

بررسی روابط بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری

ابراهیم عباسی*

چکیده

هدف از این مقاله شناخت روابط بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. نتایج آزمون همبستگی ۳۴ شرکت سرمایه‌گذاری از چهارگروه در بورس تهران طی دوره ۱۳۸۹-۱۳۸۳ نشان داد که در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، در گروه هلدینگ تخصصی، هلدینگ چندرشته‌ای و املاک و مسکن نرخ بازده سهام با ریسک رابطه معناداری دارند. از بین ۶ شاخص مالی فقط نرخ بازده سهام و ریسک در همه شرکت‌های سرمایه‌گذاری همبستگی مثبت و معناداری وجود داشت. اما با سایر شاخص‌های حسابداری رابطه معناداری مشاهده نشد. همچنین نتایج آزمون تحلیل واریانس نشان داد که اندازه ریسک و نرخ بازده سهام در بین چهارگروه متفاوت است. نتایج آزمون شفه نشان داد که در مقایسه زوجی اندازه ریسک و نرخ بازده بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی و هلدینگ تخصصی تفاوت معناداری وجود دارد. بنابراین شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ تخصصی بالاترین ریسک و بالاترین نرخ بازده را بین چهارگروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری داشته‌اند.

کلیدواژه‌ها: شرکت‌های سرمایه‌گذاری؛ ریسک و بازده؛ شاخص‌های حسابداری.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۱۳ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۰۸/۱۰

* دانشیار، دانشگاه الزهرا (نویسنده مسئول).

۱. مقدمه

شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهاد مالی هستند که به تجهیز و هدایت منابع مالی و سرمایه‌گذاری وجوه مردم با تشکیل سبدی از انواع اوراق بهادار متنوع به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری غیرمستقیم کمک می‌کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران به چهار گروه عمومی، هلدینگ تخصصی، هلدینگ چندرشته‌ای و املاک و مستغلات تقسیم می‌شوند. در این مقاله روابط بین ریسک و ۶ شاخص حسابداری (نرخ بازده سهام، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ رشد درآمد، نسبت قیمت به سود هر سهم و سود هر سهم) در بین چهار گروه از شرکت‌های مزبور بررسی می‌شود. در بیان ضرورت انجام این پژوهش باید گفت که در اغلب پژوهش‌های ایرانی محققان شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی را به دلیل تفاوت ماهیت فعالیت‌هایشان از شرکت‌های تولیدی وارد حجم نمونه مورد مطالعه خود قرار نمی‌دهند. به‌علاوه مقایسه عملکرد مالی و حسابداری شرکت‌های سرمایه‌گذاری از نظر تصمیم‌گیری برای خریدوفروش سهام آن‌ها برای سرمایه‌گذاران حایز اهمیت است. از این رو این پژوهش به‌طور اختصاصی روی شرکت‌های سرمایه‌گذاری متمرکز شده است. ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان شده و سپس فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرند.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

در ماده ۱ مقررات ناظر بر نحوه تأسیس و فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری چنین آمده است: "شرکت سرمایه‌گذاری به‌عنوان واسطه و جوه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران عمل نموده و به‌وسیله انتشار سهام یا سایر اسناد مالی منابع لازم را تجهیز کرده و آن را در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کند" [۸]. از نظر ادمیستر [۱۳] شرکت‌های سرمایه‌گذاری مؤسساتی هستند که منابع مالی را در حوضچه‌ای واحد جمع‌آوری کرده و آن‌ها را برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های متنوع و انواع اوراق بهادار به کار می‌برند تا به تنوع پرتفوی و کارایی مدیریت سبد سهام دست یابند. از نظر جونز [۱۵] سه راه برای سرمایه‌گذاری مالی وجود دارد:

- استفاده از واسطه‌های سرمایه‌گذاری مانند پس‌انداز سپرده‌ها نزد بانک‌ها؛
- خرید مستقیم اوراق بهادار از بازارهای اولیه و ثانویه؛
- سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری.

بنابراین سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری نوعی سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. این روش برای سرمایه‌گذاران فاقد اطلاعات و غیرخبره مفید است. زیرا صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، اداره‌کنندگان طرح‌های بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارای مدیران سرمایه‌گذاری حرفه‌ای هستند که به‌جای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای تصمیم می‌گیرند.

این نهادهای مالی با تشکیل سبدهی از اوراق بهادار تلاش می‌کنند تا ریسک را برای سرمایه‌گذاران کاهش دهند [۶].

