میانگین موزون در هر شاخه استفاده شده تا اثر مزبور خنثی شود. لازم به ذکر است که داده‌های مورد نیاز برای انجام تحقیق حاضر از طرق مختلف گردآوری می‌گردد. نخست انواع فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس بررسی به عمل آمده به سه دسته کلی سرمایه‌گذاری بورسی، غیر بورسی،

پروژه‌ها تقسیم شده و سپس برای هر یک با مرور ادبیات علمی و مراجعه به خبرگان، بهترین معیار ارزیابی معرفی می‌شود.

### ۳-۲-۱- متغیر سرمایه‌گذاری بورسی

شاخه اول فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاری‌های بورسی تعلق دارد. منظور از سرمایه‌گذاری بورسی این است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری بخشی از منابع مالی را از مردم جمع‌آوری کرده و در پرتفوی متنوعی از سهام شرکت‌های مختلف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. در بورس اوراق بهادار روزانه معاملات بسیار متنوعی در رابطه با انواع اوراق بهادار به صورت عمده و یا جزیی صورت می‌گیرد. یکی از مهمترین نهادهای معامله‌کننده در بورس، شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند که نقش مهمی در رونق بازارهای مالی ایفا می‌کنند. اهمیت ریالی فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در این حوزه به قدری است که توجهات زیادی از جامعه حرفه‌ای و آکادمیک جلب نموده است. از این رو در این بخش مشکلی برای پیدا کردن معیار مناسب وجود ندارد. به منظور محاسبه بازده پرتفوی بورسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، گام‌های زیر برداشته خواهد شد.

در محاسبه بازدهی پرتفوی سالانه هر شرکت سرمایه‌گذاری، باید بازده شرکت‌های سرمایه‌پذیری که در پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار دارند، محاسبه شود. از آنجایی که بازده هر سهم، مجموعه مزایایی است که در طول سال مالی به آن سهم تعلق می‌گیرد، به منظور محاسبه بازده شرکت‌های سرمایه‌پذیر  $r_i$  رابطه ۱ تعریف می‌شود؛

$$r_i = \frac{\text{آورده نقدی} - \text{سود نقدی ناخالص} + \text{افزایش قیمت سهام}}{\text{قیمت سهم در اول دوره}} \quad (1)$$

$$r_i = \frac{[(1-\theta)P_1 - P_0] + \text{DPS} - C}{P_0}$$

لازم به ذکر است که منظور از  $\theta$  درصد افزایش سرمایه، DPS سود تقسیمی هر سهم شرکت در هر ماه و C آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه به ازای هر سهم می‌باشد.

در محاسبه بازده سالانه پرتفوی هر شرکت، ترکیب پایان سال مالی یعنی پرتفوی در آخر دوره مورد توجه قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه این پرتفوی پایان سال هر شرکت، تنها ترکیب و حجم سرمایه‌گذاری در تاریخ پایان سال مالی شرکت را نشان می‌دهد و اطلاعاتی درباره طول مدتی که هر کدام از اجزا در ترکیب پرتفوی حضور داشته‌اند، نمی‌دهد، به منظور به حداقل رساندن اثرات

این محدودیت و جلوگیری از محاسبه بازده غیرواقعی، صورت وضعیت پرتفوی به صورت ماهانه تهیه شده و سپس از میانگین بازده برای محاسبه بازده سالانه استفاده می‌شود. پرتفویهای ماهانه شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی تحقیق، از دو سایت کدال و سازمان بورس و اوراق بهادار جمع‌آوری می‌شوند. از پرتفویهای ماهانه، ترکیب پرتفوی و ارزش بازار پایان دوره شرکت‌های سرمایه‌پذیر استخراج می‌گردد. بازده پرتفوی در هر صورت وضعیت اعلام شده شرکت سرمایه‌گذاری برای دوره مورد نظر تحقیق برابر میانگین موزون بازده تک‌تک اجزای تشکیل‌دهنده آن می‌باشد؛ یعنی از رابطه ۲ استفاده می‌شود؛

$$R_p = \sum_{i=1}^n R_i w_i \quad (2)$$

که در آن  $R_i$  بازده هر جز پرتفوی بورسی در دوره  $t$  است که معمولاً به آن بازده شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌گویند و  $w_i$  وزن شرکت‌های سرمایه‌پذیر در پرتفوی در دوره  $t$  می‌باشد. پس از محاسبه بازده پرتفوی در هر ماه، از میانگین به منظور رسیدن به بازده سالانه پرتفوی استفاده می‌شود.

### ۳-۲-۲- متغیر سرمایه‌گذاری غیر بورسی

شاخه دوم فعالیت به سرمایه‌گذاری‌های غیر بورسی اختصاص دارد. منظور از سرمایه‌گذاری غیر بورسی این است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های غیر بورسی (شرکت‌هایی که عضو بورس اوراق بهادار نمی‌باشند) بپردازند. این بخش از فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری که ممکن است حجم قابل توجهی از کل سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها را تشکیل می‌دهد، در نتایج نهایی و عملکرد این شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار بوده و نادیده گرفتن آن‌ها می‌تواند نقش مؤثری در تحلیل عملکرد این شرکت‌ها داشته باشد.

