بررسي‌هاي حسابداري و حسابرسي، دوره ۱۴، شماره ۵۰، زمستان ۱۳۸٦، از صفحه ۹۹ تا ۱۱۸

بررسی تأثیر دوره سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (دوره زمانی ۸۵–۸۱)

محمد جواد شیخ*[۱]، محمد حسن صفرپور[۲]

[۱] عضو هيات علمي دانشگاه شاهد، ايران

[۲] كارشناس ارشد مديريت بازرگاني، گرايش مالي، دانشگاه شاهد، ايران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۶/۶/۱، تاریخ تصویب: ۱۳۸۶/۹/۳)

چکیده

در بازار سرمايه همواره تمايل زيادي براي ارزيابي عملكرد سرمايه‌گذاري وجود دارد چرا كه ارزيابي عملكرد شرکت‌های سرمايه‌گذاري به عنوان ارزيابي عملكرد متخصصان سرمايه‌گذاري است. يكي از مباحث مطرح در حوزه سرمايه‌گذاري، دوره سرمايه‌گذاري به عنوان عاملي تأثيرگذار بر تصميمات سرمايه‌گذاري است. در پژوهش حاضر، براساس ميانگين سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت و بلندمدت ترازنامه، شرکت‌های سرمايه‌گذاري به دو گروه شرکت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و شرکت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت تقسيم شدند. در ارزيابي عملكرد شرکت‌های سرمايه‌گذاري بر اساس ريسك و بازده، يك بار براساس بازده ماهانه پورتفوي بورسي شرکت‌های سرمايه‌گذاري و يكبار بر اساس بازده ماهانه سهام شرکت‌های سرمايه‌گذاري محاسبه معيارهاي شارپ، ترينر و جنسن صورت گرفت و فرضيه‌هاي تحقيق با استفاده از آزمون من- ويتني و t استيودنت مورد آزمون قرار گرفت.

نتايج حاصل از تحقيق نشان داد كه دوره سرمايه‌گذاري عملكرد شرکت‌های سرمايه‌گذاري را تحت تأثير قرار نمي‌دهد و شرکت‌های با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و كوتاه‌مدت عملكرد يكساني دارند كه البته براساس شاخص قيمت و بازده نقدي به عنوان شاخص مبنا، عملكردي ضعيف‌تر از بورس داشته‌اند و براساس شاخص ۵۰ شركت فعال، عملكردي برابر با بورس داشته‌اند.

واژه‌هاي كليدي: دوره سرمايه‌گذاري، معيارهاي ارزيابي عملكرد تعديل شده با ريسك، شاخص بازار (مبنا)، بازده پورتفوي سرمايه‌گذاري و بازده سهام شرکت‌های سرمايه‌گذاري

* نويسنده مسئول: Email: mjsheikh2002@yahoo.com

مقدمه

یکي از ویژگی‌های مشخص بازارهاي مالي، برنامه‌ریزي‌هاي متفاوت سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاري است. این نکته کاملاً واضح است که دوره زماني برنامه‌ریزي، میزان ریسك سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاري را تحت تأثیر قرار مي‌دهد. سرمایه‌گذاری غیرمستقیم به دو روش در بورس صورت می‌گیرد. یکی از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری که علاقه و تعهدی برای حفظ سهام خود در شرکت‌های وابسته ندارند و سود خود را از طریق خرید و فروش سهام تحصیل می‌کنند و بنابراین دوره سرمایه‌گذاري آنها کوتاه‌مدت مي‌باشد و دیگری از طریق هلدینگ‌ها است که هدف آنها ارزش‌آفرینی از طریق نگهداری و کنترل شرکت‌های تابعه می‌باشد و دوره سرمایه‌گذاري آنها بلندمدت است.

همه مؤسسات مالي براي مدیریت اوراق بهادار خود نیازمند مدیراني مي‌باشند که عملکرد این مدیران و میزان موفقیت ایشان را مي‌توان از روي عملکرد پورتفوي تحت مدیریت ایشان دریافت. هم‌چنین ارزیابي عملکرد سرمایه‌گذاري از طریق محاسبه ریسك و بازده سهام شرکت‌های مذکور نیز مي‌تواند در کنار روش فوق مفید باشد. زیرا در پورتفوي سرمایه‌گذاري شرکت، سرمایه‌گذاري غیربورسي با قیمت تمام‌شده درج مي‌شود در حالي‌که قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاري، تابعي از کل ارزش خالص دارایي‌هاي شرکت است که براساس ارزشیابي بازار از مجموع ارزش افزوده پورتفوي بورسي و غیربورسي و حقوق صاحبان سهام مي‌باشد. در ارزیابي عملکرد کار رایج این است که بر اساس داده‌هاي گذشته اقدام به ارزیابي عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاري پرداخته مي‌شود [۸].

این تحقیق از جنبه نظري و کاربردي اهمیت دارد چرا که در بازاري که دو متغیر بازده و ریسك بطور همزمان عمل مي‌کنند و عملکرد شرکت را تعیین مي‌کنند، باید به عامل دوره سرمایه‌گذاري نیز توجه شود. هم‌چنین ارزیابي عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاري و رتبه‌بندي آنها از این جهت داراي اهمیت است تا معامله‌گران این سهام بتوانند درباره نگهداري، فروش و یا خرید سهام این شرکت‌ها تصمیمات لازم را اتخاذ نمایند هم‌چنین نتایج تحقیق حاضر مي‌تواند به شرکت‌های سرمایه‌گذاري این نکته را خاطر نشان نماید که بورس اوراق بهادار تهران براي کدام نوع از شرکت‌های سرمایه‌گذاري مناسب است.

ادبيات تحقيق

كاركرد شركت‌هاى سرمايه‌گذاري به‌عنوان ابزاري براي سرمايه‌گذاري عمومي، مديريت حرفه‌اي دارايي و متنوع‌سازي سرمايه‌گذاري مي‌باشد [۷].

