

همه چیز از واگذاری سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴

فصلنامه با اعلام مشاوران دزدنگنه

فلامرضا کردزنگنه:

مدیرکل مالی دانشگاه‌های اهواز، ذیحساب
نیشر هفت تپه، معاون هزینه و خزانه دارای
استان خوزستان، مدیرکل امور اقتصادی و
دارایی چهارمحال بختیاری، مدیرکل امور
اقتصادی و دارایی استان کرمان، مدیرکل امور
اقتصاد و دارایی استان تهران، معاون سازمان
مالیاتی کل کشور، رئیس کل سازمان مالیاتی کل
کشور و در حال حاضر، معاون وزیر و رئیس
هیات عامل سازمان خصوصی سازی کشور.

بحث را از کارگروه‌هایی شروع کنیم که
برای تحقق اصل ۴۴ تشکیل شده است.
این‌ها چه ترکیبی و چه وظایفی دارند؟
- کارگروه‌هایی که تشکیل شد در حقیقت
وزارت اقتصاد و دارایی متولی آن‌هاست. از
سازمان خصوصی سازی، بورس، معاونت
اقتصادی وزارتخانه، سازمان حسابرسی،
معاونت بانکی و بیمه، مشاوران اقتصادی
وزیر و معاونت هزینه و خزانه و در مجموع
ترکیبی تشکیل شده است که روی همه
کارگروه‌ها کار می‌کنند. لذا چهار کارگروه
تشکیل شده است.

کارگروه نخست؛ بحث ساماندهی بازارها
را به عهده دارد. طبقه‌بندی بازارها و
فعالیت‌های اقتصادی و انتخاب بازارها با
اولویت برای اجرای سیاستگذاری بنگاه‌های
دولتی از وظایف این کارگروه است. بازارها
هم بر اساس اصل ۴۴ و فرمان مقام معظم
رهبری اعم از فرمان سال گذشته راجع
به بندهای الف و ب و دال و فرمان اخیر
ایشان راجع به بند ج به چهار گروه تقسیم
شده‌اند.

گروه نخست بازارهای رقابتی و غیر



انحصاری هستند که شامل فعالیت‌های خارج از موارد صدر اصل ۴۴ و در حقیقت ذیل آن است و گروه دوم بازارهایی که تاکنون از انحصار و حمایت‌های قانونی برخوردار بودند یعنی مواردی که در صدر اصل ۴۴ غیر از استثنائات آمده است و گروه سوم انحصارهای طبیعی مثل آب و برق و گاز و تلفن و راه آهن و راه و استثنائات بندج مانند شرکت ملی نفت، سازمان هواپیمایی کشوری، سازمان بندر و کشتیرانی، فرکانس مخابرات و آنچه ذکر شده است و گروه چهارم بازارهای نظامی، انتظامی و اطلاعاتی است که جنبه محرمانه دارد و تنها به تشخیص فرماندهی کل قوا و مقام معظم رهبری درباره آنها تصمیم‌گیری می‌شود و هدف این است که قبل از اجرای واگذاری بتوانیم بازارها را طبقه‌بندی کنیم، بشناسیم، ببینیم کدام بازار در واگذاری اولویت نخست و کدام یک اولویت دوم و سوم است و تا چه سقفی از هر بازار باید واگذار شود و چه مقدار در داخل و چه مقدار در خارج و به سرمایه‌گذاران خارجی واگذار شود. به طور مثال برای گروه نخست هیچ محدودیتی وجود ندارد و تا صد درصد یک شرکت می‌تواند واگذار شود ولی بازارهای گروه دوم و سوم چون به بندج مربوط می‌شود تا ۸۰ درصد امکان واگذاری این شرکت‌ها وجود دارد و گروه چهارم هم آنها هستند که باید به‌طور موردی و با تشخیص رهبری درباره آنها تصمیم‌گیری شود.

کارگروه دوم؛ بازسازی و نوسازی و اصلاح ساختار شرکت‌هاست که قبل از آماده‌سازی باید روشن شود که شرکتی که می‌خواهد وارد بورس شود شرایط ورود به بورس را داشته باشد چه کارهایی باید انجام شود چه آماده‌سازی‌هایی باید روی آن صورت گیرد یا چه اقداماتی برای رسیدن شرکت، به سوددهی و خروج از زیان دهی اجرا شود تا شرکت، شرایط ورود به بورس و بازار اوراق بهادار را پیدا کند. این کار گروه راه‌های اصلاح ساختار و بازسازی شرکت‌ها را بررسی می‌کند.

کارگروه سوم؛ درباره نحوه واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش‌های خصوصی و تعاونی یا غیر دولتی است و مواردی که

در این کارگروه بحث می‌شود آماده‌سازی حقوقی بنگاه‌ها برای واگذاری است که تبدیل شرکت به سهامی عام به چه صورت باشد تا امکان ورود به بورس ایجاد شود. یا این که برای خروج از مقررات دولتی و این که قوانین و مقررات دولتی روی آنها حاکم نباشد و شرکت‌ها قانون تجارتی باشند طی کردن چه مراحل لازم است و مدیریت بنگاه‌ها در دوره انتقال به چه نحو باید باشد. یعنی این که به صورت وکالتی یا مالکیتی باشد و روش‌هایی که برای اداره شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود، یا روش‌های واگذاری که از چه روش‌ها و گستره‌های بازار روی آن بحث شود و این که آیا فقط از روش بورس استفاده شود یا روش بورس و مزایده یا روش‌های مختلف اجاره به شرط تملیک، پیمان مدیریت و ... ضوابط ناظر بر تعیین قیمت پایه سهام چیست؟ زمان مناسب واگذاری چه وقتی است؟ و حتی افرادی که می‌آیند باید پیش‌بینی شود که احراز صلاحیت فنی



کارگروه‌هایی که تشکیل شد در حقیقت وزارت اقتصاد و دارایی متولی آن‌هاست. از سازمان خصوصی‌سازی، بورس، معاونت اقتصادی وزارتخانه، سازمان حسابرسی، معاونت بانکی و بیمه، مشاوران اقتصادی وزیر و معاونت هزینه و خزانه و در مجموع ترکیبی تشکیل شده است که روی همه کارگروه‌ها کار می‌کنند

شوند و کسی که می‌خواهد کارخانه نساجی یا فولاد بخرد با این صنعت‌ها آشنایی دارد. اجازه تعهد پذیره‌نویسی قیمت سهام به بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و بانک‌های سرمایه‌گذاری و اجازه ایجاد شرکت‌های مشاوره مالی و بانک‌های سرمایه‌گذاری هم بخشی دیگر است، زیرا این مسائل مکمل کار بورس است و باید بانک‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسات اعتباری در کنار بورس باشند و اجازه تعهد پذیره‌نویسی را داشته باشند و تا واگذاری‌ها را تسهیل کرده و به این امر کمک کنند. پیش‌بینی شده است

که قانونی تهیه شود برای این که بانک‌های سرمایه‌گذاری تأسیس شوند و هم چنین بخش دیگر لزوم شفافیت در واگذاری و مطلع‌سازی افکار عمومی است. انتقاداتی که به واگذاری‌های گذشته می‌شود این است که در برخی از واگذاری‌ها شفاف‌سازی یا افشای اطلاعات نشده است و پس از واگذاری مشخص شد، شرکت مشکلات یا بدهی‌هایی داشته است یا براین اساس برخی ادعا دارند، در شرکت‌ها حساب‌سازی شده و حتی برخی از این حساب‌سازی‌ها به حساب‌سازی تبدیل شده است. سعی ما این است که شرکتی که می‌آید از هر نظر، مانند اطلاعات مالی، دارایی‌ها، بدهی‌ها، سرمایه، موارد حساب سود و زیان ترازنامه و همه چیز آن شفاف باشد و با گذشت زمان مشکلی پیش نیاید چون در غیر این صورت اعتماد مردم به خصوصی‌سازی و بورس از بین می‌رود. اصطلاحی است که می‌گویند اعتماد ذره ذره جمع می‌شود و با یک اشتباه از بین می‌رود. مانند مسأله‌ای که در امریکا برای شرکت «انرون» ایجاد شد و به واسطه قضیه حساب‌سازی به بورس امریکا لطمه بزرگی زد. هم چنین دامنه شمول واگذاری‌ها

است، که پیش از این عرض کردم، تا چه درصدهایی اجازه می‌دهد که واگذاری‌ها بین هر یک از این گروه‌ها انجام شود. البته حداکثر سهام قابل واگذاری به مؤسسات و نهادهایی که به طور کلی دولت بابت رد دیون خود به سازمان تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی، صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح آستان قدس و ... پرداخت می‌کند نیز، باید به حساب آید. مطلب دیگر این است که، آیا دولت این روش‌ها را داشته باشد بهتر است، یا شرکت‌ها را بفروشد و پول‌شان را بدهد؟ چون این نهادها خودشان شبه دولتی هستند و در اذهان عمومی ممکن است تمرکز و انحصاری در بخش نهاد‌های غیر دولتی ایجاد شود. اگر هم واگذار شود حد و مرز آن چقدر است؟ و تا چه میزانی باید به این نهادها واگذار شود؟

کارگروه چهارم؛ درباره قوانین لازم و لایحه ضد انحصار و نظارت‌های بازار کار می‌کند. قوانینی که لازم است در راستای اصل ۴۴ و

سعی ما این است که شرکتی که می‌آید از هر نظر، مانند اطلاعات مالی، دارایی‌ها، بدهی‌ها، سرمایه، موارد حساب سود و زیان ترازنامه و همه چیز آن شفاف باشد و با گذشت زمان مشکلی پیش نیاید چون در غیر این صورت اعتماد مردم به خصوصی‌سازی و بورس از بین می‌رود