در این شاخه فعالیت دو مشکل اساسی وجود دارد. نخست اینکه دسترسی به اطلاعات این بخش بسیار دشوار است چرا که مربوط به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های غیر بورسی است که هیچ یک از گزارش‌های مالی، قیمت سهام و ... آن‌ها ارائه و افشا نمی‌شود. دوم اینکه پس از طی کردن مراحل متعدد کسب مجوز مدیران ارشد برای دسترسی به این اطلاعات از طریق بایگانی شرکت‌ها، نحوه تحلیل و ارزیابی عملکرد این شاخه فعالیت در میان متخصصان شرکت‌های مورد بررسی بسیار متنوع است؛ بنابراین به دلیل دشواری تهیه و عدم دسترسی به اطلاعات و ابهام اطلاعاتی این شاخه، محققان قادر به معرفی معیار مناسب و کاربردی برای آن نبوده و ندرتاً به مطالعه آن پرداخته‌اند. از این رو، یکی دیگر از نوآوری‌های پژوهش حاضر توجه به این شاخه است

که به دلیل وجود دشواری‌های بسیار زیاد در تهیه اطلاعات این بخش از فعالیت‌ها و همچنین نبود معیاری پذیرفته شده برای تحلیل یکپارچه نتایج، در سایر مطالعات علمی (محققان) و تحلیل‌های عملی (بازار سهام) نادیده گرفته می‌شود. امید است پژوهش حاضر بتواند گام مؤثری در راستای کمک به معرفی معیار مناسب جهت ارزیابی این شاخه فعالیت‌ها بردارد.

به منظور رفع مشکل اول و گردآوری اطلاعات این شاخه، مراحل متعدد برای کسب مجوز از مدیران ارشد برداشته شد. پس از گردآوری اطلاعات، به منظور رفع مشکل دوم و دستیابی به معیار ارجح در این شاخه فعالیت‌ها، به شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مصاحبه با خبرگان و متخصصان این حوزه مراجعه شد. از میان این معیارهای معرفی شده توسط خبرگان، می‌توان به برتری نسبی معیار بازده دارایی‌ها در میان آن‌ها به دلیل استفاده بیشتر اشاره نمود؛ به عبارت دیگر؛

$$\text{وزن در پرتفوی} \times \left\{ \frac{\text{سود خالص شرکت سرمایه پذیر}}{\text{کل دارایی‌های شرکت سرمایه پذیر}} \right\} = \text{بازده پرتفوی غیر بورسی} \quad (۳)$$

سپس میانگین حسابی بازده‌های کسب از شده از شرکت‌های مختلف به عنوان بازده این شاخه فعالیت در نظر گرفته می‌شود.

### ۳-۲-۳- متغیر سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها (پروژه‌ها)

شاخه سوم فعالیت‌ها به عنوان سایر سرمایه‌گذاری‌ها (پروژه‌ها) در نظر گرفته می‌شود. سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها، در واقع پروژه‌هایی است که ممکن است برخی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران علاوه بر تخصیص منابع خود به سرمایه‌گذاری‌های بورسی و غیر بورسی، بخشی از منابع شرکت را صرف این گونه پروژه‌ها نموده و در بلندمدت از منافع آن بهره‌مند شوند. در واقع شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از تأمین‌کنندگان مالی ساخت پروژه‌های عمرانی اقدام به سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها می‌نمایند. این شاخه از فعالیت این شرکت‌ها، مزیت بزرگی برای سرمایه‌گذاران در شرکت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاران در صندوق‌های مشترک اوراق بهادار ایجاد می‌کند چون در این شرایط سرمایه‌گذار اگر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها علاقه‌مند باشد، شرکت‌های سرمایه‌گذاری این امکان را برای وی فراهم نموده که با اطمینان نسبی از سود نهایی پروژه‌ها به این مهم دست یابند؛ بنابراین سرمایه‌گذار علاوه بر بهره‌مندی از بازده سرمایه‌گذاری‌های بورسی و غیر بورسی، از بازده ناشی از سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها و پروژه‌ها نیز برخوردار می‌شود. به منظور اندازه‌گیری بازده شاخه سوم فعالیت یعنی سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها مراحل زیر طی می‌شود. نخست باید اطلاعات ارزش کلی هر پروژه، نرخ بازده داخلی هر پروژه،

زمان شروع و پایان هر پروژه و درصد پیشرفت واقعی هر پروژه از شرکت به دست آورده شود. متأسفانه دسترسی به این اطلاعات یکی از سخت‌ترین قسمت‌های انجام این پژوهش است، چرا که به نظر این شرکت‌ها این اطلاعات محرمانه بوده و امکان دسترسی به آن‌ها، بسیار دشوار است. برای این کار در پژوهش حاضر زمان زیادی سپری شد تا اجازه دسترسی به اطلاعات این شاخه فعالیت صادر شود. پس از دسترسی به این اطلاعات، بر اساس نظر خبرگان و متخصصان به منظور محاسبه بازده پروژه‌ها در این شرکت‌ها به شرح زیر عمل می‌شود؛

$$(۴) \quad \text{نرخ بازده داخلی پروژه } i \times \text{ارزش کل پروژه } i = \text{کل سود پروژه } i \text{ در طول عمر پروژه}$$

$$(۵) \quad \text{سهام شرکت } j \text{ از پروژه } i \times \text{کل سود پروژه } i = \text{کل سود شرکت } j \text{ از پروژه } i$$

$$(۶) \quad \text{درصد پیشرفت واقعی پروژه } i \times \text{کل سود شرکت } j \text{ از پروژه } i = \text{سود سالانه پروژه } i \text{ شرکت } j$$

$$(۷) \quad \text{بازده سالانه پروژه } i = \frac{\text{سود سالانه پروژه } i \text{ شرکت } j}{\text{کل سرمایه شرکت } j \text{ در پروژه } i}$$

پس از محاسبه سود هر پروژه، به منظور رسیدن به بازده هر پروژه کافی است سود هر سال پروژه بر کل سرمایه‌گذاری آن تقسیم گردد. از آنجا که هر شرکت ممکن است در بیش از یک پروژه سرمایه‌گذاری کند، جهت ارزیابی هر یک، باید سود به صورت مستقل برای هر پروژه محاسبه شود. در این صورت به منظور ارزیابی عملکرد مالی شرکت در این طبقه فعالیت، باید یک رقم به عنوان برآیند سودهای این بخش محاسبه گردد. به این منظور بر اساس مفاهیم آماری، از میانگین موزون یا وزنی استفاده می‌شود. در محاسبه میانگین موزون یک مجموعه عامل‌های نابرابر، برای هر یک از عامل‌ها، وزن یا ارزش معینی در نظر گرفته می‌شود و سپس آن عامل در وزن معین ضرب می‌گردد. سپس جمع این ارقام به دست آمده بر مجموع وزن‌ها تقسیم می‌شود؛ به عبارت دیگر؛

$$(۸) \quad \bar{R} = \sum_{i=1}^n w_i R_i$$

که در آن  $R$  بازده هر پروژه و  $w$  وزن پروژه مورد بررسی نسبت به کل پروژه‌های هر شرکت می‌باشد.

