

بررسی و تعیین پرتفوی بهینه سهام شرکتهای فعال صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران

ابوالفضل قدیری مقدم^{۱*} - هادی رفیعی دارانی^۲

تاریخ دریافت: ۸۸/۵/۱۰

تاریخ پذیرش: ۸۹/۸/۱۹

چکیده

تشکیل پرتفوی بهینه از جمله مهمترین و حیاتی ترین تصمیمات افراد حقیقی و حقوقی سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار می باشد. هدف اصلی این مطالعه، تعیین و بررسی پرتفوی بهینه در خصوص سهام شرکتهای فعال صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شاخص ارزش در معرض ریسک^۳ (VaR) می باشد. برای دستیابی به اهداف مورد نظر، از آمار هفتگی سهام شرکتهای فعال صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران از بهمن ماه ۱۳۸۷ تا تیرماه ۱۳۸۹ استفاده گردید. همچنین برای تحلیل آمار و اطلاعات از برنامه ریزی ریاضی با اعداد صحیح استفاده شد. نتایج نشان داد که سهام شرکتهای کشاورزی و دامپروری مگسال و سالمین در تمام پرتفویهای بهینه وجود دارند که با افزایش میزان VaR، سهام شرکت صنعتی پارس مینو نیز به پرتفوی بهینه وارد می گردد. از دیگر نتایج قابل توجه این مطالعه، وجود ارتباط مستقیم بین میزان VaR و بازدهی انتظاری سرمایه گذاران و همچنین عدم وجود رابطه مشخص بین VaR و تنوع پرتفوی بهینه (تعداد سهام در پرتفوی) می باشد.

واژه های کلیدی: پرتفوی بهینه، بورس اوراق بهادار تهران، شرکتهای صنایع مواد غذایی، شاخص ارزش در معرض ریسک (VaR)

مقدمه

ضوابط و قوانین و مقررات خاصی انجام می شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، از سویی مرکز جمع آوری پس اندازها و نقدینگی بخش به منظور تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری بلند مدت است و از سوی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی است که دارندگان پس اندازهای راكد می توانند محل نسبتاً مناسب و ایمن سرمایه گذاری را جست و جو کرده و مازاد خود را برای سرمایه گذاری در شرکت ها به کار انداخته و یا با خرید اوراق قرضه دولت ها و شرکتهای معتبر، از سود معین و تضمین شده ای برخوردار شوند (۳).

در این خصوص، نحوه انتخاب سهام شرکتهای و به عبارتی دیگر نوع و مقدار سهام مورد تقاضا توسط سرمایه گذاران که از آن می توان به سید بهینه و تشکیل پرتفوی بهینه نام برد از جمله تصمیمات مهم و حیاتی در بورس اوراق بهادار می باشد. از جمله نظریاتی که در دهه های اخیر از جایگاه بالایی در تعیین پرتفوی بهینه برخوردار شده نظریه مدرن پرتفولیو^۴ (MPT) است که به هری مارکوویتز و ویلیام شارب تعلق دارد. نظریه مدرن پرتفولیو یک نگرش کل گرا به بازار سهام است. این نظریه بر خلاف روش های "تکنیکال"^۵ یا

بورس اوراق بهادار از سویی مرکز جمع آوری پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری بلندمدت است و از سویی دیگر، مکان رسمی و مطمئنی است که دارندگان پس اندازهای راكد می توانند در آن محل مناسب و ایمن، وجوه مازاد خود را برای سرمایه گذاری در شرکتهای به کار بیندازند (۵). امروزه بورس به عنوان ابزاری بسیار مهم از بازار سرمایه، نقش ویژه ای را در رشد اقتصادی ایفا می کند و با قیمت گذاری، کاهش ریسک، تجهیز منابع و تخصیص بهینه سرمایه، زمینه را برای رونق اقتصادی فراهم می نماید (۸). بورس اوراق بهادار به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکتهای یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی، تحت

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد

*- نویسنده مسئول: (Email: ghadiri.moghadam@yahoo.com)

۲- مربی و عضو هیأت علمی گروه اقتصاد شهری جهاددانشگاهی مشهد

3- Value at Risk

4- Modern Portfolio Theory

5- Technical

سرمایه گذاری می باشد که بر اساس شاخص VaR و استفاده از الگوهای ریاضی تعیین شده است.