پیش‌بینی شده است که قانونی تهیه شود برای این که بانک‌های سرمایه‌گذاری تأسیس شوند و هم چنین بخش دیگر لزوم شفافیت در واگذاری و مطلع‌سازی افکار عمومی است

سیاست‌های اعلام شده مقام رهبری و سهام عدالت به کار آید، در این کار گروه تهیه و برای هیأت وزیران ارسال می‌شود. در حال حاضر در قانون برنامه چهارم ۳۰ درصد از درآمدهای حاصل از واگذاری بابت مالیات و سود سهام به خزانه واریز و ۷۰ درصد به شرکت‌های مادر تخصصی پرداخت می‌شود. به جز این در فرمان اخیر مقام معظم رهبری نحوه مصرف جدیدی هم تعریف شد که برای تقویت بخش تعاون سی درصد پرداخت شود. هم‌چنین دولت در حوزه‌های نوین و پیشرفته و فناوری‌های جدید سرمایه‌گذاری کند یا بخشی را اختصاص دهد یا برای اصلاح زیر ساخت‌های مملکت در مناطق محروم، دولت فعالیت‌هایی انجام دهد که مجموع موارد پیشین در کنار موارد جدید، تعریف دیگری از نحوه مصرف درآمدهای حاصله از واگذاری‌ها را ارائه می‌کند.

درباره کارگروه نخست گفتید که آنجا تعیین می‌شود کدام صنایع برای واگذاری در اولویت قرار گیرد. نتیجه اولویت‌بندی‌ها چه شده است؟

همه آنچه در کارگروه‌ها انجام شده است باید در چارچوب قانون قرار گیرند. اینها کار کارشناسی و مطالعاتی است که برخی از آنها در هیأت دولت و برخی هم باید در مجلس و در کمیسیونی خاص تصویب شود و تا زمانی که تصویب قانونی نشود جنبه اجرایی و عملیاتی ندارد. کارهایی آماده شده است ولی هم اکنون همه شرکت‌هایی که آماده سازی می‌شوند بدون رعایت این بازارها اقداماتی راجع به آنها انجام می‌شود تا در مسأله خصوصی سازی تسریع شود. البته تعدادی را به سازمان بورس اعلام کردیم و ۲۰ شرکت را هم برای تصویب به هیأت دولت فرستاده‌ایم تا پس از تصویب به بورس معرفی شوند. برخی نیز همه کارهایشان آماده است و تنها مجوز هیأت دولت را برای ورود به بورس نیاز دارند. این کارشناسی‌ها در ستاد فرعی وزارت امور اقتصادی مربوط به اصل ۴۴ انجام شده و به تدریج باید جنبه‌های قانونی پیدا کند.

کدام شرکت‌ها برای ورود به بورس اعلام آمادگی کرده‌اند و شرایط لازم را

نیز دارند؟

شرکت‌هایی که اعلام آمادگی کرده‌اند شرکت‌های مادر تخصصی «ساتکاب» بوده است که حدود ۱۲ یا ۱۳ شرکت را معرفی کرده، دو شرکت مربوط به راه آهن است و یکی دو شرکت هم متعلق به وزارت صنایع و فولاد است که معرفی شده‌اند و کارهایشان آماده شده و منتظر مصوبه هیأت وزیران است.

تاکنون چه موامنی برای اجرایی شدن اصل ۴۴ وجود داشته است و چه راهکارهایی برای مقابله با آن وجود دارد؟

مهم‌ترین مانع ما برای واگذاری، مقاومت مدیران در وزارتخانه‌ها و مدیران شرکت‌های دولتی است که اطلاعات را نمی‌دهند و برای یک کار جزئی هم سازمان بورس و هم سازمان خصوصی‌سازی باید حدود یک سال مکاتبه کنند و این افراد حتی حاضر نیستند رفع اشکال جزئی را انجام دهند تا شرکت بتواند وارد بورس شود. حتی برای فرار از واگذاری‌ها اخیراً به شگردهای مختلفی متوسل می‌شوند مثل



البته حداکثر سهام قابل واگذاری به مؤسسات و نهادهایی که به طور کلی دولت بابت رد دیون خود به سازمان تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی، صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح آستان قدس و ... پرداخت می‌کند نیز، باید به حساب آید

این که طرح‌های توسعه‌ای تصویب می‌کنند، شرکت‌ها را بدهکار می‌کنند، «فاینانس»‌هایی می‌گیرند که شرکت به سادگی قابل واگذاری نباشد و شرایط مختلفی را ایجاد می‌کنند تا شرکت‌ها را از واگذاری دور کنند. راهکار اساسی این است، که باید برخورد قانونی و جدی‌تری با کسانی که در مقابل واگذاری‌ها و سیاست‌های اعلام شده مقام معظم رهبری و دولت به نحوی مقاومت می‌کنند، انجام شود و این مسأله باید در قوانین دیده شود. اتفاقاً یکی از بحث‌هایی که در کارگروه‌ها وجود دارد همین برخورد با کسانی است

که مقاومت می‌کنند و ما واقعاً خلأ قانونی داریم و حتی اسم نمی‌بریم که وزارتخانه‌ای بوده است که ما گروه‌های را اعزام کرده‌ایم و در ۱۰ روز پیاپی یک برگ اطلاعات از شرکت‌هایش را به ما نداده است.

بهتر نیست که اسامی و عملکرد این افراد به مردم اعلام شود تا افکار عمومی و مردم تکلیف را روشن کنند؟

ابتدا اقداماتی را از طریق دولت و وزیر انجام می‌دهیم و اگر به نتیجه نرسد به طور قطعی آن را برای عموم افشا می‌کنیم.

برای ارزش گذاری شرکت‌ها چه روش‌هایی وجود دارد؟

در قانون شش روش برای قیمت گذاری وجود دارد که می‌توانیم از آن استفاده کنیم و این روش‌ها نیز باید در هیأت عالی واگذاری به تصویب برسند. در چرخه سهام عدالت یکی از مبانی اصلی ما روش سوددهی است چون بر این اساس می‌خواهیم شرکت‌های سودده را در سهام عدالت واگذار کنیم. مبنای P/E آهر سهم این شرکت‌ها و روش‌های سوددهی‌شان گذاشته‌ایم. معیارهای دیگری هم ارزش قیمت سهام، ارزش دفتری، ارزش روز، ارزش اسمی، میانگین و تلفیقی از این روش‌ها که همگی به تصویب هیأت عالی واگذاری بستگی دارد. در کنار آن شرایط شرکت‌ها هم مهم است و در برخی موارد ممکن است یک شرکت شرایطی داشته باشد که خوب و مثبت باشد و فقط ارزش روز برای آن تعیین شود و در مورد دیگری ممکن است شرکت زیان ده باشد و فقط ارزش دفتری تعیین شود.

مسأله مقاومت مدیران شرکت‌ها یک طرف، مسأله دیگر این است که افرادی که شرکت‌ها را خریداری می‌کنند، طبیعی است که برنامه تعدیل نیرو داشته باشند و یا این که شرکت در اصل از یارانه‌های دولتی مانند آب و برق و گاز استفاده می‌کرده است. آیا در این موارد هم تعیین تکلیف شده است؟

در قانون برنامه چهارم پیش‌بینی شده است که سیاست‌های تشویقی و تخفیفی داشته باشیم و کسانی که بعد از واگذاری بتوانند برای حفظ و ارتقای اشتغال کار کنند، افزایش ۳- قیمت بر درآمد هر سهم

شرکت‌هایی که اعلام آمادگی کرده‌اند شرکت‌های مادر تخصصی «ساتکاب» بوده است که حدود ۱۲ یا ۱۳ شرکت را معرفی کرده، دو شرکت مربوط به راه آهن است و یکی دو شرکت هم متعلق به وزارت صنایع و فولاد است که معرفی شده‌اند و کارهایشان آماده شده و منتظر مصوبه هیأت وزیران است

سرمایه بدهند، بهره‌وری را بالا ببرند، کارآیی را ارتقاء بخشند، می‌توانند از تخفیفاتی که پیش‌بینی شده است مانند بخشودگی اقساط سه ساله یا تبدیل اقساط سه ساله به پنجساله و دیگر تخفیف‌ها و تشویق‌های قانونی استفاده کنند. درباره سیاست‌های تشویقی هم آیین نامه آن سه سال مانده بود و به خاطر این که حرف و حدیثی در آن نباشد، سازمان خصوصی‌سازی تصویب نکرده بود، البته در سه ماه اخیر آیین نامه را تصویب کردیم و الان نیز شرکت‌هایی که در ابعادی مانند حفظ و ارتقای اشتغال فعالیت کنند، امکان بررسی تقاضا و بهره‌مندی آنها از این تخفیفات، وجود دارد.

پس در عمل می‌توانند تعدیل نیرو کنند و به این ترتیب ممکن است مشکلاتی برای دولت ایجاد شود.