### ۳-۲-۴- متغیر عملکرد مالی شرکت

در نهایت متغیر وابسته یعنی عملکرد مالی شرکت سرمایه‌گذاری باید اندازه‌گیری شود. به این منظور به ادبیات علمی مراجعه نموده و از دو معیار مستقل سنتی و مدرن استفاده می‌شود. این دو معیار شامل بازده دارایی (ROA) بر مبنای اطلاعات حسابداری و دیگری نسبت  $Q$  توبین از معیارهای اقتصادی می‌شود. دلیل این انتخاب‌ها به هدف تحقیق برمی‌گردد که بر اساس معیار عملکرد مبتنی بر اطلاعات اقتصادی، آیا بازار همه شاخه‌های فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری را در هنگام بررسی عملکرد لحاظ نموده یا خیر و اینکه کدام معیار اندازه‌گیری عملکرد، تصویر بهتری از عملکرد بر اساس همه فعالیت‌های شرکت سرمایه‌گذاری دارد؛ بنابراین نخست از نسبت  $Q$  توبین استفاده می‌شود. دلیل استفاده از  $Q$  توبین این است که قابلیت بررسی تفاوت‌های مقطعی در سرمایه‌گذاری و تنوع تصمیمات مدیران را داشته و نماینده‌ای از ارزش شرکت، در میان سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود (نمازی و زراعت گری، ۱۳۸۸). برای اندازه‌گیری این نسبت لازم است ارزش بازار شرکت و نسبت آن به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت محاسبه گردد. ارزش بازار شرکت برابر است با ارزش بازار سرمایه به علاوه ارزش بازار بدهی‌های شرکت. بر اساس ادبیات علمی، ارزش بازار سرمایه با ضرب تعداد سهام در قیمت بازار هر سهم به دست می‌آید و ارزش بازار بدهی با ارزش دفتری آن برابر در نظر گرفته می‌شود؛ به عبارت دیگر؛

$$Q = \frac{\text{ارزش بازار بدهی} + \text{ارزش بازار سرمایه}}{\text{ارزش دفتری بدهی} + \text{ارزش دفتری سرمایه}} = \frac{\text{ارزش بازار شرکت}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت}} \quad (9)$$

سپس از معیار دوم اندازه‌گیری عملکرد بر اساس اطلاعات حسابداری به نام بازده دارایی‌ها (ROA) استفاده می‌شود چرا که ROA نشان‌دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌ها است (صحت و همکاران، ۱۳۹۰). ضمن اینکه در این معیار به اهمیت بدهی و تعهدات شرکت توجه می‌شود؛ بنابراین در پژوهش حاضر معیار دوم جهت سنجش عملکرد، ROA می‌باشد که برابر است با؛

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت}} \quad (10)$$

پس از تعیین و محاسبه متغیرهای مستقل و متغیر وابسته، از طریق تکنیک‌های اقتصادسنجی و رگرسیون به تجزیه و تحلیل آن‌ها پرداخته می‌شود.

#### ۴- تجزیه و تحلیل یافته‌های تحقیق

جهت تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و توصیف متغیرهای پژوهش، از شاخص‌های آماری با گرایش مرکزی و پراکندگی استفاده می‌شود. شاخص‌های آماری مرکزی و پراکندگی، از مهمترین ابزارهای تحلیل داده‌ها هستند که حل هرگونه تحلیل موضوع در پژوهش بدون آن‌ها غیرممکن خواهد بود. آماره‌های توصیفی مربوط به هر یک از متغیرهای تحقیق در جدول ۱ ارائه می‌گردد.

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

نسبت Q توپین	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
میانگین	۰/۸۳	۰/۹	۰/۸۷	۱/۰۳	۱/۰۸	۱/۲۹	۱/۸۱	۱/۱۶	۰/۸۳	۱/۳۱
میانه	۰/۷۵	۰/۸۲	۰/۸۴	۰/۹۷	۰/۸۷	۱/۱۳	۱/۹۵	۱/۱۳	۰/۸۷	۱/۰۴
انحراف معیار	۱/۳۲	۰/۳۳	۰/۲۳	۰/۱۹	۰/۳۷	۰/۵۵	۰/۴۸	۰/۱۱	۰/۱۴	۱/۰۴
<b>ROA</b>	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
میانگین	۰/۱۰	۰/۱۱	۰/۰۹	۰/۱۶	۰/۱۸	۰/۲۱	۰/۳۲	۰/۲۵	۰/۱۴	۰/۱۶
میانه	۰/۹	۰/۱۰	۰/۰۹	۰/۱۷	۰/۱۸	۰/۲۱	۰/۳۱	۰/۲۵	۰/۱۶	۰/۱۷
انحراف معیار	۰/۰۵	۰/۰۶	۰/۰۸	۰/۰۷	۰/۰۶	۰/۰۹	۰/۰۸	۰/۱۱	۰/۰۵	۰/۰۴
<b>بازده بورسی (R<sub>1</sub>)</b>	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
میانگین	۳/۴۵	۳/۱۳	۱۳/۹۱	۳۴/۸۳	۱۳/۱۴	۱۴/۹۹	۳۱/۴۷	۲/۶۴	۴/۲۰	۱۷/۷۹
میانه	۱/۳۹	۴/۶۴	۱۵/۲۲	۲۹/۳۴	۱۱/۸۳	۱۱/۴۱	۲۴/۳۷	-۶/۱۹	۳/۱۱	۸/۴۹
انحراف معیار	۵/۸۹	۱۵/۰۳	۱۲/۵۴	۲۴/۵۰	۸/۹۴	۱۴/۱۵	۱۶/۵۸	۱۳/۱۹	۵/۹۰	۲۳/۲۲
<b>بازده غیر بورسی (R<sub>2</sub>)</b>	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
میانگین	۰/۰۳	۰/۹۳	-۰/۶۸	۰/۹۷	۰/۸۸	۰/۹۱	۷/۵۱	۱/۵۳	۰/۲۸	۲/۳۵
میانه	۰/۰	۰/۰	۰/۴۳	۲/۶۳	۲/۴۲	۲/۰۱	۳/۳۵	۰/۰۱	۰/۰	۱/۳۱
انحراف معیار	۹/۸۱	۴۴/۱۵	۱۱/۹۲	۷/۲۳	۱۰/۴۴	۳/۷۳	۹/۶۵	۹/۱۶	۸/۲۵	۱۴/۱۷
<b>بازده پروژه (R<sub>3</sub>)</b>	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
میانگین	۰/۳۲	۱/۰۱	۱/۵۲	۰/۸۵	۰/۵۶	۰/۷۰	۰/۹۰	۱/۱۸	۰/۹۲	۰/۶۶
میانه	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰
انحراف معیار	۱/۳۲	۱/۷۳	۲/۸۳	۱/۵۰	۰/۹۸	۱/۵۳	۱/۷۰	۲/۱۹	۱/۷۲	۱/۱۴