مواد و روش ها

در این مطالعه برای تعیین پرتفوی بهینه سهام شرکتهای فعال صنایع غذایی از مدل برنامه ریزی با اعداد صحیح (Integer Programming) استفاده شد. هدف اصلی در این برنامه ریزی حداکثر کردن بازدهی انتظاری سهام است که از حاصلضرب ارزش سهام در بازده انتظاری آنها بدست می آید. محدودیتهای برنامه ریزی مورد نظر شامل ۲ محدودیت: بودجه سرمایه گذاران و محدودیت ارزش در معرض ریسک (VaR) می باشد. در خصوص محدودیت اول (بودجه سرمایه گذار)، بدین صورت تعریف می گردد که مقدار کل سهام خریداری شده حداکثر به میزان بودجه سرمایه گذار می باشد. در خصوص محدودیت VaR باید به این نکته اشاره کرد که مدلهای VaR اجزای مختلف ریسک قیمت را در یک معیار کمی جمع می کند. دلیل اصلی توجه به این معیار ریسک این است که VaR ریسک کل سبد سهام را تنها با یک عدد بیان می کند. VaR متناظر با یک سبد سهام تابعی از دو پارامتر افق زمانی و سطح اطمینان است و بطور خلاصه این معیار بیشینه ضرر مورد انتظار را روی افق زمانی مورد نظر با سطح اطمینان خاصی نشان می دهد (۲). در مجموع شاخص VaR نشان می دهد که با انتخاب یک پرتفوی مشخص، با α درصد اطمینان، حداکثر ضرر در T روز آینده، V واحد پولی خواهد بود (۱ و ۱۰).

در مجموع مدل اصلی که بر اساس آن پرتفوی بهینه سهام تعیین گردد بصورت ذیل فرمول بندی می شود:

رابطه (۱) تابع هدف را نشان می دهد که در آن هدف، حداکثر کردن بازده انتظاری سهام می باشد. بازده سهام از مجموع حاصلضرب بازده انتظاری هر سهم در ارزش آن بدست می آید. بازده هر سهم، اختلاف قیمت سهم در هر دوره زمانی (که در این مطالعه هفته می باشد) نسبت به دوره قبل در نظر گرفته شده که بصورت ذیل بدست می آید:

بازده انتظاری هر سهم نیز از میانگین بازده سهم در طول دوره های مختلف بدست می آید. در روابط ۱ و ۲ و ۳، P نشان دهنده قیمت هر سهم و X نیز مقدار سهم در پرتفوی بهینه می باشد.

محدودیت اول، محدودیت بودجه سرمایه گذار است که TB نشان دهنده میزان بودجه می باشد. محدودیت دوم، محدودیت ارزش در معرض ریسک است که در آن $\sigma^2(d_i)$ ، واریانس بازده سهام i و $Cov(d_i, d_j)$ مقدار کوواریانس بازده سهام i و j می باشد.

"فاندمنتال"^۱، به مجموعه سهام در سبد یا بازار توجه دارد. به عبارت دیگر دیدگاه این نظریه یک دیدگاه کلان (ماکرو) در مقابل دیدگاه خرد (میکرو) است. همچنین در ایجاد یک سبد، ارتباط مخاطره و بازده سهام با یکدیگر اهمیت دارد. بنابراین تأکید بر مجموعه سبد سهام و ترکیب بهینه آنهاست تا تحلیل هر سهم به تنهایی. از نظریه مدرن پرتفولیو می توان سبدهای سهامی ساخت که دارای کمترین مخاطره نسبت به بازده مورد انتظار و یا دارای بیشترین بازده نسبت به مخاطره مورد انتظار باشد (۴).

مارکوویتز در اوایل دهه ۱۹۵۰، پرتفوی را با تعریف بازده انتظاری به عنوان میانگین متغیر بازده و ریسک را به عنوان واریانس آن کمی کرد. در مدل توسعه داده شده توسط وی، سرمایه گذاران می توانند برای یک بازده معین ریسک سهام خود را کاهش داده و سبدی با کمترین ریسک سهام را گزینش کنند و یا سطح ریسک مورد علاقه خود را مشخص کرده و بازدهی انتظاری را بیشینه کنند. به این ترتیب مجموعه ای از سبدهای کارا ایجاد می شوند که اصطلاحاً مرز کارا می نامند. بازدهی را که انتظار می رود در مدت یک سال از پرتفوی عاید صاحب آن شود، بازده مورد انتظار آن سبد می گویند (۵).