در تصميمات سرمايه‌گذاري، سرمايه‌گذاران با عواملي سر و كار دارند كه تصميمات استراتژيك ايشان را تحت تأثير قرار مي‌دهد كه مهمترين اين عوامل شامل [۱۳] :

۱. منابع مالي: هر سرمايه‌گذاري و استراتژي سرمايه‌گذاري نياز به حداقل سرمايه‌اي دارد، كه به استراتژي سرمايه‌گذاري بستگي دارد [۱۳]. مثلاً اگر تصميم‌گيرندگان به منابع بلندمدت دسترسي داشته باشند، بيشتر به اهداف بلندمدت فكر مي‌كنند.
۲. دوره سرمايه‌گذاري: سرمايه‌گذاراني كه دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت دارند، بيش از سرمايه‌گذاران با دوره كوتاه‌مدت در دارايي‌هاي ريسكي سرمايه‌گذاري مي‌نمايند. هيلبرند و ونزر برگر نشان دادندكه مبادله‌گران با دوره برنامه‌ريزي متفاوت، حتي با انتظارات مشابه، پورتفويي متفاوتي دارند [۱۵]. هنگام تصميم‌گيري درباره سرمايه‌گذاري يك نكته حائز اهميت اين است كه سرمايه‌گذار چه موقع به پول خود نياز دارد[۱۳]. اشخاصي كه دارايي‌هاي خود را براي دوره‌هاي كوتاه‌مدت تخصيص مي‌دهند بر اين باورند كه بازار سهام در برابر تغيير شرايط اقتصادي و مالي بيش از حد واكنش نشان مي‌دهد و همين واكنش باعث مي‌شود كه قيمت سهام بيش از حد بالا رود و يا بيش از حد پايين آيد [۵].
۳. نقدشوندگي: برخي سرمايه‌گذاران ممكن است به سرعت به منابع مالي سرمايه‌گذاري خود نياز داشته باشند، در چنين مواردي قدرت نقدشوندگي دارايي بسيار مهم است [۱۳].
۴. ماليات: دولت‌ها براساس نوع سرمايه‌گذاري، ماليات متفاوتي از سرمايه‌گذاران دريافت مي‌دارند و از اين طريق سودآوري سرمايه‌گذاران را تحت تأثير قرار مي‌دهد. [۱۳].

منظور از ارزيابي عملكرد به‌عنوان آخرين مرحله از مديريت سرمايه‌گذاري توجه به اين مسأله است كه چگونه مدير سرمايه‌گذاري مي‌تواند بين افزايش بازده و ريسك توازن ايجاد كند. ارزيابي عملكرد شركت‌هاى سرمايه‌گذاري از موضوعاتي است كه مطالعات قابل توجهي درباره آن در محافل مالي صورت گرفته است چرا كه شركت‌هاى

سرمايه‌گذاري، عملكرد مديريت حرفه‌اي وجوه را منعكس مي‌كند و هم‌چنين اطلاعات شركت‌های سرمايه‌گذاري براي سال‌ها در دسترس مي‌باشد.

معيارهاي ارزيابي عملكرد

معيار شارپ

ويليام شارپ با ارزيابي عملكرد ٣٤ صندوق سرمايه‌گذاري مشترك طي سال‌هاي ۱۹۶۳-۱۹۵۴ به معياري دست يافت كه به «نسبت بازده به تغييرپذيري» معروف است. دو نكته در مورد معيار شارپ حائز اهميت است. اول اينكه بازده مازاد به ازاي يك واحد از ريسك كل را اندازه‌گيري مي‌كند و ديگر اينكه هرچه ميزان آن بيشتر باشد، به‌همان اندازه عملكرد پورتفوي بهتر خواهد بود. SR_p يا نسبت شارپ از رابطه روبرو به دست مي‌آيد كه در آن $\overline{r_p}$ ميانگين بازدهي پرتفوي در كل دوره، $\bar{r}_f$ بازده بدون ريسك طي يك دوره زماني و σ_p انحراف معيار پرتفوي است.

$$SR_p = \frac{\overline{r_p} - \overline{r_f}}{\sigma_p}$$

معيار ترينر

ترينر در اواسط دهه ۶۰ ميلادي معياري مشابه معيار شارپ با نام «نسبت بازده به نوسان» را بيان نمود. اين معيار در واقع نشان‌دهنده اين است كه به ازاي يك واحد از ريسك سيستماتيك، چه ميزان بازده اضافي نصيب سرمايه‌گذار مي‌شود. T_p يا نسبت ترينر از رابطه روبرو محاسبه مي‌شود كه در آن $\overline{r_p}$ و $\bar{r}_f$ معاني ياد شده پيشين و β_p شاخص ريسك سيستماتيك (بتاي) پرتفوي است.

$$T_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p}$$

معيار جنسن

يكي ديگر از معيارهاي ارزيابي عملكرد پرتفوي تفاوت بين متوسط بازدة پرتفوي $(\bar{r}_p)$ با بازدة پرتفوي مبنا، كه با $\bar{r}_{bp}$ نمايش داده مي‌شود، است. اين تفاوت «آلفاي

تاريخي پرتفوي»يا «بازدة تفاضلي» نيز ناميده مي‌شود. مقدار مثبت α_p به معني اين است كه پرتفوي، متوسط بازده‌اي بيشتري از بازدة شاخص داشته است و لذا مي‌توان گفت كه عملكرد آن مطلوب بوده است. مقدار منفي α_p به معني داشتن عملكرد نامطلوب خواهد بود. آلفاي تاريخي از معادله زير بدست مي‌آيد كه در آن $\overline{r_p}$، $\bar{r}_f$ و β_p معاني ياد شده پيشين را دارند و $\bar{r}_m$ بازده شاخص بورس است.

$$\left[\alpha_p = \bar{r}_p - \left[\bar{r}_f + (\bar{r}_m - \bar{r}_f)\beta_p\right]\right]$$

پيشينه تحقيق

جنسن در ۱۹۶۸ تحقيقي در زمينه ارزيابي عملكرد شركت‌هاي سرمايه‌گذاري بر روي ۱۱۵ نمونه با استفاده از شاخصي كه بعداً به شاخص جنسن معروف گرديد انجام داد به اين نتيجه رسيد كه مديريت فعال قادر نبوده تا ادعاي خود مبني برخريد سهام زير قيمت ذاتي و منتفع شدن از مهارت و تجربه خود در انتخاب چنين اوراقي را نشان دهد [۱۸].

رول در ۱۹۷۸ و لهمن و مودست در ۱۹۸۷ به بررسي تأثير شاخص مبنا بر ارزيابي عملكرد پرداختند و نشان دادند كه رتبه‌بندي به‌طور چشمگيري تحت تأثير شاخص مبنا قرار دارد. آنها ضمن بكارگيري شاخص‌هاي متفاوت مشاهده نمودند كه با تغيير پورتفوي شاخص، رتبه‌بندي شركت‌ها تغيير مي‌كند.

چن و همكاران[۱۰] در سال ۱۹۹۲، بر روي ۹۳ شركت سرمايه‌گذاري تحقيقي انجام دادند و دريافتند شركت‌ها، توانايي شناخت زمان مناسب ورود به بازار را ندارند و شركت‌هاي سرمايه‌گذاري كه هدفشان رشد بود، عملكرد بهتري داشتند.

مالكيل [۱۹] در سال ۱۹۹۵ تحقيقي انجام داد و در آن فقط شركت‌هاي سرمايه‌گذاري را براي يك دوره بيست ساله مورد بررسي قرار داد كه در سهام سرمايه‌گذاري كرده بودند. آنها آلفاي جنسن را در دوره مذكور ۰/۰۲- به‌دست آوردند كه مبين آن بود كه شركت‌ها نتوانسته بودند بازده اضافي بعد از كسر هزينه‌هاي مديريتي و عملياتي خود كسب كنند.