منبع یافته‌های پژوهشگر

به منظور تحلیل بهتر وضعیت هر یک از فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری تحت بررسی، درصد سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در بخش‌های مختلف در جدول ۲ نشان داده شده است. به منظور



درک بهتر درصد این فعالیت‌ها میان شرکت‌های سرمایه‌گذار و شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی به تفکیک و مجموع ارائه شده است. لازم به ذکر است که منظور از نماد A، از واژه انگلیسی فعالیت استخراج شده است و اندیس ۱، ۲، ۳ نماد هر یک از سه شاخه فعالیت شرکت‌ها به ترتیب شامل سرمایه‌گذاری بورسی، غیر بورسی و پروژه‌ها می‌باشد.

جدول ۲- تحلیل آماری درصد سرمایه‌گذاری‌های شرکت

سال	کل شرکت‌های تحت بررسی			شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی		شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی		
	A <sub>1</sub>	A <sub>2</sub>	A <sub>3</sub>	A <sub>1</sub>	A <sub>2</sub>	A <sub>1</sub>	A <sub>2</sub>	A <sub>3</sub>
۱۳۸۶	٪۳۰/۱۸۶	٪۲۶/۰۴	٪۴۳/۱۰	٪۸۸/۱۵	٪۱۱/۱۸۵	٪۳۹/۱۷	۴۵/٪۷۳	۱۵/٪۱۰
۱۳۸۷	٪۴۶/۵۱	٪۲۵/۹۳	٪۲۷/۵۶	٪۸۹/۵۰	٪۱۰/۵۰	٪۲۷/۹۴	۳۲/٪۵۹	۳۹/٪۴۷
۱۳۸۸	٪۳۸/۰۲	٪۲۳/۱۱	٪۳۸/۸۷	٪۸۳/۷۳	٪۱۶/۲۷	۲۱/٪۵۵	۲۵/٪۵۸	۵۲/٪۱۸۷
۱۳۸۹	٪۳۰/۳۱	٪۱۸/۶۶	٪۵۱/۰۳	٪۸۰/۴۹	٪۱۹/۵۱	۱۹/٪۸۴	۱۸/٪۴۸	۶۱/٪۶۷
۱۳۹۰	٪۲۶/۰۵	٪۱۷/۶۶	٪۵۶/۲۹	٪۸۶/۴۸	٪۱۳/۵۲	۱۳/٪۵۰	۱۸/٪۵۱	۶۷/٪۹۹
۱۳۹۱	٪۲۵/۷۲	٪۱۱/۵۰	٪۶۲/۷۸	٪۸۹/۳۰	٪۱۰/۷۰	۱۶/٪۰۱	۱۱/٪۳۰	۷۲/٪۶۹
۱۳۹۲	٪۳۲/۲۴	٪۱۰/۱۷	٪۵۷/۵۹	٪۸۹/۸۳	٪۱۰/۱۷	۲۳/٪۴۰	۱۰/٪۱۷	۶۶/٪۴۳
۱۳۹۳	٪۳۲/۶۸	٪۲۶/۱۲	٪۴۱/۲۰	٪۹۲/۱۸	٪۷/۸۲	۲۵/٪۰۳	۲۸/٪۴۸	۴۶/٪۴۹
۱۳۹۴	٪۳۵/۱۳	٪۲۶/۱۰	٪۳۸/۷۷	٪۹۰/۷۴	٪۹/۲۶	۲۷/٪۱۶۴	۲۸/٪۳۷	۴۴/٪۱۰۰
۱۳۹۵	٪۳۵/۵۷	٪۲۳/۰۷	٪۴۱/۳۶	٪۸۹/۳۰	٪۱۰/۷۰	۲۷/٪۹۴	۳۲/٪۵۹	۳۹/٪۴۷
میانگین کل	٪۳۳/۳۲	٪۲۰/۹۳	٪۴۵/۸۶	٪۸۷/۹۶	٪۱۲/۰۴	۲۴/٪۱۱۸	۲۵/٪۱۱	۵۰/٪۶۱

منبع یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که ملاحظه می‌شود تخصیص منابع مالی به بخش سرمایه‌گذاری‌های بورسی بیشتر و بااهمیت‌تر از بخش سرمایه‌گذاری‌های غیر بورسی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. در حالی که این شرایط در میان شرکت‌های چندرشته‌ای متفاوت بوده و بخش سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها وزن بیشتری به خود اختصاص داده است.