سابقه فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران به سال‌های تأسیس بورس اوراق بهادار تهران یعنی به دهه ۱۳۴۰ بر می‌گردد. اولین شرکت سرمایه‌گذاری در ایران بنام شرکت سرمایه‌گذاری البرز در سال ۱۳۴۵ تأسیس شد و در سال ۱۳۵۳ وارد بورس تهران شد. طی سال‌های ۵۴ - ۱۳۴۵ فقط ۳ شرکت دیگر تأسیس شد. تا سال ۱۳۶۲ تعداد ۴ شرکت سرمایه‌گذاری در ایران وجود داشت. در دهه ۱۳۶۰ و دهه ۱۳۷۰ به ترتیب ۳ و ۲۱ شرکت سرمایه‌گذاری جدید تأسیس شدند. تا قبل از انقلاب اسلامی فقط ۴ شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، گروه صنعتی ملی، توسعه صنایع بهشهر و شرکت سرمایه‌گذاری البرز فعالیت داشتند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران به دلیل سیاست‌های انقباضی بانکی، تفاوت زیاد بین نرخ بهره بانکی و بازار آزاد، تورم بالا و سودآوری فعالیت‌های خدماتی و تجاری برای سرمایه‌گذاری در امور تجاری و دادن اعتبار به متقاضیان سرمایه ایجاد شدند. این شرکت‌ها عمدتاً به دو منظور تشکیل شدند: یکی بهره‌برداری از بازار پررونق سهام و دیگری استفاده از امتیازات و رانت‌های اقتصادی دولتی. اما رویدادهای زیر باعث شد تا سرمایه‌گذاری در سهام این شرکت‌ها کاهش یابد:

۱. اجرای قانون و آئین‌نامه واگذاری سهام به ایتارگران و کارگران موجب توقف عرضه سهام جدید به بازار سرمایه شد؛

۲. اعمال سیاست‌های ضد تورمی دولت شامل سیاست‌های تثبیت نرخ ارز، اعمال سیاست‌های انقباضی و کنترل قیمت کالاهای تولیدی شرکت‌ها؛

۳. افشای اطلاعات واقعی شرکت‌های بورس و افزایش کاذب قیمت سهام ناشی از عدم شفافیت اطلاعاتی و استفاده از اطلاعات درون سازمانی [۲].

از سال ۱۳۷۰ شرکت‌های سرمایه‌گذاری بانکی در ایران تأسیس شدند و به تدریج وارد بورس شدند. دلایل رشد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بانکی در ایران عبارت‌اند [۱].

۱. ضرورت فعالیت بانک‌ها در بازار سرمایه به دلیل آنکه در گذشته بانک‌ها مستقیماً نمی‌توانستند وارد بورس شوند؛

۲. نیاز به تزریق سرمایه به بخش‌های مختلف اقتصاد با توجه به کمبود منابع مالی موجود؛

۳. هدایت منابع مالی کوچک اما وسیع از پس‌اندازکنندگان به سمت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها؛

۴. رونق بازار سرمایه از طریق پذیرش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس؛

۵. ضرورت مدیریت واحد و کنترل مدیریت صنایع.

از نظر روس [۱۸] خدماتی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری به مشتریان خود ارائه می‌دهند عبارت‌اند از کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی میان افراد و بازارهای مالی. از نظر

دیتریج [۱۲] شرکت‌های سرمایه‌گذاری ساختاری را ایجاد می‌کنند تا در آن فرد فعال در بازار اوراق بهادار با هزینه عملیاتی و انتقالی کمتری مواجه شود و سود بیشتری حاصل نماید. از نظر شارپ [۲۰] سه مزیت برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها وجود دارد:

- سرمایه‌گذاری به‌ازای مقدار معینی از سرمایه می‌تواند از تنوع سبد سهام بیشتری بهره‌مند شود. به‌عبارت دیگر ضریب تنوع بخشی سرمایه بالاتر می‌رود؛

- سرمایه‌گذار بدون پرداخت هزینه می‌تواند از مشاوره و خدمات مدیریت تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری استفاده کند؛

- صرفه‌جویی در وقت سرمایه‌گذاران خرد در ایجاد سبد اوراق بهادار. زیرا حفظ و تجدید نظر در سبد اوراق بهادار برای یک سرمایه‌گذار حقیقی مستلزم نظارت دائم بر بازار سرمایه و بررسی شاخص‌هاست.

از نظر انعطاف‌پذیری در سرمایه شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱. با سرمایه محدود (Close ended) در این شرکت‌ها افزایش سرمایه منوط به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده است. سرمایه این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت تغییر نمی‌کند بلکه سرمایه ثابت‌شده شرکت طی سال یا پایان سال بنا به پیشنهاد هیأت مدیره تصویب مجمع افزایش می‌یابد. معاملات سهام این شرکت‌ها براساس عرضه و تقاضا در بازار ثانویه امکان‌پذیر است.

۲. با سرمایه متغیر (Open ended): سقف سرمایه این شرکت‌ها محدود نیست و در هر زمان با ورود و خروج سرمایه‌گذاران مبلغ سرمایه شرکت در حال نوسان است. معاملات سهام این شرکت‌ها غالباً در بازار اولیه است. به این نوع شرکت‌ها صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری یا صندوق مشاع نیز گویند.

