

## ارزیابی عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

نرگس سرلک<sup>۱</sup>

امیر صفری<sup>۲</sup>

حمیده آلانی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۱/۱۵

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۲/۰۶/۰۴

### چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با سایر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران است. مبنا تحلیل ریسک و بازدهی، با استفاده از مدلی ترکیبی مشتمل بر این دو معیار ارزیابی است. مدل به‌کاررفته برای ارزیابی پرتفوی در این تحقیق (مدل شارپ)، بر مبنای تئوری CAPM است. بدین منظور فرض شده است که اختلاف معناداری بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه و پرتفوی سرمایه‌گذاری سایر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (شاخص مبنا) وجود دارد. جامعه آماری تحقیق شامل چهار شرکت بیمه و قلمرو زمانی، سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ بوده است. آزمون فرض پژوهش با استفاده از آزمون آماری one sample t-test در نرم‌افزار SPSS، انجام پذیرفت.

نتایج به‌دست‌آمده از مقایسه شاخص شارپ محاسبه‌شده برای شرکت‌های مذکور و شاخص مبنا، فرضیه اصلی تحقیق را تأیید می‌کند. لذا ضروری است شرکت‌های بیمه، عملکرد خود را از طریق افزایش بازده و کاهش ریسک بهبود دهند.

**واژگان کلیدی:** شرکت‌های بیمه، پرتفوی سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد، مدل شارپ، تئوری CAPM

(Email: Sarlak.narges@gmail.com)

۱. استادیار دانشگاه قم

(Email: amirsafari2003@yahoo.com)

۲. دکتری مدیریت مالی

(Email: hamid5112@gmail.com)

۳. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه قم (نویسنده مسئول)

## ۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری‌ها، دارایی‌هایی هستند که برای کسب سود نگهداری می‌شوند و دارای یک فرایند دو بعدی ریسک و بازده می‌باشند. سرمایه‌گذار به منظور کاهش ریسک و افزایش بازده، مبادرت به نگهداری انواع مختلفی از دارایی‌ها با ریسک و بازده متفاوت می‌نماید. به ترکیب مناسب از سهام یا سایر دارایی‌ها که سرمایه‌گذار انتخاب کرده، سبد یا پرتفوی سرمایه‌گذاری می‌گویند. هدف از انتخاب یک پرتفوی، تنوع‌بخشی در سرمایه‌گذاری‌ها و داشتن دارایی‌های مختلف در یک سبد سرمایه‌گذاری است، به‌صورتی که بازده یا ارزش پرتفوی حداکثر شده و ریسک آن حداقل گردد.

مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری شامل تجزیه و تحلیل ترکیب سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت نگهداری مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری‌هاست. در حقیقت مدیریت پرتفوی به سرمایه‌گذار کمک می‌کند تا با خرید و فروش انواع مختلفی از دارایی‌ها در زمان مناسب، بهترین سبد را تشکیل دهد؛ به‌صورتی که در یک سطح بازده خاص، حداقل ریسک را داشته باشد یا در یک سطح خاص ریسک، حداکثر بازده را کسب نماید. مدیریت پرتفوی یک فرایند پویاست، بدین معنی که با توجه به اهداف و استراتژی‌های شرکت و شرایط متغیر اقتصادی جامعه، سبد سرمایه‌گذاری باید به‌طور مداوم ارزیابی شود تا در زمان لازم بتوان تغییرات موردنیاز را در ترکیب دارایی‌های پرتفوی اعمال نمود.

منظور از ارزیابی عملکرد در حقیقت، توجه بدین مطلب است که چگونه مدیر سرمایه‌گذاری می‌تواند بین بازده بالا و ریسک مورد قبول توازن ایجاد کند. ارزیابی عملکرد پرتفوی در حقیقت آخرین مرحله از فرایند مدیریت سرمایه‌گذاری است که می‌توان آن را یک سازوکار کنترلی و بازخورد دانست که در فرایند مدیریت سرمایه‌گذاری بسیار مؤثر است.