در مطالعات مختلف که در خصوص تعیین پرتفوی بهینه سهام صورت گرفته، از "ریسک" به عنوان یکی از شاخصهای اصلی تعیین سبد بهینه سهام یاد شده که در تئوریهای اولیه مارکوویتز و همچنین اقتصاددانان کلاسیک، به وضوح می توان مشاهده نمود. برای اندازه گیری میزان ریسک یک پرتفو، می توان از شاخصهایی همچون: دلتا، گاما، وگا، تتا و رو و روشهایی مانند: واریانس-کوواریانس، شبیه سازی داده های تاریخی، مونت کارلو، VaR خطی و VaR دلتا گاما استفاده کرد (۱، ۴، ۱۰ و ۱۳). هر یک از این شاخصها و روشها، جنبه های مختلفی از ریسک یک پرتفو را مورد ارزیابی قرار می دهد. با این حال، هدف اصلی در محاسبه این شاخصها، اندازه گیری میزان ریسک پرتفوهایی است که عناصر تشکیل دهنده آنها، یک یا تعدادی از ابزارهای مشتقه قابل مبادله در بورس می باشد (۱۰). این مسأله ضمن محدود کردن کاربرد شاخصهای فوق، امکان استفاده از آنها را در بورسهایی که معاملاتشان فقط بصورت نقدی انجام می گردد غیر ممکن می سازد. از این رو یکی از شاخصهایی که در سالهای اخیر در زمینه مدیریت ریسک سرمایه گذارینها به میزان زیادی مورد توجه قرار گرفته است، شاخص VaR می باشد (۱، ۶، ۷، ۸، ۹، ۱۰، ۱۱، ۱۵، ۱۶ و ۱۷) که در این مطالعه از این شاخص جهت تعیین پرتفوی بهینه استفاده می گردد.

هدف اصلی این مطالعه بررسی و تعیین پرتفوی بهینه در خصوص سهام شرکتهای فعال صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران در چارچوب سناریوهای مختلف ریسکی و سطوح مختلف

$$\text{Max } E(V) = E(d_1) \cdot P_1 \cdot X_1 + E(d_2) \cdot P_2 \cdot X_2 + \dots + E(d_n) \cdot P_n \cdot X_n \quad (1)$$

S.T.:

$$P_1 \cdot X_1 + P_2 \cdot X_2 + \dots + P_n \cdot X_n \leq TB \quad (2)$$

$$\begin{aligned} & \sigma^2(d_1) \cdot (P_1 \cdot X_1)^2 + 2Cov(d_1, d_2) \cdot P_1 \cdot P_2 \cdot X_1 \cdot X_2 + 2Cov(d_1, d_3) \cdot P_1 \cdot P_3 \cdot X_1 \cdot X_3 + \dots \\ & + 2Cov(d_1, d_n) \cdot P_1 \cdot P_n \cdot X_1 \cdot X_n + \\ & + \sigma^2(d_2) \cdot (P_2 \cdot X_2)^2 + 2Cov(d_2, d_3) \cdot P_2 \cdot P_3 \cdot X_2 \cdot X_3 + \dots + 2Cov(d_2, d_n) \cdot P_2 \cdot P_n \cdot X_2 \cdot X_n + \\ & + \dots + \sigma^2(d_{n-1}) \cdot (P_{n-1} \cdot X_{n-1})^2 + 2Cov(d_{n-1}, d_n) \cdot P_{n-1} \cdot P_n \cdot X_{n-1} \cdot X_n + \\ & + \sigma^2(d_n) \cdot (P_n \cdot X_n)^2 \leq (VaR)^2 \cdot (T \cdot (Z(\alpha)))^2 \end{aligned} \quad (3)$$

استفاده شد. از مجموع ۲۲ شرکت فعال که آمار قیمت‌های سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران گزارش شده بود ۱۳ شرکت که میانگین بازدهی هفتگی آنها بالای ۳ درصد در هفته بود انتخاب شد که در جدول (۱) ارائه شده است.