بله می‌توانند. تعدیل نیرو یک مسأله منطقی است ولی باید حساب شده انجام شود و در وهله نخست حق و حقوق کارگران پرداخت شود و دولت شرایط کار را طوری تنظیم کند که این‌ها جذب شوند. شرکتی که از مشکلات اصلی آن نیروی مازاد است، اگر تعدیل نیرو نکند باز هم زیان‌ده است. برخی از شرکت‌ها به علت مواردی که در اغلب شهرستان‌ها و مناطق وجود داشته است، در کنار فشارهای مسئولان محلی؛ استخدام‌های بی‌رویه کرده‌اند به طوری که گاهی دو تا سه برابر ظرفیت پرسنلی شرکت نیرو گرفته و حتی شرکتی داریم که ۴۰۰۰ نیروی آن به ۱۰۰۰ نفر کاهش یافته ولی باز هم به تعدیل نیرو نیاز دارد. پس نمی‌توانیم شرکتی زیان‌ده را به بخش خصوصی بدهیم و بگوییم که تعدیل نیرو نکنند و به آن ترکیب پرسنلی دست نزنند زیرا شرایط زیان‌دهی آن باقی می‌ماند.

تکلیف سهام عدالت چیست؟ و با سهامی که قرار است در قالب اصل ۴۴ از طریق بورس واگذار شود چه ارتباطی دارد؟

مسئول واگذاری سهام عدالت سازمان خصوصی‌سازی است. دبیرخانه ستاد مرکزی سهام عدالت در این سازمان است، رییس ستاد مرکزی آن، رییس جمهور و نایب رییس ستاد، وزیر اقتصاد و دارایی است و حدود نه تن از وزرا و دو معاون رییس جمهور و

چند تن از رؤسای سازمان‌ها، عضو ستاد مرکزی هستند. سازوکار سهام عدالت با فرمان مقام معظم رهبری به طور کامل تغییر کرد و واگذاری‌ها باید به‌طور حتم از طریق بورس انجام شود. به‌طور مثال در بند ج، ۴۰ درصد را به عموم واگذار می‌کنیم و برای ۷۰ میلیون نفر، این ۴۰ درصد در قالب تعاونی‌هاست که همان چرخه سهام عدالت است. ولی همه واگذاری‌ها چه ۴۰ درصد سهام عدالت و چه چهل درصد عموم همه از طریق بورس است. یعنی قیمت پایه، قیمتی است که در بورس مشخص می‌شود و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی که تشکیل شده است، شرکت‌هایی هستند که می‌توانند وارد بورس شوند و در مجموع طراحی سازوکار جدید سهام عدالت در جهت اهداف خصوصی‌سازی است.

پس الان سهام عدالت، در بخشی که قرار است ذیل اصل ۴۴ باشد تلفیق شده است؟

ابهاماتی که داشتیم با فرمان مقام معظم رهبری



مهم‌ترین مانع مابرای واگذاری، مقاومت مدیران در وزارتخانه‌ها و مدیران شرکت‌های دولتی است که اطلاعات را نمی‌دهند و برای یک کار جزئی هم سازمان بورس و هم سازمان خصوصی‌سازی باید حدود یک سال مکاتبه کنند و این افراد حتی حاضر نیستند رفع اشکال جزئی را انجام دهند تا شرکت بتواند وارد بورس شود

رفع شد و ضمن آن سازوکار سهام عدالت هم اصلاح شد. به‌طور مثال پیش از این واگذاری‌ها در قالب تعاونی‌ها انجام می‌شد و انتقادهایی می‌شد که این واگذاری‌ها در جهت خصوصی‌سازی نیست. بازارهای غیر رسمی در کنار بورس درست کرده بودیم ولی الان با اصلاح این سازوکار این حرکت، شکل واقعی خصوصی‌سازی به خود گرفته است.

در پایان بفرمایید چه اهداف و سیاست‌هایی برای خصوصی‌سازی در کشور تعریف شده است؟

سیاست‌های اصل ۴۴ در قالب خصوصی‌سازی را در ۱۲ بند می‌توان تشریح کرد:

- ۱- ارتقای کارایی بنگاه‌های اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی، انسانی و فناوری
- ۲- شتاب بخشیدن به رشد اقتصاد ملی
- ۳- تغییر نقش دولت در اقتصاد ملی از مالکیت و مدیریت مستقیم بنگاه‌ها به سیاست‌گذاری ملی و کارآمد ساختن آن در این عرصه است که دولت به وظیفه نظارتی برگردد و وظیفه تصدی‌گری را به بخش‌های خصوصی و تعاونی واگذار کند.
- ۴- کاستن از بار مدیریتی و مالی دولت در تصدی فعالیت‌های اقتصادی که کمک به بودجه دولت است.

۵- افزایش سهم بخش‌های خصوصی و تعاونی در اقتصاد ملی که باید سهم تعاونی به ۲۵ درصد برسد و سهم بخش خصوصی برای آینده بالای ۵۰ درصد پیش‌بینی شده است.

۶- توسعه بازار سرمایه و گسترش مالکیت خصوصی در سطح عموم مردم به منظور تأمین عدالت اجتماعی است.

۷- تشویق اقشار مردم به به‌پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و بهبود درآمد خانواده‌ها

۸- جمع کردن سرمایه‌های خرد مردم در راستای ورود به بورس و گسترش بازار سرمایه

۹- رشد فضای رقابتی و افزایش مزیت‌های رقابتی اقتصاد ملی که متأسفانه هم اکنون به علت حجم بزرگ دولت قدرت رقابت در کشور گرفته شده است و اقتصاد ما اقتصادی غیر رقابتی است

۱۰- آماده‌سازی بنگاه‌های داخلی برای مواجهه هوشمندانه با قواعد تجارت جهانی در یک فرایند تدریجی و هدفمند که بتوانیم بازارهای بین‌المللی داشته باشیم و عضو WTO و سازمان تجارت جهانی بشویم.

۱۱- توسعه و ارتقای استانداردهای ملی تا سطح استانداردهای بین‌المللی است. تا کالاهای با کیفیت ایرانی بتوانند در بازارهای بین‌المللی قدرت رقابت داشته باشند و سطح صادرات کشور افزایش پیدا کند.

۱۲- افزایش سطح عمومی اشتغال و توسعه سرمایه انسانی، دانش پایه و تربیت متخصص برای حفظ اشتغال و افزایش مهارت.

در قانون برنامه چهارم پیش‌بینی شده است که سیاست‌های تشویقی و تخفیفی داشته باشیم و کسانی که بعد از واگذاری بتوانند برای حفظ و ارتقای اشتغال کار کنند، افزایش سرمایه بدهند، بهره‌وری را بالا ببرند، کارآیی را ارتقاء بخشند، می‌توانند از تخفیفاتی که پیش‌بینی شده است مانند بخشودگی اقساط سه ساله یا تبدیل اقساط سه ساله به پنجساله و دیگر تخفیف‌ها و تشویق‌های قانونی استفاده کنند

مقایسه بازده پرتفوی سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری باشرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس

مهسا رادفر

چکیده

شرکت‌های سرمایه‌گذاری از بخش‌های فعال در بازارهای مالی هستند در سال‌های اخیر صنعت واسطه‌گری مالی در سراسر جهان رشد و گسترش چشمگیری را شاهد بوده است.

در کشور ما ضمن اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری رشد قابل ملاحظه‌ای پیدا نکردند، ملاحظه می‌شود که شرکت‌های تولیدی نیز اقدام به ایجاد پرتفوی سهام کرده‌اند. بنابراین هدف اصلی این تحقیق ارزیابی توانایی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران در مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های بورسی است. این ارزیابی از طریق مقایسه بازده اضافه تحصیل شده از سرمایه‌گذاری بورسی انجام شده توسط شرکت‌های تولیدی با بازده بازار و بازده پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس انجام شد.

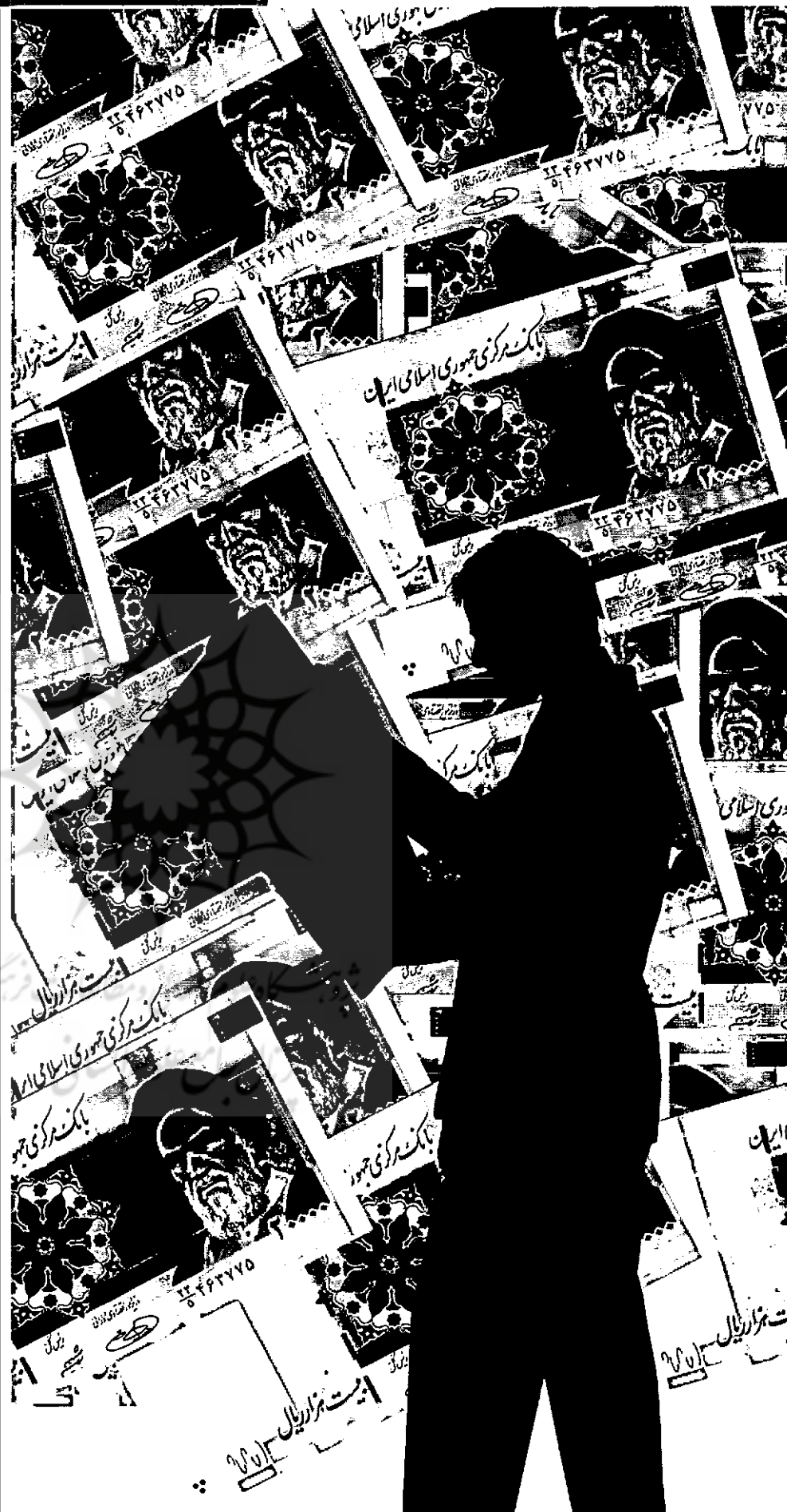
نتایج بعدست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در دوره بررسی به‌طور متوسط توانستند از سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود بازده بیشتری نسبت به بازده بازار کسب کنند در حالی که بازده ناخالص کسب شده توسط شرکت‌های تولیدی کمتر از بازده بازار بوده است. همچنین بازده بعدست آمده توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر از شرکت‌های تولیدی است و ارتباط معناداری بین بازده اضافه بعدست آمده و میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده شرکت‌ها با توجه به منابع مالی آنها وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی

شرکت‌های سرمایه‌گذاری - شرکت‌های تولیدی - سرمایه‌گذاری‌های بورسی - بازده پرتفوی سهام - بازده بازار - منابع مالی - مدیریت پرتفوی

تشریح و بیان موضوع

در حال حاضر شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسیاری در جهان به فعالیت اشتغال دارند از مهمترین دلایل رونق این شرکت‌ها، ایجاد پرتفوی گسترده سهام و در نتیجه متنوع کردن سرمایه‌گذاری‌ها و کاهش خطر آن می‌باشد. در شرکت‌های سرمایه‌گذاری تصمیمات تخصصی‌تر و بهینه‌تری اتخاذ می‌شود، تا آثار نوسانات شدید قیمت‌های سهام را کاهش دهد. این شرکت‌ها موجب می‌شوند که ضرر پذیرایی بازار تا حدودی تقلیل یابد و هم‌چنین گسترش شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری غیر مستقیم سرمایه‌گذاران می‌تواند سبب شود تا از حرکت‌های احساسی و التهابی و قرار گرفتن در جو ایجاد بحران‌های جدی در محیط‌های اقتصادی جلوگیری به عمل آید.



بنابراین بمنظر می‌رسد بازده پرتفوی سهام این شرکت‌ها نسبت به بازده پرتفوی سهام سایر شرکت‌هایی که به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌پردازند، بیشتر باشد از آنجا که هدف سرمایه‌گذاران قبل از هر چیز افزایش یا حداقل حفظ سرمایه اولیه است - تصور می‌شود که ارزیابی عملکرد دیرتفوی سهام برای سرمایه‌گذاران اهمیت داشته باشد.

متأسفانه در کشور ما طی مدتی که از فعالیت بورس اوراق بهادار تهران می‌گذرد تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری رشد قابل ملاحظه‌ای پیدا نکرده‌اند، به‌گونه‌ای که تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس نسبت به کل شرکت‌های پذیرفته شده رقم بسیار اندکی را تشکیل می‌دهد. شاید یکی از دلایل این است که در کشور ما شرکت‌های تولیدی هم می‌توانند به ایجاد پرتفوی سهام بپردازند.

در موضوع فعالیت مندرج در اساسنامه شرکت‌های تولیدی بعضاً این عبارت «... و انجام هر نوع سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دیگر و یا تأسیس شرکت یا شرکت‌های جدید بمنظور توسعه فعالیت‌های شرکت و...» دیده می‌شود در صورتی که در اکثر نقاط جهان انجام چنین فعالیتی فقط در حوزه فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده است.

بنابراین در تحقیق حاضر به دنبال یافتن پاسخ به این پرسش‌های با اهمیت می‌باشیم که: «آیا شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران، در مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود موفق می‌باشند؟»

به عبارت دیگر، «آیا شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران، توانسته‌اند بازده بیشتری از پرتفوی سهام خود نسبت به بازار و شرکت‌های سرمایه‌گذاری کسب نمایند؟»

اهداف تحقیق

۱- ارزیابی توانایی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران، در مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های بورسی.

۲- مقایسه بازده اضافه تحصیل شده از سرمایه‌گذاری‌های بورسی انجام شده توسط شرکت‌های تولیدی نسبت به بازده بازار و شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس.

۳- استفاده از نتایج تحقیق برای کمک به تخصصی‌تر شدن نهادهای فعال در بازار و کارایی بیشتر بازار.

فرضیه‌های تحقیق

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس تهران، در دوره بررسی، به طور متوسط از سرمایه‌گذاری‌های بورسی، بازده ناخالص اضافی نسبت به بازده بازار کسب کرده‌اند.

۲- شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران، در دوره بررسی، به طور متوسط از سرمایه‌گذاری‌های بورسی، بازده ناخالص کمتری

نسبت به بازده بازار کسب کرده‌اند.

۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس تهران، در دوره بررسی، به طور متوسط از سرمایه‌گذاری‌های بورسی، بازده ناخالص اضافی نسبت به سرمایه‌گذاری‌های بورسی انجام شده توسط شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران کسب کرده‌اند.

۴- بین نسبت بهای تمام شده سرمایه‌گذاری‌های انجام شده به منابع مالی شرکت (جمع حقوق صاحبان سهام و بدهی‌های بلندمدت) و بازده بعدست آمده رابطه معناداری وجود دارد.

پروسی تحقیقات انجام شده

قبل از «مارکوویتز»، نظریه موجود در مورد سرمایه‌گذاری نظریه ستنی بود. در این روش، عقیده بر این بود که اگر برای تشکیل پرتفوی از سهام شرکت‌های مختلف استفاده شود ترکیب این دارایی‌ها مخاطره سرمایه‌گذاری را کاهش خواهد داد اما «مارکوویتز» بازاری نظریه خود ثابت کرد که دیگر نمی‌توان مخاطره را به وسیله سرمایه‌گذاری در صنایع یا بخش‌های تجاری مختلف کاهش داد یا با انتخاب بهترین فرصت‌ها در هر صنعت از مخاطره اجتناب کرد بلکه عملکرد پرتفوی تا حد زیادی بستگی به کل مجموعه دارد و این هم به مخاطره هم‌بستگی است که بین بازده سهام و بازده کل پرتفوی وجود دارد.

در اوایل دهه ۱۹۵۰، مارکوویتز (Markowitz) با استفاده از مفهوم هم‌بستگی ثابت کرد که با تغییر



بازده بعدست آمده توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر از شرکت‌های تولیدی است و ارتباط معناداری بین بازده اضافه بعدست آمده و میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده شرکت‌ها یا توجه به منابع مالی آنها وجود ندارد

میزان دارایی‌های موجود در یک پرتفوی و هم‌چنین در نظر گرفتن ضریب هم‌بستگی بین بازده آنها می‌توان مخاطره را کاهش داد. فرض مارکوویتز این بود که با دارایی‌هایی که دارای هم‌بستگی کاملاً منفی هستند مخاطره کل را می‌توان به صفر رساند. ولی واقعیت این است که با تنوع‌سازی پرتفوی، مخاطره سیستماتیک را نمی‌توان کاهش داد زیرا براساس تعریف مخاطره سیستماتیک، کل بازار دارای حرکت‌هایی است که بازده کل دارایی‌های موجود در بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد و موجب نوسانات کل دارایی‌های موجود در بازار می‌شود و لذا نمی‌توان آنرا کاهش داد. بنابراین مخاطره کل را نمی‌توان به صفر رساند.

با این همه مارکوویتز با استفاده از نسبت‌های

مغایستی از دلایلی‌هایی که دارای هم‌بستگی مغایرتی هستند توانست مجموعه فرصت بازار را محاسبه کند و براساس مجموعه فرصت، مرز کارایی سرمایه‌گذاری را به دست آورد.

مرز کارایی سرمایه‌گذاری، مکان هندسی ترکیب دلایلی‌هایی است که برای یک درجه مخاطره معین بالاترین بازده را دارند.

در دهه ۱۹۶۰، سه محقق به نام‌های ویلیام شارپ، «جک ترینور» و «مایکل جنسن» بر مبنای مفهوم بازار سرمایه، مدل CAPM و مفاهیم مخاطره و بازده، معیارهایی را برای ارزیابی عملکرد پرتفوی مطرح نمودند. این معیارها، اغلب معیارهای ترکیبی عملکرد پرتفوی نامیده می‌شود و امروزه به‌طور گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرد.