چنانچه پیش‌تر مطرح شد در این پژوهش از تکنیک‌های اقتصادسنجی و به ویژه رگرسیون بر اساس داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود. با بررسی مدل‌های رگرسیون به سهولت مشاهده می‌شود که هر گونه پیشرفت در تحلیل‌های رگرسیونی به شناخت بیشتر از جمله اخلاص مدل وابسته است. در واقع در یک مدل رگرسیون، جمله اخلاص با اینکه نقش مهمی ایفا می‌کند اما بنا به تعریف ناشناخته است. تلاش برای شناخت اجزایی از جمله اخلاص و اندازه‌گیری این جز شناخته شده در مدل از مهمترین مسائل در اقتصادسنجی است. در واقع، مجموعه عوامل مجهولی که باقی می‌ماند

جز اخلاص را تشکیل می‌دهند، بنابراین جمله اخلاص هیچگاه قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیست. در نتیجه تنها راه خروج از این تنگنای نظری این است که یک سری فرض‌های منطقی در مورد جمله اخلاص مطرح شود تا بر آن اساس بتوان به تحلیل‌های رگرسیونی ادامه داد. این فرض‌ها با عنوان مفروضات کلاسیک شناخته می‌شوند.

مفروضات کلاسیک شامل نرمال بودن توزیع جز اخلاص (صفر بودن امید و ثابت بودن واریانس)، نبود همبستگی میان جز اخلاص و نبود هم خطی میان متغیرهای مستقل است. به این ترتیب بررسی این مفروضات در اولویت قرار می‌گیرد. به این منظور از آزمون ریشه واحد<sup>۲</sup> برای بررسی مانایی، آزمون هاسمن<sup>۳</sup> برای تعیین اثرات تصادفی و ثابت، آزمون بروش-گادفری<sup>۴</sup> برای بررسی خودهمبستگی پیاپی و برای آزمون هم خطی میان متغیرهای توضیحی از آزمون ضریب لاگرانژ<sup>۵</sup> (LM) استفاده می‌شود. نتایج آزمون‌ها در ادامه ارائه خواهد شد. لازم به ذکر است که آزمون‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ انجام می‌شود.

آزمون ریشه واحد در سنجش مانایی متغیرها، به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. مانا و نامانا بودن متغیر می‌تواند تأثیر جدی روی نتایج خواهد داشت، چرا که اگر مانا نباشد، رگرسیون کاذب خواهد بود. در این آزمون فرضیه صفر این است که ریشه واحد وجود داشته و مانا نیست. بر اساس جدول ۳ نتایج آزمون ریشه واحد در این پژوهش نشان‌دهنده تأیید فرضیه صفر است.

جدول ۳- نتایج آزمون ریشه واحد

نام متغیر	آماره (Levin, lin & chu)	Prob
ROA	-۳/۶۲	۰/۰۰
Q tobin	-۲۱/۰۲	۰/۰۰
R <sub>1</sub>	-۳/۲۱	۰/۰۰
R <sub>2</sub>	-۳/۰۱	۰/۰۰
R <sub>3</sub>	-۳/۷۱	۰/۰۰

منبع یافته‌های پژوهشگر

روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چند روش قابل انجام است؛ نخست روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند. دوم روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضا داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد. سوم روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌کند. چهارم روش اثرات تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضا داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند. بر اساس نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴ پژوهش حاضر از روش چهارم قابل اجراست.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن

نام آزمون	نتیجه آزمون		مدل با معیار (Q)		نتیجه آزمون		مدل با معیار (ROA)	
	تأیید	رد	احتمال معناداری	آماره	تأیید	رد	احتمال معناداری	آماره
آزمون هاسمن	✓		۰/۰۵۴	۷/۶۲	✓		۰/۵۱	۱/۹۴

منبع یافته‌های پژوهشگر

یکی از مهمترین مفروضات کلاسیک، عدم همبستگی اجزای اخلاص است. در واقع اگر همبستگی میان اجزای اخلاص وجود داشته باشد، تخمین زنده‌ها از کارایی قبلی برخوردار نخواهند بود، به طوری که در اثر نقض این فرض، کارایی‌شان کاهش می‌یابد. در نتیجه در صورت همبستگی، معناداری ضرایب تغییر کرده و به ناحق معناداری متغیرها رد خواهد شد. نتایج انجام آزمون مرتبط با این فرض کلاسیک در جدول ۵ قابل ملاحظه است.

جدول ۵- نتایج آزمون ضریب لاگرانژ

آزمون بروس-گادفری	مدل با Q		مدل با ROA	
	نتیجه	Prob	نتیجه	Prob
آزمون بروس-گادفری	دارای همبستگی	۰/۰۰	دارای همبستگی	۰/۰۰

منبع یافته‌های پژوهشگر

چنانچه ملاحظه می‌شود احتمال به دست آمده از آزمون ضریب لاگرانژ کمتر از ۵٪ است که این به معنای رد فرضیه صفر و وجود همبستگی اجزای اخلاص است. در این وضعیت با استفاده از مفاهیم اقتصادسنجی، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>۶</sup> استفاده می‌شود. به این ترتیب مدل رگرسیونی برآورد شده بر اساس نسبت Q توپین به شرح جدول ۶ می‌باشد؛

جدول ۶- نتایج مدل رگرسیون بر مبنای نسبت Q توپین

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	۰/۹۹	۰/۰۸	۱۲/۶۳	۰/۰۰
R <sub>1</sub>	۰/۳۳	۰/۱۶	۲/۰۳	۰/۰۴
R <sub>2</sub>	۰/۳۳	۰/۳۵	۰/۹۶	۰/۳۴
R <sub>3</sub>	۷/۳۹	۴/۰۵	۱/۸۲	۰/۰۷