در جداول (۲)، (۳) و (۴) نتایج پرتفوی بهینه با توجه به سطح بودجه سرمایه گذار که سه سطح ۱۰۰ میلیون ریال، ۱۰۰۰ میلیون ریال و ۱۰۰۰۰ میلیون ریال می باشند و در نظر گرفتن ۳ سناریوی سطح اطمینان (۹۰-۹۵-۹۹ درصد) و سه سناریوی تغییر VaR، که مجموع ۹ سناریو در هر سطح سرمایه گذاری می باشد ارائه شده است. نتایج جداول مذکور نشان می دهد که در تمام سناریوهای ریسکی و سطوح اطمینان مختلف، سهام شرکت‌های کشاورزی و دامپروری مگسال و سالمین همچنان در پرتفو وجود دارند. به گونه ای که به عنوان مثال در سرمایه ۱۰۰ میلیون ریال و سطح اطمینان ۹۰ درصد و با VaR=10%، تعداد مگسال و سالمین به ترتیب برابر ۳۵۱۳ و ۵۵۴۶ می باشد که با افزایش میزان VaR از ۱۰ درصد به ۱۵ و ۲۰ درصد، تعداد سهام مگسال به ترتیب به ۴۹۱۹ و ۴۱۱۷ و همچنین تعداد سهام سالمین نیز به ترتیب به ۷۷۶۶ و ۷۷۱۴ می رسد. همچنین در سرمایه ۱۰۰۰۰ میلیون ریال و سطح اطمینان ۹۹ درصد، تعداد سهام مگسال در % 10-15-20 VaR به ترتیب ۴۲۸۹۶۱ - ۴۴۷۶۸۶ - ۳۰۳۱۵۰ و همچنین تعداد سهام سالمین نیز به ترتیب ۶۹۳۰۱۹ - ۶۳۹۹۹۹ - ۷۳۹۹۹۹ می باشد. به نظر می رسد که وجود دو سهم مگسال و سالمین در تمام پرتفوی‌های بهینه به میزان بازدهی آنها و نوسان قیمت و همچنین ارتباط این نوسان با سایر قیمت سهام ها که در سمت راست محدودیت دوم نمایان شده بستگی دارد.

نتایج در خصوص تنوع سهام در هر پرتفو حاکی از آن است که با افزایش میزان ریسک، بطور قطع نمی توان گفت که پرتفو دارای تنوع می گردد. به گونه ای که در میزان سرمایه ۱۰۰ میلیون ریال و سطح اطمینان ۹۹ درصد و همچنین سرمایه ۱۰۰۰۰ میلیون ریال و سطح اطمینان ۹۰ درصد، با افزایش میزان ریسک (میزان VaR) روند مشخصی در خصوص تنوع سهام وجود ندارد، اگرچه در خصوص سایر پرتفوی‌های بهینه، با افزایش میزان ریسک، تنوع سهام افزایش یافته و

$$d_i = \frac{P_i(X_j) - P_{i-1}(X_j)}{P_{i-1}(X_j)} \quad (4)$$

همچنین VaR، شاخص ارزش در معرض ریسک است و برابر حداکثر مقدار زیان سرمایه گذاران است که در یک دوره زمانی مشخص (T) که معمولاً ۱۰ روز در نظر گرفته می شود (T=10) تعیین می گردد و برابر درصدی از کل بودجه سرمایه گذار است. در واقع این محدودیت نشان می دهد که حداکثر ریسک سرمایه گذاران (سمت راست محدودیت) کوچکتر یا مساوی با درصدی از کل سرمایه گذاری می باشد. در این مطالعه، مقدار VaR در سه سناریوی ۱۰، ۱۵ و ۲۰ درصدی کل سرمایه در نظر گرفته شد. $Z(\alpha)$ نیز مقادیر توزیع نرمال در سطح اطمینان α درصد است که در این مطالعه سه سطح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد در نظر گرفته شد.

جدول ۱- نماد و نام شرکت‌های صنایع غذایی مورد مطالعه

| ردیف | نماد | نام شرکت | نام متغیر |
|------|--------|-----------------------------------|-----------|
| ۱ | زمگسا | کشاورزی و دامپروری مگسال | x1 |
| ۲ | غازر | کشت و صنعت پیاذر | x2 |
| ۳ | غبشهر | صنعتی بهشهر | X3 |
| ۴ | غبهنوش | بهنوش ایران | X4 |
| ۵ | غپاک | لبنیات پاستوریزه پاک | X5 |
| ۶ | غپینو | صنعتی پارس مینو | X6 |
| ۷ | غدشت | دشت مرغاب | X7 |
| ۸ | غسالم | سالمین | X8 |
| ۹ | غشاذر | شیر پاستوریزه پگاه آذربایجان غربی | X9 |
| ۱۰ | غشصفا | شیر پاستوریزه پگاه اصفهان | x10 |
| ۱۱ | غشهد | شهد ایران | x11 |
| ۱۲ | غگرچی | بیسکویت گرچی | x12 |
| ۱۳ | غیوان | کیوان | X13 |