براساس طبقه‌بندی ارائه‌شده از سوی بانک مرکزی ایران شرکت‌هایی که منابع مالی خود را منحصراً صرف سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سپرده‌های بانکی می‌کنند و عهده‌دار تجهیز و به‌کارگیری آن هستند به دو گروه تقسیم می‌شوند:

- شرکت‌هایی که هدف آن‌ها اعمال مدیریت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیست. این گروه به دو دسته شرکت‌های سرمایه‌گذاری عام و شرکت‌های سرمایه‌گذاری ویژه تقسیم می‌شوند.

شرکت‌هایی که میزان مالکیت آن‌ها در سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر امکان اعمال مدیریت و یا نفوذ زیادی را فراهم می‌آورد و میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها در شرکت‌های سرمایه‌پذیر در حدی است که بتوانند حداقل یک عضو در هیأت مدیره داشته باشند تا در مدیریت و تصمیم‌گیری شرکت اعمال کنترل نمایند. به این گروه شرکت‌های مالکیتی و یا مدیریتی گویند و به شرکت‌های هلدینگ معروف هستند.

در بازار سرمایه ایران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در یکی از ۴ گروه زیر قرار دارند:

۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی که فعالیت سرمایه‌گذاری آن‌ها در همه زمینه‌های انتفاعی است.
۲. شرکت‌های مادر تخصصی (هلدینگ) که در یک صنعت خاص به‌منظور کنترل مدیریت در آن شرکت فعالیت می‌کنند. امروزه تملک ۵۱ درصد سهام شرکت سرمایه‌پذیر برای ایجاد کنترل موثر ضروری نیست. بلکه با استفاده از مفاهیم حسابداری می‌توان به شرط وجود "کنترل موثر" آن را شرکت مادر تلقی کرد [۵].
۳. شرکت‌های سرمایه‌گذاری با فعالیت متنوع (چندرشته‌ای) که فعالیت اصلی آن‌ها مدیریت و کنترل شرکت است و به‌صورت هلدینگ مختلط فعالیت می‌کنند. در نتیجه درآمد عملیاتی آن‌ها ناشی از سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف است.
۴. شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات که فعالیت اصلی آن‌ها در سرمایه‌گذاری در سهام شرکت ساختمان و مسکن و یا در توسعه و عمران شهری و انجام ساخت و سازها فعالیت می‌کنند.

از نظر زمینه فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به انواع زیر تقسیم می‌شوند [۷].

۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری ناب؛

۲. شرکت‌های توسعه‌ای؛

۳. شرکت‌های تأمین‌کننده مالی؛

۴. شرکت‌های توسعه‌ای سرمایه‌گذاری؛

۵. شرکت‌های توسعه‌ای تأمین‌کننده؛

۶. شرکت‌های کنترل‌کننده؛

۷. شرکت‌های سرمایه‌گذاری بازرگانی؛

۸. شرکت‌های سرمایه‌گذاری خدماتی - اعتباری.

سروس [۲۱] در پژوهش خود ریسک و بازده و عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس یونان را بررسی کرد. وی به این نتیجه رسید که ریسک و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از سایر شرکت‌های بورس یونان است. وی شرکت‌ها را براساس هر یک از شاخص‌های ریسک و بازده و ضریب تغییرات رتبه‌بندی کرد. نولاس [۱۷] در تحلیل روابط بین ریسک و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری (صندوق‌های اوراق سهام) در بازار یونان نشان داد که بین ریسک و بازده در این شرکت‌ها رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین نتایج وی نشان داد که این شرکت‌ها از نظر ریسک و بازده تفاوت زیادی با یکدیگر ندارند. بنای شرکت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از یک بود و این شرکت‌ها را به روش‌های ترینور و شارپ و جنسن رتبه‌بندی کردند. پژوهش آرتیکس [۱۰] در ارزیابی کارایی و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری نشان داد که ریسک و بازده

شرکت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ریسک و بازده سایر شرکت‌های بورس یونان است. وی شرکت‌ها را براساس هر یک از شاخص‌های انحراف معیار، ضریب تغییرات، بتا و بازده رتبه‌بندی کرد. باربر [۱۱] رابطه بین بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه تاریخی ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک شرکت‌ها را بررسی کرد. وی با بررسی بازده‌های ماهانه ۸۰ شرکت سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسید که ضریب بتا عامل تعیین‌کننده بازده‌های ماهانه شرکت‌های سرمایه‌گذاری به حساب نمی‌آید.