منبع یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج به دست آمده، متغیر بازده بخش سرمایه‌گذاری غیر بورسی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت از نظر بازار ندارد. این به این معنی است که از نظر سرمایه‌گذاران در هنگام ارزیابی عملکرد شرکت، بیشترین اهمیت را برای بخش سرمایه‌گذاری بورسی قائل شده و نسبت به اطلاعات دو بخش دیگر توجهی کمی نشان می‌دهند. یکی از دلایل احتمالی این پدیده را می‌توان به عدم دسترسی به اطلاعات دو بخش دیگر فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری دانست، چون سرمایه‌گذاران به دلیل افشا نشدن اطلاعات لازم از دو بخش مزبور، قادر به تجزیه و تحلیل صحیحی از آن نبوده و در هنگام ارزیابی شرکت این فعالیت‌ها لحاظ نمی‌شود. از دیگر دلایل توجیه این امر، این است که بسیاری از سرمایه‌گذاران از وجود بخش‌های دیگر فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران ناآگاه بوده و آشنایی لازم با همه شاخه‌های فعالیت این شرکت‌ها ندارند. از این رو بیشتر توجه خود را معطوف به ارزیابی پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های بورسی نموده و با همین شاخه فعالیت، عملکرد شرکت را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. لازم به ذکر است که در برخی از این شرکت‌ها اهمیت ریالی این شاخه‌های فعالیت به ویژه بخش سرمایه‌گذاری در پروژه بسیار زیاد بوده و می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت‌های مزبور داشته باشد. این در حالی است که نقش سرمایه‌گذاری‌های بورسی به عنوان اصلی‌ترین شاخه فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بر عملکرد این شرکت‌ها کاملاً معنی‌دار و مثبت است. نتایج مدل برآوردی با معیار دوم عملکرد یعنی بازده دارایی‌ها به شرح جدول ۷ می‌باشد.

جدول ۷- نتایج مدل رگرسیون بر مبنای ROA

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	۰/۱۵	۰/۰۱	۱۰/۳۹	۰/۰۰
R <sub>1</sub>	۰/۰۸	۰/۰۳	۲/۵۱	۰/۰۱
R <sub>2</sub>	۰/۰۵	۰/۰۶	۰/۸۲	۰/۴۱
R <sub>3</sub>	۱/۳۳	۰/۷۴	۱/۷۴	۰/۰۵

منبع یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول ۷ در مدل برآوردی بر اساس معیار دوم مشاهده می‌شود که همچنان تأثیرگذاری شاخه دوم فعالیت‌ها یعنی سرمایه‌گذاری غیر بورسی کم اهمیت بوده و از نظر آماری تأثیر معناداری ندارد. در عین حال تأثیر شاخه سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها بر عملکرد معنادار و ضریب به دست آمده در این بخش حتی از بخش بورسی نیز بیشتر است که این بیان‌کننده اهمیت این بخش از فعالیت روی عملکرد کلی شرکت سرمایه‌گذاری است. به این ترتیب در شرکت‌هایی که

دارای شاخه سرمایه‌گذاری در پروژه هستند، این بخش تأثیر با اهمیتی روی عملکرد داشته که از نظر سرمایه‌گذاران بازار به راحتی قابل تجزیه و تحلیل نبوده و از تأثیر آن تا حد زیادی چشم‌پوشی شده است. بی‌شک اگر اطلاعات این بخش به صورت کامل‌تری در اختیار بازار قرار می‌گرفت، شرایط متفاوتی در ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها وجود داشت.

##### ۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف از سرمایه‌گذاری برای هر شخص سرمایه‌گذار، افزایش و یا حداقل حفاظت از سرمایه مالی است، بنابراین ارزیابی عملکرد مالی سرمایه‌گذاری برای همه سرمایه‌گذاران مهم است. حال، اگر پس از ارزیابی صحیح و یکپارچه، عملکرد یک شرکت رضایت‌بخش نباشد، سرمایه‌گذاران دلیلی برای ادامه سرمایه‌گذاری در آن نداشته و ممکن است و با واگذاری سهام آن شرکت و تحصیل سهام شرکتی دیگر و یا به طور کلی خروج از صنعت مالی و بخش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار، واکنش نشان دهند. این امر پیامدهای نامطلوبی نظیر کاهش قیمت سهام خواهد داشت که نه باب طبع سهامدار و نه باب میل شرکت است. به همین دلیل انتظار می‌رود ارزیابی هر چه صحیح‌تر عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران و حتی خود شرکت از اهمیت زیادی برخوردار باشد. هدف این مقاله دسته‌بندی و بررسی شاخه‌های مختلف فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری، معرفی بهترین معیار اندازه‌گیری هر دسته با توجه به ادبیات علمی و شیوه عملی موجود، ارزیابی تأثیر آن‌ها بر عملکرد مالی شرکت و ارائه راهکاری برای ارزیابی بهتر شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. ویژگی منحصر به فرد پژوهش حاضر و تفاوت عمده آن با سایر پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه این است که فقط به شاخه سرمایه‌گذاری بورسی در اندازه‌گیری و ارزیابی عملکرد مالی پرداخته و با توجه به ویژگی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران و گستردگی دامنه این فعالیت‌ها، به دنبال شناسایی، دسته‌بندی و بررسی همه شاخه‌های فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد.