نتایج و بحث

برای تعیین پرتفوی بهینه از آمار هفتگی قیمت سهام شرکت‌های فعال صنایع غذایی در طول دوره بهمن ماه ۱۳۸۷ تا تیرماه ۱۳۸۹

۶۳/۰۸ درصد می باشد که این نسبت در سطوح اطمینان ۹۵ و ۹۹ درصد و با میزان ریسک $VaR=10\%$ به ترتیب ۶۶/۰۸ و ۶۶/۶۴ درصد می باشد. بدین معنی که در سطح ریسک پایین، سرمایه گذاران کل بودجه خود را صرف خرید سهام صنایع غذایی در بازار بورس نمی کنند و بخشی از آن را صرف خرید سایر سهام بورس و یا بصورت نقد و یا صرف سرمایه گذاری در سایر فرصتها می کنند. این وضعیت در سایر سطوح سرمایه (۱۰۰۰ و ۱۰۰۰۰ میلیون ریال) نیز حاکم است. بنابراین به نظر می رسد که سهام صنایع غذایی، قدرت جذب حداکثر سرمایه سرمایه گذاران با ریسک پایین را ندارد.

نتایج نسبت بازدهی انتظاری سهام نسبت به کل سرمایه حاکی از آن است که با افزایش میزان ریسک در هر کدام از سطوح اطمینان، بازدهی انتظاری سرمایه گذاران آنها افزایش می یابد. به عنوان مثال با سطح سرمایه ۱۰۰ میلیون ریال و سطح اطمینان ۹۰ درصد، با افزایش میزان ریسک از $VaR=10\%$ تا $VaR=20\%$ ، نسبت بازدهی انتظاری به کل سرمایه از ۲/۹۵ درصد به ۵/۴۱ درصد می رسد که چنین روند افزایشی، در تمام سناریوها وجود دارد. به نظر می رسد این امر به دلیل استفاده از سهام با سود و ریسک بالاتر در پرتفوی بهینه و همچنین استفاده از کل سرمایه در اختیار سرمایه گذاران می باشد.

سهام شرکتهای دیگر علاوه بر دوسهم مگسال و سالمین وارد پرتفوی بهینه می گردد.

با بررسی کلی نتایج پرتفوی بهینه در سطوح مختلف سرمایه گذاری و ریسک می توان به این نکته اشاره کرد که در سطوح پایین ریسک، عمده سهام پرتفو مربوط به دو سهم مگسال و سالمین می باشد و در سطوح ریسک بالا و بخصوص در سطح ریسک با $VaR=20\%$ ، سهام X7 به نحو چشم گیری افزایش می یابد و در بعضی از پرتفوهای بهینه، تعداد آن از سهام X1 و X11 نیز افزایش می یابد. لذا به نظر می رسد که سهام شرکت صنعتی پارس مینو به نوعی با ریسک سرمایه گذاران ارتباط مستقیمی دارد که با افزایش میزان ریسک آنها، سهام آن وارد پرتفو می گردد.

نتایج در خصوص نسبت میزان سرمایه گذاری به کل بودجه سرمایه گذار در هر کدام از پرتفوهای بهینه نشان می دهد که در تمام سناریوها، سرمایه گذاران با ریسک پایین، تمام سرمایه خود را صرف خرید سهام نمی کنند. به گونه ای که در تمام سطوح اطمینان های مختلف و سناریوهای با $VaR=10\%$ و بعضاً با $VaR=15\%$ ، کل بودجه سرمایه گذاران صرف خرید سهام نگردیده است. به عنوان مثال در سرمایه ۱۰۰ میلیون ریال و سطح اطمینان ۹۰ درصد، نسبت میزان سرمایه گذاری به کل بودجه سرمایه گذار با $VaR=10\%$ برابر