ویلیام شارپ (SHARPE ۱۹۶۳) در تحقیق خود عملکرد مورد انتظار یک پرتفوی را با دو معیار زیر تعریف کرد:

- نرخ بازده مورد انتظار

- تغییر پذیری بازده (مخاطره) که با انحراف معیار از بازده سنجیده می‌شود.

او در این تحقیق عملکرد ۳۴ شرکت سرمایه‌گذاری را طی سال‌های ۱۹۶۳-۱۹۵۴ مورد بررسی قرار داد. معیار دوم مورد استفاده محقق به صورت $RVAR = \frac{TR_p}{P}$ تعریف می‌شود.

در این فرمول عوامل زیر به کار گرفته شده است: $TR_p =$ متوسط بازده کل پرتفوی P در طول دوره زمانی مشخص

$RF =$ متوسط نرخ بازده بدون مخاطره در طول دوره

$P =$ انحراف معیار بازده پرتفوی P در طول دوره

$TR_p - RF =$ بازده مازاد (صرف مخاطره) پرتفوی P

در مورد RVAR یعنی پاداش به تغییر پذیری، باید موارد زیر را مورد توجه قرار داد:

۱- $RVAR - 1$ بازده مازاد هر واحد از مخاطره کل را اندازه‌گیری می‌کند.

۲- هر چه میزان RVAR بیشتر باشد عملکرد پرتفوی به همان اندازه بهتر خواهد بود.

محقق در هر دوره مورد بررسی، شرکت‌ها را براساس معیار فوق رتبه‌بندی کرد. رتبه یک، به شرکتی داده شد که بیشترین RVAR را دارا بود. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که در دوره اول رتبه پائینی داشتند در دوره‌های بعد نیز رتبه پایین کسب کردند. بر عکس شرکت‌هایی که در دوره اول رتبه بالا داشتند در دوره‌های بعد هم رتبه بالا به دست آوردند. به‌طور خلاصه نتایج نشان داد که تفاوت در عملکرد را می‌توان پیش‌بینی کرد هر چند که نمی‌توان آن را مبنای مناسبی برای برآورد عملکرد آینده دانست.

تقریباً هم‌زمان با «شارپ»، «جک ترینور» (۱۹۶۵) نیز معیار مشابهی را با نام نسبت TREYNOR) نیز معیار مشابهی را با نام نسبت پاداش به نوسان پذیری بازده ارائه کرد. او نیز مانند شارپ درصدد ایجاد ارتباط بین مخاطره پرتفوی با بازده آن بود. هر چند ترینور با این فرض که پرتفوی‌ها به اندازه کافی متنوع هستند، میان بازده کل و مخاطره سیستماتیک تفاوت قائل



با تغییر میزان دارایی‌های موجود در یک پرتفوی و هم‌چنین در نظر گرفتن ضریب هم‌بستگی بین بازده آنها می‌توان مخاطره را کاهش داد

شد. وی در اندازه گیری عملکرد پرتفوی مفهوم خط شاخص را معرفی کرد که از آن برای نشان دادن رابطه میان بازده پرتفوی و بازده بازار استفاده کرد. شیب خط شاخص، نوسان پذیری نسبی بازده صندوق های سرمایه گذاری را اندازه گیری می کند. شیب این خط ضریب بتا است که معیار نوسان پذیری بازده پرتفوی در رابطه با شاخص بازار را نشان می دهد.

نسبت پاداش به نوسان پذیری بازده بصورت زیر محاسبه می شود:

$$RVOL = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_F}{b_p}$$

در این فرمول b_p بتای پرتفوی است. هر قدر نسبت پاداش به نوسان پذیری بازده (RVOL) بیشتر باشد، نشان دهنده عملکرد بهتر پرتفوی است.

نتایج تحقیقات «شارپ» و «ترینور» نشان داد که اگر پرتفوی ها به اندازه کافی از تنوع برخوردار باشند رتبه بندی براساس معیارهای دو محقق یکسان خواهد بود و هرچه از میزان تنوع پرتفوی ها کاسته شود، احتمال اختلاف میان رتبه بندی براساس دو معیار زیاد خواهد شد. اگر پرتفوی به اندازه کافی متنوع نباشد براساس رتبه بندی، (RVOL) آن می تواند بیشتر از رتبه بندی مبتنی بر (RVAR) باشد لذا سرمایه گذارانی که تمام دارایی خود را در یک پرتفوی اوراق بهادار نگهدارند باید بیشتر بر معیار شارپ متکی باشند زیرا معیار شارپ بازده کل پرتفوی را در رابطه با مخاطره کل مورد ارزیابی قرار می دهد.

در سال ۱۹۶۸ «جنسن» (JENSEN ۱۹۶۸) با استفاده از نظریه قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای که قبلاً توسط «شارپ» و «ترینور» عنوان شده بود، مدلی جدید برای ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری طراحی کرد. او در این مدل توجه خود را فقط به ارزیابی قدرت پیش بینی مدیر پرتفوی، یعنی توانایی کسب بازده با پیش بینی صحیح قیمت های اوراق بهادار که از بازده مورد انتظار در سطح معینی از ریسک بالاتر است، معطوف کرد.

$$a_p = (\bar{R}_p - \bar{R}_F) - b_p(\bar{R}_m - \bar{R}_F)$$

نمونه مورد بررسی محقق شامل ۱۱۵ شرکت سرمایه گذاری بود که بازده پرتفوی آنها با استفاده از اطلاعات خالص دارایی ها و سود تقسیمی آنها برای دوره ۱۰ ساله ۱۹۵۵-۶۴ محاسبه شد. در نهایت عملکرد شرکت های سرمایه گذاری در این تحقیق نشان داد که این شرکت ها قادر به پیش بینی قیمت های اوراق بهادار حتی به اندازه رویه خرید و نگهداری اوراق بهادار مانند بازار نیستند.

علاوه بر تحقیقات مذکور، تحقیقات متعدد دیگری نیز در خصوص ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری صورت گرفته است. «فامسا» و «فرنچ» (Fama & French ۱۹۹۶) در تحقیقی در سال ۱۹۹۶ با استفاده از مدل «CAPM» یک رگرسیون چند متغیره را برای بررسی عوامل مؤثر در بازده پرتفوی طراحی کردند و با استفاده از مدل جنسن به بررسی رابطه عملکرد با اندازه

و نسبت ارزش دفتری به بازار پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بازده سهام کوچک بیشتر از سهام بزرگ است و عملکرد با نسبت ارزش دفتری به بازار رابطه مستقیم دارد.

در تحقیقی دیگری که در سال ۲۰۰۱ در کشور ترکیه انجام گرفت،^{۱۱} عملکرد دو گروه شرکت سرمایه گذاری در مقایسه با شاخص های ISE-۱۰۰ و ELLI-۱۰۰ برای سال های ۲۰۰۰-۱۹۹۸ با استفاده از مدل های شارپ، ترینور، جنسن و گراهام و هاروی مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج نشان داد که رتبه بندی های مختلف به نتایج مشابهی می انجامد و در صورت تفکیک دوره مورد بررسی به دوره های کوتاه تر نیز، تغییری در نتایج بلند مدت آمده حاصل نخواهد شد.

دو محقق به نامهای کوتساری و وارنر^{۱۲} (۲۰۰۳) (Kothari & Warner) در سال ۲۰۰۲ با استفاده از معیار «جنسن» و با شبیه سازی شرکت های کوچک و خصوصیات شرکت های واقعی را داشتند معیار استاندارد را با استفاده از داده های سری زمانی بازده های سهام شرکت های سرمایه گذاری برای ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری طراحی کردند. آنها دریافتند که بازدهی اضافی حدود ۳ درصد در سال که در تحقیقات و مطالعات گذشته، ابراز می شد را می توان به میزان بالایی با تجزیه و تحلیل معاملات سهام یک شرکت رشد و ارتقاء بخشید.

در ایران نیز تحقیقاتی در مورد شرکت های



نتایج تحقیقات «شارپ» و «ترینور» نشان داد که اگر پرتفوی ها به اندازه کافی از تنوع برخوردار باشند رتبه بندی براساس معیارهای دو محقق یکسان خواهد بود و هرچه از میزان تنوع پرتفوی ها کاسته شود، احتمال اختلاف میان رتبه بندی براساس دو معیار زیاد خواهد شد.

سرمایه گذاری صورت گرفته است که از جمله آنها می توان به تحقیقات ذیل اشاره کرد.