جايادو [۱۷] عملكرد دو شركت سرمايه‌گذاري را براساس شاخص‌هاي شارپ, ترينر و جنسن براي يك دوره سه ساله مورد ارزيابي قرار داد. مگنوم داراي تنوع‌بخشي بالايي

نسبت به مسترگين بود در نتيجه ريسك غيرسيستماتيك و ريسك كل كمتري داشت. نسبت ترينر مگنوم كمتر از بازار و نسبت ترينر مسترگين بالاتر از بازار است هم‌چنين آلفاي جنسن شركت مسترگين مثبت ولي آلفاي جنسن شركت مگنوم منفي بود. ضمناً نسبت شارپ هر دو شركت كمتر از بورس بود. نتايج تحقيق نشان داد كه شركت مگنوم عليرغم پورتفوي متنوع، سهام زير ارزش ذاتي را تشخيص نداده است و شركت مسترگين مي‌توانست همين بازدهي را با ريسك كمتر به دست آورد.

چن و همكاران [۱۱] نشان دادند كه سهام‌هايي كه توسط شركت‌های سرمايه‌گذاري خريداري شده است از سهام‌هايي كه توسط آنها فروخته شده است عملكرد بهتري داشته‌اند پس مي‌توان نتيجه گرفت كه مديران آنها داراي مهارت انتخاب سهام بوده‌اند. ايشان در اين تحقيق از شاخص استاندارد اند پورز ۵۰۰ به عنوان شاخص بورس و از سود اوراق خزانه به عنوان بازده بدون ريسك استفاده كردند.

ردمن و گالت ۷ پرتفوي جهاني، خارجي، اروپايي، اقيانوس اطلس، بين‌المللي، شاخص سهام آمريكا و در نهايت پرتفوي بورس امريكا در سال‌هاي (۱۹۸۹-۱۹۸۵) و (۱۹٤٤-۱۹۹۰) را با استفاده از شاخص‌های شارپ، ترينر و آلفاي جنسن مورد بررسي قرار دادند و مشخص شد كه در دوره اول براساس دو شاخص شارپ و ترينر پرتفوي‌هاي بين‌المللي نسبت به پرتفوي بورس امريكا و پرتفوي سهام آمريكا عملكرد بهتري داشته‌اند و در دوره دوم، شاخص سهام آمريكا براساس شاخص شارپ و ترينر عملكرد بهتري نسبت به پرتفوي بورس امريكا داشته است.

آرتي‌كيس [۶] در تحقيقي بر روي ۱۰ شركت سرمايه‌گذاري را براساس سه شاخص شارپ، ترينر و آلفاي جنسن نشان داد اين شركت‌ها بازده و ريسك كمتري نسبت به شاخص بورس آتن داشته‌اند و با توجه به ريسك، بازدهي رضايت‌بخشي را كسب كرده‌اند.

يافته‌هاي تحقيق گاسپر و همكاران [۱۴] نشان دادند كه دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت با نظارت كمتر بر عملكرد مديران شركت‌های سرمايه‌گذاري، باعث مي‌شود كه آنها بازده كمتري را كسب نمايند چرا كه سرمايه‌گذاران با دوره كوتاه‌مدت كمتر به نظارت مي‌پردازند سرمايه‌گذاراني كه كوتاه‌مدت فكر مي‌كنند قبل از اينكه تمام سود ناشي از سهم را كسب نمايند به فروش سهم خود اقدام مي‌كنند در حاليكه سهامداراني كه بلندمدت فكر مي‌كنند، تا تمام بازده را كسب نكنند به فروش سهام نمي‌پردازند.

چن لين [۱۲] در تحقيقي كه روي ۷۲ شركت سرمايه‌گذاري رشد تهاجمي، ۱۱۱ شركت سرمايه‌گذاري رشد و درآمد و ۳۵ شركت سرمايه‌گذاري رشد انجام داد، به بررسي اين موضوع پرداخت كه آيا دوره سرمايه‌گذاري، بر عملكرد صندوق‌های سرمايه‌گذاري مشترك تأثير دارد؟ براي اين منظور يك تحقيق ۷ ساله را انجام داد و معتقد بود، با توجه به اينكه سرمايه‌گذاري‌ها، دوره سرمايه‌گذاري متفاوتي دارند، ارزيابي عملكرد آنها بر اساس دوره زماني يكسان منطقي نيست چرا كه ريسك هاي متفاوتي دارند. نتايج زير از تحقيقات ايشان استخراج شده است:

- در سرمايه‌گذاري‌هاي يك تا سه ساله، صندوق‌های رشد و درآمد عمكرد بهتري دارند.
- با دوره سرمايه‌گذاري چهار ساله، صندوق‌های رشد عملكرد بهتري دارند.

هيج و وريك [۱۶] در تحقيقي بر روي عملكرد صندوق‌های سرمايه‌گذاري مشترك نشان دادند عملكرد دهك هاي بالا و پايين بيشتر به شانس بستگي دارد تا به مهارت‌های مديريتي و شركت‌هايي كه بطور مناسب متنوع نشده‌اند از شانس بيشتري براي قرار گرفتن در دهك هاي بالايي برخوردارند.

چندرا و شادل [۹] نشان دادند شركت‌های سرمايه‌گذاري كه توانايي كسب بازده بيشتر را دارند پورتفويي كوچك و متمركزي دارند و هم‌چنين مديران اين شركت‌ها حقوق زيادي دريافت مي‌كنند و در نتيجه بازده اضافي به دست مديران مي‌رسد و به سهامداران تعلق نمي‌گيرد.

در زمينه مديريت ريسك شركت‌های سرمايه‌گذاري, پژوهشي در سازمان بورس تهران بر روي پورتفوي شركت‌های سرمايه‌گذاري بين سال‌هاي ۸۰- ۱۳۷۸ صورت گرفته است كه نشان داد ضريب بتاي شركت‌های سرمايه‌گذاري معادل يك نيست و كمتر از بتاي بازار است و ريسك پورتفوي شركت‌های سرمايه‌گذاري بزرگتر از ريسك پورتفوي بازار است [۲].

اسلامي بيدگلي و همكاران [۱] دريافتند ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري كوچك با شركت‌های بزرگ و ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري با رتبه نقدشوندگي پايين با شركت‌های با رتبه نقدشوندگي بالا براساس سه شاخص ترينر، شارپ و جنسن برابرند و اندازه يا رتبه نقدشوندگي بازار تأثيري در عملكرد ايشان نداشته است.

صفري [۴] نشان داد ميان عملكرد پرتفوي و حجم فعاليت آنها رابطه معني‌دار وجود ندارد و رتبه‌بندي براساس شاخص شارپ و ترينر الزاماً يكسان نيست ولي اگر پرتفوي‌ها كاملاً متنوع باشند رتبه‌بندي عملكرد براساس اين دو شاخص به هم نزديكتر خواهند شد.