جدول ۲- نتایج پرتفوی بهینه در سطح سرمایه گذاری ۱۰۰ میلیون ریال در سطوح مختلف اطمینان و ریسکهای مختلف

| VaR | سطح اطمینان ۹۰ درصد | | | سطح اطمینان ۹۵ درصد | | | سطح اطمینان ۹۹ درصد | | |
|---|---------------------|---------|---------|---------------------|---------|---------|---------------------|---------|---------|
| | ۱۰ درصد | ۱۵ درصد | ۲۰ درصد | ۱۰ درصد | ۱۵ درصد | ۲۰ درصد | ۱۰ درصد | ۱۵ درصد | ۲۰ درصد |
| x1 | ۳۵۱۳ | ۴۹۱۹ | ۴۱۱۷ | ۳۶۸۰ | ۵۲۹۴ | ۳۶۴۳ | ۳۶۴۹ | ۴۳۹۶ | ۲۸۷۰ |
| x2 | | | | | | | | ۷۸۰ | ۱ |
| X3 | | | | | | | ۷۲ | | |
| X4 | | | | | | | ۶ | ۵۹ | |
| X5 | | | | | | | ۸۸ | | |
| X6 | | | ۸۹۰۰ | | ۶۷۵ | ۱۲۲۰۵ | ۳۳ | ۴۴۱۷ | ۱۷۶۱۰ |
| X7 | | | | | | | ۱۷ | ۱۷۱ | |
| X8 | ۵۵۴۶ | ۷۷۶۶ | ۷۷۱۴ | ۵۸۱۱ | ۹۴۳۵ | ۷۰۲۸ | ۵۷۶۳ | ۸۶۵۶ | ۵۸۹۴ |
| X9 | | | | | | | | | |
| x10 | | | | | | | ۶۰ | ۱۱۶ | |
| x11 | | | | | | | ۱۷۴ | | |
| x12 | | | | | | | | | |
| X13 | | | | | | | ۲۲ | | |
| کل بازده انتظاری | ۲۹۴۸۸۷۷ | ۴۱۲۹۱۶۸ | ۵۴۱۱۷۷۹ | ۳۰۸۹۳۳۷ | ۴۷۹۳۵۵۷ | ۵۶۶۰۸۲۰ | ۳۱۰۸۷۹۳ | ۵۱۹۰۳۵۳ | ۶۰۶۷۰۳۷ |
| نسبت میزان سرمایه گذاری به کل سرمایه (درصد) | ۶۳/۰۸ | ۸۸/۳۳ | ۱۰۰/۰۰ | ۶۶/۰۸ | ۱۰۰/۰۰ | ۱۰۰/۰۰ | ۶۶/۶۴ | ۱۰۰/۰۰ | ۱۰۰/۰۰ |
| نسبت بازده انتظاری به سرمایه (درصد) | ۲/۹۵ | ۴/۱۳ | ۵/۴۱ | ۳/۰۹ | ۴/۷۹ | ۵/۶۶ | ۳/۱۱ | ۵/۱۹ | ۶/۰۷ |

مأخذ: نتایج تحقیق

جدول ۳- نتایج پرتفوی بهینه در سطح سرمایه گذاری ۱۰۰۰ میلیون ریال در سطوح مختلف اطمینان و ریسکهای مختلف

| سطح اطمینان ۹۹ درصد | | | سطح اطمینان ۹۵ درصد | | | سطح اطمینان ۹۰ درصد | | | VaR متغیر |
|---------------------|----------|----------|---------------------|----------|----------|---------------------|----------|----------|---|
| ۲۰ درصد | ۱۵ درصد | ۱۰ درصد | ۲۰ درصد | ۱۵ درصد | ۱۰ درصد | ۲۰ درصد | ۱۵ درصد | ۱۰ درصد | |
| ۲۸۷۰۳ | ۴۴۷۶۸ | ۴۱۱۱۴ | ۳۶۴۳۲ | ۵۲۹۳۹ | ۲۶۱۵۰ | ۴۱۱۷۱ | ۴۹۰۹۱ | ۳۵۱۳۱ | x1 |
| | | | | | | | | | x2 |
| | | | | | | | | | X3 |
| | | | | | | | | | X4 |
| | | | | | | | | | X5 |
| ۱۷۶۱۶۶ | ۴۶۵۶۹ | | ۱۲۲۱۱۲ | ۶۷۴۸ | | ۸۸۹۹۹ | | ۱ | X6 |
| | | | | | | | | | X7 |
| ۵۸۸۸۷ | ۹۶۷۳۷ | ۶۴۹۱۰ | ۷۰۲۲۲ | ۹۴۳۶۳ | ۴۱۲۸۵ | ۷۷۱۴۶ | ۷۷۵۰۳ | ۵۵۴۶۴ | X8 |
| | | | | | | | | | X9 |
| | | | | | | | | | x10 |
| | | | | | | | | | x11 |
| | | | | | | | | | x12 |
| | | | | | | | | | X13 |
| ۶۰۶۷۰۹۴۶ | ۵۱۸۲۸۶۳۵ | ۳۴۵۱۲۴۶۴ | ۵۶۶۰۹۲۷۸ | ۴۷۹۳۶۴۰۸ | ۲۱۹۵۱۱۵۸ | ۵۴۱۱۹۳۴۵ | ۴۱۲۰۸۴۳۳ | ۲۹۴۹۰۲۹۵ | کل بازده انتظاری |
| ۱۰۰/۰۰ | ۹۹/۹۵ | ۷۲/۸۲ | ۱۰۰/۰۰ | ۱۰۰/۰۰ | ۴۶/۹۶ | ۱۰۰/۰۰ | ۸۸/۱۵ | ۶۲/۰۸ | نسبت میزان سرمایه گذاری به کل سرمایه (درصد) |
| ۶/۰۷ | ۵/۱۸ | ۲/۴۵ | ۵/۶۶ | ۴/۷۹ | ۲/۲۰ | ۵/۴۱ | ۴/۱۲ | ۲/۹۵ | نسبت بازده انتظاری به سرمایه (درصد) |