۱- بررسی نقش شرکت های سرمایه گذاری در توسعه اقتصادی کشور (گذشته، حال، آینده)^{۱۳} - تحقیق مذکور در سال ۱۳۷۶ توسط آقای «مسعود محمدزاده» انجام شده است. کل تحقیق بر دو محور اساسی قرار دارد؛ محور اول، متغیرهای کلان اقتصادی شامل پس انداز، سرمایه گذاری و تولید ناخالص داخلی و روابط بین آنها که این بررسی براساس داده های سه متغیر فوق در سال های ۱۳۷۴-۱۳۴۴ انجام گرفته و نشان می دهد که رابطه تنگاتنگی بین آنها وجود دارد و در محور دوم جنبه های مختلف شرکت های سرمایه گذاری معرفی شده اند. محقق در نهایت با ترکیب این دو محور به این نتیجه دست یافته که شرکت های سرمایه گذاری به طور غیر مستقیم در اقتصاد کشور مؤثر بوده و با افزایش این شرکت ها

چه از نظر کمی و چه کیفی روند رشد اقتصادی و به دنبال آن توسعه اقتصادی تسریع خواهد شد. ۲- بررسی تحلیلی مخاطره و بازده «پرتفوی» سرمایه گذاری شرکت های سرمایه گذاری بیمه ایرانی^{۱۴} - تحقیق در سال ۱۳۷۵ توسط آقای امیر صفری جهت بررسی وضعیت عملکرد پرتفوی های سرمایه گذاری شرکت های بیمه ایران، بیمه دانا، بیمه آسیا، بیمه البرز و بیمه مرکزی ایران برای دوره ۱۳۷۴-۱۳۶۸ صورت گرفته است که محقق پس از بیان نقش موسسات مالی در بازار سرمایه به معرفی مؤسسات بیمه می پردازد و درآمد حاصل از پرتفوی های سرمایه گذاری را تجزیه و تحلیل کرده و با تلفیق پرتفوی های سرمایه گذاری، ترکیب و بازدهی پرتفوی صنعت بیمه را نشان می دهد. از نظر محقق چنین به نظر می رسد که پرتفوی های سرمایه گذاری مذکور از وضعیت و ترکیب مناسبی برخوردار نبوده و عملکرد آنها از نظر مخاطره و بازده مناسب تلقی نمی شود.

۳- نقش شرکت های سرمایه گذاری در کارایی بورس اوراق بهادار^{۱۵} - تحقیق مذکور که در سال ۱۳۷۶ توسط آقای مهدی بهزاد صورت گرفته است نشان می دهد که شرکت های سرمایه گذاری از چند لحاظ می توانند باعث افزایش کارایی بورس اوراق بهادار شوند اول این که سرمایه گذاری شرکت های سرمایه گذاری در سهام شرکت های دیگر به منظور اداره و کنترل آنها باعث افزایش بازدهی و قیمت سهام آنها شوند و در نهایت منجر به افزایش کارایی واحدهای فوق می شود. دوم این که شرکت های سرمایه گذاری در بورس تهران با توجه به حجم منابع مالی زیاد و مالکیت سهام شرکت های مختلف می توانند باعث ایجاد تعادل در عرضه و تقاضای سهام شده و مانع از نوسان کوتاه مدت قیمت سهام باشند. سوم این که شرکت های سرمایه گذاری موجب مبادی مالکیت در بورس تهران گردیده و می توانند مردم را با هدایت در امر سرمایه گذاری بیمه، جذب بورس اوراق بهادار کنند. چهارم این که شرکت های سرمایه گذاری با توجه به تعداد اندک آنها در بورس تهران، تأثیر زیادی بر شاخص های عمده بورس تهران از قبیل ارزش جاری سهام، حجم معاملات و شاخص قیمت سهام دارند. عملکرد شرکت های سرمایه گذاری در بورس تهران طی سال های اخیر نشان داده که این شرکت ها با توجه به توانایی های بالقوه ای که دارند در صورت فراهم شدن شرایط می توانند نقش به مراتب بالاتری در کارایی بورس اوراق بهادار تهران ایفا نمایند.

۴- بازده اضافه مدیریت فعال در شرکت های سرمایه گذاری^{۱۶} - تحقیق مذکور در سال ۱۳۸۲ توسط خانم شهناز مشایخ صورت گرفته است. محقق به بررسی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری از جنبه قابلیت کسب بازدهی اضافی از عملیات سرمایه گذاری پرداخته و عملکرد ۱۹ شرکت سرمایه گذاری را برای دوره ۷ ساله ۱۳۸۰-۱۳۷۴ با استفاده از مدل «جنسن» مورد بررسی قرار داده است. نتیجه تحقیق حاکی از این است که شرکت های سرمایه گذاری ایرانی



در سال ۱۹۶۸ «جنسن» مدلی جدید برای ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری طراحی کرد

در دوره بررسی به طور متوسط توانسته‌اند بازده بالاتری در سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود نسبت به بازار کسب کنند و این نتیجه با بررسی دوره‌های کوتاه‌تر نیز تکرار شد. هم‌چنین نتیجه تحقیق حاکی از این بود که اندازه پرتفوی بورسی و صرف هزینه‌های بیشتر در عملیات نتایج را بهبود نمی‌بخشد و موجب دست‌یابی به بازده اضافه خالص بالاتری نمی‌گردد. از طرف دیگر سایر نتایج نیز نشان داد که عملکرد مثبت این شرکت‌ها از جانب بازار و گردانندگان آن مورد توجه قرار گرفته و بر بازده سهام عادی آنها اثر مثبتی برجا گذاشته است. با این حال ثبات قابل ملاحظه‌ای در عملکرد این شرکت‌ها در دوره بررسی وجود نداشته است لذا در تفسیر و تعمیم نتایج برای آینده باید احتیاط کرد.

روش شناسی تحقیق

تحقیق زمینه‌یابی عبارات است از مشاهده پدیده‌ها به منظور معنا دادن به جنبه‌های مختلف اطلاعات جمع‌آوری شده. در تحقیقات زمینه‌یابی سه هدف اصلی مدنظر است: توصیف، تبیین و کشف.^{۱۸} با توجه به این که یکی از اهداف این تحقیق توصیف وضعیت عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران از منظر سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و تبیین یا توضیح وضعیت آنها می‌باشد لذا بخشی از تحقیق، از نوع تحقیقات زمینه‌یابی و بخشی دیگر از نوع تحقیقات هم‌بستگی است. در آن بخش به دنبال یافتن رابطه هم‌بستگی احتمالی بین نسبت بهای تمام شده سرمایه‌گذاری‌های انجام شده به منابع شرکت و بازده پرتفوی می‌باشیم. تحقیقات هم‌بستگی شامل کلیه تحقیقاتی است که در آنها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب هم‌بستگی تعیین شود.^{۱۹}

در این تحقیق، بخشی از اطلاعات لازم با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی گردآوری شد. این صورت‌های مالی از طریق سازمان بورس اوراق بهادار بدست آمد. بخش دیگر که عمدتاً مربوط به اطلاعات معاملات، بازده و ضریب بتای سهام عادی شرکت‌های مختلف بود از بانک اطلاعاتی صحرای استخراج شد. اطلاعات جمع‌آوری شده به صورت فایل‌های اطلاعاتی در «اکسل» تهیه و مخاطره و بازدهی پرتفوی شرکت‌ها با استفاده از مدل جنسن محاسبه شد.

برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده در تحقیق نیز از نرم‌افزار *SPSS* استفاده شد. فرضیه اول، دوم و سوم با به‌کارگیری از تحلیل آماری *t* و فرضیه چهارم با استفاده از مدل *F* رگرسیون چندگانه با استفاده از متغیرهای موهومی مورد آزمون قرار گرفتند.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی درج شده در فهرست

نرخ‌های بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ که عملکرد آنها برای یک‌دوره ۵ ساله مورد بررسی قرار گرفت. در این تحقیق بازده سرمایه‌گذاری در سهام دو گروه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های تولیدی، ارزیابی و با هم مقایسه می‌شود.

با توجه به این که اطلاعات مربوط به پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها، برای شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس فقط در صورت‌های مالی این شرکت‌ها منتشر می‌شود لذا بازده سرمایه‌گذاری‌ها به صورت سالانه برای شرکت‌ها محاسبه خواهد شد. هم‌چنین چون دوره تحقیق ۵ ساله است و در زمان انجام تحقیق آخرین صورت‌های مالی منتشر شده برای شرکت‌ها، صورت‌های مالی سال ۸۲ بوده است، اطلاعات مالی شرکت‌های نمونه برای یک دوره ۵ ساله بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مورد بررسی قرار گرفت.

با عنایت به حجم پایین تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در دوره مورد بررسی کل شرکت‌های مذکور در جامعه آماری قرار گرفتند. از تعداد ۱۹ شرکت سرمایه‌گذاری در سال ۷۸، ۵ شرکت با توجه به نداشتن پرتفوی بورسی در



فاما و فرنچ (۱۹۹۶)

Fama & French در تحقیقی در سال

۱۹۹۶ با استفاده از مدل *CAPM*، یک

رگرسیون چند متغیره را برای بررسی

عوامل مؤثر در بازده پرتفوی طراحی

کردند و با استفاده از مدل جنسن به بررسی

رابطه عملکرد با اندازه و نسبت ارزش

دفتری به بازار پرداخته و به این نتیجه

دست یافتند که بازده سهام کوچک بیشتر

از سهام بزرگ است و عملکرد با نسبت

ارزش دفتری به بازار رابطه مستقیم دارد

برخی از سال‌های مورد بررسی از جامعه حذف شد از بین شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران، شرکت‌هایی انتخاب شدند که اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کرده بودند. هم‌چنین شرکت‌هایی که سال مالی آنها به اسفندماه ختم نمی‌شد، حذف شدند. از بین ۲۵ شرکت تولیدی که دارای پرتفوی بورسی در دوره مورد نظر بودند، تعداد ۱۴ شرکت که بیشترین ارزش سرمایه‌گذاری را در پایان سال ۸۲ داشتند انتخاب شدند. از آنجا که اندازه پرتفوی می‌تواند بر نتایج اثر گذارد و به دلیل مطابقت با تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، آن تعداد از شرکت‌های تولیدی انتخاب شدند که حجم پرتفوی آنها با حجم پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری قابل مقایسه بود.

ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

همان‌طور که اشاره شده فرضیه‌های اول، دوم و سوم تحقیق با استفاده از آزمون *T* و فرضیه چهارم با استفاده از رگرسیون در سطح معنی‌داری ۵ درصد آزمون شد. نتایج بررسی فرضیه‌ها بر اساس اطلاعات جمع‌آوری شده به شرح زیر است:

فرضیه ۱

هدف از آزمون فرضیه یک این بود که آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری توانسته‌اند از پرتفوی بورسی خود بازده ناخالص اضافه نسبت به بازده بازار کسب کنند؟

جدول زیر نتایج آزمون فرضیه را به تفکیک هر سال نشان می‌دهد:

جدول ۱

سال	آماره آزمون	آماره بحرانی	تایید یا رد فرضیه
۷۸	۷/۱۶۲	۷/۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۷۹	۷/۹۸۱	۷/۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۸۰	۷/۵۶۶	۷/۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
۸۱	۷/۹۹۵	۷/۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
۸۲	۷/۲۸۵	۷/۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
کل دوره	۷/۹۷۶	۷/۷۱	فرضیه تأیید می‌شود

در جدول ملاحظه می‌شود که آماره *t* محاسبه شده برای سال‌های ۷۸ و ۷۹ به ترتیب ۲/۱۶۲ و ۱/۹۸۱ است که بزرگتر از آماره بحرانی است. لذا با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که در سال‌های مذکور شرکت‌های سرمایه‌گذاری توانسته‌اند از سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود به‌طور متوسط بازده ناخالص اضافه نسبت به بازده بازار کسب کنند.

در سه سال ۸۱، ۸۰ و ۸۲ از نقطه نظر آماری اختلاف معناداری بین بازده پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بازار نبوده است. البته این بدان معنا نیست که بازده پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از بازده بازار است بلکه، با بازده بازار اختلاف معناداری ندارد. لذا می‌توان گفت که در سال‌های مذکور، شرکت‌های سرمایه‌گذاری از سرمایه‌گذاری‌های بورسی بازده ناخالص بیشتری نسبت به بازده بازار کسب نکرده‌اند. برای کل دوره، با توجه به این که آماره *t* محاسبه شده ۲/۹۷۶ بزرگتر از آماره بحرانی است لذا با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه اول تأیید می‌شود. می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کل توانسته‌اند بازده ناخالص اضافه نسبت به بازده بازار از عملیات بخش بورسی خود کسب نمایند.

فرضیه ۲

هدف از آزمون فرضیه این بود که آیا شرکت‌های تولیدی توانسته‌اند از پرتفوی بورسی خود بازده ناخالص کمتری نسبت به بازده بازار کسب نمایند؟

جدول زیر نتایج آزمون فرضیه را به تفکیک هر سال نشان می‌دهد:

جدول ۲



سال	آماره آزمون	آماره بحرانی	تایید یا رد فرضیه
۷۸	۲/۳۶۶	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۷۹	۲/۳۴۰	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۸۰	۲/۳۶۳	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۸۱	۰/۳۳۲	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
۸۲	۰/۰۲۲	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
کل دوره	۲/۳۱۷	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود

در جدول ملاحظه می‌شود که در سال‌های ۷۸، ۷۹ و ۸۰ آماره t محاسبه شده به ترتیب ۲/۳۶۶-، ۲/۳۴۰- و ۲/۳۶۳- است که بزرگتر از آماره بحرانی است. لذا با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که در سال‌های مذکور شرکت‌های تولیدی از سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود به‌طور متوسط بازده ناخالص کمتری نسبت به بازار کسب کرده‌اند.

در دو سال ۸۱ و ۸۲ از نقطه‌نظر آماری اختلاف معناداری بین بازده پرتفوی شرکت‌های تولیدی و بازار نبوده است. بدان معنا که بازده پرتفوی شرکت‌های مذکور معادل بازده بازار است. برای کل دوره، با توجه به این که آماره t محاسبه شده ۲/۳۱۷- بزرگتر از آماره بحرانی است لذا با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه دوم تأیید می‌شود. بنابراین نتیجه می‌گیریم که شرکت‌های تولیدی در کل توانسته‌اند بازده ناخالص کمتری نسبت به بازار کسب کنند.

فرضیه ۳

هدف از آزمون فرضیه این بود که آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری توانسته‌اند از پرتفوی بورسی خود بازده ناخالص اضافه بیشتری نسبت به شرکت‌های تولیدی کسب کنند؟ جدول زیر نتایج آزمون فرضیه را به تفکیک هر سال نشان می‌دهد:

جدول ۳

سال	آماره آزمون	آماره بحرانی	تایید یا رد فرضیه
۷۸	۲	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۷۹	۳/۶۱۲	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۸۰	۳/۶۳۳	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود
۸۱	۰/۰۷۸	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
۸۲	۰/۶۱۱	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید نمی‌شود
کل دوره	۵/۳۳۲	۱/۷۷۱	فرضیه تأیید می‌شود

در سال‌های ۷۸، ۷۹ و ۸۰ آماره t محاسبه شده به ترتیب ۲، ۳/۶۱۲ و ۳/۶۳۳ است که بزرگتر از آماره بحرانی است. لذا با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که در سال‌های مذکور شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌طور متوسط بازده ناخالص اضافه بیشتری از سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود نسبت به شرکت‌های تولیدی کسب کرده‌اند.

در دو سال ۸۱ و ۸۲ از نقطه‌نظر آماری اختلاف معناداری بین بازده پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی نبوده است. بدان معنا که بازده پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری



و تولیدی با هم اختلاف معناداری نداشتند. برای کل دوره، با توجه به این که آماره t محاسبه شده (۵/۳۳۲) بزرگتر از آماره بحرانی است. بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه سوم تأیید می‌شود. به‌طوری کلی می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های تولیدی بازده ناخالص اضافه کمتری نسبت به بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری از عملیات بخش بورسی خود کسب کرده‌اند.

فرضیه ۴

هدف از آزمون فرضیه این بود که آیا هر چه نسبت بهای تمام شده سرمایه‌گذاری انجام شده به منابع شرکت بیشتر باشد منجر به کسب بازده ناخالص اضافه بیشتری می‌شود؟

مطابق ضوابط طبقه‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده و مقاضی پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران یکی از شرایط اختصاصی پذیرش شرکت‌های سرمایه‌گذاری این است که ... همواره باید حداقل ۸۰ درصد از منابع مالی شرکت به سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی و ... تخصیص یافته باشد. در این فرضیه به بررسی تأثیر مقدار این نسبت بر بازده بدست آمده از شرکت‌ها پرداخته شده است. نتایج آزمون ANOVA نشان می‌دهد که فقط ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بازده) توسط نسبت بهای تمام شده (متغیر مستقل) توضیح داده



هم چنین بازده اضافه ناخالص برخی شرکت‌ها ممکن است به واسطه حمایت و دفاع آنها از قیمت سهام شرکت‌های فرعی‌شان باشد. این شرکت‌ها عرضه و تقاضای سهام شرکت‌های فرعی خود تأثیرات مهمی بر تغییرات قیمت سهام آنها دارند که این امر نیز بر بازده اضافه محاسبه شده شرکت‌هایی تأثیر نیست.

می‌شود که نتیجه بسیار ضعیفی است. هم چنین ملاحظه می‌شود که مقلدر سطح معنی داری $F(4, 96) = 0.76$ بدست آمده است که بیشتر از $a = 0.6$ است لذا فرضیه صفر رد نمی‌شود. بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه چهارم رد می‌شود. بنابراین نتیجه می‌گیریم که ارتباط معناداری بین نسبت سرمایه‌گذاری انجام شده به منابع مالی شرکت و بازده ناخالص بدست آمده وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

نتایج بدست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در دوره بررسی به‌طور متوسط توانسته‌اند از سرمایه‌گذاری‌های بورسی خود بازده بیشتری نسبت به بازار کسب کنند. در حالی که بازده ناخالص کسب شده

توسط شرکت‌های تولیدی کمتر از بازده بازار بوده است. هم چنین بازده بدست آمده توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر از شرکت‌های تولیدی است.

محدودیت‌های تحقیق

اساس و پایه هر تحقیق اطلاعاتی است که فرضیه‌های تحقیق با استفاده از آنها آزمون می‌شود. بدیهی است هر قدر اطلاعات دقیق تر و کامل‌تری در اختیار محقق قرار گیرد نتایج حاصل از تحقیق نیز قابل اتکا تر است و تحقیق انجام شده اعتبار بیشتری خواهد داشت.

یکی از محدودیت‌های تحقیق، عدم دسترسی به برخی اطلاعات مربوط به ترکیب پرتفوی شرکت‌های تولیدی به خصوص در مقاطع کوتاه‌تر از یک سال بود. لذا برای آزمون فرضیه‌ها، بازده پرتفوی بورسی شرکت‌ها به صورت سالانه محاسبه گردید.

محدودیت بعدی مربوط به ساختار بازار و نحوه معاملات آن می‌باشد. سهام برخی شرکت‌ها به‌طور متناوب و برخی دیگر در دفعات محدود طی سال معامله می‌شوند. با این حال بازده برای هر دو حالت، به صورتی مشابه بازده محاسبه می‌گردد. بنابراین عدم شفافیت قیمت سهام ناشی از معامله محدود در بازده محاسبه شده آن سهام اثر می‌گذارد. از سوی دیگر عواملی نظیر معاملات عمده، وضع مقرراتی مبنی بر محدودیت نوسان قیمت سهام از سوی سازمان بورس نیز بر نوسانات قیمت سهام و بازده آنها اثر دارد.