به این منظور شاخه‌های مختلف فعالیت این شرکت‌ها شناسایی و در غالب سه دسته کلی بورسی، غیر بورسی و پروژه‌ها تقسیم‌بندی شد. بی‌شک تهیه اطلاعات دو شاخه غیر بورسی و پروژه‌ها با دشواری بسیار زیادی همراه بود که نقص سیستم اطلاع‌رسانی شرکت‌های بورسی در ایران را بیش از پیش نمایان می‌کند. پس از تهیه اطلاعات این شاخه‌ها به دنبال پیدا کردن معیار مناسب اندازه‌گیری بازده هر بخش، به ادبیات و سپس خبرگان حرفه‌ای در خود شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد مطالعه، رجوع شد. در نهایت پس از تکمیل اطلاعات و محاسبه معیارهای مورد نظر، با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی و به ویژه رگرسیون به بررسی تأثیر آن‌ها بر عملکرد

مالی پرداخته شد. نتایج نشان داد که بر اساس نسبت  $Q$  توبین تأثیر شاخه سرمایه‌گذاری بوری بر عملکرد از نظر بازار کاملاً روشن و از نظر آماری معنادار است. در مورد شاخه‌های دیگر سرمایه‌گذاری وضعیت متفاوت است و از نظر بازار تأثیر معناداری ندارد. نکته قابل توجه این است که این اطلاعات در دسترس بازار نیست تا امکان تحلیل و ارزیابی آن برای سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد. نتایج بررسی با معیار دوم عملکرد یعنی  $ROA$  نشان داد که علاوه بر شاخه سرمایه‌گذاری بوری، بر اساس این معیار شاخه سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها هم از اهمیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار بوده و تأثیر معناداری بر عملکرد مالی دارد.

معناداری و اهمیت زیاد شاخه سرمایه‌گذاری بوری بر اساس هر دو معیار عملکردی، چیزی است که در کلیه تحقیقات این حوزه به آن اذعان شده و قابل پیش‌بینی بود، چرا که اطلاعات این شاخه سرمایه‌گذاری به عنوان فعالیت اصلی شرکت‌های سرمایه‌گذاری به طور کامل در دسترس بوده و همواره مورد توجه است. ولی نوآوری اصلی این پژوهش در بررسی و سنجش دو شاخه دیگر سرمایه‌گذاری است. در شاخه سرمایه‌گذاری غیر بوری، معنی‌داری از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نشد. این امر بیانگر این است که اطلاعات این شاخه سرمایه‌گذاری در هنگام ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها از نظر بازار پردازش نشده و نادیده گرفته می‌شود. جای تعجب ندارد که وقتی بازار قادر به گردآوری اطلاعات این شاخه نباشد، آن را مورد تجزیه و تحلیل قرار نمی‌دهد. این نتیجه می‌تواند مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری را بیش از پیش به فکر فرو برد که با وجود داشتن درصد بالایی از کل سرمایه‌گذاری‌های این شرکت‌ها، بازار متوجه عملکرد صحیح این شاخه نمی‌شود. اینکه شاخه سرمایه‌گذاری غیر بوری تأثیر کم اهمیتی در عملکرد این شرکت‌ها داشته است نیاز به بررسی تفصیلی و واکاوی علمی دلایل آن دارد. آنچه روشن است این است که اطلاعات این شاخه فعالیت به بازار مخابره نشده و طبعاً نمی‌تواند در تحلیل عملکرد شرکت لحاظ شود بنابراین اگر از نظر مدیران، این شاخه سرمایه‌گذاری آن قدر کم اهمیت است که نه در صورت وضعیت پرتفوی اطلاعات کافی و مناسب و نه هیچ جای دیگر، اطلاعاتی از آن به بازار ارسال نمی‌شود تا مورد تحلیل و ارزیابی قرار گیرد، پس چرا سرمایه‌های زیادی از شرکت به این شاخه سرمایه‌گذاری سرازیر می‌شود. این نکته‌ای که است که مدیران این شرکت‌ها، باید به آن پاسخ دهند. همین امر در مورد شاخه سوم فعالیت نیز مصداق دارد چرا که اهمیت ریالی و قابل توجه این شاخه، نشان می‌دهد نیازمند ارائه اطلاعات بیشتری به بازار است ضمن آنکه از نظر آماری معناداری آن تأیید شد؛ بنابراین با وجود اطلاعات زیادی که از شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، باید گفت که غالب این اطلاعات مربوط به شاخه سرمایه‌گذاری بوری بوده و همچنان فقدان منابع اطلاعاتی سودمند در خصوص شاخه سرمایه‌گذاری غیر بوری و پروژه‌ها وجود دارد. به

طوری که سرمایه‌گذاران به منظور کسب حداقل اطلاعات از این فعالیت‌ها، باید در گزارش‌های مختلف مالی و مدیریتی کنکاش کنند، بنابراین لازم است تا اطلاعات بسیار بیشتری از فعالیت‌های این شرکت‌ها در دسترس قرار گیرد تا امکان انجام تجزیه و تحلیل و ارزیابی صحیح‌تری از عملکرد مالی فراهم گردد. در نهایت ذکر این نکته ضروری است که از آنجا که برخی شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار ایران به صورت شبه‌دولتی اداره می‌شوند، در مقاطعی از زمان، به ویژه هنگام بروز بحران در بازار، به دلایل مختلف سیاسی، مالی، اجتماعی و ... مجبور می‌شوند که علی‌رغم تمایل خود، تعداد زیادی از سهامی که متقاضی خرید ندارند را خریداری کنند. این امر می‌تواند بر عملکرد مالی آن‌ها در آن دوره و متعاقباً در نتایج به دست آمده تحقیق تأثیرگذار باشد.

## فهرست منابع

- ۱) اسلامی بیگدلی، غلامرضا، رضا تهرانی و زهرا شیرازیان، (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سه شاخص ترینر، جنسن و شارپ با اندازه، ارزش بازار و نقد شوندگی آنها"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۹، صص ۳-۲۴
- ۲) پورزمانی، زهرا، علی روحی و امیر محمد صفری، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران"، مجله پژوهش‌های مدیریت، شماره ۸۶، صص ۸۵-۱۰۱
- ۳) پورزمانی، زهرا، (۱۳۹۶)، "کارایی معیارهای ارزیابی ریسک در تئوری فرامدرن پرتفوی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در دوران رونق تجاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۳، صص ۶۵ تا ۷۹
- ۴) خدایی وله زاقرد، محمد و الهام فولادوندنیا، (۱۳۸۹)، "ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی با تأکید بر چارچوب ریسک نامطلوب در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مطالعات مالی، شماره پنجم، صص ۶۷-۹۰
- ۵) راعی، رضا و علی شوخی زواره، (۱۳۸۵)، "بررسی عملکرد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره هشتم، صص ۷۵-۹۶
- ۶) سلیمانی امیری، غلامرضا و آمنه عابد، (۱۳۹۲)، "ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۲۱-۴۱
- ۷) شعری آناقیز، صابر و ناهید قربانی، (۱۳۹۴)، "رابطه انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار"، [فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۵، صص ۱۶۵-۱۸۰](#)
- ۸) شمس، شهاب‌الدین و تیمور اسفندیاری مقدم، (۱۳۹۷)، "ارتباط رفتار توده‌واری با عملکرد و ویژگی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۸، صص ۴۷ تا ۶۶
- ۹) صحت، سعید، مجید شریعت پناهی و فراز مسافری راد، (۱۳۹۰)، "رابطه بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش‌افزوده اقتصادی در صنعت بیمه"، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال نهم، شماره ۳۲، صص ۱۲۱-۱۴۰
- ۱۰) صفری، محسن، (۱۳۸۱)، "ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس تهران بر اساس شاخص‌های شارپ و ترینور"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- ۱۱) علامه حائری، فریدالدین و مهسا حسینی، (۱۳۹۱)، "ارزیابی و مقایسه عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال چهارم، صص ۱۷۵-۱۹۷



- ۱۲) کاشانی پور، محمد و امیر رساییان، (۱۳۸۸)، "رابطه Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در ایران"، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۱۳۱-۱۴۶
- ۱۳) محمدی، داریوش، (۱۳۸۶)، "طراحی مدل و مدلی برای ارزیابی عملکرد زنجیره عرضه و توسعه فنون اندازه‌گیری عملکرد"، رساله دکتری مدیریت تولید، دانشگاه تهران
- ۱۴) مشایخ، شهناز، (۱۳۸۲)، "بازده اضافی مدیریت فعال شرکت‌های سرمایه‌گذاری"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی
- ۱۵) میرقادری، هادی، (۱۳۹۲)، "طراحی و تبیین مدل ارزیابی عملکرد خوشه‌های صنعتی"، رساله دکتری مدیریت تولید و عملیات، دانشگاه شهید بهشتی
- ۱۶) نمازی، محمد و رامین زراعت‌گری، (۱۳۸۸)، "بررسی کاربرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره اول، شماره اول، صص ۲۳۲-۲۵۹
- ۱۷) نوروزی نصر، حسین، مهدی مرادزاده‌فرد و اعظم شکری، (۱۳۹۸)، "تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۴۲، صص ۲۳ تا ۴۵
- ۱۸) یحیی زاده، محمود، شهاب‌الدین شمس و مرتضی رضازاده، (۱۳۸۹)، "ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه مدیریت اجرایی، سال دهم، شماره ۲، صص ۱۷۸-۱۵۷
- 19) Babbar, Sonal, and Sanjay Sehgal, (2018), "Mutual Fund Characteristics and Investment Performance in India", online: <https://journals.sagepub.com>
- 20) Chen Y, Chiu Y, and Li M, (2011), "Mutual Fund Performance Evaluation-application of System BCC Model", South Afr. J. Econ., 79(1), PP. 1-16
- 21) Mamoghli, Chokri and Sami Daboussi, (2009), "Performance Measurement of Hedge Funds Portfolios in a Downside Risk Framework", online: <http://ssrn.com/abstract=1274821>
- 22) Mamta, and Satish Chandra Ojha, (2017), "Performance Evaluation of Mutual Funds: A Study of Selected Equity Diversified Mutual Funds in India", International Journal of Research in Business Management, Vol. 5, Issue 11.
- 23) Qamruzzaman, Md., (2014), "Comparative Study on Performance Evaluation of Mutual Fund Schemes in Bangladesh: An Analysis of Monthly Returns", Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 5, No. 4.
- 24) Radu, Marginean, Corina Mihaltan, and Anamaria Teșes Bobescu, (2013), "Performance Analysis in the Construction Industry by the DuPont Model-Case Study", Advances in Economics, Law and Political Sciences, PP. 24-31.
- 25) Redman L, Arnold, N.S. Gullet, and Herman Manakyan, (2000), "The Performance of Global and International Mutual Fund", Journal of Finance, Vol. 13, No. 1, PP. 75-85.
- 26) Rom, Brian M., (2002), "Using Downside Risk to Improve Performance Measurement", Investment Technologies, online: [www.investtech.com](http://www.investtech.com).

- 27) Sharpe, William, (1966), "Mutual Fund Performance", Journal of Business, No. 1, Part. 2, PP. 119-138.
- 28) Shukla, R. and C. Trzinka, (1992), "Performance Measurement of Managed Portfolios", Financial Market Institutions and Instrument, Vol. 4.
- 29) Zohdi, M., Marjani, A., Montazeri Najafabadi, A., Alvani, J., Dalvand, M.R., (2012), "Data Envelopment Analysis (DEA) based Performance Evaluation System for Investment Companies: Case Study of Tehran Stock Exchange", African Journal of Business Management, Vol. 6(16), PP. 5573-5577.
- 30) Zvi Bodie, Kane, A., and Marcus, A., (2009), "Investments", 8th Edition, the McGraw-Hill Companies, USA

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Andersen and Petersen's model (AP-DEA)
- <sup>2</sup> Unit root test
- <sup>3</sup> Huasman test
- <sup>4</sup> Breusch-Godfrey test
- <sup>5</sup> Lagrange multiplier
- <sup>6</sup> Generalized least squares