

مروری بر مدل‌های ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری

غلامرضا سلیمانی امیری^۱، سپیده سادات نصیری^۲

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۱/۰۴

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۲/۲۶

چکیده

رشد و توسعه اقتصاد، افزایش شرکت‌های سهامی و تفکیک مدیریت از مالکیت و به دنبال آن مسائل نمایندگی باعث اهمیت و توجه اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها شد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از مهمترین شرکت‌ها در بازار سرمایه از دهه ۱۸۹۰ میلادی در ایالات متحده آمریکا مطرح شدند. به تدریج در سایر کشورهای جهان تاسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گرفت. در ایران نیز از دهه ۱۳۴۰ شمسی این شرکت‌ها وارد دنیای تجارت شدند. گسترده‌گی شرکت‌های سرمایه‌گذاری به حدی رسید که بخش مهمی از بازارهای سرمایه تلقی شده و بسیاری از سرمایه‌گذاران از خدمات این شرکت‌ها استفاده می‌نمایند. به عبارتی سرمایه‌گذاران، زمان کافی، توان مالی یا تخصص لازم را در ایجاد پرتفوی مناسب ندارند. بنابراین انجام این مهم را به شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌سپارند و در مقابل ارزیابی عملکرد مالی این شرکت‌ها برایشان اهمیت دارد. از دیرباز تلاش‌های زیادی برای دستیابی به معیاری جهت ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها در سطح بین‌المللی صورت گرفته تا امکان ارزیابی بهتر عملکرد را برای سرمایه‌گذاران این شرکت‌ها فراهم نماید. هدف تحقیق حاضر بررسی مدل‌های مطرح ادبیات بین‌المللی شامل مدل شارپ، ترینر، جنسن، پتانسیل مطلوب، سورتینو و... است که با توجه به شرایط و فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران، تحلیلی بر امکان استفاده از این مدل‌ها برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری ارائه گردد.

واژه‌های کلیدی: ارزیابی عملکرد، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G20

DOI: 10.22051/ijar.2017.13796.1254

^۱ دانشیار گروه حسابداری دانشگاه الزهراء (س) نویسنده مسئول، (gh_soleimany@yahoo.com)

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهراء (س)، (sepideh.nasiry@yahoo.com)

مقدمه

سرمایه گذاری یکی از عوامل موثر بر رشد و توسعه اقتصادی کشور می باشد. ماحصل رشد اقتصادی در یک کشور، افزایش رفاه عمومی خواهد بود. افزایش سرمایه گذاری میان مردم و هدایت این سرمایه گذاری ها به بخش های زیربنایی منجر به بهبود و افزایش سطح زندگی شده و امکان برخورداری از زندگی با کیفیت تر را فراهم می نماید. همچنین سرمایه گذاری می تواند نقش بسیار زیاد در تعیین درآمد ملی داشته باشد، زیرا اگر قسمت بیشتر تولید ناخالص داخلی^۱ یک کشور به سرمایه گذاری اختصاص یابد، سبب افزایش رشد اقتصادی می گردد. به طور کلی می توان انواع مختلف سرمایه گذاری در اقتصاد را تعریف کرد. از رایج ترین دسته بندی های موجود برای انواع سرمایه گذاری ها می توان به طبقه بندی آن ها بر حسب موضوع به دو دسته سرمایه گذاری واقعی^۲ و سرمایه گذاری مالی^۳ اشاره نمود. سرمایه گذاری واقعی یعنی سرمایه گذار با فدا کردن ارزشی در زمان حاضر، نوعی دارایی واقعی بدست می آورد. در سرمایه گذاری مالی، فرد در ازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است به دست می آورد. سرمایه گذاری در اوراق بهادار که فرد در ازای پرداخت پول، محق به دریافت جریانی از وجوه نقد به شکل سود می شود، سرمایه گذاری مالی محسوب می شود (بادی و همکاران، ۲۰۰۹، فصل چهارم).

امروزه، دارایی های مالی و سرمایه گذاری در آن ها به یکی از ارکان مهم در اقتصاد کشورها بدل شده است و در این راه بازارهای مالی و به ویژه بورس اوراق بهادار جایگاه تحصیل این گونه دارایی ها است. به دلیل نقش منحصر به فرد بورس در تولید ظرفیت های اقتصادی و کسب بازده و سودآوری شرکت ها و سرمایه گذاران، جایگاه آن در اقتصاد کشورها به سرعت ارتقا یافته و امروزه از آنچنان اهمیتی در سیستم های اقتصادی پیچیده برخوردار است که از آن برای سنجش میزان سلامت و یا بیماری اقتصادی کشورها نام برده می شود که مهمترین وظیفه اش، ایجاد بازاری دائمی و پیوسته برای اوراق بهادار می باشد. بازارهای مالی در هر کشوری از جمله ایران شامل بازار پول^۴ و بازار سرمایه^۵ تشکیل می شود که هر یک از اهمیت خاص خود برخوردار است (قجر و همکاران، ۱۳۹۲). به طور خلاصه، بازار پول، بازار مطالبات کوتاه مدت (حداکثر تا یک سال) را در برمی گیرد. گرایش اصلی بازار پول اصولاً بر ابزارهایی متمرکز است که با استفاده از آن ها بتوان به سرعت وضعیت نقدشوندگی را تغییر داد. به این علت

است که در چنین بازاری سرعت نقدشوندگی بسیار بالا بوده و نیازهای کوتاه‌مدت تا یک سال در آن تأمین می‌شود. به دلیل ماهیت کوتاه‌مدت آن، تبدیل وجوه جمع‌آوری شده به سرمایه مالی امکان پذیر نبوده و تنها برای تأمین مالی عملیات تولیدی و تجاری پیش‌بینی نشده به کار می‌رود. بازار سرمایه، بازاری است که ارتباط تنگاتنگی با پس‌انداز و سرمایه‌گذاری دارد و به مثابه یک واسطه مالی، پس‌انداز واحدهای اقتصادی دارای مازاد را به واحدهای دارای کسری، برای سرمایه‌گذاری انتقال می‌دهد. وظیفه بازار سرمایه تأمین مالی بلندمدت برای بنگاه‌های اقتصادی است. یکی از تغییرات مهم بازارهای سرمایه در سال‌های اخیر، صنعت واسطه‌گری مالی است که در سراسر جهان رشد و گسترش چشم‌گیری را شاهد بوده است.

واسطه‌های مالی در یک بازار توسعه‌یافته اوراق بهادار، به عنوان نهادهای اجرایی با برخورداری از کارکردی چند منظوره، نقش مهمی را در مجموعه وظایف و فعالیت‌های بازار بر عهده دارند. در واقع سرمایه‌گذاری به عنوان موتور رشد اقتصادی تاثیر انکارناپذیر و حیاتی در بهبود وضعیت اقتصادی کشورها دارد. واسطه‌های مالی با جذب پس‌اندازها و تأمین منابع لازم برای سرمایه‌گذاری، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و مدیریت دارایی‌ها می‌توانند تاثیری معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری داشته باشند (لعلی و والی زاده، ۱۳۸۹). واسطه‌های مالی در بازارهای سرمایه از تنوع زیادی برخوردارند که از مهمترین آنها می‌توان به شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌های تجاری، موسسات مالی و اعتباری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های لیزینگ و... اشاره نمود (حائری و حسینی، ۱۳۹۱). شرکت‌های سرمایه‌گذاری در اکثر بازارهای مالی دنیا از مهمترین واسطه‌های مالی بورس اوراق بهادار هستند.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهایی برای سرمایه‌گذاری و ورود افراد با سرمایه‌های اندک و تخصص کمتر به بازار سرمایه هستند. به بیان ساده، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه را از تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران (خرد و کلان) جمع‌آوری می‌کنند و به شکل‌های مختلف آن را در بازار سرمایه به کار می‌بندند. به این ترتیب سرمایه‌گذاری برای عموم مردم با تخصص کم و سرمایه‌های اندک در بازارهای سرمایه به شکل حرفه‌ای میسر می‌شود. با توجه به اهمیت عملکرد این شرکت‌ها در بازارهای سرمایه، از آغاز دهه ۱۹۵۰ تاکنون مطالعات زیادی به این امر توجه کرده و با مدل‌سازی و آزمون مدل‌های موجود درصد ارزیابی عملکرد شرکت‌های

سرمایه گذاری بوده‌اند. نتایج به دست آمده از مطالعات تجربی، مختلف و متنوع است. مدل‌های متعدد ارزیابی پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری شامل تئوری‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی گواه این ادعاست که ادبیات علمی حسابداری در جهان به ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها توجه زیادی نموده و پیشرفت نسبتاً قابل قبولی در این حوزه داشته است (چن و همکاران، ۲۰۱۱). این در حالی است که مطالعات ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران نیز به منظور ارزیابی و سنجش عملکرد این شرکت‌ها اغلب به استفاده از همان مدل‌های مرسوم ارزیابی عملکرد هم‌تایان جهانی در تحقیقات داخلی اکتفا می‌نمایند (یحیی زاده و همکاران، ۱۳۸۹)، صفری (۱۳۸۱)، هابنر (۲۰۰۷)، و...). به هر صورت، ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری از این جهت حائز اهمیت است که سرمایه‌گذاران بتوانند درباره نگهداری، فروش و یا خرید سهام این شرکت‌ها در زمان مقتضی تصمیمات لازم را اتخاذ نمایند. طبیعی است که سرمایه‌گذاران بالقوه به دنبال سهامی از شرکت‌ها باشند که عملکرد بهتری از سایر شرکت‌ها و نیز از عملکرد بازار داشته باشند. بنابراین عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری زیر ذره بین این افراد و سایر گروه‌ها بوده که هر یک با معیارهای مختلفی به ارزیابی عملکرد می‌پردازند. به همین دلیل وجود مدل مناسب برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری به یکپارچگی بیشتر در سنجش عملکرد شرکت‌های مختلف و مقایسه بهتر آن‌ها برای انجام تصمیم‌گیری مناسب کمک خواهد کرد.

با توجه به بررسی اولیه فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران، می‌توان دریافت که تفاوت‌هایی میان حوزه فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران و خارج از ایران وجود دارد که باعث می‌شود عملکرد این شرکت‌ها صرفاً محدود به پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بورسی نبوده و متشکل از سایر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نیز باشد. در این صورت ممکن است نتوان با اطمینان بالا، از همان معیارهای مرسوم جهانی نظیر شارپ و جنسن و... برای ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها در ایران استفاده نمود، زیرا به نظر می‌رسد که بخش‌های مهم دیگری عملیات شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهد که برگرفته از فعالیت‌هایی به جز سرمایه‌گذاری در پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بورسی است. از این رو، در هنگام ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری باید کلیه بخش‌های تشکیل دهنده فعالیت آن‌ها مورد

توجه قرار گیرد. حال سئوالی که مطرح می‌شود این است که آیا استفاده از مدل‌های ارزیابی موجود، توانایی سنجش صحیح عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را دارد؟

شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی هستند که از طریق فروش اوراق بهادار خود، منابع مالی پس‌اندازکنندگان و افراد را جمع‌آوری کرده و آن‌ها را در سهام و اوراق قرضه سایر شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. اهمیت این مؤسسات در این است که بسیاری از مردم با پس‌انداز اندک خود شاید به راحتی نتوانند در اوراق بهادار مورد نظر خود سرمایه‌گذاری کنند، اما این قبیل شرکت‌ها، با یک کاسه کردن وجوه آن‌ها، در اوراق بهادار متنوع سرمایه‌گذاری و معمولاً بازدهی بیشتر از این مجموعه عاید می‌کنند (رید، ۲۰۱۴؛ بادی و همکاران، ۲۰۰۹، فصل چهارم). شرکت‌های سرمایه‌گذاری ویژگی‌های مهمی دارند که در هنگام بررسی و کسب شناخت از آن‌ها، لازم است با این ویژگی‌ها آشنا بود. این ویژگی‌ها معمولاً در غالب مثبت (مزایا) و منفی (معایب) مطرح می‌شوند. مهمترین مزایا عبارتند از:

- مدیریت حرفه‌ای: شرکت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله مدیران حرفه‌ای مدیریت می‌شوند که سرمایه‌گذاری بالقوه در هزاران شرکت متفاوت را بررسی و ارزیابی می‌کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به دسترسی به تخصص قادر هستند که مدیریت پرتفوی مطلوبی را ارائه کنند که بسیاری از افراد سرمایه‌گذار قادر به این مسئولیت نیستند.
- قابلیت دسترسی بالا: این شرکت‌ها خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران به طور مستقیم یا غیرمستقیم را تسهیل می‌بخشد.
- تنوع بخشی اوراق بهادار و کاهش ریسک: از طریق سرمایه‌گذاری وجوه در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار صنایع و بخش‌های مختلف، کاهش ریسک را امکان پذیر می‌سازد.
- قانون‌مند و تحت نظارت: این صنعت تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار فعالیت‌های خود را منظم می‌نمایند و شرایط لازم را برای حفاظت سرمایه‌گذاران از سوء استفاده را فراهم می‌نمایند.

- انعطاف‌پذیری: این شرکت‌ها انواع مختلف پرتفوی با اهداف متنوعی را به عموم عرضه می‌کنند. وجود انواع مختلف شرکت‌ها با اهداف گسترده سرمایه‌گذاری، حق انتخاب و انعطاف‌پذیری بالایی در سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران می‌دهد.
 - سهولت و راحتی سرمایه‌گذاری: در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاری‌ها، سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها آسان‌تر است، غالباً سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها با کمیسیون خرید و فروش کم‌تر و سریع‌تر انجام می‌گیرد.
 - هزینه‌ها: در این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها هزینه معاملات نیز با تجمع وجوه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری به شدت کاهش می‌یابد. می‌توان تصور کرد که برای پخش کردن سرمایه‌گذاری حتی برای یک فرد ثروتمند هزینه معاملات سنگینی از جمله حق الزحمه خرید و فروش سهام متعدد وجود دارد که با مشارکت در مقیاس‌های بالا کاهش می‌یابد.
 - معامله راحت‌تر: بیشتر شرکت‌ها مشارکت این امکان را فراهم می‌کنند که سهام از طریق تلفن و ایمیل و به صورت پیوسته خریداری و فروخته شود.
- در کنار مزایای فوق برای این شرکت‌ها، می‌توان معایبی را هم برای انتخاب سرمایه‌گذاری از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری عنوان کرد که مهمترین آن‌ها عبارتند از:
- اصلی‌ترین نقطه ضعف شرکت‌های سرمایه‌گذاری، به هزینه‌های آن‌ها مربوط می‌شود.
 - به دلیل هزینه‌های نسبتاً زیاد معاملات اوراق، برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت چندان مناسب نیست و سود رضایت‌بخشی را برای سرمایه‌گذار نخواهد داشت.
 - امکان دسترسی سریع به پول وجود ندارد چون طبیعت چنین سرمایه‌گذاری‌هایی، بلندمدت است، امکان نقدینگی سریع آن فراهم نیست و بازپرداخت وجه اوراق فروخته شده تا چند روز می‌تواند به تعویق افتد.
 - معمولاً هیچ اطمینانی برای بازیافت تمام مبلغ سرمایه‌گذاری وجود ندارد (رادفر، ۱۳۸۴).

تفاوت صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری

در هنگام بررسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری لازم است به اشتباهات مرسوم در میان عموم و حتی برخی محققان و کارشناسان توجه نموده و توضیح کوتاهی نسبت به تفاوت شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سایر نهادهای مالی به ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک داده شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک طی دو دهه‌ی گذشته از محبوبیت زیادی در بین سرمایه‌گذاران برخوردار شده‌اند. در بسیاری منابع علمی نیز به تفاوت میان این صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری توجه کافی نشده و گاه‌ا به جای یکدیگر استفاده می‌شوند. بنابراین لازم است شرح کوتاهی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ارائه گردد.

به طور کلی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نوعی نهاد سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود که با فروش سهام خود، وجوهی را به دست آورده و با توجه به هدف صندوق، در ترکیبی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه‌مدت بازار پول و دیگر دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند. به بیان دیگر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مجموعه‌ای از سهام، اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار است که در آن افراد مختلف پول‌های خود را روی هم می‌گذارند و در پرتفویی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. در نتیجه، سرمایه‌گذار به جای سرمایه‌گذاری در یک سهم یا اوراق مشارکت خاص در یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه‌گذاری می‌کند و براساس قوانین و مقررات مرتبط، مبلغی در پرتفوی سرمایه‌گذاری شریک می‌گردد. این تنوع در سرمایه‌گذاری سبب کاهش خطر آن و افزایش جذابیت صندوق سرمایه‌گذاری شده است.

تا اینجا بسیاری از ویژگی‌های بیان شده برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشابه است، زیرا این صندوق‌ها یک نهاد مالی مشابه شرکت سرمایه‌گذاری است که از یک طرف وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری نموده و از طرف دیگر این وجوه را با مدیریت صحیح سرمایه‌گذاری می‌کند. بنابراین طبیعی است که افراد، این دو را یکسان تصور کنند. برای رفع ابهام و درک تفاوت میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با شرکت‌های سرمایه‌گذاری لازم به ذکر است که فرق اساسی یک صندوق سرمایه‌گذاری با یک شرکت سرمایه‌گذاری، باز (متغیر) بودن سرمایه آن می‌باشد.

منظور از باز بودن سرمایه این است که در یک صندوق سرمایه گذاری، هر سرمایه گذار می تواند در چارچوب اساسنامه در هر زمانی به صندوق وارد یا از آن خارج شود، اما در یک شرکت سرمایه گذاری، ورود و خروج سرمایه صرفاً در قالب افزایش یا کاهش سرمایه و با طی تشریفات مندرج در قانون تجارت صورت می پذیرد. به دلیل آنکه ورود و خروج سرمایه و سرمایه گذار در صندوق های سرمایه گذاری یک عمل مجاز و تعریف شده است، بنابراین دیگر نیازی به نقل و انتقال واحدهای سرمایه گذاری نمی باشد، اما در شرکت های سرمایه گذاری در صورتی که شخص سرمایه گذار قصد خروج از شرکت را داشته باشد، باید واحد سرمایه گذاری خود را به شخص دیگری منتقل نماید و یا چنانچه شخصی بخواهد سهم خود را در شرکت افزایش دهد، باید سهام مورد نظر خود را از سایر سهامداران خریداری نماید. برای هر صندوق سرمایه گذاری یک واحد^۷ سرمایه گذاری تعریف می شود. این واحد بیانگر حداقل میزان سرمایه گذاری در صندوق است. به عبارتی سرمایه گذاری ضریبی از یک واحد خواهد بود. در نگاره ۱ تفاوت های شرکت و صندوق سرمایه گذاری قابل مشاهده است.

نگاره (۱): مقایسه شرکت سرمایه گذاری و صندوق سرمایه گذاری

موضوع	شرکت سرمایه گذاری	صندوق سرمایه گذاری
کوچکترین جزء سرمایه	سهام	واحد سرمایه گذاری (UNIT)
ویژگی سرمایه	سهام تا روز تسویه قابل باز خرید نیست	واحد سرمایه گذاری قابل باز خرید است.
مبنا	اساسنامه	امیدنامه
ورود سرمایه گذار	خرید سهم	صدور واحد سرمایه گذاری
خروج سرمایه گذار	فروش سهم	ابطال واحد سرمایه گذاری
مکانیزم قیمت گذاری	عرضه و تقاضا	خالص ارزش روز دارایی (NAV)
سرمایه	ثابت طبق اساسنامه	متغیر در محدوده تعیین شده در امیدنامه
نحوه افزایش و کاهش سرمایه	برگزاری مجمع فوق العاده و تصویب افزایش یا کاهش سرمایه توسط سهامداران	صدور و ابطال واحدهای سرمایه گذاری
عرضه سرمایه	عرضه عمومی اولیه و معامله سهام در بازار ثانویه	عرضه عمومی پیوسته واحد سرمایه گذاری
نقد شوندگی	کم	زیاد
دوره فعالیت	معمولاً نامحدود	معمولاً محدود

منبع: اسکندر نژاد، ۱۳۹۳

ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌های سرمایه‌گذاری از دهه ۱۸۹۰ در ایالات متحده آمریکا مطرح شد و در دهه ۱۹۲۰ محبوبیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در آمریکا به حدی رسید که به تدریج زمینه تاسیس نخستین شرکت سرمایه‌گذاری به شکل امروزی فراهم گردید. پس از تاسیس رسمی شرکت سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۲۴، به مرور زمان سایر نقاط دنیا به اهمیت و نقش انکارناپذیر این شرکت‌ها در بازار پی برده و سعی در تاسیس شرکتی با کارکرد مشابه نمودند. گستردگی شرکت‌های سرمایه‌گذاری به حدی رسید که بخش مهمی از بازارهای سرمایه تلقی شده و بسیاری از سرمایه‌گذاران از خدمات این شرکت‌ها استفاده می‌نمایند (تاروردی و همکاران، ۱۳۹۲). اغلب سرمایه‌گذاران زمان کافی و توان مالی و تخصص لازم را در ایجاد پرتفوی مناسب نداشته و منابع مالی سرمایه‌گذاران کوچک بسیار محدودتر از آن بود که قادر به تهیه اوراق بهادار منتشر شده شرکت‌های بزرگ باشند. به علاوه، بالا بودن ریسک و همچنین مشکل ارزیابی درجه ریسک سرمایه‌گذاری‌های سودآور (مثل پروژه‌های بلند مدت) باعث می‌شود سرمایه‌گذاران انگیزه‌ای به سرمایه‌گذاری در اینگونه پروژه‌ها نداشته باشند. در این موارد واسطه‌گران مالی می‌توانند به نیابت از سرمایه‌گذاران، به کمک ارزیابی پروژه‌ها، تعیین درجه ریسک آن‌ها و تنوع بخشیدن پروژه‌ها با ریسک‌های متنوع، سرمایه‌گذاران کوچک را ترغیب به سرمایه‌گذاری نمایند (مشایخ، ۱۳۸۲).

به همین دلیل ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها هم برای سرمایه‌گذاران و هم برای خود شرکت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوان برخوردار بوده و مورد توجه و پیگیری سرمایه‌گذاران بازار قرار گرفته است. بنابراین ادبیات علمی اقتصاد، حسابداری و مالی در جهان در زمینه مطالعه و ارزیابی عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری دارای قدمت طولانی به اندازه چندین دهه می‌باشد.

تاریخچه ارزیابی عملکرد

سرمایه‌گذاران همواره علاقمندند که از نتایج سرمایه‌گذاری خود آگاه شده و بازدهی آن را با سایر سرمایه‌گذاری‌ها و یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود مقایسه نمایند تا از بهینه بودن انتخاب خود اطمینان یابند. به همین جهت ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری اهمیت ویژه‌ای دارد،

زیرا می‌تواند تصمیم‌گیری در خصوص ادامه و یا قطع سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد. بررسی سیر تکامل تاریخی ارزیابی عملکرد در ادبیات مالی نشان می‌دهد که دو تئوری مهم وجود دارد؛ اول، مدل‌های مبتنی بر تئوری مدرن پرتفوی است که در آن هر گونه نوسان احتمالی بازده اقتصادی در آینده به عنوان ریسک محسوب می‌شود و با استفاده از انحراف معیار حول میانگین به دست می‌آید. معیارهای ارزیابی عملکرد شامل شارپ، جنسن، ترینرو... در این دیدگاه قرار دارند. دوم، مدل‌ها و معیارهای ارزیابی عملکرد بر اساس تئوری فرامدرن پرتفوی تعریف شده‌اند. در این تئوری مفهوم ریسک تغییر می‌کند و به عنوان انحرافات نامطلوب و نامساعد نسبت به میانگین یا نرخ بازدهی هدف تعریف می‌شود؛ به گونه‌ای که نوسانات بالاتر از میانگین (یا نرخ بازدهی هدف) مساعد و در عوض نوسانات پایین‌تر از میانگین (یا نرخ بازدهی هدف) نامطلوب یا نامساعد تلقی می‌شود (خدایی وله و فولادوندنیا، ۱۳۸۹). در ادامه به این تئوری‌ها بیشتر پرداخته می‌شود.

الف- تئوری مدرن پرتفوی

تا پیش از سال ۱۹۵۲ سرمایه‌گذاران با مفاهیم ریسک و بازده آشنا بودند، اما نمی‌توانستند آن را اندازه‌گیری کنند. در واقع، سرمایه‌گذاران از قبل می‌دانستند که ایجاد تنوع مناسب است و نباید همه تخم مرغ‌های خود را در یک سبد بگذارند ولی اندازه‌گیری ریسک و کمی کردن آن غیرممکن به نظر می‌رسید. تا اینکه مقاله هری ماکوویتز^۸ نگرش موجود را با تغییرات بسیاری همراه کرد و بر اساس تعاریف کمی ارائه شده، شاخص عددی برای ریسک معرفی نمود. هری ماکوویتز ریسک را بر اساس انحراف معیار چند دوره‌ای یک متغیر مطرح نمود. مقاله ماکوویتز که منبع ایجاد تئوری مدرن پرتفوی تلقی می‌شود، با ایجاد چارچوب ریسک و بازده به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کرد و با تعریف کمی ریسک سرمایه‌گذاری، امر انتخاب دارایی‌ها و مدیریت پرتفوی برای سرمایه‌گذاران را تسهیل بخشید (زهدی و همکاران، ۲۰۱۲). مفهوم اساسی در تئوری مدرن پرتفوی رابطه بین بازده مورد انتظار و ریسک است. رابطه بین بازده مورد انتظار و ریسک رابطه‌ای مستقیم و مثبت است، یعنی هر اندازه بازده مورد انتظار بالاتری مدنظر باشد، ریسک آن نیز بیشتر خواهد بود. بر مبنای این تئوری، افراد ریسک‌گریز می‌توانند پرتفوی بهینه خود را به منظور کسب حداکثر بازده در یک سطح مشخص از ریسک بازار تشکیل دهند.

یکی از نخستین مدل‌های ارزیابی عملکرد پرتفو با الهام از تئوری مدرن پرتفوی متعلق به ویلیام شارپ است. او برای ارزیابی عملکرد بر روی ۳۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک طی سال‌های ۱۹۵۴ الی ۱۹۶۳ تحقیقی انجام داد و به معیاری دست یافت که به «نسبت پاداش به تغییرپذیری RVAR» معروف است. این معیار نشان دهنده مازاد بازده پرتفوی در مقابل هر یک واحد از ریسک کل است. مقدار بیشتر این معیار نشان دهنده عملکرد بهتری است و از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$RVAR = \frac{TR_p - \bar{R}_f}{\delta_p} \quad (1)$$

که در آن، TR_p متوسط بازدهی کل پرتفوی طی یک دوره زمانی، R_f متوسط نرخ بازدهی بدون ریسک طی یک دوره زمانی و σ انحراف معیار بازده پرتفوی است.

لازم به ذکر است که در مدل شارپ فرض بر این است که شاخص بازار رابطه‌ای با میزان خطا ندارد. همچنین فرض بر این است که اوراق بهادار فقط تحت تاثیر واکنش خود نسبت به بازده قرار دارد، به این معنا که خطای مربوط به اوراق بهادار الف با خطای اوراق بهادار ب همبستگی ندارد.

پس از او، پروفیسور ترینر در ۱۹۶۵ در مقاله‌ای از منافع بکارگیری نوسان‌پذیری بازده پرتفوی به عنوان معیاری برای ریسک به جای استفاده از ریسک کل استفاده نمود و معیاری به نام "نسبت پاداش RVOL" معرفی کرد. این شاخص از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$RVOL = \frac{TR_p - \bar{R}_f}{\beta_p} \quad (2)$$

که در آن، TR_p متوسط بازدهی کل پرتفوی طی یک دوره زمانی، R_f متوسط نرخ بازدهی بدون ریسک طی یک دوره زمانی و β ریسک سیستماتیک پرتفوی است.

لازم به ذکر است این شاخص در حقیقت بیان‌کننده تغییرپذیری است که در ازای هر واحد از ریسک سیستماتیک چه میزان بازده مازاد نصیب سرمایه‌گذار می‌شود. بنابراین اگر میزان تنوع بخشی پرتفوی کم باشد، شاخص ترینر، نمی‌تواند آن بخش از تغییرپذیری که به واسطه نبود تنوع بخشی است (ریسک غیرسیستماتیک) را توضیح دهد.

جنسن در سال ۱۹۶۸ با بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدلی بر اساس تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۹ منتشر کرد. در واقع، معیار شارپ و ترینر، تاکید زیادی بر مقیاس‌های مطلق عملکرد داشتند در حالی که جنسن به دنبال مقیاس نسبی بود. معیار ارزیابی عملکرد جنسن مستقیماً بر مدل CAPM استوار است. بر اساس معیار جنسن چنانچه بازده دارایی بیش از بازده مورد انتظار باشد، گفته می‌شود که دارایی دارای آلفای مثبت یا بازده غیرعادی می‌باشد. به طور معمول سرمایه‌گذاران به دنبال آلفای بزرگتر هستند. بر اساس معیار جنسن،

[(نرخ بازده بدون ریسک - بازده بازار) × بتای پرتفوی + نرخ بازده بدون ریسک] - بازده پرتفوی = آلفای جنسن

بنابراین می‌توان فرمول زیر را نوشت:

$$\alpha = R_{pt} - R_{ft} + b_p (R_{mt} - R_{ft}) \quad (۳)$$

که در آن گاه‌ها به $R_{pt} - R_{ft}$ صرف ریسک پرتفوی گفته می‌شود. می‌توان گفت معیار جنسن صرف ریسک پرتفوی مازاد بر بتای پرتفوی در صرف ریسک بازار است. بنابراین مقدار مثبت آلفا در معیار جنسن بیانگر عملکرد بهتر پرتفوی نسبت به بازار است.

از آنجا که مدل جنسن از کاربردهای CAPM مشتق شده است، بنابراین مفروضات آن را در برمی‌گیرد. از جمله مهمترین این مفروضات عبارتند از:

- هدف همه سرمایه‌گذاران حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار است،
- انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد ریسک و بازده همگن بوده و سرمایه‌گذاران افق زمانی معینی دارند،
- اطلاعات همزمان برای سرمایه‌گذاران وجود دارد،
- دارایی بدون ریسک وجود دارد و وام‌گیری و وام‌دهی با آن نرخ، به صورت نامحدود امکان پذیر است.
- مالیات و هزینه‌های مبادلاتی، وجود ندارد.

بنابراین چنانچه یکی از این موارد وجود نداشته باشد، استفاده از مدل جنسن برای ارزیابی عملکرد با مشکل جدی روبرو است.

لازم به ذکر است که بر اساس تحقیق انجام شده از حجازی و غلامحسینی (۱۳۸۸) امکان استفاده از CAPM در بورس اوراق بهادار تهران وجود داشته و این مدل توان تبیین رفتار بازده در مقاطع زمانی کوتاه مدت در بورس را دارد. از این رو مانعی برای استفاده از این معیار در ارزیابی پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران وجود ندارد.

پس از معرفی معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن پرتفوی و استفاده فراگیر از این معیارها، توجه اندیشمندان به ضعف‌ها و محدودیت‌های این معیارها جلب شد. بررسی‌ها نشان می‌دهند که تحت شرایطی خاص، مدل میانگین - واریانس^۱ تئوری مدرن پرتفوی، محاسبات و پیش بینی‌های رضایت بخشی از رفتار سرمایه‌گذار ارائه نمی‌کند. به عبارت دیگر به طور کلی مدل میانگین - واریانس تئوری مدرن پرتفوی، محدودیت‌هایی دارد که مهمترین آن‌ها را می‌توان به شرح زیر خلاصه نمود:

- مدل میانگین - واریانس مارکویتز، یک پرتفوی بهینه را مشخص نمی‌کند، بلکه مجموعه‌ای از پرتفوی‌های کارا را روی منحنی، مشخص می‌کند که همگی با توجه به ریسک و بازده‌های متفاوت، پرتفوی بهینه هستند.
- مدل میانگین - واریانس، مجموعه انحرافات (هم انحرافات مساعد و هم انحرافات نامساعد) را در محاسبه ریسک در نظر می‌گیرند، اما نتایج تحقیقات، نشان می‌دهد که با در نظر گرفتن تنها انحرافات نامساعد در تبیین مرز کارا، می‌توان با ریسک کم‌تر به همان مقدار بازدهی رسید.
- اگرچه برای سنجش ریسک، انحراف معیار بازده‌ها به طور گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرند، اما چند مسئله، سودمندی آن را محدود می‌کند که عبارتند از:
 ۱. انحراف معیار، تنها زمانی معیار مناسب سنجش ریسک است که سطح زیر منحنی توزیع بازده‌ها، متقارن باشد، در صورتی که توزیع بازده‌ها (حداقل در بازار سرمایه کشور)، نامتقارن است.

۲. انحراف معیار، زمانی می‌تواند به عنوان معیار ریسک مورد استفاده قرار گیرد که سطح زیر منحنی توزیع بازده‌ها نرمال باشد، این در حالی است که توزیع بازده‌ها غیرنرمال است.

۳. واریانس، تنها زمانی می‌تواند معیار مناسبی برای سنجش ریسک باشد که مبنای توزیع بازده‌ها ریسک سیستماتیک باشد.

از این رو مارکوویتز پیشنهاد کرد که مدلی بر اساس نیم واریانس، طراحی شود که به روش واریانسی، ارجح است. به عبارت دیگر، تئوری مدرن پرتفوی، توسط ریسک و بازدهی که همیشه نمی‌تواند واقعیت‌های بازارهای سرمایه‌گذاری را نشان دهند، محدود می‌شود. در این جا لازم به یادآوری است که در تئوری مدرن پرتفوی (شیوه میانگین - واریانس)، ریسک بر اساس معیار واریانس و یا جذر آن (انحراف معیار) محاسبه می‌شود. پیشرفت‌های اخیر در تئوری پرتفوی، بر محدودیت‌های مذکور غلبه کرده است که پارادایم ریسک - بازده را ایجاد نموده است. این پارادایم به تئوری فرامدرن (پست مدرن)^{۱۱} پرتفوی مشهور است (عبده تبریزی و شریفیان، ۱۳۸۷).

ب- تئوری فرامدرن پرتفوی

در واقع در ادبیات مالی، در مورد ریسک دو دیدگاه مجزا وجود دارد. در دیدگاه اول ریسک به عنوان هرگونه نوسان احتمالی بازده اقتصادی در آینده لحاظ می‌شود. چیزی که مورد توجه تئوری مدرن پرتفوی قرار گرفت. در دیدگاه دوم ریسک به عنوان نوسانات احتمالی منفی بازده اقتصادی در آینده است. آنچه مورد نظر تئوریسین‌های فرامدرن پرتفوی است. در ادامه مهمترین معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی مختصر بررسی می‌شود.

در سال ۱۹۹۴ سورتینو و پرایس جهت اندازه‌گیری بازده تعدیل شده بر حسب ریسک^{۱۲} سرمایه‌گذاری روی یک دارایی، پرتفوی یا استراتژی نسبتی به نام نسبت سورتینو را معرفی نمودند. شایان ذکر است که این نسبت، تعدیلی از نسبت شارپ است که صرفاً آن بازده‌هایی که زیر نرخ بازده مورد نیاز^{۱۳} (نرخ بازده مورد انتظار) قرار می‌گیرد، استفاده می‌شود. بنابراین نسبت سورتینو در اندازه‌گیری عملکرد پرتفوی از نیم انحراف معیار به عنوان معیار اندازه‌گیری ریسک بهره می‌برد در حالی که در مدل شارپ از انحراف معیار استفاده می‌کند. به بیان دیگر،

در نسبت سورتینو^{۱۴} اگر در ارزیابی عملکرد به جای انحراف معیار از معیار ریسک نامطلوب استفاده شود، شاخص سورتینو حاصل می‌شود. در واقع اگر X را متغیر بازدهی پرتفوی و تابع f (X) را تابع چگالی احتمال این متغیر و از طرفی μ بازده مورد انتظار و R_f نرخ بازده بدون ریسک باشد، آنگاه شاخص سورتینو را می‌توان به صورت زیر نشان داد؛

$$SOR = \frac{(\mu - R_f)}{\sigma} \quad (۴)$$

که در آن عبارت σ نیم انحراف معیار بازدهی‌ها زیر نرخ هدف، می‌باشد و عبارت است از:

$$\sigma^2 = \int_{-\infty}^r (r - x)^2 f(x) d(x) \quad (۵)$$

پس از سورتینو، در سال ۱۹۹۸ دولت هلند قانونی را وضع کرد که به موجب آن همه صندوق‌های بازنشستگی ملزم شدند که در ارزیابی عملکرد از یک مبنا استفاده کنند، که آن را مبنای استراتژیک می‌نامند. هیچ دستورالعملی مبنی بر چگونگی تعیین این مبنای استراتژیک به هنگام تصمیم‌گیری و چگونگی تاثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از ناحیه دولت صادر نشد. به این منظور گروهی از محققین که متشکل از سورتینو، ون در میر و پلانینگگا^{۱۵} جهت پاسخگویی به ابهامات و همچنین تبیین یک چارچوب تصمیم در برگیرنده ارتباط بین تصمیمات مدیریت در سطوح مختلف استراتژیک، تاکتیکی، و عملیاتی در صندوق‌های بازنشستگی گرد هم آمدند. کار این گروه نهایتاً منجر به ارائه نسبت پتانسیل مطلوب^{۱۶} برای اندازه‌گیری و سنجش پتانسیل مطلوب نسبت به ریسک نامطلوب در سال ۱۹۹۹ شد. در واقع نسبت پتانسیل مطلوب یک ابزار جدید برای ارزیابی عملکرد است که بازدهی را نسبت به حداقل بازدهی قابل قبول می‌سنجد. این نسبت را می‌توان حاصل تقسیم پتانسیل مطلوب بر ریسک نامطلوب تعریف کرد. فرمول زیر بیان‌کننده شیوه محاسبه آن می‌باشد:

$$UPR = \frac{\sum_{R_t > MAR} (R - MAR)^1 P(R_t > MAR)}{\sqrt{\sum_{R_t < MAR} (R - MAR)^2 P(R_t < MAR)}} \quad (۶)$$

صورت کسر نشان‌دهنده پتانسیل مطلوب یا بازده مورد انتظار اضافی نسبت به حداقل بازده قابل قبول (MAR) می‌باشد که آن را پتانسیل موفقیت می‌نامند. مخرج کسر نیز ریسک نامطلوب یا ریسک واماندگی از هدف می‌باشد. در توزیع پیوسته از بازدهی، نسبت پتانسیل مطلوب بر اساس انتگرال محاسبه می‌شود.

نهایتاً یکی از مهمترین و جدیدترین معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای تئوری فرامردن پرتفوی متعلق به کیتینگ و شادویک^{۱۷} در سال ۲۰۰۲ است که معیار عملکردی به نام امگا را به دنیا معرفی نمودند. امگا به همه عناصر توزیع بازده توجه دارد و بازده‌های بالای نرخ بازده هدف را به بازده‌های پایتتر از نرخ بازده هدف تقسیم می‌کند. این معیار علاوه بر میانگین و واریانس به طور کامل تمامی اطلاعات موجود در نرخ بازده را در نظر می‌گیرد و نیازمند هیچ پیش فرضی در مورد توزیع بازدهی و همچنین مطلوبیت سرمایه‌گذار نیست و تنها پیش فرض آن ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار می‌باشد. با این حال برای بازده‌هایی که از توزیع نرمال پیروی می‌کنند نیز معیار امگا گزینه مناسبی است.

از آنجا که نسبت امگا همه گشتاورهای توزیع را ترکیب می‌کند و به ترجیحات سرمایه‌گذار برای سود و زیان (از طریق آستانه زیان) توجه می‌کند، معمولاً از طریق منطقه سود سرمایه‌گذار به منطقه زیان وی محاسبه می‌گردد. فرمول زیر بیانگر شیوه محاسبه امگا در ادبیات علمی است:

$$\Omega(r) = \frac{\int_r^b [1-F(x)] dx}{\int_a^r F(x) dx} \quad (7)$$

که در آن عبارت r نرخ بازده مورد انتظار، $F(x)$ تابع توزیع تجمعی بازده‌ها و $[a, b]$ فاصله بازده‌ها است.

جمع بندی معیارهای ارزیابی عملکرد

مرور معیارهای ارائه شده در حوزه ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نشان می‌دهد که غالب مطالعات صورت گرفته با تاکید بر عملکرد پرتفوی اوراق بهادار که فعالیت اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است، انجام شده‌اند. باید به این نکته توجه نمود که به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت‌های شرکت‌ها با صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نمی‌توان به همان مدل‌های موجود ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری اتکا نمود. به عبارت دیگر، از آنجا که برخی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران علاوه بر تهیه پرتفوی شرکت‌های بورسی، به سایر فعالیت‌ها نظیر تهیه پرتفوی غیربورسی، هلدینگ، سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها و... نیز مشغول می‌باشند، عملکرد این شرکت‌ها صرفاً محدود به پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بورسی نبوده و سایر

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را در بر می‌گیرد. این در حالی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای فعالیتی محدود به پرتفوی اوراق بهادار هستند. بنابراین توجه به تفاوت میان شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مطالعات این حوزه از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است در حالی که چنانچه بررسی شد حتی میان بسیاری محققان و افراد علمی هم این تفاوت نادیده گرفته می‌شود.

از این رو با توجه به تفاوتی که میان فعالیت‌های شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری دیده می‌شود، استفاده از مدل‌های مرسوم نظیر شارپ و جنسن و... جهت ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران منجر به نتایج قابل اتکایی نشده و تصویر کاملی ترسیم نمی‌کند. بی‌توجهی مطالعات حوزه ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری به این نکته مهم که بخش‌های دیگری علاوه بر سرمایه‌گذاری در پرتفوی متشکل از اوراق بهادار شرکت‌های بورسی ممکن است فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهد، قابلیت اطمینان یافته‌های علمی این مطالعات را زیر سؤال می‌برد. بنابراین از نظر تئوری و کاربردی، توجه به کلیه بخش‌های تشکیل دهنده فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت برخوردار است. این اهمیت، ضرورت انجام تحقیق روی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تلاش برای ایجاد مدلی متناسب با کلیه فعالیت‌های این شرکت‌ها را نشان می‌دهد، که انتظار می‌رود در آینده محققان و پژوهشگران علاقه بیشتری به این حوزه نشان داده و تلاش بیشتری برای شناسایی بخش‌های تشکیل دهنده فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران نمایند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف از سرمایه‌گذاری برای هر شخص سرمایه‌گذار، افزایش و یا حداقل حفاظت از سرمایه مالی موجود است، بنابراین ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری برای همه سرمایه‌گذاران مهم است. هنگامی که این سرمایه‌گذاری به صورت غیرمستقیم از طریق واسطه‌های مالی نظیر شرکت سرمایه‌گذاری انجام شده باشد، ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها نیز از اهمیت بالایی برخوردار خواهد شد. در صورت نبود مدلی برای ارزیابی، نمی‌توان تصمیم‌گیری خوبی انجام داد. در صورتی که سرمایه‌گذاران از نتایج تصمیمات خود دچار ضرر و زیان شوند، ممکن است از بازار خارج شوند. یکی از پیامدهای مهم خروج سرمایه‌گذاران از بازار، کوچک شدن بازار و

محدود شدن سرمایه تزریق شده به بازار خواهد بود. در صورت وقوع این امر، بازار سرمایه قادر به کمک به اقتصاد از طریق تزریق منابع لازم برای توسعه زیرساخت‌ها نخواهد بود. بنابراین ارزیابی عملکرد مالی یکی از مهمترین مسائل استفاده‌کنندگان درون و برون سازمانی بوده و وجود مدلی برای ارزیابی و سنجش عملکرد سازمان‌ها ضروری خواهد بود.

بررسی ادبیات مالی نشان می‌دهد تاکنون تلاش‌های فراوانی در جهت ارائه معیارهای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در جهان صورت گرفته که کاربرد فراگیری داشته‌اند. بررسی معیارها و مدل‌های ارزیابی عملکرد مورد استفاده تحقیقات علمی و دنیای عملی شامل معیارهای شارپ، ترینر، جنسن، امگا، سورتینو و... نشان می‌دهد این معیارهای ارزیابی عملکرد مالی پرتفوی سرمایه‌گذاری تصویر کامل فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری در ایران را در نظر نمی‌گیرد و استفاده از آن‌ها امکان سنجش سایر فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری نظیر سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها، سرمایه‌گذاری‌های غیر بورسی و... را فراهم نمی‌کند. بنابراین پرسش مهم این است که آیا می‌توان از این معیارها برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران نیز استفاده نمود. برای پاسخ به این سؤال کافی است دامنه گسترده فعالیت‌های این شرکت‌ها در ایران را بررسی نمود.

این بررسی نشان می‌دهد که دامنه فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران گسترده‌تر از هم‌تایان جهانی‌شان است و تمایزات مهمی میان شرکت‌های سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی وجود دارد. یکی از اساسی‌ترین این تمایزات، محدود نبودن فعالیت این شرکت‌ها به پرتفوی بورسی است که باعث می‌شود معیارهای معتبر موجود در ادبیات، پاسخگوی نیاز سرمایه‌گذاران این شرکت‌ها برای ارزیابی عملکرد مالی آن‌ها نباشد. بنابراین استفاده از چنین معیارهایی برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بازگوکننده کلیه فعالیت‌های مدیریت شرکت نبوده و امکان نادیده گرفته شدن سایر فعالیت‌های تاثیرگذار شرکت وجود دارد. به عبارت دیگر علی‌رغم وجود معیارهای برای ارزیابی عملکرد مالی پرتفوی در جهان، همچنان خلا وجود مدلی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران حس می‌شود. بنابراین پرسشی که علی‌رغم اهمیت بسیار، هنوز پاسخ مناسبی داده نشده این است که با توجه به همه حوزه‌های فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران چگونه می‌توان عملکرد مالی این شرکت‌ها در ایران را ارزیابی نمود؟ ارائه مدلی مناسب با در نظر گرفتن ویژگی‌ها و شناسایی و توجه به فعالیت‌های

تشکیل دهنده عملکرد نهایی شرکت سرمایه‌گذاری ممکن بوده و می‌تواند به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاران بر پایه ارزیابی‌های درست عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری کمک شایانی نماید.

هدف تحقیق حاضر این است که با بررسی ادبیات موجود، نیاز کنونی ادبیات مالی ایران را برای تحقیقات آتی روشن نموده و محققان را به سمت انجام چنین تحقیق کاربردی سوق دهد. تحقیق روی مدلی مناسب برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند هم از نظر پژوهشی در ادبیات علمی و هم از نظر کاربردی در راه تصمیم‌گیری بهتر و تخصیص بهینه‌تر منابع سودمند باشد. سرمایه‌گذاران خواهان آگاهی از عملکرد سازمان می‌باشند. هر چه اطلاعات بیشتری در دسترس باشد و هر چه مهارت بیشتری در استفاده از اطلاعات موجود وجود داشته باشد، ارزیابی صحیح‌تری از عملکرد سازمان‌ها صورت خواهد گرفت. بنابراین با توجه به نقش مهم این شرکت‌ها، ایجاد مدلی بر اساس کل فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نه فقط بخش پرتفوی اوراق بهادار بورسی ضروری به نظر می‌رسد. این کار نیازمند بررسی دقیق همه فعالیت‌های این شرکت‌ها و امکان سنجش صحیح آن‌ها می‌باشد که امیدواریم در آینده محققان علمی توجه بیشتری به این موضوع نمایند.

پی‌نوشت

- | | | | |
|----|-------------------------------------|----|------------------------|
| ۱ | Gross Domestic Produce | ۲ | Real investment |
| ۳ | Financial invetsment | ۴ | Money market |
| ۵ | Capital market | ۶ | Mutual Fund |
| ۷ | Unit | ۸ | Hary Markowitz |
| ۹ | Capital Asset Pricing Model | ۱۰ | Maen-Variance |
| ۱۱ | Post Modern PortfolioTheory | ۱۲ | Risk-adjusted return |
| ۱۳ | Required rate of return | ۱۴ | Sortino ratio |
| ۱۵ | Sortino, van der Meer and Plantinga | ۱۶ | upside potential ratio |
| ۱۷ | Keating and Shadwick | | |

منابع

- Abde Tabrizi, H. , and Sharifian, R. , (2008) , “The effect of downside risk on adjusted performance based on risk of investment companies in Tehran Stock Exchange ”, *Journal of Tehran Stock Exchange*, pp. 70-35 (in Persian)
- Alame Haeri, F. , and Hoseini, M. , (2012) , “Evaluation and comparison of the performance of investment companies and mutual funds ”, *Journal of Financial Accounting*, Fourth Year, Pages 175-197 (in Persian)
- Arshad, A. , (2012) , “Net Present Value is better than Internal Rate of Return”, *Interdisciplinary journal of conemporary research in business*, VOL 4, NO 8, pp 211-219
- Chen Y, Chiu Y, Li M, (2011). “Mutual fund performance evaluation–application of system BCC model”, *South Afr. J. Econ.* , 79 (1): pp 1-16.
- Galagedera, D. U. A. , and Silvapulle, P. , (2002) ,”Australian Mutual Funds Performance Appraisal Using Data Envelopment Analysis”, *Managerial Finance*, Vol. 28, No. 9, pp 60-73
- Ghajar, M. , Hazer, M. , and Bendari, M. , (2013) , “principle of investment management” available on [www. 2noor. ir/bookdownload. asp?bookid... pdf](http://www.2noor.ir/bookdownload.aspx?bookid...pdf) (in Persian)
- Hubner, G. , (2007) , "How Do Performance Measures Perform?", *Journal of Portfolio Management*; Vol. 33, No. 4 ; pp 64-74
- Jabbari, R. , Salehi Sedghiani, J. , Amiri, A. , (2012) , “Performance appraisal and portfolio selection from stock investment funds”, *Journal of Operations Research and its Applications*, Year 9, No. 1, pp. 19-1 (in Persian)
- Jones, Ch. , (1998) , “*Investment analysis and management*”, 6th edition, John wiley and sons Inc, USA
- Kao, Ch. , (2014) , “Network data envelopment analysis: A review”, *European Journal of Operational Research* 239, pp 1–16
- Khodaei, M. , and Foladvandnia, E. , (2010) , “Performance evaluation of portfolio management with emphasis on downside risk framework in investment companies accepted in Tehran Stock Exchange”, *Journal of Financial Studies*, No. 5, pp. 67-90 (in Persian)
- Lali, M. , Valizadeh, A. , (2010) , “Investigating the role of financial intermediaries in investment”, available on [http://www. ensani. ir/storage/Files/20101213141011-97014. pdf](http://www.ensani.ir/storage/Files/20101213141011-97014.pdf) (in Persian)
- Lin, Tzu-Yu, and Sheng-Hsiung Chiu, (2013) , “Using independent component analysis and network DEA to improve bank performance evaluation”, *Economic Modelling* 32, pp 608–616
- Mashayekh, Sh. , (2003) , “excess return on investment management”, PhD Thesis in accounting, Alame Tabatabaei University (in Persian)
- Mohammadi, D. , (2007) , “Designing a model for evaluating supply chain performance and developing performance measurement techniques”, PhD Thesis in Management, Tehran University (in Persian)
- Pourzamani, Z. , Roohi, A. , and Safari, A. M. , (2010) “Investigating the Impact of Some Management and Environmental Factors on the Return of Mutual Funds in Iran”, *The mannagent research*, No 86, pp 85-101 (in Persian)

- Qamruzzaman, Md. , (2014) , “Comparative Study on Performance Evaluation of Mutual Fund Schemes in Bangladesh: An Analysis of Monthly Returns” , *Journal of Business Studies Quarterly, Volume 5, No 4*
- Radfar, M. , (2005) , “Comparison of stock returns of investment companies' shares with the companies admitted to the stock exchange” , Master's Thesis, AlZahra University (in Persian)
- Reid, B. , (2014) , “*Investment Company Fact Book, A Review of Trends and Activities in the U. S. Investment Company Industry*” , 54th edition, Available on: <http://www.icifactbook.org/>
- Rom, Brian M. , (2002) , “Using Downside Risk to Improve Performance Measurement” , Investment Technologies, Available on: www.investtech.com
- Saedi, A. , and Moghadasian, I. , (2010) , "Evaluation of the performance of equity investment funds in Iran", *Journal of the Stock Exchange*, No. 9, Third Year, pp. 24-5 (in Persian)
- Safarpour, M. H. , and Sheikh, M. J. , (2007) , “the Effect of Investment Period on the Performance of Investment Companies in Tehran Stock Exchange ”, *Journal of Accounting and Auditing*, No. 50, pp. 99-118 (in Persian)
- Sharpe, W. , (1966). "Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, No 1, Part 2 (January): pp 119-138.
- Slami Bidgoli, Gh. , Tehrani, R. , and Shirazian, Z. , (2005) , “The relationship between firm performance with size, market value and liquidity based on sharp ratio, Traynor ratio and jenson alpha” , *Journal of financial reaserch*, No 19, pp 3-24 (in Persian)
- Soleimani Amiri, Gh. , and Abed, A. , (2013) , "Evaluation of the Performance of Investment Funds in Iran", *Experimental Accounting Research*, Second Year, No. 8, pp. 21-41 (in Persian)
- Swinkels, L. , and Rzezniczak, P. , (2009) , ”Performance Evaluation of Polish Mutual Funds Managers” , *International Journal of Emerging Markets, Vol. 4, No. 1*, pp 26-42
- Tari Verdi, Y. , Ermeki, M. F. , Dagani, R. , and Haidarpour, F. , (2013) , "The Performance and Ranking of Companies and Investment Funds Based on the Merthen Henrickson Evaluation Model", *Empirical Accounting Research*, Second Year, No. 7, pp. 83- 99 (in Persian)
- Tehrani, R. , Mehrgan, M. R. , and Golkani, M. R. , (2012) , “A Model for Evaluating Financial Performance of Companies by Data Envelopment Analysis: A Case Study of 36 Corporations Affiliated with a Private Organization” , *International Business Research; Vol. 5, No 8*
- Wen, W. , (2010) , “Business Performance Evaluation Model for theTaiwan Electronic Industry based on Factor Analysis and AHP Method” , *Proceedings of the World Congress on Engineering, Vol III*
- Yahyazade, M. , Shams, Sh. , and Rezazade, M. , (2010) , “Performance evaluation of portfolio management of investment companies in Tehran Stock Exchange” , *Executive Management Research Journal*, Tue, 2010, No. 2, pp. 178-157 (in Persian)
- Zohdi, M. , Marjani, A. , Montazeri Najafabadi, A. , Alvani, J. , Dalvand, M. R. , (2012) , “ Data envelopment analysis (DEA) based performance evaluation

system for investment companies: Case study of Tehran Stock Exchange”,
African Journal of Business Management, Vol. 6 (16) , pp 5573-5577
Zvi Bodie, Kane, A. , and Marcus, A. , (2009) , “*Investments*”, 8th Edition, the
McGraw-Hill Companies, USA.