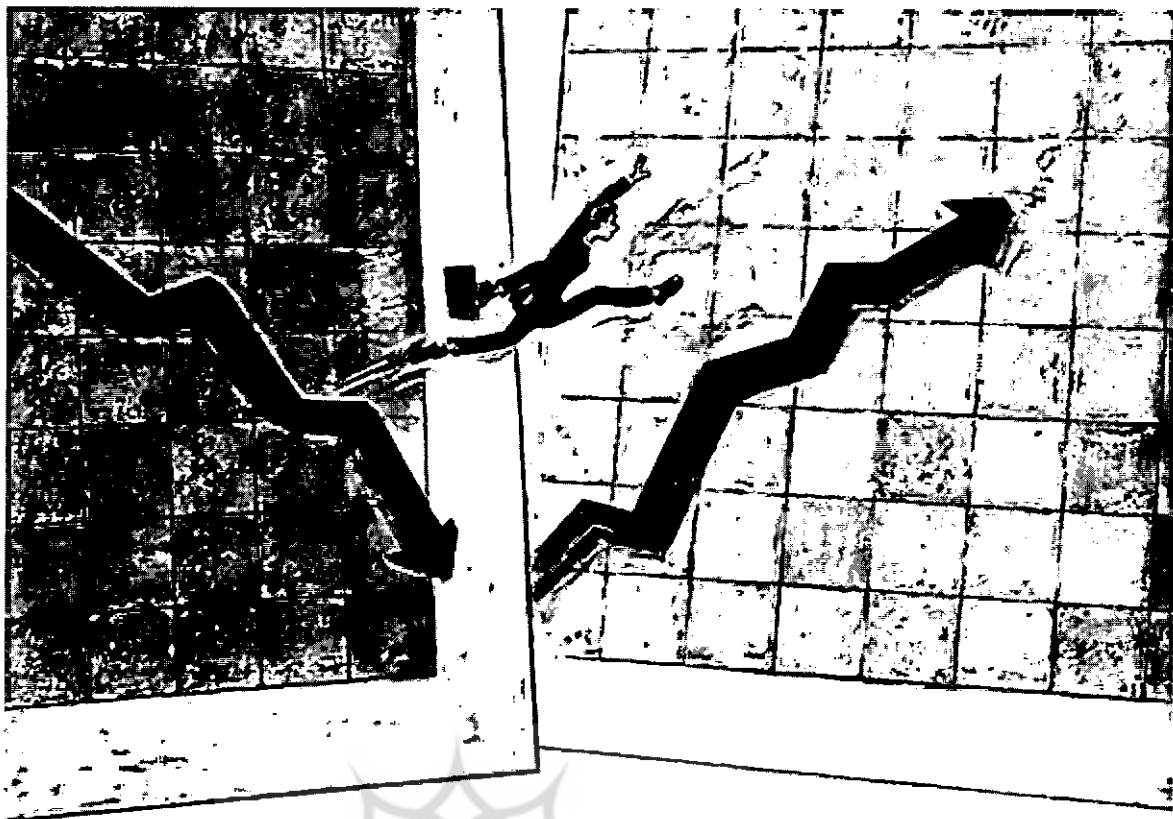
هم چنین بازده اضافه ناخالص برخی شرکت‌ها ممکن است به واسطه حمایت و دفاع آنها از قیمت سهام شرکت‌های فرعی‌شان باشد. این شرکت‌ها با کنترل عرضه و تقاضای سهام شرکت‌های فرعی خود تأثیرات مهمی بر تغییرات قیمت سهام آنها دارند که این امر نیز بر بازده اضافه محاسبه شده شرکت‌هایی تأثیر نیست.

باید توجه داشت که نتایج بدست آمده تنها مربوط به بخش بورسی پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی است و نباید به عنوان کل عملکرد این شرکت‌ها تلقی شود. یعنی ممکن است شرکتی با بهترین عملکرد در بخش بورسی، نتیجه مناسبی در بخش غیر بورسی کسب نکند. بنابراین در تفسیر و تعمیم نتایج به کل عملکرد شرکت‌ها باید این نکته در نظر گرفته شود.

پیشنهادات

با توجه به بازده بدست آمده توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری که بیشتر از شرکت‌های تولیدی است، به سازمان‌های مسوول بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود به منظور کمک به تخصصی‌تر شدن نهادهای فعال در بازار و افزایش کارایی آن، انجام سرمایه‌گذاری و ایجاد پرتفوی سهام را صرفاً به شرکت‌های سرمایه‌گذاری واگذار کنند.

سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان مرجع اصلی نظارت بر معاملات اوراق بهادار، شرکت‌های تولیدی دارای پرتفوی سهام را ملزم نماید تا همانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صورت وضعیت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های خود را در



6 - Risk-Free Rate
 7 - Standard deviation of portfolio
 h - J. Treynor, « How to Rate Management of Investment Funds », Harvard Business Review NO 440, 1965, pp.63-75
 8 - Reward to Volatility Ratio
 9 - M. Jensen, « The Performance of Mutual fund in the period 1945-1964 », Journal of finance, Vol 23, No 2, 1968 pp. 389-418
 10 - E. Fama and K. French, « Multifactor Explanations of Assets pricing Anomalies », Journal of finance, vol 99, 1996, pp 55-80
 11 - Y. Cudil Tunçer Gursoy, amer Erzurumlu, « Evaluation of portfolio performance of TURKISH Investment fund », Dogus univestisi Dergisi, 2001/4
 12 - S. Kothary, J. Warner « Evaluating mutual fund performance », Journal of finance, vol 56, 2002, pp.1885-2010

۱۴- مسعود محمزلزاده، بررسی نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در توسعه اقتصادی کشور (گذشته، حال و آینده) پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، ۱۳۷۶
 ۱۵- امیر صفری، بررسی تحلیلی ریسک و بازدهی پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه ایرانی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، تهران، ۱۳۷۵
 ۱۶- مهدی بهزاد، نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کارایی بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و فنون مازندران، ۱۳۷۶
 ۱۷- شهناز مشایخ، بازده اضافه مدیریت فعال در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی، ۱۳۸۲
 ۱۸- علی دلاور، مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، چاپ دوم، نشر رشد، ۱۳۷۴، صص ۱۱۷
 ۱۹- عادل آذر و منصور مؤمنی، آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد ۱، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۷۵، صص ۳۳۳

دانشگاه علوم و فنون مازندران، ۱۳۷۶.
 ۳- دلاور علی، مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، چاپ دوم، نشر رشد، ۱۳۷۴.
 ۴- صفری امیر، بررسی تحلیلی مخاطره و بازدهی پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه ایرانی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، تهران، ۱۳۷۵.
 ۵- محمزلزاده مسعود، بررسی نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در توسعه اقتصادی کشور (گذشته، حال و آینده) پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، ۱۳۷۶.
 ۶- مشایخ شهناز، بازده اضافه مدیریت فعال در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی، ۱۳۸۲

7- Fama E and K.French, « Multifactor Explanations of Assets pricing Anomalies », Journal of finance, vol 99, 1996
 8- Griffiths Howard, Financial Investment, Mc Graw Hill, 1990
 9 - Jensen M, « The Performance of Mutual fund in the period 1945-1964 », Journal of finance, Vol 23, No 2, 1968
 10- Kothary S, J. Warner « Evaluating mutual fund performance », Journal of finance, vol 56, 2002
 11 - Sharp W, « Mutual fund performance », Journal of Business, No 39(1), 1966
 12 - Treynor J, « How to Rate Management of Investment funds », Harvard Business Review NO 440, 1965
 13- Tunçer Gursoy Y, Cudil, amer Erzurumlu, « Evaluation of portfolio performance of TURKISH Investment fund », Dogus univestisi Dergisi, 2001/4

(Endnotes)

۱- کارشناسی نظرات بر بازار بورس منطقه ای کرج
 2 - Howard Griffiths, Financial Investment, Mc Graw Hill, 1990, pp.64-73
 3 - W. Sharp, « Mutual fund performance », Journal of Business, No 39(1), 1966 pp.119-138
 4 - Reward to Volatility Ratio
 5 - Portfolio Return

مقاطع ماهانه و سهام‌های متشکر نمایندند به این ترتیب عملکرد پرتفوی این شرکت‌ها به‌طور مستمر و در زمان‌های مناسب ارزیابی و در اختیار بازار قرار می‌گیرد به‌نظر می‌رسد سهامداران با در اختیار داشتن اطلاعاتی درباره عملکرد پرتفوی این شرکت‌ها قادر به تصمیم‌گیری بهتری باشند. گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری علاوه بر این که باعث افزایش مشارکت عمومی در امر سرمایه‌گذاری می‌شود، موجب جذب نقدینگی موجود در جامعه نیز هست و در سالم سازی اقتصاد نقش مهمی ایفا می‌کند. از این رو می‌توان گفت که نتیجه حاصل از این پژوهش می‌تواند مورد استفاده دست‌اندرکاران قرار گیرد تا به بازنگری شرح فعالیت شرکت‌ها و تخصصی نمودن آن اقدام کنند. این موضوع موجب کارآ شدن بورس اوراق بهادار تهران می‌شود. همچنین عناوین زیر جهت انجام تحقیقات آتی توصیه می‌شود:

- ۱- بررسی رابطه بین سود عملیاتی و سود حاصل از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی (به‌منظور بررسی انگیزه مدیران شرکت‌های تولیدی در تشکیل پرتفوی سهام)
- ۲- مقایسه مبلغ سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های بورسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های تولیدی

منابع و مأخذ

۱- آذر عادل و منصور مؤمنی، آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد ۱، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۷۵.
 ۲- بهزاد مهدی، نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کارایی بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد،