

بررسی رابطه بین شاخص‌های پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با شاخص‌های صنعت واسطه‌گری مالی

دکتر فریدون رهنمای رود پستی^۱

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۶/۱۰/۱۰

ضیا فروغی^۲

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۸۷/۰۷/۱۶

چکیده

شرکت‌های سرمایه‌گذاری، با حضور در بازارهای مالی، منشاء اثرات مثبتی در رونق و شفافیت این بازارها شده‌اند. اساس کار این شرکت‌ها بر مبنای تشکیل سبد سهام یا پرتفوی بوده و مدیریت پرتفوی یکی از مسائل اساسی در این شرکت‌ها است. این امر، برای مدیران شرکت و سهامداران بسیار حائز اهمیت بوده و مستلزم بررسی و شناخت ویژگی‌ها و شاخص‌های اصلی پرتفوی است.

شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار است که نزدیک به ۷۰٪ سهام آن متعلق به چهار شرکت بیمه‌ای بزرگ کشور است. در این تحقیق، به بررسی رابطه بین بازدهی، ریسک و شاخص عملکرد شرکت با صنعت مربوطه به صورت سالانه و ماهانه، طی پنج سال - از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا انتهای سال ۱۳۸۴ - پرداخته‌ایم.

نتایج آزمون‌های انجام شده بر روی فرضیات مهم، حاکی از این است که رابطه

۱. عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات (Email:F.Rahnamaye@Yahoo.com)

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز (Email:Foroghziya@Yahoo.com)

معناداری بین متغیرهای میانگین بازده ماهانه، ریسک و شاخص عملکرد شرکت و صنعت مربوطه - با وجود ضرایب همبستگی قابل توجه - وجود ندارد. از طرفی نتایج آزمون‌های صورت گرفته بر روی فرض‌های اخص، بیانگر رابطه معنادار بین بازده ماهانه و شاخص عملکرد شرکت با بازده ماهانه و شاخص عملکرد صنعت مربوطه است.

واژگان کلیدی: پرتفوی، ریسک، بازده، معیارهای عملکرد پرتفوی

۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری یک امر ضروری و حیاتی در جهت رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری است و برای فراهم کردن وجوه لازم برای آن، نیاز به وجود منابعی برای تأمین سرمایه است.

بورس اوراق بهادار، بهترین امکان استفاده از پس‌اندازهای سرگردان برای تولید است و احتیاجات مالی شرکت‌ها و مؤسسات را نیز برآورده می‌کند. از بعد عرضه، سرمایه‌گذاران سعی دارند که حتی‌الامکان پس‌اندازهای خود را به‌گونه‌ای سرمایه‌گذاری کنند که بیشترین بازده را داشته باشد، البته این امر مستلزم داشتن اطلاعات کافی در سرمایه‌گذاری است. تحقیقات نشان داده که سرمایه‌گذاران بزرگ موفق‌تر از سرمایه‌گذاران خرد بوده‌اند، چرا که دسترسی آنها به اطلاعات بیشتر است (Weberman, 1984).

بر اساس تعاریف موجود "شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌های مالی هستند که به عامه مردم سهام فروخته و عواید حاصله را در سبد متنوعی از اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری می‌کنند" (فبوزی و مودیلیانی، ۱۳۷۶). آنها با حضور در بازارهای مالی، امکان مشارکت سرمایه‌گذاری انفرادی را در بازار فراهم می‌کنند و با سازوکارهای واسطه‌گری خود موجب می‌شوند تا بازارهای مالی از رونق کافی برخوردار شود. امروزه بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد، اقدام به خرید سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌کنند، زیرا مرجعیت و توانمندی آنان را در فرایندهای عملیاتی پذیرفته‌اند. بدین

ترتیب، دستیابی به معیارهای ارزیابی عملکرد و ارائه تصویری شفاف از اینگونه نهادهای مالی، راهگشای جذب منابع مالی بسیاری از دارندگان وجوه مازاد است.

۲. مبانی تئوریک و پیشینه تحقیق

لغت پرتفوی را به ترکیبی از دارایی‌ها می‌گویند که سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد که این سرمایه‌گذار می‌تواند یک فرد یا مؤسسه باشد. از نظر تکنیکی، یک پرتفوی در برگیرنده مجموعه‌ای از دارایی‌های واقعی و مالی سرمایه‌گذاری شده یک سرمایه‌گذار است. در سال ۱۹۵۰، هری مارکوویتز^۱ مدل اساسی پرتفوی را ارائه کرد که مبنای تئوری مدرن پرتفوی شد. او اولین کسی بود که مفهوم پرتفوی و ایجاد تنوع را به روشنی و رسمی بیان کرد و به صورت کمی نشان داد که چرا و چگونه متنوع‌سازی پرتفوی می‌تواند باعث کاهش ریسک پرتفوی شود. مارکوویتز مفهوم پرتفوی کارا را نیز مطرح کرد که به معنای ترکیب مطلوب اوراق بهادار است، به نحوی که ریسک آن در ازای نرخ بازده معین به حداقل رسیده باشد (جونز، ۱۳۸۴). مفروضات اساسی مدل مارکوویتز که مبنای مدل او را شکل می‌دهند به این شرح است که، سرمایه‌گذاران بازده را مطلوب می‌دانند و از ریسک متنفر هستند، آنان در تصمیم‌گیری منطقی عمل می‌کنند و تصمیم‌گیری‌هایی را اتخاذ می‌کنند که باعث حداکثر کردن بازده خواسته‌های آنها شود (جونز، ۱۳۸۴).

جهت بررسی عملکرد یک پرتفوی به متغیرهایی چون ریسک و بازده اجزای پرتفوی (سهام) و نیز ریسک و بازده خود پرتفوی نیاز داریم. منظور از بازده هر سهم، مجموعه مزایایی است که در طول سال مالی به یک سهم تعلق می‌گیرد (عبدالله زاده و مدرس، ۱۳۸۷).

ریسک، احتمال نرسیدن به هدف مورد انتظار است. در مفهوم سرمایه‌گذاری، ریسک به معنی احتمال انحراف بازده واقعی یک سهم از بازده مورد انتظار آن است که به دو نوع ریسک سیستماتیک^۱ و ریسک غیر سیستماتیک^۲ تقسیم می‌شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

۱-۲. ریسک غیر سیستماتیک (غیر بازار): تغییرپذیری در بازده کل اوراق بهادار است که به تغییر پذیری کل بازار ارتباطی نداشته باشد. هر چه میزان اوراق بهادار بیشتر شود، ریسک غیر سیستماتیک کوچکتر شده و ریسک کل پرتفوی به ریسک سیستماتیک نزدیکتر می‌شود. نتایج یک بررسی که ایوان و آرکر^۳ انجام دادند، نشان داد که ریسک کل پرتفوی با ۱۵ سهام مختلف، تقریباً به اندازه ریسک کل پرتفوی بازار است و تنوع بیشتر از ۱۵ یا ۱۶ سهام مختلف، باعث کاهش میزان سود پرتفوی می‌شود (Evan & Archer, 1968).

۲-۲. ریسک سیستماتیک (بازار): تغییرپذیری در بازده کل اوراق بهادار که مستقیماً با تغییرات و تحولات کلی در بازار یا اقتصاد عمومی مرتبط است، ریسک سیستماتیک (بازار) نام دارد (جونز، ۱۳۸۴). یکی از ابزارهای سنجش ریسک سیستماتیک ضریب بتا^۴ است که این ضریب تمایل دارد در طول زمان به یک میل نماید (Blume, 1975).

۳. پیشینه تحقیق

با توجه به بررسی‌ها و تحقیقات صورت گرفته، محقق به ۴ پژوهش در رابطه با «بررسی عملکرد پرتفوی» دست یافته که خلاصه آنها در ادامه بیان می‌شود.

1. Systematic Risk
2. Unsystematic Risk
3. Evan & Archer
4. Beta Coefficient

سعید صحت در قالب پایان نامه کارشناسی ارشد در سال ۱۳۷۵ در دانشگاه امام صادق، به بررسی پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری بانک صادرات (از شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران) پرداخته است.

مهران متین فرد در سال ۱۳۸۱ در دانشگاه تهران و در قالب پایان‌نامه کارشناسی ارشد، وضعیت شرکت سهامی بیمه البرز را از لحاظ سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار به ویژه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. خوزه مانوئل کمپا^۱ و نانو فرناندز^۲ پژوهشی در سال ۲۰۰۶ در خصوص نقش عوامل ویژه صنعت و کشور (ریسک صنعت و ریسک سیاسی) و یکپارچه‌سازی بازارهای مالی بین‌المللی نگاشتند که در این تحقیق عوامل مؤثر در بازده سرمایه‌گذاری را با سه عامل پرتفوی جهانی، عوامل ویژه صنعت و عوامل ویژه کشوری (سیاسی) تجزیه نمودند و با مطالعه داده‌های سه دهه - از نمونه‌ای که در برگیرنده ۴۸ کشور و ۳۹ صنعت بود- به یافته‌های مهمی دست یافتند (Campa & Fernandes, 2006).

پژوهش دیگری توسط ام. اف. عمران^۳ در بازار در حال رشد سهام مصر صورت گرفته است که شواهدی را مبنی بر تأیید اعتبار و کارایی تئوری مدرن پرتفوی و مدل ارزیابی دارایی‌های سرمایه‌ای، با اطلاعات موجود در بازار سهام مصر ارائه می‌دهد و نتایج آن حاکی از کارایی نقش ضریب بتا در اندازه‌گیری ریسک بازار بورس اوراق بهادار مصر است (Omran, 2006).

-
1. Jose Manuel Campa
 2. Nuno Fernandes
 3. M. F. Omran

۴. پرسش‌های تحقیق

- وضعیت بازده پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه در مقایسه با شاخص‌های صنعت واسطه‌گری مالی چگونه است؟
- آیا بازده پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه رابطه معناداری با بازده صنعت واسطه‌گری مالی دارد؟
- آیا شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، به ویژه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به همراه کاهش ریسک، بازده بالایی را به دست می‌آورد؟

۵. فرضیات تحقیق

فرضیات این تحقیق بر اساس مبانی تئوریک، خصوصاً تئوری پرتفوی بوده و به این شرح است:

۵-۱. فرضیات اهم

- بین بازده پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با بازده صنعت واسطه‌گری مالی، رابطه معناداری وجود دارد.
- بین ریسک پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با ریسک صنعت واسطه‌گری مالی، رابطه معناداری وجود دارد.
- بین شاخص عملکرد پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با شاخص صنعت واسطه‌گری مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

۵-۲. فرضیات اخص

- بین بازده ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با بازده ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی، رابطه معناداری وجود دارد.
- بین بازده ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با بازده ماهانه سهام شرکت، رابطه معناداری وجود دارد.

- بین شاخص عملکرد ماهانه شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با شاخص عملکرد صنعت واسطه‌گری مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

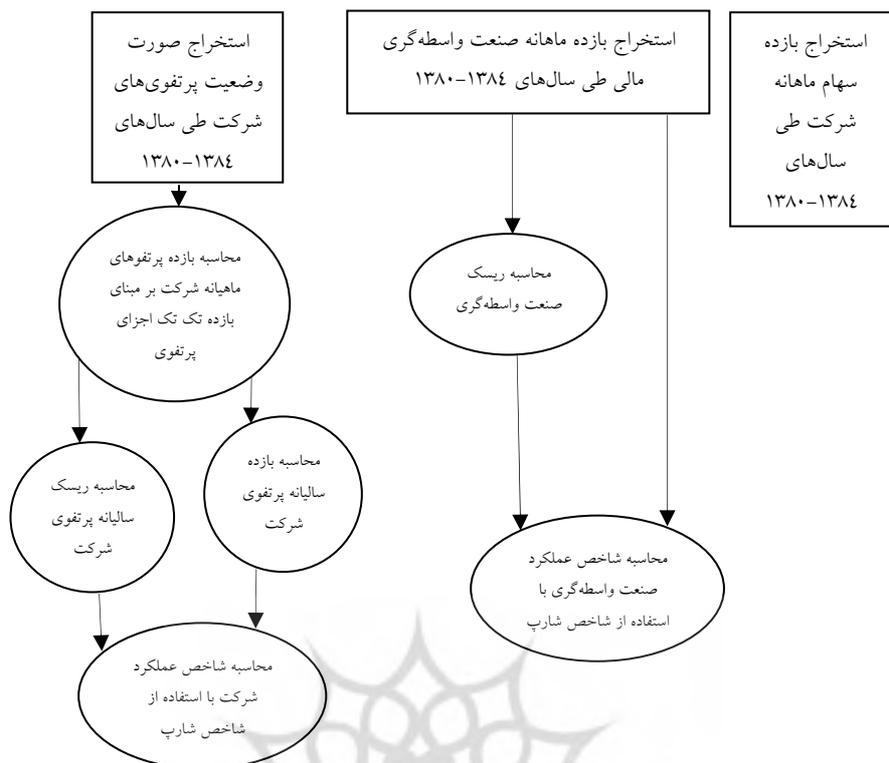
۶. روش تحقیق

تحقیق حاضر کاربردی و از نوع همبستگی است و از حیث جمع‌آوری داده‌ها، توصیفی بوده و به صورت میدانی انجام شده است. برای جمع‌آوری داده‌های تحقیق از صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه و گزارش‌های موجود در آرشیو بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

فرآیند این پژوهش را می‌توان در دو مرحله خلاصه کرد. در مرحله اول، متغیرهایی چون بازده، ریسک و شاخص عملکرد شرکت و صنعت مربوطه با استفاده از داده‌های موجود در آرشیو بورس اوراق بهادار تهران استخراج و محاسبه شده‌اند. مراحل محاسبه آن در نمودار ۱ آمده است و در مرحله دوم بررسی معناداری رابطه بین متغیرهای زیر جهت آزمون فرضیات مطرح شده است:

- بازده سالانه صنعت واسطه‌گری مالی با بازده سالیانه پرتفوی شرکت
- ریسک سالانه صنعت واسطه‌گری مالی با ریسک سالانه پرتفوی شرکت
- شاخص عملکرد صنعت واسطه‌گری مالی با شاخص عملکرد شرکت
- بازده ماهانه صنعت با بازده ماهانه پرتفوی شرکت
- بازده ماهانه سهام شرکت با بازده ماهانه پرتفوی شرکت
- شاخص عملکرد ماهانه صنعت با شاخص عملکرد ماهانه پرتفوی

نمودار ۱. مراحل محاسبه متغیرهای بورس اوراق بهادار تهران



۷. متغیرها، شاخص‌های عملکرد و روش اندازه‌گیری آنها

این متغیرها عبارتند از: بازده و ریسک سهام‌های موجود در پرتفوی و بازده، ریسک و شاخص عملکرد پرتفوی و صنعت واسطه‌گری مالی

۷-۱. اندازه‌گیری بازده سهام

مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی هر سهم + قیمت اول دوره - قیمت پایان دوره

بازده =

قیمت اول دوره سهام

۷-۲. اندازه‌گیری ریسک سهام

$$S = \left[\frac{\sum (X - \bar{X})^2}{n - 1} \right]^{\frac{1}{2}}$$

که در این معادله داریم:

S = انحراف معیار یا ریسک سهام

\bar{X} = میانگین مشاهدات

X = هر یک از مشاهدات در نمونه

n = تعداد بازده‌ها در نمونه

(جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۶)

۷-۳. بازده پرتفوی (براساس داده‌های گذشته)

$$(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i (R_i)$$

که در این معادله داریم:

R_p = بازده پرتفوی

W_i = سهم وجوه قابل سرمایه‌گذاری مربوط به اوراق بهادار i

R_i = بازده اوراق بهادار i

(جونز، ۱۳۸۴)

۷-۴. ریسک پرتفوی

در این تحقیق، به دلیل بالا بودن تعداد اجزای پرتفوی، امکان محاسبه ریسک پرتفوی از روش مارکوویتز میسر نیست، چرا که در این روش برای هر مجموعه n اوراق بهاداری باید به تعداد $\frac{[n(n-1)]}{2}$ بار محاسبه کواریانس صورت گیرد که این امر، با توجه به تعداد اجزای بالای پرتفوی این شرکت، امکان‌پذیر نیست. لذا از روش انحراف معیار بازده صورت وضعیت پرتفوی‌ها، برای محاسبه ریسک پرتفوی استفاده شده است.

۵-۷. محاسبه شاخص عملکرد پرتفوی

نرخ بازده بدون ریسک - نرخ بازده پرتفوی

$$\text{شاخص عملکرد} = \frac{\text{نرخ بازده بدون ریسک} - \text{نرخ بازده پرتفوی}}{\text{انحراف معیار بازده پرتفوی}}$$

انحراف معیار بازده پرتفوی

(جونز، ۱۳۸۴)

۸. روش آزمون فرضیات

جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیات در این تحقیق از تکنیک‌های آماری استفاده شده است و متغیرهای اصلی چون بازده، ریسک و شاخص عملکرد بر مبنای دارایی‌های شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه - که به صورت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۴ بوده و مورد معامله قرار گرفته‌اند - محاسبه و با شاخص‌های صنعت واسطه‌گری مالی مقایسه شده‌اند.

توصیف نموداری متغیرهای تحقیق، مانند میانگین بازده‌های ماهانه شرکت سرمایه‌گذاری بیمه در ۵ سال و میانگین بازده‌های ماهانه صنعت واسطه‌گری در ۵ سال و ... در پیوست آورده شده است؛ که در قالب نمودارهای ۱ و ۲ و ۳ و ۴ و ۵ و ۶ قابل مشاهده است.

۹. تحلیل ماهیت و ویژگی‌های متغیرهای تحقیق

با توجه به اینکه روش تحقیق همبستگی است - که در آن پژوهشگر به دنبال کشف روابط احتمالی بین متغیرهای مورد مطالعه است - و از طرف دیگر متغیرهای مورد مطالعه، دو متغیری و از داده‌های وابسته هستند که با مقیاس نسبی، اندازه‌گیری شده‌اند و هم‌چنین متغیرهای مورد مطالعه از نوع اندازه‌های سری زمانی است که در آن تصور می‌رود متغیرهای مربوط به صنعت واسطه‌گری مالی با متغیرهای مربوط به شرکت سرمایه‌گذاری بیمه رابطه دارد و بر روی آنها تأثیر می‌گذارد، در نتیجه

آزمون‌های ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون با مدل آزمون فرضیه‌ها مطابقت دارد.

برای استفاده از این آزمون‌های پارامتریک، رعایت چند شرط لازم است:

- فاصله‌ای بودن مقیاس اندازه‌گیری که مقادیر مورد مطالعه در تحقیق حاضر با مقیاس نسبتی اندازه‌گیری شده‌اند.

- نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق که وقتی اهمیت پیدا می‌کند که تعداد نمونه مورد مطالعه کوچک باشد. با توجه به اینکه در داده‌های سالانه هر متغیر ۵ داده دارد، با استفاده از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف بررسی شده است و نتایج به دست آمده نشان‌دهنده نرمال بودن توزیع متغیرها است. در رابطه با داده‌های ماهانه - با توجه به بزرگ بودن تعداد نمونه - این شرط نیز به خودی خود برقرار است، هرچند مورد آزمون نیز قرار گرفته و نتایج نشان‌دهنده نرمال بودن آنها است.

- خطی بودن رابطه بین متغیرهای مورد مطالعه که مناسب‌ترین وسیله برای بررسی آن، استفاده از نمودار پراکنش است.

هم‌چنین آزمون ناپارامتریک اسپیرمن که نیازی به رعایت این شرطها ندارد، به کار رفته است. نتایج آزمون توزیع شکل متغیرها در محل گزارش آماره آزمون فرضیه‌ها آمده است.

جدول ۱. نام و نماد متغیرهای مورد مطالعه به تفکیک داده‌های متعلق به سال و ماه

متغیرهای تحقیق با داده‌های ۵ سال		متغیرهای تحقیق با داده‌های ۶۰ ماه	
نام متغیر	نماد	نام متغیر	نماد
میانگین بازده‌های ماهانه صنعت واسطه‌گری	X_1	بازدهی (ماهانه) صنعت واسطه‌گری مالی	X_4
میانگین بازده‌های ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	Y_1	بازده (ماهانه) پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	Y_4
انحراف معیار بازده‌های صنعت واسطه‌گری مالی	X_2	بازده (ماهانه) پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	X_5
انحراف معیار بازده‌های شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	Y_2	بازده سهام شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	Y_5
شاخص عملکرد صنعت واسطه‌گری مالی	X_3	شاخص عملکرد (ماهانه) صنعت واسطه‌گری مالی	X_6
شاخص عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	Y_3	شاخص عملکرد (ماهانه) شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه	Y_6

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق بر اساس داده‌های سالانه و در طول ۵ سال

فرضیه تحقیق	آزمون	ضریب	سطح خطا	نتیجه
بین X_1 و Y_1 رابطه معنی‌داری وجود دارد	پیرسون	۰/۶۷۵	۰/۱۰۵	عدم رد فرضیه صفر
بین X_2 و Y_2 رابطه معنی‌داری وجود دارد	پیرسون	۰/۴۲۸	۰/۲۳۶	عدم رد فرضیه صفر
بین X_3 و Y_3 رابطه معنی‌داری وجود دارد	پیرسون	۰/۷۷۳	۰/۰۶۳	عدم رد فرضیه صفر
بین X_1 و Y_1 رابطه معنی‌داری وجود دارد	اسپیرمن	۰/۶۰۰	۰/۱۴۲	عدم رد فرضیه صفر
بین X_2 و Y_2 رابطه معنی‌داری وجود دارد	اسپیرمن	۰	۰/۵۰۰	عدم رد فرضیه صفر
بین X_3 و Y_3 رابطه معنی‌داری وجود دارد	اسپیرمن	۰/۷۰۰	۰/۰۹۴	عدم رد فرضیه صفر

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق بر اساس داده‌های ماهانه و در طول ۶۰ ماه

نتیجه	سطح خطا	ضریب	آزمون	فرضیه تحقیق
رد فرضیه صفر با ۹۹٪ اطمینان	۰/۰۰۰	۰/۵۸۹	پیرسون	بین X_4 و Y_4 رابطه معنی‌داری وجود دارد
رد فرضیه صفر با ۹۹٪ اطمینان	۰/۰۰۰	۰/۴۹۵	پیرسون	بین X_5 و Y_5 رابطه معنی‌داری وجود دارد
رد فرضیه صفر با ۹۹٪ اطمینان	۰/۰۰۰	۰/۶۶۷	پیرسون	بین X_6 و Y_6 رابطه معنی‌داری وجود دارد
رد فرضیه صفر با ۹۹٪ اطمینان	۰/۰۰۰	۰/۶۷۶	اسپیرمن	بین X_4 و Y_4 رابطه معنی‌داری وجود دارد
رد فرضیه صفر با ۹۹٪ اطمینان	۰/۰۰۰	۰/۶۵۳	اسپیرمن	بین X_5 و Y_5 رابطه معنی‌داری وجود دارد
رد فرضیه صفر با ۹۹٪ اطمینان	۰/۰۰۰	۰/۶۹۲	اسپیرمن	بین X_6 و Y_6 رابطه معنی‌داری وجود دارد

۱۰. نتیجه‌گیری

نتیجه حاصل از بررسی رابطه معناداری بین میانگین بازده‌های ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با میانگین بازده‌های ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی، بیانگر معنادار نبودن رابطه بین این دو متغیر با وجود قابل توجه بودن ضریب همبستگی به میزان ۰/۶۷۵ است، که به نظر می‌رسد کم بودن تعداد دوره‌های مورد بررسی و نیز پایین بودن تنوع پرتفوی شرکت، دلایل تأیید نشدن معناداری رابطه است.

نتیجه حاصل از بررسی رابطه بین ریسک پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با ریسک صنعت واسطه‌گری مالی، بیانگر معنادار نبودن رابطه بین این دو متغیر با وجود ضریب همبستگی به میزان ۰/۴۲۸ است. این نتیجه می‌تواند به دلیل کم بودن داده‌های مورد بررسی رخ داده باشد. از آنجایی که مبنای محاسبه ریسک در اینجا بازده‌های محاسباتی است، کم بودن تنوع پرتفوی شرکت نیز می‌تواند دلیل این امر باشد.

نتیجه حاصل از بررسی معناداری رابطه بین شاخص عملکرد پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با شاخص عملکرد صنعت واسطه‌گری مالی، بیانگر ضریب همبستگی قابل توجه بین دو متغیر فوق به میزان $0/773$ است. اما بر اساس آزمون، انجام معناداری این رابطه، تأیید شده که این امر می‌تواند به دلیل کم بودن تعداد داده‌های مورد بررسی باشد.

با توجه به تأیید فرض معناداری ارتباط بین بازده ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با بازده‌های ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی، تأیید خطی بودن رابطه دو متغیر فوق و مقدار ضریب تعیین به میزان $0/347$ می‌توان نتیجه گرفت که بین بازده پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با بازده صنعت واسطه‌گری مالی، رابطه مثبت وجود دارد؛ به گونه‌ای که می‌توان $0/347$ از تغییرات مربوط به بازده ماهانه شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه را با تغییرات بازده ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی توجیه کرد.

نتیجه حاصل از بررسی معناداری رابطه بین بازده‌های ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با بازده‌های ماهانه سهام شرکت (طی ۶۰ ماه) حاکی از معناداری رابطه بین دو متغیر فوق است که این ارتباط به صورت خطی است؛ بدین معنی که با افزایش بازده‌های ماهانه پرتفوی شرکت سرمایه، بازده ماهانه سهام آن نیز افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب جزئی رگرسیون $0/245$ از تغییرات مربوط به بازده ماهانه سهام با بازده ماهانه پرتفوی شرکت توجیه می‌شود.

با توجه به تأیید فرض معناداری ارتباط بین شاخص عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با شاخص عملکرد ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی، تأیید رابطه خطی بین دو متغیر فوق و ضریب تعیین به میزان $0/445$ می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش شاخص عملکرد ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی، شاخص عملکرد ماهانه شرکت نیز افزایش می‌یابد و نیز $44/5$ درصد از تغییرات مربوط به شاخص

عملکرد ماهانه شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با متغیر شاخص عملکرد ماهانه صنعت واسطه‌گری مالی توجیه می‌شود.

۱-۱۰. نتیجه‌گیری کلی

با توجه به نتایج آزمون‌های انجام شده بر روی فرضیه‌های اصلی تحقیق با وجود ضریب‌های همبستگی بالا بین میانگین بازده‌های ماهانه، ریسک و شاخص عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه با میانگین بازده‌های ماهانه، ریسک و شاخص عملکرد صنعت واسطه‌گری مالی، معناداری رابطه آنها توسط آزمون تأیید نشده است، که این امر می‌تواند ناشی از کم بودن تعداد داده‌های مورد بررسی در فرضیه‌های فوق باشد. خصوصاً اینکه در فرضیه‌های فرعی، معناداری ارتباط بین بازده‌های ماهانه پرتفوی و شاخص عملکرد ماهیانه شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه (محاسبه شده بر مبنای بازده ماهیانه) با همین شاخص‌ها در صنعت واسطه‌گری مالی مورد تأیید قرار گرفته، بدین معنی که می‌توان تغییرات شاخص عملکرد و بازدهی شرکت مورد نظر را با شاخص عملکرد و بازدهی صنعت واسطه‌گری مالی به ترتیب به میزان ۰/۴۴۵ و ۰/۳۴۷ توجیه کرد.

۱۱. پیشنهادات

با توجه به ضریب همبستگی بالا بین میانگین بازده سالانه پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه و صنعت واسطه‌گری مالی به میزان ۰/۶۷۵ و همچنین تأیید معناداری رابطه بین بازده ماهانه پرتفوی شرکت فوق با صنعت مربوطه، به‌کارگیری مدل رگرسیونی به دست آمده در این تحقیق جهت محاسبه بازده پرتفوی با استفاده از بازده صنعت پیشنهاد می‌شود، چرا که محاسبه بازده پرتفوی از روش معمول، دشوار و بسیار وقت‌گیر است.

با توجه به نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اهم دوم، مبنی بر عدم تأیید معناداری رابطه بین ریسک شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه و ریسک صنعت واسطه‌گری

مالی، با وجود ضریب همبستگی قابل توجه به میزان ۰/۴۲۸، و چون به نظر می‌رسد عدم تأیید فرضیه فوق به دلیل کمی تعداد داده‌های مورد بررسی باشد، به محقق آتی پیشنهاد می‌شود، این فرضیه را برای تعداد سال‌های بیشتری آزمون نمایند.

با وجود ضریب همبستگی بالا بین شاخص عملکرد پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه و صنعت واسطه‌گری مالی به میزان ۰/۷۷۳ (محاسبه شده بر اساس میانگین بازده ماهانه) و نیز تأیید معناداری رابطه بین شاخص عملکرد ماهانه شرکت فوق با صنعت مربوطه، لذا به مسئولین امور سرمایه‌گذاری به‌کارگیری مدل رگرسیونی حاصل در این تحقیق جهت محاسبه شاخص عملکرد پرتفوی با استفاده از شاخص عملکرد صنعت پیشنهاد می‌شود.

با توجه به تأیید فرضیه اخص دوم، مبنی بر معناداری رابطه بین بازده پرتفوی با بازده سهام شرکت سرمایه‌گذاری صنعت بیمه و دستیابی به رابطه خطی بین دو متغیر فوق به سرمایه‌گذاران و مسئولین مربوطه پیشنهاد می‌شود در صورت نیاز با استفاده از رابطه فوق، نسبت به اندازه‌گیری هر یک از متغیرها بر حسب دیگری اقدام نمایند.



پیوست

جدول ۱. شاخص‌های آماری گرایش به مرکز و پراکندگی متغیرهای سالانه

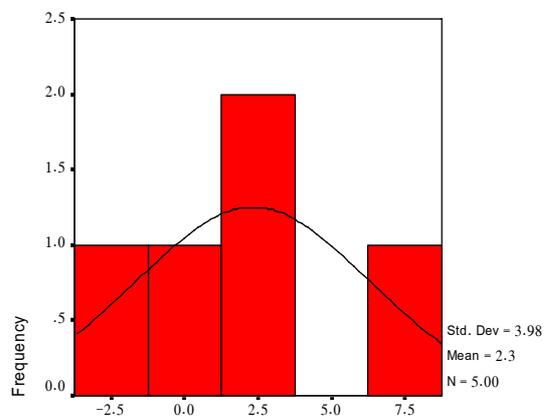
Y_3	X_3	Y_2	X_2	Y_1	X_1	شاخص‌های آماری
۵	۵	۵	۵	۵	۵	تعداد
۰/۲۰۴	۰/۵۰۶	۵/۹۱۶	۶/۲۹۶	۲/۳۲۳	۳/۸۶۱	میانگین
۰/۲۱۹	۰/۲۴۰	۱/۱۱۲	۱/۵۳۰	۱/۷۸۰	۱/۹۰۰	خطای انحراف از میانگین
۰/۳۰۵	۰/۵۶۶	۵/۶۱۰	۶/۱۲۳	۱/۵۴۳	۳/۱۷۷	میانه
-۰/۳۷	-۰/۳۹	۳/۱۵	۲/۹۲	-۱/۴۹	-۱/۷۸	مد
۰/۴۸۹	۰/۵۳۸	۲/۴۸۸	۳/۴۲۲	۳/۹۸۰	۴/۲۴۸	انحراف استاندارد
۰/۲۳۹	۰/۲۸۹	۶/۱۸۴	۱۱/۷۱۱	۱۵/۸۴۴	۱۸/۰۵۲	واریانس
-۰/۰۷۷	-۱/۴۶۸	۱/۱۶۶	۰/۲۷۲	۱/۰۹۲	-۰/۰۵۱	چولگی
۰/۹۱۳	۰/۹۱۳	۰/۹۱۳	۰/۹۱۳	۰/۹۱۳	۰/۹۱۳	خطای استاندارد چولگی
-۲/۰۲۴	۲/۵۰۱	۲/۴۵۸	-۴/۱۳۲	۰/۸۹۶	-۰/۶۲۲	کشیدگی
۲	۲	۲	۲	۲	۲	خطای استاندارد کشیدگی
۱/۱۷	۱/۳۸	۶/۷۸	۷/۷۷	۱۰/۰۵	۱۱/۰۳	دامنه
-۰/۳۷	-۰/۳۹	۳/۱۵	۲/۹۲	-۱/۴۹	-۱/۷۸	کمترین
۰/۸۰	۱	۹/۹۴	۱۰/۶۹	۸/۵۶	۹/۲۴	بیشترین
۱/۰۲	۲/۵۲	۲۹/۵۸	۳۱/۴۶	۱۱/۶۲	۱۹/۳۱	مجموع
-۰/۲۹۲	۰/۰۵۸	۴/۰۷۳	۲/۹۸۹	-۰/۹۹۵	۰/۱۳۲	۲۵٪
۰/۳۰۵	۰/۵۶۵	۵/۶۱۰	۶/۱۲۳	۱/۵۴۳	۳/۱۷۷	۵۰٪
۰/۶۴۹	۰/۹۲۳	۷/۹۱۳	۹/۶۸۰	۶/۰۳۲	۷/۹۳۳	۷۵٪

جدول ۲. شاخص‌های آماری گرایش به مرکز و پراکندگی متغیرهای ماهانه

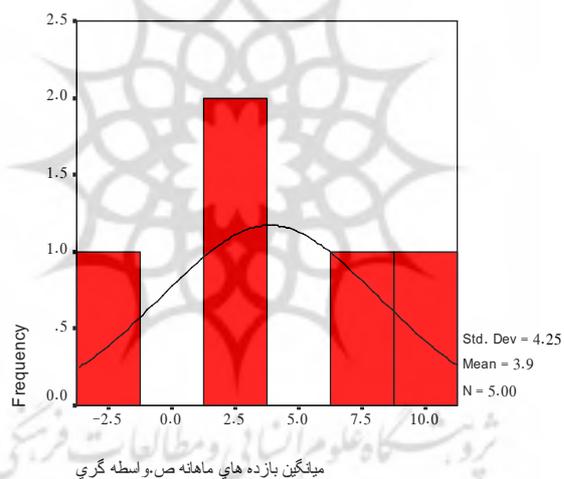
شاخص‌های آماری	X ₄	Y ₄	X ₅	Y ₅	X ₆	Y ₆
تعداد	۶۰	۶۰	۶۰	۶۰	۶۰	۶۰
اطلاعات گم‌شده	۰	۰	۰	۰	۰	۰
میانگین	۳/۹۰۶	۲/۳۲۳	۲/۳۲۳	۳/۲۷۶	۰/۵۰۹	۰/۲۰۳
خطای انحراف از میانگین	۱/۰۰۴	۰/۹۱۴	۰/۹۱۴	۱/۳۰۹	۰/۱۳۹	۰/۱۳۶
میانه	۲/۱۰۳	۰/۹۸۳	۰/۹۸۳	۰	۰/۳۹۷	۰/۱۱۰
مد	-۱۳/۳۱۰	-۷/۰۷۹	-۷/۰۷۹	۰	-۲/۲۶۸	-۱/۵۶۴
انحراف استاندارد	۷/۷۸۰	۷/۰۸۰	۷/۰۸۰	۱۰/۱۴۳	۱/۰۷۹	۱/۰۶۱
واریانس	۶۰/۵۳۷	۵۰/۱۳۴	۵۰/۱۳۴	۱۰۲/۸۸۶	۱/۱۶۶	۱/۱۲۵
چولگی	۱/۳۶۹	۱/۲۸۲	۱/۲۸۲	۱/۷۰۳	۰/۳۹۹	۰/۴۵۶
خطای استاندارد چولگی	۰/۳۰۹	۰/۳۰۹	۰/۳۰۹	۰/۳۰۹	۰/۳۰۹	۰/۳۰۹
کشیدگی	۳/۱۹۰	۲/۲۱۴	۲/۲۱۴	۳/۹۳۷	۰/۶۵۵	-۰/۴۷۸
خطای استاندارد کشیدگی	۰/۶۰۸	۰/۶۰۸	۰/۶۰۸	۰/۶۰۸	۰/۶۰۸	۰/۶۰۸
دامنه	۴۴/۱۱۵	۳۴/۵۳۹	۳۴/۵۳۹	۵۶/۵۳۹	۵/۷۵۳	۴/۲۷۰
کمترین	-۱۳/۳۱۰	-۷/۰۷۹	-۷/۰۷۹	-۱۲/۳۴۹	-۲/۲۶۸	-۱/۵۶۴
بیشترین	۳۰/۸۰۵	۳۷/۴۶۰	۳۷/۴۶۰	۴۴/۱۹۰	۳/۴۸۵	۲/۷۰۵
مجموع	۲۳۴/۳۹۴	۱۳۹/۴۲۵	۱۳۹/۴۲۵	۱۹۶/۵۷۷	۳۰/۵۹۵	۱۲/۱۹۲
۲۵٪	-۰/۷۳۴	-۳/۲۹۱	-۳/۲۹۱	-۳/۱۹۹	-۰/۲۳۸	-۰/۶۹۰
۵۰٪	۲/۱۰۳	۰/۹۸۳	۰/۹۸۳	۰	۰/۳۹۷	۰/۱۱۰
۷۵٪	۶/۶۹۳	۶/۱۰۵	۶/۱۰۵	۹/۲۷۰	۱/۱۸۶	۰/۸۵۸

پیوست ۲. توصیف نموداری متغیرهای تحقیق

نمودار ۱. میانگین بازده‌های ماهانه شرکت سرمایه‌گذاری بیمه در ۵ سال



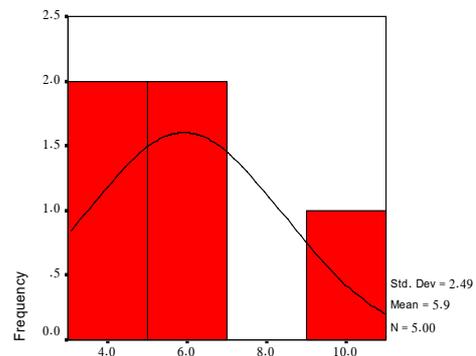
نمودار ۲. میانگین بازده‌های ماهانه صنعت واسطه‌گری در ۵ سال



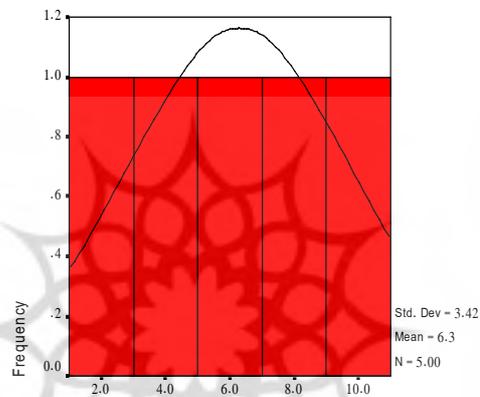
پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
میانگین بازده‌های ماهانه ص. و لسطه‌گری

پرتال جامع علوم انسانی

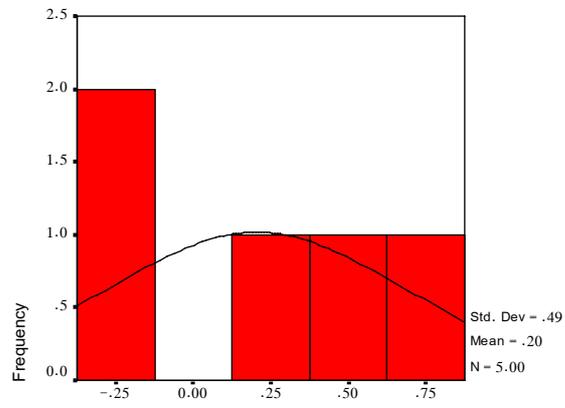
نمودار ۳. انحراف معیار بازده‌های شرکت سرمایه‌گذاری بیمه در ۵ سال



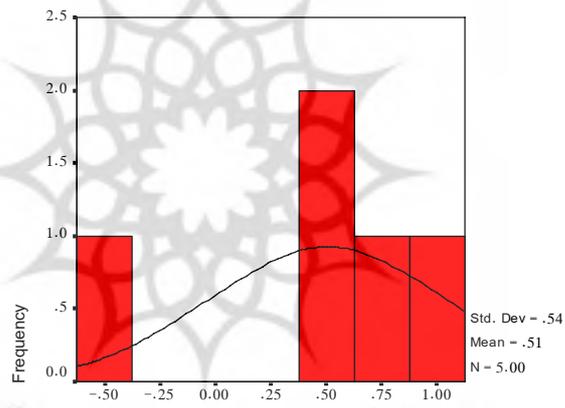
نمودار ۴. انحراف معیار بازده‌های صنعت واسطه‌گری مالی در ۵ سال



نمودار ۵. شاخص عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری صنعت در ۵ سال



نمودار ۶. شاخص عملکرد صنعت واسطه‌گری مالی در ۵ سال



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
 پرتال جامع علوم انسانی

منابع

۱. جونز، چارلز، ۱۳۸۴، *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر، انتشارات نگاه دانش، چ ۲، ص ۲۷-۲۲۱ و ص ۱۷۴.
۲. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، ۱۳۷۴، *مدیریت مالی*، انتشارات سمت، ج ۱، چ ۲، ص ۱۰.
۳. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، ۱۳۷۵، *بورس اوراق بهادار*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چ ۱، ص ۱۱۲.
۴. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، ۱۳۷۶، *مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چ ۱، ص ۹۵.
۵. صحت، سعید، ۱۳۷۵، *بررسی پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری بانک صادرات*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق، تهران.
۶. عبدالله زاده، فرهاد و مدرس، احمد، ۱۳۸۷، *مدیریت مالی*، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ص ۴۰.
۷. فبوزی، فرانک و مودیلیانی، فرانکو، ۱۳۷۶، *مبانی بازارها و نهادهای مالی*، ترجمه، عبده تبریزی، حسین، انتشارات آگه، ج ۱، چ ۱، ص ۲۳۳.
۸. گزارشات بورس اوراق بهادار ۱۳۸۴-۱۳۸۰.
۹. متین‌فرد، مهران، ۱۳۸۱، *کارآیی بده اوراق بهادار شرکت سهامی بیمه البرز*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
10. Blume, M 1975, 'Betas and regression tendencies', *Journal of Finance*, vol. x, no.3, pp. 785-95.
11. Campa, Manuel & Fernandes, Nuno 2006, 'Sources of gains from international portfolio diversification', *Journal of Empirical Finance*, vol. 31, issues 4-5, pp. 417-43.
12. Evan, J & Archer, S 1968, 'Diversification and the reduction of dispersion: an empirical analysis', *The Journal of Finance*, vol. 23, pp.761-69.
13. Omran, MF 2006, 'An analysis of the capital asset pricing model in the Egyptian stock market', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, pp. 12-25.
14. Weberman, Ben 1984, *Pebbles on beach*, Forbs, p.127.