مأخذ: نتایج تحقیق

جدول ۴- نتایج پرتفوی بهینه در سطح سرمایه گذاری ۱۰۰۰۰ میلیون ریال در سطوح مختلف اطمینان و ریسکهای مختلف

| سطح اطمینان ۹۹ درصد | | | سطح اطمینان ۹۵ درصد | | | سطح اطمینان ۹۰ درصد | | | VaR متغیر |
|---------------------|-----------|-----------|---------------------|-----------|-----------|---------------------|-----------|-----------|---|
| ۲۰ درصد | ۱۵ درصد | ۱۰ درصد | ۲۰ درصد | ۱۵ درصد | ۱۰ درصد | ۲۰ درصد | ۱۵ درصد | ۱۰ درصد | |
| ۳۰۳۱۵۰ | ۴۴۷۶۸۶ | ۴۲۸۹۶۱ | ۴۳۸۸۱۴ | ۴۷۷۲۹۶ | ۳۸۲۸۹۶ | ۴۱۱۷۱۴ | ۵۲۶۹۷۰ | ۲۵۰۲۲۸ | x1 |
| | | | | | | | | | x2 |
| | | | | | | | | | X3 |
| | | | | | | | | ۵۴ | X4 |
| | | | | | | | | | X5 |
| ۱۶۴۸۷۹۹ | ۷۱۸۸۴۷ | | ۸۳۰۴۸۷ | ۲۴۰۴۲۶ | | ۸۹۰۰۰۶ | | ۹۵۸۴ | X6 |
| | | | | | | | | | X7 |
| ۶۱۲۶۱۸ | ۷۳۹۹۹۹ | ۶۹۳۰۱۹ | ۷۰۲۱۲۱ | ۸۵۸۸۳۰ | ۶۰۴۵۰۶ | ۷۷۱۴۴۲ | ۸۳۱۹۶۷ | ۳۷۷۷۳۲ | X8 |
| | | | | | | | | | X9 |
| | | | | | | | | | x10 |
| | | | | | | | | | x11 |
| | | | | | | | | | x12 |
| | | | | | | | | | X13 |
| ۵۹۸۲۳۶۱۹۲ | ۵۲۰۵۲۴۰۳۱ | ۳۶۳۳۰۸۱۹۸ | ۵۲۹۶۲۳۱۹۸ | ۴۶۸۲۹۹۳۸۶ | ۳۲۱۴۱۵۰۹۰ | ۵۴۱۱۹۴۹۰۹ | ۴۴۲۳۵۵۵۵۷ | ۲۰۸۳۹۴۳۶۲ | کل بازده انتظاری |
| ۱۰۰/۰۰ | ۹۹/۵۰ | ۷۷/۵۰ | ۱۰۰/۰۰ | ۹۴/۹۳ | ۶۸/۷۶ | ۱۰۰/۰۰ | ۹۴/۶۳ | ۴۴/۶۶ | نسبت میزان سرمایه گذاری به کل سرمایه (درصد) |
| ۵/۹۸ | ۵/۲۱ | ۳/۶۳ | ۵/۳۰ | ۴/۶۸ | ۳/۲۱ | ۵/۴۱ | ۴/۴۲ | ۲/۰۸ | نسبت بازده انتظاری به سرمایه (درصد) |

مأخذ: نتایج تحقیق

نتیجه گیری و پیشنهادات

در این مطالعه به بررسی و تعیین پرتفوی بهینه سهام شرکتهای صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از برنامه ریزی اعداد صحیح و در نظر گرفتن شاخص ارزش در معرض ریسک (VaR) پرداخته شد. نتیجه اصلی این مطالعه، پیشنهاد پرتفوی بهینه برای سرمایه گذاران با ریسک های مختلف و همچنین سطوح بودجه مختلف است که از آن می توان در سایر سطوح سرمایه و ریسک و همچنین سایر صنایع و حتی در کل بورس نیز استفاده کرد.

همچنین نتایج این مطالعه نشان داد که سهام شرکتهای صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران از قدرت بالایی برای جذب سرمایه های سرمایه گذاران کم ریسک برخوردار نیست و در واقع سرمایه گذاران با ریسک کم، تمام سرمایه خود را صرف خرید سهام شرکتهای صنایع غذایی نمی کنند. اگرچه با افزایش میزان ریسک

منابع

- ۱- ترکمانی ج. و حسینی ع. ۱۳۸۵. تعیین پرتفوی بهینه در بورس اوراق بهادار: کاربرد شاخص ارزش در شرایط توأم با مخاطره. پژوهشهای اقتصادی ایران. ۲۹: ۷۵-۹۲.
- ۲- خالوزاده ح. و امیری ن. ۱۳۸۵. تعیین سبد سهام بهینه در بازار بورس ایران بر اساس نظریه ارزش در معرض ریسک. تحقیقات اقتصادی. ۷۳: ۲۱۱-۲۳۱.
- ۳- خدابخش ع. ۱۳۸۳. خرید و فروش سهام بر اساس مصوبات مجامع. انتشارات چالش. تهران.
- ۴- شهرآبادی ا. و بشیری ن. ۱۳۸۵. جایزه نوبل اقتصاد و گذری بر نظریه نوین پرتفولیو. بورس. ۵۷: ۴۶-۴۹.
- ۵- نویدی ح. ر.، نجومی مرکید ا. و میرزاده ح. ۱۳۸۸. تشکیل پرتفوی بهینه در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوریتم های ژنتیک. مجله تحقیقات اقتصادی. ۸۹: ۲۴۳-۲۶۲.
- 6- Campbell R., Huisman R., and Koedijk K. 2001. Optimal Portfolio Selection in a Value at Risk Framework. *Journal of Banking and Finance*. 25: 1789-1804.
- 7- Dimitrakopoulos D.N., Kavussanos M.G., and Spyrou S.I. 2010. Value at Risk Models for Volatile Emerging Markets Equity Portfolios. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. In Press, Corrected Proof.
- 8- Duffie D., and Pan J. 1997. An Overview of Value-at-Risk. *Journal of Derivatives*. 4: 7-49.
- 9- Gouriéroux C., Laurent J.P., and Scaillet O. 2000. Sensitivity Analysis of Values at Risk. *Journal of Empirical Finance*. 7(3-4): 225-245.
- 10- Hull J. 2000. *Options, Futures and Other Derivatives*. Prentice Hall, New York.
- 11- Linsmeier T., and Pearson N. 2000. Value at Risk. *Financial Analysts Journal*. 56: 47-67.
- 12- Markowitz H.M. 1952. Portfolio Selection. *Journal of finance*. 7(1): 77-91.
- 13- Markowitz H.M. 1959. *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Wiley, New York.
- 14- Pakdin Amiri A.R., Pakdin Amiri M., and Pakdin Amiri M. 2009. Designing a New Model of Effective Financial Factors on TEPIX with Structural Equation Model and Fuzzy Approach. *Journal of Applied Sciences*. 9(11): 2097-2105.
- 15- Stambaugh F. 1996. Risk and Value-at-Risk. *European Management Journal*. 14(6): 612-621.
- 16- Vlaar P.J.G. 2000. Value at Risk Models for Dutch Bond Portfolios. *Journal of Banking & Finance*. 24(7): 1131-1154.
- 17- Yiu K.F.C. 2004. Optimal Portfolios Under a Value-at-risk Constraint. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 28(7): 1317-1334.