۳- روش‌شناسي پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، كاربردي است و از نظر روش انجام، جزء روش‌های اسنادي است كه از جمله ويژگی‌های اين روش مي‌توان به روشن شدن رويدادهاي كنوني و پيش‌بيني وقايع آينده اشاره نمود [۳].

براي مجزا نمودن شركت‌های سرمايه‌گذاري بر اساس دوره سرمايه‌گذاري, از معياري تفكيك موسسه معتبر مورنينگ استار كه درباره شركت‌های سرمايه‌گذاري مشاوره مي‌دهد استفاده شده است كه موسسه مذكور براي طبقه‌بندي شركت‌های سرمايه‌گذاري از مقدار ۶۶ درصد استفاده مي‌نمايد به اين ترتيب كه اگر شركت‌های يك گروه داراي ۶۶ درصد از ويژگي مذكور باشند در يك طبقه قرار مي‌گيرند [۲۰]. بنابراين بر اساس اقلام ترازنامه، اگر ميزان سرمايه‌گذاري‌هاي كوتاه‌مدت بيش از ۶۶ درصد كل سرمايه‌گذاري‌هاي شركت باشد، دوره سرمايه‌گذاري شركت، كوتاه‌مدت و چنانچه ميزان سرمايه‌گذاري‌هاي بلندمدت بيش از ۶۶ درصد كل سرمايه‌گذاري‌هاي شركت باشد، دوره سرمايه‌گذاري شركت، بلندمدت در نظر گرفته مي‌شود.

جامعه آماري تحقيق حاضر، شامل كليه شركت‌های سرمايه‌گذاري فعال در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۳۰ شركت مي‌باشد. حجم نمونه تحقيق به روش حذف سيستماتيك و با در نظر گرفتن زمان پذيرفته شدن در بورس كه قبل از سال ۱۳۸۱ است شامل شركت‌های سرمايه‌گذاري داراي خصوصيات مورد نظر، شامل ١٤ شركت در دو گروه زير مي‌باشد؛

شركت‌های با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت شامل ۵ شركت سرمايه‌گذاري توسعه صنعتي ايران، سپه، صنعت بيمه، صنعت و معدن، ملت.

شركت‌های با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت شامل ۹ شركت سرمايه‌گذاري البرز، بانك ملي، پارس توشه، صنايع پتروشيمي، توسعه صنايع بهشهر، رنا، صندوق بازنشستگي، غدير، ملي ايران.

در پژوهش حاضر ابتدا با استفاده از بازده پورتفوي و سپس بازده سهام شركت‌های سرمايه‌گذاري به ارزيابي عملكرد براساس معيارهاي ارزيابي عملكرد تعديل شده با ريسك اقدام شده است.

قسمتي از داده‌هاي پژوهش حاضر (شامل شاخص بازار، قيمت سهام، تركيب پورتفوي، بازده شركت‌ها) از بانك هاي اطلاعاتي تدبيرپرداز و ره‌آورد نوين استخراج شده است و قسمتي ديگر نيز از اطلاعاتي كه توسط سازمان بورس منتشر مي‌شود استخراج شده است.

متغيرهاي تحقيق

- بازده پورتفوي شركت‌های سرمايه‌گذاري برابر است با ميانگين وزني بازده پورتفوي كه $r = \sum_{j=1}^{N} x_g \, r_j$ و ميانگين بازده از طريق رابطه زير محاسبه مي‌شود
- بازده سهام شركت‌های سرمايه‌گذاري از رابطه $\bar{r} = \frac{\sum_{t=1}^{T} r_{it}}{T}$ محاسبه مي‌شود.
- بازده بورس از رابطه $r_{mt} = \frac{(P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}}$ محاسبه مي‌شود.
- بازده بدون ريسك (r_f) از ميانگين هندسي نرخ سود بانكي اعلام شده توسط بانك مركزي در دوره مذكور استفاده شده است.

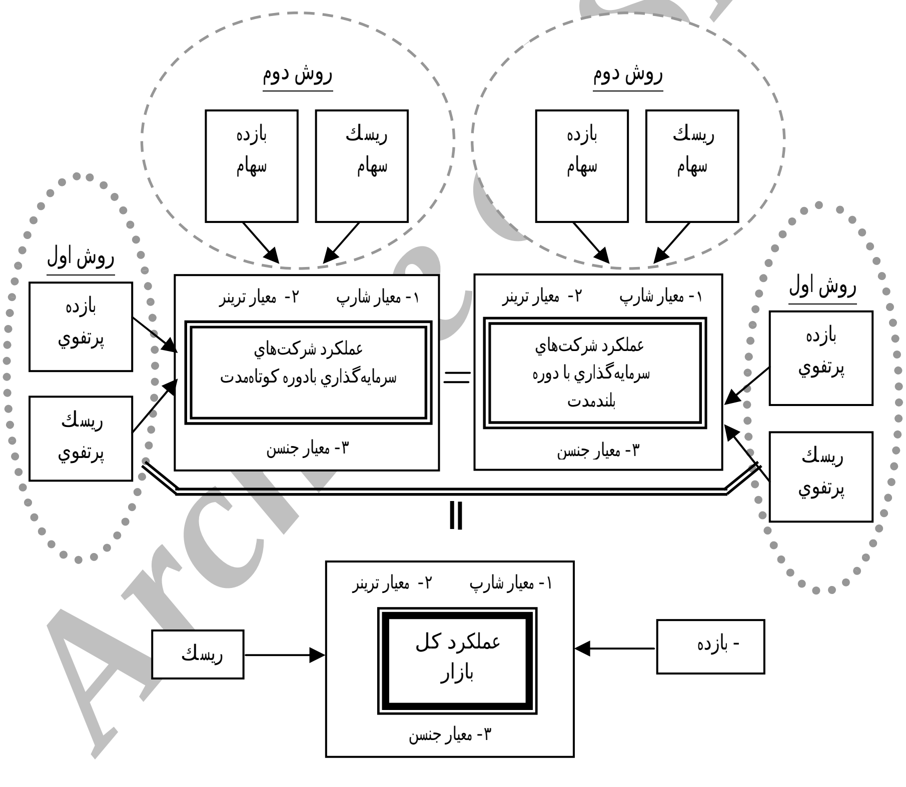
$$\sigma = \left[\frac{\sum_{t-1}^{T} \left(r_t - \bar{r}_p \right)^2}{T-1} \right]^{\frac{1}{2}}$$

- ريسك كل از رابطه محاسبه مي‌شود.
- ريسك سيستماتيك از رابطه زير محاسبه مي‌شود

$$\beta = \frac{\left(T \sum_{t-1}^{T} er_{mt} \, . \, er \right) - \left(\sum_{t-1}^{T} er_{mt} \, . \sum_{t-1}^{T} er \right)}{\left(T \sum_{t-1}^{T} er_{mt}^2 \right) - \left(\sum_{t-1}^{T} er_{mt} \right)^2}$$