جنسن [۱۴] در بررسی خود به این نتیجه رسید که شرکت‌های سرمایه‌گذاری توانایی برجسته‌ای در انتخاب سهام ندارند. به طوری که عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پس از کسر هزینه‌های آن‌ها پایین‌تر از عملکرد سبکی از اوراق بهاداری است که به طور تصادفی از بازار تشکیل شده بود. وی نتیجه گرفت که ریسک سبک سرمایه‌گذاری تصادفی با ریسک شرکت‌های سرمایه‌گذاری تقریباً برابر است. این بدان معنی است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در زمینه انتخاب سبک سرمایه‌گذاری خود به طور تصادفی روند بازار را دنبال می‌کنند. وی به این نتیجه رسید که مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری فاقد اطلاعات محرمانه مفید بودند. از نظر وی اگر چه مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است بتوانند در پیش‌بینی بازار و جذب اوراق بهادار مرغوب موفق‌تر از سایر شرکت‌ها عمل کنند اما دلیل قانع‌کننده‌ای وجود ندارد که نشان دهد سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی موفق‌تر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. پژوهش مالکیل [۱۶] نشان داد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۹۱ - ۱۹۷۱ سالانه ۱۵/۶۹ درصد اما بازار سالانه ۱۷/۵۲ درصد بازدهی داشته است. نتایج نشان داد که اولاً همه شرکت‌های سرمایه‌گذاری از نظر بازدهی ضعیف‌تر از شاخص بازار عمل کرده‌اند. ثانیاً شرکت‌هایی که سابقه فعالیت بیشتری دارند بازدهی بیشتری به دست آورده‌اند. سالواتور [۱۹] به نقل از نتیجه پژوهش‌های دیگران بیان می‌کند که دلیلی بر بهتر بودن عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد. وی به این نتیجه رسید که نرخ بازده صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از نرخ بازده سبک سرمایه‌گذاری که به طور تصادفی تشکیل می‌شود بهتر نیست. نتیجه پژوهش‌ها نشان داد که طی سال‌های ۷۵ - ۱۹۶۹ عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری از میانگین نرخ بازده بازار بهتر نبوده است.

ویگان [۲۲] شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال را از نظر تشکیل سبک اوراق بهادار به دو دسته تقسیم کرد: یکی شرکت‌هایی که با سبک سرمایه‌گذاری فعال از تغییرات لحظه‌ای استفاده می‌کنند و دیگری شرکت‌هایی که به ثبات سبک سرمایه‌گذاری متمایل هستند. وی معتقد است هر شرکت سرمایه‌گذاری گرایش خاصی نسبت به زمینه فعالیت و اندازه سبک سرمایه‌گذاری دارد و بر آن اساس استراتژی تشکیل و طراحی سبک سرمایه‌گذاری خود را برای مدت طولانی حفظ می‌کند. وی با بررسی محتوی سبک سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی ریسک و بازده سهام محتوی سبک را مهم‌تر

از بررسی ریسک و بازده کلی سرمایه‌گذاری می‌داند و آن را معیار بهتری برای انتخاب سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری عام می‌داند. ولف [۲۳] استفاده از نرخ بازده سرمایه‌گذاری را به‌عنوان یک معیار جامع برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌داند. در ایران پژوهش حسین‌نیا [۴] نشان داد که ریسک شرکت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از شرکت‌های غیرسرمایه‌گذاری است. اما میانگین بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های غیر سرمایه‌گذاری تفاوتی وجود ندارد. جهانخانی و پارساییان [۳] به نقل از نتایج برخی از پژوهش‌ها بیان کردند که مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری که نتوانسته‌اند وضع آینده بازار را به درستی پیش‌بینی کنند در سال‌های پیاپی بهتر از شاخص بازار عمل نکرده‌اند. آن‌ها معتقدند که هزینه مدیریت این شرکت‌ها بالاست و سرمایه‌گذار نمی‌تواند توانایی‌های مدیریت یک شرکت سرمایه‌گذاری را تعیین کند. همچنین نرخ بازده پایین این شرکت‌ها نسبت به بازده بازار را، از نقاط ضعف شرکت‌های سرمایه‌گذاری دانستند. نصیری [۹] در پژوهش خود به این نتیجه رسید که بین ریسک و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس همبستگی معناداری وجود دارد.

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

اهداف پژوهش. هدف از این پژوهش شناخت روابط بین ریسک و شاخص‌های حسابداری انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران به‌شرح زیر است:

۱. شناخت رابطه بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در چهار گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری؛
۲. شناخت تفاوت ریسک و شاخص‌های حسابداری در چهار گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری؛
۳. اولویت‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری از نظر شاخص‌های حسابداری.

فرضیه‌های پژوهش

۱. بین شاخص ریسک و شاخص‌های حسابداری در چهار گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد؛
۲. اندازه ریسک و شاخص‌های حسابداری در بین چهار گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است؛
۳. اولویت‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر حسب شاخص‌های حسابداری متفاوت است.

۴. روش‌شناسی

در این پژوهش همه شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس تهران به تعداد ۳۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ - ۱۳۸۳ برای دوره ۷ ساله مورد بررسی قرار گرفته است. این شرکت‌ها به چهار گروه تقسیم شدند که عبارت‌اند از: شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی ۱۳ شرکت، گروه هلدینگ تخصصی ۱۳ شرکت، گروه هلدینگ چندرشته‌ای ۴ شرکت و گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ۴ شرکت. شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش نمونه‌گیری نشدند بلکه همه شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال موضوع این مطالعه بودند. از نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ رشد درآمد شرکت، نسبت قیمت به سود هر سهم، نرخ بازده سهام و سود هر سهم به‌عنوان شاخص‌های حسابداری و از واریانس بازده ماهانه به‌عنوان شاخص ریسک استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز این پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌ها، نرم‌افزار پارس پرتفولیو و سالنامه‌ها و گزارش‌های منتشر شده بورس استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از ضریب همبستگی پیرسون، آزمون تحلیل واریانس یک‌طرفه (ANOVA) و آزمون تحلیل واریانس چندمتغیره (MANOVA)، آزمون تعقیبی شفه با استفاده از نرم‌افزار SPSS استفاده شده است.

۵. تحلیل داده‌ها

آزمون فرضیه اول پژوهش. فرضیه اول رابطه بین ریسک و شاخص‌های حسابداری شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به صورت زیر بیان می‌کند:

بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ای وجود ندارد.

$$H_0 : \rho = 0$$

بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ای وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0$$

این فرضیه رابطه بین ریسک و شاخص‌های حسابداری را به تفکیک چهار گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری بررسی می‌کند. طبق جدول ۱ فقط بین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ریسک در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی رابطه معناداری وجود دارد. به طوری که ضریب همبستگی این دو شاخص ۰/۴۳۲ (SIG - ۰/۰۰۷) است. سایر شاخص‌های حسابداری با ریسک رابطه معناداری نداشتند. در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ تخصصی فقط بین نرخ بازده سهام و ریسک رابطه معناداری دیده شد. به طوری که ضریب همبستگی آن

۰/۷۴۵) (SIG - ۰/۰۰۵) است. در بقیه شاخص‌های حسابداری رابطه معناداری با ریسک مشاهده نشد. در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ چندرشته‌ای فقط بین نرخ بازده و ریسک رابطه معناداری وجود دارد. به طوری که ضریب همبستگی این دو ۰/۸۱۳ (SIG - ۰/۰۰۵) است. در بقیه موارد همبستگی معناداری مشاهده نشد. در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری مسکن و املاک فقط بین نرخ بازده و ریسک رابطه معناداری وجود دارد. به طوری که ضریب همبستگی آن دو ۰/۸۸۱ (SIG - ۰/۰۰۵) است. در سایر شاخص‌ها با ریسک رابطه معناداری دیده نشد. برای همه چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری نتایج نشان داد که فقط بین نرخ بازده سهام و ریسک آن شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. به طوری که ضریب همبستگی این دو ۰/۶۵۵ (SIG - ۰/۰۰۱) است. اما در سایر شاخص‌ها با ریسک رابطه معناداری دیده نشد. جدول ۱ ضرایب همبستگی پیرسون و سطح معناداری آزمون را برای ۳۴ شرکت سرمایه‌گذاری از چهار گروه نشان می‌دهد.

جدول ۱. همبستگی بین ریسک و شاخص‌های حسابداری

گروه شرکت	همبستگی ریسک و شاخص‌های مالی	بازده سهام	بازده دارایی‌ها	بازده حقوق صاحبان سهام	نرخ رشد درآمد	نسبت قیمت به سود هر سهم	سود هر سهم
سرمایه‌گذاری عمومی	ضریب	-۰/۳۱	-۰/۳۲	-۰/۴۳۲	-۰/۳۶۸	-۰/۴۰۱	-۰/۱۵۶
	SIG	-۰/۳۲۶	-۰/۳۲	-۰/۰۰۷	-۰/۲۳۹	-۰/۱۹۶	-۰/۸۹
	N	۱۳	۱۳	۱۳	۱۳	۱۳	۱۳
هلدینگ تخصصی	ضریب	-۰/۷۲۵	-۰/۱۰۴	-۰/۱۰۳	-۰/۰۵۸	-۰/۳۲۵	-۰/۰۰۳
	SIG	-۰/۰۰۵	-۰/۷۴۷	-۰/۷۵۱	-۰/۸۳۷	-۰/۳۰۳	-۰/۹۹۳
	N	۱۳	۱۳	۱۳	۱۳	۱۳	۱۳
هلدینگ چند رشته‌ای	ضریب	-۰/۸۱۳	-۰/۴۶۳	-۰/۲۷	-۰/۲۲۵	-۰/۳۶۷	-۰/۳۳۸
	SIG	-۰/۰۰۵	-۰/۲۷	-۰/۲۱	-۰/۷۷۵	-۰/۳۱	-۰/۲۷۲
	N	۴	۴	۴	۴	۴	۴
سرمایه‌گذاری املاک و مسکن	ضریب	-۰/۸۸۱	-۰/۲۵۴	-۰/۴۴۵	-۰/۵۵۵	-۰/۴۹۶	-۰/۲۴۶
	SIG	-۰/۰۰۵	-۰/۲۴۶	-۰/۵۵۵	-۰/۴۴۵	-۰/۳۰۴	-۰/۷۵۴
	N	۴	۴	۴	۴	۴	۴
همه شرکت‌ها	ضریب	-۰/۶۵۵	-۰/۲۴۶	-۰/۳۴۵	-۰/۲۱۴	-۰/۱۲۶	-۰/۲۸۲
	SIG	-۰/۰۰۱	-۰/۱۷۴	-۰/۰۵۳	-۰/۲۴	-۰/۴۹۳	-۰/۱۱۸
	N	۳۴	۳۴	۳۴	۳۴	۳۴	۳۴

آزمون فرضیه دوم پژوهش. فرضیه دوم تفاوت شاخص‌های حسابداری و ریسک را در چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری بررسی می‌کند. برای آزمون این فرضیه در مرحله اول با استفاده از آزمون تحلیل واریانس چندمتغیری (MANOVA) وجود تفاوت بین ریسک و شاخص‌های حسابداری بررسی شد. سپس با استفاده از آزمون تحلیل واریانس یک‌طرفه (ANOVA) وجود تفاوت در هر یک از شاخص‌های حسابداری و ریسک در چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری

بررسی شد. در مرحله بعد با استفاده از آزمون شفه (Scheffe) بیشترین یا کمترین میانگین شاخص حسابداری در تحلیل واریانس یک طرفه تعیین شد.

اندازه ریسک و شاخص‌های حسابداری در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت نیست: H_0

اندازه ریسک و شاخص‌های حسابداری در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است: H_1

نتیجه آزمون باکس (BOX) از آزمون‌های MANOVA برای یکسانی ماتریس کوواریانس برای وجود تفاوت میان شاخص‌های حسابداری و ریسک در چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در جدول ۲ آمده است.

از آنجایی که سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (SIG = ۰/۰۰۱) است. بنابراین فرض یکسانی کوواریانس بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأیید نمی‌شود.

H_0 : یکسانی کوواریانس‌ها

H_1 : عدم یکسانی کوواریانس‌ها

جدول ۲. آزمون باکس برای یکسانی کوواریانس‌ها

Bax's	M	F	df ₁	Df ₂	SIG
۹۱/۶۶۹		۲/۱۲۲	۲۸	۱۶۸۶/۵	۰/۰۰۱

با توجه به تایید عدم یکسانی کوواریانس‌ها از آزمون لامبدا ویلکز که از مجموعه آزمون‌های تحلیل واریانس چندمتغیره است استفاده شد. طبق جدول ۳ این آزمون نشان داد که بین اندازه ریسک و شاخص‌های حسابداری در بین چهار گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری تفاوت معناداری وجود دارد (F = ۲/۲۶۲ و SIG = ۰/۰۰۷).

جدول ۳. آزمون تحلیل واریانس چندمتغیره برای تعیین تفاوت شاخص‌ها در گروه‌ها

Effect	Value	F	Hyp. Df	Error df	SIG
Intercep: Wilks' Lambda	0/054	55/005	7	22	0/000
Groups: Wilks' Lambda	0/202	۲/۲۶۲	21	63/722	0/007

همچنین برای تعیین یکسانی یا عدم یکسانی واریانس خطای شاخص‌ها در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری از آزمون لون (Levene) نیز استفاده شد. طبق جدول ۴ به جز نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ رشد درآمد در بقیه شاخص‌ها فرض یکسانی واریانس مقادیر خطا با اطمینان حداقل ۹۵ درصد تایید شد.

H_0 : واریانس خطای شاخص‌ها در بین گروه‌ها یکسان است .

H_1 : واریانس خطای شاخص‌ها در بین گروه‌ها یکسان نیست.

جدول ۴. آزمون لون برای یکسانی واریانس خطای شاخص‌ها

شاخص حسابداری	F	df ₁	df ₂	SIG
نرخ بازده سهام	۱/۶۷۰	۳	۲۸	۰/۱۹۶
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۷۷۴	۳	۲۸	۰/۵۱۸
بازده حقوق صاحبان سهام	۳/۶۷۵	۳	۲۸	۰/۰۲۴
نرخ رشد درآمد	۷/۸۸۵	۳	۲۸	۰/۰۰۱
نسبت قیمت به سود	۰/۹۲۴	۳	۲۸	۰/۱۴۹
سود هر سهم	۱/۶۵۱	۳	۲۸	۰/۲۰۰

برای تعیین اینکه کدام یک از شاخص‌های حسابداری و ریسک در چهار گروه شرکت سرمایه‌گذاری تفاوت معناداری دارند از آزمون تحلیل واریانس یک‌طرفه استفاده شد. نتایج این آزمون طبق جدول ۵ نشان داد که فقط شاخص ریسک (SIG - ۰/۰۱۹) و شاخص بازده سهام (SIG - ۰/۰۱۶) در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری با اطمینان حداقل ۹۵ درصد تفاوت معناداری دارند و در بقیه شاخص‌ها تفاوت معناداری مشاهده نشد. بنابراین فرضیه H_1 فقط در مورد شاخص‌های ریسک و بازده تایید می‌شود.

جدول ۵. آزمون تحلیل واریانس یک‌طرفه برای تعیین تفاوت بین شاخص‌ها در گروه شرکت‌ها

شاخص حسابداری	Sum of Squares	df	Mean Squares	F	SIG
واریانس بازده ماهانه	۱۲/۲۹۹	۳	۴/۱۰۰	۳/۹۱۰	۰/۰۱۹
نرخ بازده سهام	۶۷/۶۳۸	۳	۲۲/۵۴۶	۴/۰۶۹	۰/۰۱۶
نرخ بازده دارایی‌ها	۲۸۶/۳۷۳	۳	۹۵/۴۵۸	۱/۲۳۹	۰/۳۱۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۱۰۲۴/۹۹۵	۳	۳۴۱/۶۶۵	۱/۶۷۷	۰/۱۹۴
نرخ رشد درآمد	۷۹۸۲۴/۷۷۹	۳	۲۶۶۰۸/۲۶۰	۲/۵۰۶	۰/۰۷۹
نسبت قیمت به سود هر سهم	۳۴۴/۱۵۹	۳	۱۱۴/۷۲۰	۰/۹۶۸	۰/۴۲۲
سود هر سهم	۴۴۲۳۲۸/۷	۳	۱۴۷۴۴۲/۸۸۹	۲/۷۵۰	۰/۰۶۱

آزمون فرضیه سوم پژوهش. با توجه به اینکه تنها دو شاخص ریسک و بازده در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری تفاوت معناداری دارند. از این رو از آزمون شفه برای تعیین اینکه میانگین کدام یک از این دو شاخص در چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر و پایین‌تر است استفاده شده است.

جدول ۶ از یک طرف تفاوت ریسک و از طرف دیگر تفاوت بازده چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به صورت زوجی مقایسه می‌کند. طبق این جدول ریسک گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری مسکن و املاک کمتر از سایر گروه‌هاست. اما این تفاوت معنی‌دار نیست. زیرا بیشترین تفاوت ریسک شرکت‌های گروه مسکن از گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی معادل ۰/۵۶۰۶۷ درصد (SIG -۰/۸۲۵) است. با این حال تفاوت ریسک هیچ‌یک از چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری معنادار نیست. اما از نظر نرخ بازده سهام بیشترین تفاوت بین نرخ بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ تخصصی است. به طوری که تفاوت نرخ بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی از نرخ بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ تخصصی ۳/۰۸۵۸۳ درصد است که در سطح SIG -۰/۰۳۰ معنادار است.

بنابراین از نظر نرخ بازده گروه شرکت‌های هلدینگ تخصصی بالاترین نرخ بازده در مقایسه با سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد. براساس میانگین تفاوت نرخ بازده، چهار گروه شرکت سرمایه‌گذاری به ترتیب زیر اولویت‌بندی می‌شوند:

۱. هلدینگ تخصصی، ۲- هلدینگ چند رشته؛
۲. مسکن و املاک و ۴- سرمایه‌گذاری عمومی.

جدول ۶. آزمون شفه برای مقایسه نرخ بازده و ریسک در چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شاخص	گروه i	گروه j	میانگین تفاوت j-i	انحراف استاندارد	SIG
ریسک	سرمایه‌گذاری	هلدینگ تخصصی	-۱/۱۱۰۱۷	۰/۴۱۸۰۲	۰/۰۴۴
		هلدینگ چند رشته‌ای	۰/۰۳۰۶۷	۰/۵۹۱۱۶	۱
	عمومی	مسکن و املاک	۰/۵۶۰۶۷	۰/۵۹۱۱۶	۰/۸۲۵
بازده	سرمایه‌گذاری	هلدینگ تخصصی	-۳/۰۸۵۸۳	۰/۹۶۱۰۳	۰/۰۳۰
		هلدینگ چند رشته‌ای	-۲/۶۳۶۶۷	۱/۳۵۹۱۱	۰/۳۰۹
	عمومی	مسکن و املاک	-۰/۳۴۶۶۷	۱/۳۵۹۱۱	۰/۹۹۶

۶. بحث و نتیجه‌گیری

۱. بین نرخ بازده سهام و ریسک در همه شرکت‌های سرمایه‌گذاری همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه پژوهش یافته‌های نولاس [۱۷] در بازار یونان و یافته‌های نصیری [۹] در بورس تهران را تأیید می‌کند.

۲. اندازه ریسک و نرخ بازده سهام در بین چهارگروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است.

۳. تفاوت اندازه ریسک بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی و هلدینگ تخصصی معنادار است.

۴. تفاوت نرخ بازده بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمومی و هلدینگ تخصصی معنادار است.

۵. شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ تخصصی بالاترین ریسک و بالاترین نرخ بازده را در بین چهار گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری داشته‌اند.

پیشنهاد می‌شود شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای اندازه‌گیری ریسک خود از ارزش در معرض ریسک استفاده کنند. این روش در اواخر دهه ۱۹۹۰ پس از آنکه برخی از صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری زیان‌های ناگهانی بزرگی را متحمل شدند مورد توجه بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفت. به دنبال افزایش و تنوع سهام شرکت‌های بورسی صدور مجوز فعالیت برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری تخصصی دیگر ضروری است. با توجه به تفاوت درجه ریسک شرکت‌های سرمایه‌گذاری مختلف لازم است رتبه ریسک هر گروه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری توسط مؤسسات رتبه‌بندی ریسک اعلام شود. در نتیجه تحلیل‌گران بازار بر اساس درجه ریسک هر گروه از شرکت‌ها بتوانند قیمت‌گذاری درستی از سهام آن‌ها داشته باشند. اعلان رتبه ریسک هر گروه از شرکت‌ها به تعدیل بازده مورد توقع سهامداران کمک کرده و رابطه متناسب‌تری را بین ریسک و بازده سهام شرکت‌ها برقرار می‌نماید. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سهامداران حقیقی عمده و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری با عملکرد کل بازار مورد مقایسه قرار گیرد تا معلوم شود آیا اشخاص حقیقی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بهتر از بازار یا ضعیف‌تر از کل بازار عمل کرده‌اند.

منابع

۱. بی‌نام. (۱۳۷۸). (شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران) *مجله بانک و اقتصاد*، شماره ۶، آذرماه، ص ۹-۱۲.
۲. بی‌نام. (۱۳۷۶). (چالش‌های اساسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری)، *اصلاح قوانین و مقررات بازار سرمایه* (۲)، انتشارات مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
۳. جهانخانی، علی. پارساییان، علی. (۱۳۷۴). *بورس اوراق بهادار تهران*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۴. حسین نیا، محمد. (۱۳۸۴). *مقایسه ریسک و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۵. صفاری، سید مصطفی. (۱۳۸۱). *تبیین و شناسایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کشور*، انتشارات تهران مؤسسه توسعه سرمایه‌گذاری ایران.
۶. عبده تبریزی، حسین. (۱۳۸۳). (سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس)، *نشریه موسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری*، شماره ۳۵، ص ۴-۷.
۷. عباسی، ابراهیم (۱۳۸۳)، *کاستی‌های بازار سرمایه اولیه در ایران از دیدگاه و چارچوب قانونی با نهادهای مالی مورد نیاز، پروژه تحقیقاتی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران*.
۸. *مقررات ناظر بر نحوه تاسیس و فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری (۱۳۷۵) اداره نظارت بر موسسات اعتباری غیربانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران*.
۹. نصیری، کوروش (۱۳۸۵)، *ریسک و بازده شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
10. Artikis, P. G. (2004). Evaluation of Balanced Mutual Funds: The Case Study of The Greek Financial Market((*Journal of Manajenal Finance*, Vol, 6, No. 68 pp: 60-67
11. Barber, Joel R. (1994).((*Mutual Fund Risk Measurement and Future Returns*)) *Quarterly Journal of Finance Business and Economics*, Vol 3. No. 34 pp: 32-66.
12. Ditrich, Kimbally (1996). *Financial services and Financial Institutions* , New York: Prentice ° Hall.
13. Edmister, Robert (1998). *Financial Institutions*. New York: MC Graw ° Hill.
14. Jensen, Michael (1968). ((*The Performance of Mutual Funds in the period 1945 ° 1964*)) *Jurnal of Finance* Vol. 23 No. 274 pp: 389 ° 416.

15. Jones, Chales P. (1998). *Investments Management Analysis*, New York: MC Graw _Hill.
16. Malkeil, Burton G. (1995). ((Return from investing in equity mutual funds 1971-1991)) *Journal of finance*, Vol. 5, No.2 pp:35-57.
17. Noulas, Athanasios G. (2005). ((Performance of Mutual Funds The Case Study of The Greek Balanced Mutual Funds)) *Journal of Managerial Finance*, Vol. 7, No. 71 pp: 41-49.
18. Rose, Peters. (1998). *Financial Institutions*, New York: MC Graw _Hill.
19. Salvatore D. (1996). *Managerial Economics in a global Economy*, New York: MC Graw ° Hill.
20. Sharpe, W. (1966). ((Mutual Fund Performance)) *Journal of Business*, Vol. 4, No. 32 pp:119.
21. Sorros, John, N. (2003). ((Return and Risk Analysis: The Case Study in Equity Mutual Funds Operating in The Greek Financial Market)) *Journal of Managerial Finance*, Vol 7. No. 73 pp: 22-33.
22. Weigand Robert (1984).((Explaining Persistence in Mutual Fund Performance Financial)) *Journal of Financial Economics*. Vol. 8. No. 84 pp: 45 ° 55.
23. Woelfel, Charles J. (1998). *Financial Statement Analysis*. New York: MC Graw _Hill.