در متغيرهاي تحقيق فوق r ميانگين وزني بازده در دوره t، x_g وزن دارايي j در پورتفوي، T دوره ۶۰ ماهه، $\bar{r}$ ميانگين حسابي بازده، r_{mt} بازده شاخص بورس است که از شاخص قيمت و بازده نقدي و شاخص ۵۰ شرکت فعال استفاده شده است و درصد تغيير ماهانه شاخص‌های مزبور است، er_{pt} بازده اضافي پرتفوي و برابر با $er_{pt} = r_{pt} - r_{ft}$ است، er_{mt} بازده اضافي بورس و برابر با $er_{mt} = r_{mt} - r_{ft}$ است، er_{ict} بازده اضافي سهام شرکت‌های سرمايه‌گذاري و برابر با $er_{ict} = r_{ict} - r_{ft}$ است. محاسبه بازده در بانك اطلاعاتي ره‌آورد نوين از طريق رابطه زير انجام گرفته است.

$$\text{بازده سهام شرکت‌هاي سرمايه‌پذير و سهام شرکت هاي سرمايه‌گذاري} = \frac{(\text{قيمت} - \text{قيمت پايه}) + DPS + (\text{حق تقدم} + \text{جايزه})}{\text{قيمت پايه} + (1000 \times \text{درصد افزايش از محل آورده})}$$



نمودار (۱): الگوي تحقيق

روش‌های آزمون فرضیات

از آن‌جاييكه تعداد نمونه تحقيق حاضر (n1=5 و n2=9) كوچك است و درباره توزيع جامعه نيز اطلاعاتي وجود ندارد (به دليل كوچك بودن نمونه) استفاده از روش‌های ناپارامتري براي آزمودن فرضيات تحقيق حاضر مناسب است تحقيق براساس روش‌های ناپارامتريك صورت گرفته است ليكن، فرضيه‌هاي تحقيق با روش پارامتريك نيز مورد آزمون قرار گرفته است. بنابراين براي مقايسه ميانگين دو جامعه از آزمون من- ويتني (ناپارامتري) و آزمون t استيودنت (پارامتري) استفاده شده است.

فرضيات تحقيق

فرضيه‌هاي تحقيق در قالب دو گروه زير مطرح مي‌شود كه فرضيات گروه اول براساس نتيجه‌اي كه از فرضيات گروه دوم حاصل مي‌شود، رد يا پذيرفته مي‌شود:

نگاره (۱): فرضيه‌های گروه اول و فرضيه‌های گروه دوم تحقيق

فرضيه‌هاي گروه اول	فرضيه‌هاي گروه دوم: آزمون برابري ميانگين - فرضيه اول	فرضيه دوم	فرضيه سوم
فرضيه اول گروه اول: H_1 : ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت و بلندمدت برابر نيست.	معيار شارپ	معيار ترينر	معيار جنسن
فرضيه دوم گروه اول: H_1 : ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري پذيرفته‌شده با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت با عملكرد بورس برابر نيست.	معيار شارپ	معيار ترينر	معيار جنسن
فرضيه سوم گروه اول: H_1 : ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري پذيرفته‌شده با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت با عملكرد بورس برابر نيست.	معيار شارپ	معيار ترينر	معيار جنسن

تجزیه و تحلیل اطلاعات

توصیف داده‌ها براساس ارزیابي عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاري

با استفاده از بازده و ریسك پرتفوي شرکت‌های سرمایه‌گذاري

آمار توصیفي که در نگاره (۲) مشاهده مي‌شود، مربوط به بازده و ریسك ماهانه پورتفوي اعضاي نمونه‌ها و رتبه‌بندي شرکت‌های سرمایه‌گذاري براي دوره زماني ۸۵-۸۱ است. همان‌طور که مشاهده مي‌شود، ضریب تعیین براي اکثر شرکت‌ها فاصله زیادي از مقدار یك دارد که نشان از تنوع بسیار اندك شرکت‌های سرمایه‌گذاري دارد. پس از محاسبه متغیرهاي مورد نیاز براي محاسبه معیارهاي ارزیابي عملکرد، شرکت‌های سرمایه‌گذاري براساس هر یك از معیارهاي فوق به ترتیب از بیشترین مقدار تا کمترین مقدار رتبه‌بندي شده‌اند.

نگاره (۲): شاخص‌های آماري مربوط به بازده و ریسك ماهانه اعضاي نمونه‌ها و رتبه‌بندي شرکت‌های سرمایه‌گذاري براي دوره زماني ۸۵-۸۱

دوره سرمایه‌گذاري	ردیف	نام شرکت سرمایه‌گذاري	میانگین بازده (%ماهانه)	انحراف معیار	بتا β	ضریب تعیین R^2	رتبه بر اساس معیارها: شارپ	ترینر	جنسن
بلندمدت	۱	توسعه صنایع بهشهر	۱/۴۲	۱۰/۱۴	۰/۵۳	۰/۰۹	۱۰	۱۱	۱۰
	۲	البرز	۱/۵۵	۷/۸۴	۰/۱۲	۰/۰۱	۹	۲	۵
	۳	صندوق بازنشستگی	۳/۰۲	۷/۵۲	۰/۹۹	۰/۵۹	۱	۳	۱
	۴	بانک ملی	۱/۲۲	۳/۵۰	۰/۴۴	۰/۵۶	۱۱	۱۲	۱۱
	۵	پارس توشه	۱/۶۹	۷/۱۲	۰/۰۵	۰/۰۰	۶	۱	۳
	۶	صنایع پتروشیمی	۰/۶۸	۸/۴۶	۰/۴۳	۰/۰۹	۱۳	۱۴	۱۵
	۷	رنا	۳/۸۱	۱۳/۱۵	۱/۶۹	۰/۵۷	۳	۴	۲
	۸	غدیر	۲/۱۳	۷/۱۸	۹۴	۰/۶۰	۵	۷	۷
	۹	ملی	۰/۷۳	۲/۶۴	۰/۳۴	۰/۵۸	۱۴	۱۵	۱۴
		کل شرکت‌های گروه	۱/۸۱	۱/۰۳	--	--			

ادامه نگاره (٢): شاخص‌های آماري مربوط به بازده و ريسك ماهانه اعضاي نمونه‌ها و رتبه‌بندي شركت‌های سرمايه‌گذاري براي دوره زماني ٨٥-٨١

دوره سرمایه‌گذاري	رديف	نام شركت سرمايه‌گذاري	ميانگين بازده (% ماهانه)	انحراف معيار	بتا β	ضريب تعيين R^2	رتبه بر اساس معيارها: شارپ	ترينر	جنسن
كوتاه مدت	١	توسعه صنعتی	١/٥٢	٤/٣١	٠/٤٩	٠/٤٤	٧	٩	٨
	٢	سپه	٢/٠٩	٤/٥٣	٠/٥٤	٠/٤٩	٤	٥	٤
	٣	صنعت بيمه	١/٦٣	٦/٠٧	٠/٧٩	٠/٥٨	٧	١٠	١٢
	٤	صنعت و معدن	١/١٢	٥/٣٣	٠/٥٤	٠/٣٥	١٢	١٣	١٣
	٥	ملت	١/٥٧	٧/١٢	٠/٥٥	٠/٢٠	٨	٨	٩
		كل شركت‌های گروه	١/٥٨	٠/٣٤٥	--	--			
		شاخص قيمت و بازده نقدي	٢/٥٤	٥/٨٨	١	١	٢	٦	٦

توصيف داده‌ها بر اساس ارزيابي عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري با استفاده از بازده و ريسك سهام شركت‌های سرمايه‌گذاري

آمار توصيفي كه در نگاره (٣) مشاهده مي‌شود، مربوط به بازده و ريسك ماهانه سهام اعضاي نمونه‌ها و رتبه‌بندي شركت‌های سرمايه‌گذاري است. براساس مقادير مشاهده شده در نگاره مزبور، ضريب تعيين براي اكثر شركت‌ها فاصله زيادي از مقدار يك دارد كه نشان از تنوع بسيار اندك شركت‌های سرمايه‌گذاري دارد. پس از محاسبه متغيرهاي مورد نياز براي محاسبه معيارهاي ارزيابي عملكرد، شركت‌های سرمايه‌گذاري براساس هر يك از معيارها به ترتيب بيشترين مقدار تا كمترين مقدار رتبه‌بندي شده‌اند.

نگاره (۳) : شاخص‌های آماري مربوط به بازده و ریسك ماهانه اعضاي نمونه‌ها و رتبه‌بندي شركت‌های سرمایه‌گذاري براي دوره زماني ۸۵-۸۱

دوره سرمایه‌گذاري	ردیف	نام شرکت	میانگین بازده (%) ماهانه	انحراف معیار	بتا β	ضریب تعیین R^2	رتبه بر اساس معیارها: شارپ	ترینر	جنسن
بلندمدت	۱	توسعه صنایع بهشهر	۱/۲۸	۱۲/۱	۰/۷۰	۰/۱۲	۱۲	۱۴	۱۲
	۲	البرز	۲/۴۱	۱۴/۱	۰/۹۱	۰/۱۴	۷	۸	۸
	۳	بازنشستگی	۴/۱۷	۱۲/۶	۰/۹۸	۰/۲۱	۱	۱	۱
	۴	بانک ملی	۲/۵۷	۱۲/۳	۰/۹۶	۰/۲۱	۶	۴	۵
	۵	پارس توشه	۱/۱۱	۸/۴۵	۰/۱۴	۰/۰۱	۱۳	۱۵	۱۰
	۶	صنایع پتروشیمی	۲/۹۳	۱۹/۴	۱/۲۸	۰/۱۵	۷	۵	۶
	۷	رنا	۴/۴۶	۲۱/۳	۲/۴۸	۰/۴۷	۳	۶	۴
	۸	غدیر	۳/۵۴	۱۰/۶	۱/۰۱	۰/۳۱	۲	۲	۲
	۹	ملی	۲/۰۴	۱۰/۱	۱/۳۶	۰/۶۲	۸	۱۱	۱۴
	کل شرکت‌های گروه		۲/۷۲	۱/۱۷	--	--			
کوتاه‌مدت	۱	توسعه صنعتی	۱/۴۸	۱۳/۳	۱/۲۵	۰/۳۱	۱۱	۱۳	۱۵
	۲	سپه	۲/۴۹	۱۰/۷	۱/۰۸	۰/۳۵	۵	۹	۹
	۳	صنعت بیمه	۲/۷۳	۱۰/۳	۱/۰۰	۰/۳۳	۴	۳	۳
	۴	صنعت و معدن	۱/۴۷	۱۰/۶	۰/۹۴	۰/۲۷	۱۰	۱۲	۱۳
	۴	ملت	۱/۸۶	۱۱/۹	۰/۹۴	۰/۲۱	۹	۱۰	۱۱
	کل شرکت‌های گروه		۲/۰۱	۰/۵۷	--	--			
	شاخص قیمت و بازده نقدي		۲/۴۶	۱/۰۴	--	--	۲	۷	۷

خلاصه نتايج حاصل از آزمون فرضيات با استفاده از شاخص قيمت و بازده نقدي به عنوان شاخص بازار

نگاره (۴) خلاصه نتايج حاصل از آزمون فرضيات با استفاده از شاخص قيمت و بازده نقدي به عنوان شاخص بازار را نشان مي‌دهد. براي نتيجه‌گيري درباره فرضيه‌هاي گروه اول، از آنجايي‌كه براساس نگاره (۲) شركت‌هاى سرمايه‌گذاري داراي تنوع مناسبي نيستند براساس معيار شارپ كه در محاسبه آن از معيار ريسك كل استفاده مي‌شود، تصميم‌گيري مي‌شود.

نگاره (۴): خلاصه نتايج آزمون‌هاي آماري فرضيه‌ها با استفاده از آزمون من- ويتني و t استيودنت در سطح اطمينان ۹۵ درصد

	روش اول: بازده پورتفوي			روش دوم: بازده سهام شركت‌هاى سرمايه‌گذاري		
	نتيجه آزمون آماري			نتيجه آزمون آماري		
	من- ويتني	t استيودنت	نتيجه	من- ويتني	t استيودنت	نتيجه
فرضيه اول گروه دوم	۰/۸۴۱	۰/۷۸۵	تأييد شد	۰/۵۰۴	۰/۴۱۲	تأييد شد
فرضيه دوم گروه دوم	۰/۶۴۱	۰/۵۸۵	تأييد شد	۰/۴۶۳	۰/۳۵۶	تأييد شد
فرضيه سوم گروه دوم	۰/۵۴۹	۰/۵۷۷	تأييد شد	۰/۱۶۲	۰/۱۵۳	تأييد شد
فرضيه اول گروه اول			تأييد شد			تأييد شد
فرضيه اول گروه دوم	۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	رد شد	۰/۰۳۴	۰/۰۰۵	رد شد
فرضيه دوم گروه دوم	۰/۶۷۱	۰/۹۸۶	تأييد شد	۰/۶۷۱	۰/۶۴۶	تأييد شد
فرضيه سوم گروه دوم	۰/۶۷۱	۰/۲۵۴	تأييد شد	۰/۶۷۱	۰/۷۹۷	تأييد شد
فرضيه دوم گروه اول			رد شد			رد شد
فرضيه اول گروه دوم	۰/۰۰۵	۰/۰۰۹	رد شد	۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	رد شد
فرضيه دوم گروه دوم	۰/۰۹۵	۰/۰۶	تأييد شد	۰/۰۹۵	۰/۰۹۹	تأييد شد
فرضيه سوم گروه دوم	۰/۰۹۵	۰/۰۵۷	تأييد شد	۰/۰۹۵	۰/۱۱	تأييد شد
فرضيه سوم گروه اول			رد شد			رد شد

۴-۵. خلاصه نتايج حاصل از آزمون فرضيات با استفاده از شاخص ۵۰ شركت فعال بورس به عنوان شاخص بازار

نگاره (۵) خلاصه نتايج حاصل از آزمون فرضيات با استفاده از شاخص ۵۰ شركت فعال بورس به‌عنوان شاخص بازار را نشان مي‌دهد. براي نتيجه‌گيري درباره فرضيه‌هاي گروه اول، بر اساس اينكه شركت‌هاى سـرمايه‌گذاري داراي تنوع مناسبي نيستند براسـاس

معيار شارپ كه در محاسبه آن از معيار ريسك كل استفاده مي‌شود، تصميم‌گيري مي‌شود.

نگاره (۵): خلاصه نتايج آزمون‌هاي آماري فرضيه‌ها با استفاده از آزمون من- ويتني با استفاده از شاخص ۵۰ شركت فعال بورس به عنوان شاخص بازار در سطح اطمينان ۹۵ درصد

		روش اول: بازده پورتفوي		روش دوم: بازده سهام	
		نتيجه آزمون آماري		نتيجه آزمون آماري	
	فرضيه اول گروه دوم	تأييد شد	۰/۸۴۱	تأييد شد	۰/۵۰۴
	فرضيه دوم گروه دوم	تأييد شد	۰/۷۳۹	تأييد شد	۰/۳۸۶
	فرضيه سوم گروه دوم	تأييد شد	۰/۸۴۱	تأييد شد	۰/۱۶۲
فرضيه اول گروه اول:			تأييد شد		تأييد شد
	فرضيه اول گروه دوم	تأييد شد	۰/۲۰۳	تأييد شد	۰/۶۷۱
	فرضيه دوم گروه دوم	تأييد شد	۰/۶۷۱	تأييد شد	۰/۲۰۳
	فرضيه سوم گروه دوم	تأييد شد	۰/۶۷۱	تأييد شد	۰/۲۰۳
فرضيه دوم گروه اول			تأييد شد		تأييد شد
	فرضيه اول گروه دوم	تأييد شد	۰/۰۹۴	تأييد شد	۰/۵۷۶
	فرضيه دوم گروه دوم	تأييد شد	۰/۰۹۵	تأييد شد	۰/۵۷۷
	فرضيه سوم گروه دوم	تأييد شد	۰/۲۳۹	تأييد شد	۰/۵۷۷
فرضيه سوم گروه اول			تأييد شد		تأييد شد

نتيجه‌گيري

با توجه به نتايج آزمون‌هاي آماري، نتايج حاصل از تحقيق نيز در سه بخش قابل ارائه است.

ارزيابي براساس بازده پورتفوي شركت‌هاي سرمايه‌گذاري

همان‌طور كه مشاهده شد، فرضيه اول گروه اول پذيرفته شد بنابراين مي‌توان چنين نتيجه گرفت كه دوره سرمايه‌گذاري، عملكرد شركت‌هاي سرمايه‌گذاري را تحت تأثير قرار نمي‌دهد و عملكرد شركت‌هاي سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري متفاوت، برابر است. هم‌چنين، فرضيه دوم و سوم گروه اول رد شد. بنابراين مي‌توان چنين نتيجه گرفت كه ميانگين عملكرد شركت‌هاي سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و

كوتاه‌مدت با عملكرد بورس برابر نبوده است و با توجه به رتبه شركت‌های فوق در نگاره (۲)، عملكرد ضعيف‌تري نسبت به بورس داشته‌اند. دليل اين عملكرد ضعيف را با توجه به مقادير ضريب تعيين نگاره (۲) مي‌توان در تنوع كم پورتفوي بورسي شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري جست. هم‌چنين ميانگين بازده كسب شده توسط شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و كوتاه‌مدت كمتر از ميانگين بازده بورس است كه نشان از اين دارد كه مديران شركت‌های مزبور نتوانسته‌اند اوراق بهاداري كه بطور نامناسبي قيمت‌گذاري شده‌اند را به پورتفوي خود بيافزايند.

ارزيابي بر اساس بازده سهام شركت‌های سرمايه‌گذاري

همان‌طور كه مشاهده شد، فرضيه اول گروه اول پذيرفته شد بنابراين مي‌توان چنين نتيجه گرفت كه دوره سرمايه‌گذاري عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري را تحت تأثير قرار نمي‌دهد و عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و كوتاه‌مدت، برابر است. هم‌چنين فرضيه دوم و سوم گروه اول رد شد. بنابراين مي‌توان چنين نتيجه گرفت كه ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و كوتاه‌مدت با عملكرد بورس برابر نبوده است و با توجه به رتبه شركت‌های فوق در نگاره (۳)، عملكرد ضعيف‌تري نسبت به بورس داشته‌اند و سهامداران اين شركت‌ها اگر چه بازدهي بيشتر از بورس را كسب نموده‌اند، ريسك به نسبت بيشتري را نيز تحمل نموده‌اند. همان‌طور كه در نگاره (۳) مشاهده شد، ميانگين بازده سهام شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت بيشتر از ميانگين بازده بورس است كه نشان از اين دارد كه مديران شركت‌های مزبور توانسته‌اند اوراق بهاداري كه بطور نامناسبي قيمت‌گذاري شده‌اند (با ارزش ذاتي بيشتر) را به پورتفوي خود بيافزايند در حاليكه مديران شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت نتوانسته‌اند اوراق بهادار كه بطور نامناسبي قيمت‌گذاري شده‌اند را به پورتفوي خود بيافزايند.

سایر نتايج حاصل از تحقيق

يكي از انتقاداتي كه در مورد معيارهاي ارزيابي عملكرد مطرح بود، شاخص مبنا بود كه تحقيقات نشان داده بود ارزيابي عملكرد، تحت تأثير شاخصي است كه به عنوان

شاخص مبنا در نظر گرفته مي‌شود. براي بررسي اين مورد، شاخص ۵۰ شركت فعال بورس به عنوان شاخص بورس براي ارزيابي عملكرد مورد بررسي قرار گرفت كه بر اساس اين شاخص، ميانگين عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت و كوتاه‌مدت با بورس برابر است كه نتايج آن در نگاره (۵) مشاهده مي‌شود. براي اين نتيجه مي‌توان دو علت زير را مطرح نمود:

شركت‌هايي وجود داشته‌اند كه اگر چه فاكتورهاي لازم براي ورود به ليست ۵۰ شركت فعال بورس (فاكتورهايي مانند نقدشوندگي بالا، ميانگين ارزش جاري سهم) را نداشته‌اند ولي عملكرد بهتري نسبت به ۵۰ شركت فعال داشته‌اند.

مقايسه نتايج تحقيق با نتايج تحقيقات قبلي

مشابه نتايج تحقيقات جنسن (۱۹۶۸) و ماليكل (۱۹۹۵) ، نتايج تحقيق حاضر نشان داد كه برخي شركت‌های سرمايه‌گذاري اگرچه توانسته‌اند بازدهي اضافي نسبت به شاخص بورس كسب نمايند ولي با توجه به ريسك پورتفوي، عملكردي ضعيفي داشته‌اند اما با تحقيقات چن و همكاران (۲۰۰۰) مخالف است چرا كه طبق نظر ايشان، شركت‌های سرمايه‌گذاري توانسته بودند عملكردي بهتر از بورس را كسب نمايند.

در مورد تأثير دوره سرمايه‌گذاري بر عملكرد شركت‌های سرمايه‌گذاري مي‌توان نتايج تحقيق حاضر را با تحقيقات چن و همكاران (۱۹۹۲) و چن لين (۲۰۰۶) مقايسه نمود كه طبق نتايج تحقيقات ايشان، شركت‌هايي كه بلندمدت سرمايه‌گذاري مي‌كنند و به دنبال كسب منافع بزرگ هستند، عملكرد بهتري نسبت به بورس داشته‌اند درحاليكه نتايج اين تحقيق نشان داد كه عملكرد شركت‌های با دوره سرمايه‌گذاري بلندمدت (مانند شركت‌های با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت) ضعيف‌تر از عملكرد بورس بوده است. در نهايت به تحقيقات گاسپر و همكاران (۲۰۰۵) اشاره مي‌شود كه مشابه نتايج تحقيق حاضر، شركت‌های با دوره سرمايه‌گذاري كوتاه‌مدت بازده كمتري را نسبت به بورس كسب نموده بودند.

منابع

۱. اسلامي بيدگلي، غلامرضا.؛ تهراني، رضا و شيرازيان، زهرا. (۱۳۸۴بهار و تابستان). «بررسي رابطه بين عملكرد شركت‌هاى سرمايه‌گذاري بر اساس سه شاخص ترينر،جنسن و شارپ با اندازه و نقدشوندگي آنها»، مجله تحقيقات مالي، دانشگاه تهران، شماره ۱۹، ص ص۳-۲۴.

۲. انواري رستمي، علي اصغر.؛ ختن‌لو، محسن. (بهار ۱۳۸۵). «بررسي مقايسه‌اي رتبه‌بندي شركت‌هاي برتر براساس نسبت‌هاي سودآوري و شاخص‌هاي بورس اوراق بهادار تهران». مجله بررسي‌هاي حسابداري و حسابرسي دانشگاه تهران. شماره ۴۳، ص ۴۳- ۲۵.

۳. «پيام سرمايه‌گذاري». (مهر۱۳۸۱). نشريه موسسه توسعه صنعت سرمايه‌گذاري، شماره ۸.

۴. خاكي، غلامرضا. (۱۳۸۴). «روش تحقيق با رويكردي به پايان‌نامه نويسي»، چاپ دوم، تهران: بازتاب.

۵. صفري، محسن. (۱۳۸۱). «ارزيابي عملكرد شركت‌هاى سرمايه‌گذاري فعال در بورس تهران بر اساس شاخص‌هاى شارپ و ترينر». پايان‌نامه كارشناسي ارشد، دانشكده مديريت دانشگاه تهران.

۶. عرب‌مازار يزدي، محمد.؛ مشايخ، شهناز. (زمستان ۱۳۸۴). «بررسي عملكرد شركت‌هاي سرمايه‌گذاري پذيرفته شده در بورس تهران در دوره ۱۳۸۰-۱۳۷۴». مجله بررسي‌هاي حسابداري و حسابرسي دانشگاه تهران. شماره ۴۲، ص ص ۶۰- ۴۱.

۷. هاگن، رابرت. (۱۳۸۴). «تئوري نوين سرمايه‌گذاري»، ترجمه علي پارساييان و همكاران، جلد اول، تهران: ترمه.

8. Artikis, P. George. (2003). "Performance Evaluation: A Case Study of the Greek Balanced Mutual Fund", Journal of Managerial Finance, Vol. 29, No. 9.

9. Berkowitz, M. K. and Qiu, J. (2003). "Ownership, Risk and Performance of Mutual Fund Management Companies", Journal of Economics and Business. 55. pp: 109- 134

10. Basso, A. and Funari, S. (2001). "A Data Envelopment Analysis Approach to Measure The Mutual Fund Performance", European Journal of Operational Research. 135. pp: 477- 492.

11. Chandra, S., and Shadel, W. (2007). "Crossing Disciplinary Boundaries: Applying Financial Portfolio Theory to Model the Organization of the Self-concept", Journal of Research in Personality, Vol. 41, pp: 346- 373.

12. Chen, R.; Cheng, F.; Rahman, S. and Cang, A. (1992)."A Cross-Sectional Analysis of Mutual Funds' Mmarket Timing and Security Selection Skill", Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 19, No, 5, pp: 660- 675.

13. Chen, H.-L., Jegadeesh, N., and Wermers, R. (September 2000). "The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, No. 3. pp: 343- 368.

14. Chen lin, M. (2006). "An Examination of the Determinants of Mutual Fund Performance Over Different Investment Horizons", International Journal of Management, Vol. 23, No. 1, pp: 147- 156.

15. Corrado, J. Ch. and Bradford, J. D. (2000). "Fundamental of Investmenst", Singapore: McGrow- HILL.

16. Gaspar, J., Massa, M., and Matos, P. (2005). "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics. Vol. 76, pp: 135- 165.

17. Hillebrand, M., and Wenzelburger, J. (2006). "The Impact of Multiperiod Planning Horizons on Portfolios and Asset Prices in a Dynamic CAPM". Journal of Mathematical Economics. Vol. 42. pp: 565- 593.

18. Huij, J., and Verbeek, M. (2007). "Cross-Sectional Learning and Short-run Persistence in Mutual Fund Performance", Journal of Banking & Finance, Vol. 31. pp: 973- 997.

19. Jayadev, M. (1998). "Performance Evaluation of Portfolio Managers: An Empirical Evidence on Indian Mutual Funds", The ICFAI Journal of Applied Finance, Vol. x, No. 1, pp: 73- 84.

20. Jensen, M. (1968). "The Performance of Mutual Fund in the Period 1945 - 1964", Journal of Finance, Vol. 5, No. 2, pp: 389- 416.