امروزه بر کسی پوشیده نیست که از عوامل اصلی و مهم رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، افزایش سرمایه‌گذاری‌های مولد در آن جامعه است. این مطلب به ویژه در کشوری چون ایران با مشخصه‌هایی نظیر بازسازی و نوسازی ظرفیت‌های تولیدی، افزایش تولید ناخالص ملی، فراهم کردن اشتغال‌های مولد و هدایت اقتصاد از فعالیت‌های غیرمولد به مولد، کاهش وابستگی در زمینه فرآورده‌های استراتژیک و دست آخر، اعمال سیاست‌های خصوصی‌سازی و مهار تورم از طریق افزایش تولید، حائز اهمیت است.

در کشور ما غیر از بانک‌ها که به اصطلاح تأمین‌کننده اعتبارات کوتاه‌مدت یا میان‌مدت واحدهای اقتصادی شناخته می‌شوند، بیمه نیز به منزله یک منبع مهم تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نقش مهمی در اقتصاد کشور ایفا می‌کند. به این ترتیب سرمایه‌گذاری از محل سرمایه و ذخایر فنی، یکی از وظایف مهم شرکت‌های بیمه است. سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه را قادر می‌سازد تا زیان‌های تعهدشده احتمالی خود را پوشش داده و سودی قابل ملاحظه کسب کنند (Hao and Hao, 2006).

بنابراین صنعت بیمه، گذشته از عملکرد ویژه خود یعنی تأمین و جبران خسارت می‌تواند به صورت یک منبع تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، نقش مهمی در اقتصاد ایفا کند. در این مؤسسات انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری، اهمیت بسیاری دارد؛ زیرا تصمیم‌گیری در زمینه سرمایه‌گذاری، تابع عوامل پیچیده‌ای است. از یک سو مدیران سرمایه‌گذاری باید هم‌زمان به سه عامل سوددهی، قابلیت تبدیل به پول نقد و اطمینان از اصل سرمایه توجه داشته باشند و از دیگر سو، منابع مالی این شرکت‌ها از نظر قابلیت استفاده در سرمایه‌گذاری دارای خصایص ویژه‌ای است. افزون بر این، سرمایه‌گذاری از محل ذخایر فنی (با توجه به اینکه ذخایر به بیمه‌گذاران تعلق دارد و لزوم اعمال نظارت و کنترل بر وضعیت مالی و نقدینگی شرکت‌های بیمه) تابع مقررات و محدودیت‌های

خاصی است. بدین لحاظ است که امروزه مدیریت سرمایه‌گذاری نقش مهم و درخور توجهی در شرکت‌های بیمه یافته است.

گذشته از این با در نظر گرفتن شرایط پیچیده و رقابتی جامعه و تغییر از یک نظام انحصار دولتی به فضای رقابتی که طی چند سال اخیر شکل گرفته است و با اجرای طرح تحول صنعت بیمه و آزادسازی تعرفه‌ها، شرکت‌های بیمه باید بیش از پیش بر مدیریت بهینه سرمایه‌گذاری تأکید داشته باشند و با توجه به تحولات اقتصادی اخیر باید بتوانند وجوه ناشی از سرمایه یا ذخایر فنی شرکت را در جایی سرمایه‌گذاری کنند که نه تنها ارزش آنها کاهش نیافته بلکه بیشترین سود ممکن نصیب شرکت‌ها گردد تا حتی بتوانند از این طریق زیان ناشی از نرخ‌شکنی را با این سود جبران نمایند. این تحقیق به بررسی و تحلیل پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پرداخته و عملکرد آنها را با بقیه شرکت‌ها مقایسه می‌کند، تا از این طریق شرکت‌های بیمه به جایگاه خود در مقایسه با سایر شرکت‌ها پی ببرند.

## ۲. پیشینه تحقیق

### ۲-۱. تحقیقات خارجی

مک دونالد<sup>۱</sup>، معیارهای شارپ، ترینر و جنسن<sup>۲</sup> را برای ۱۲۳ صندوق سرمایه‌گذاری با استفاده از اطلاعات ماهانه برای دوره بین ۱۹۶۹-۱۹۶۰ برآورد کرده است. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که اکثریت صندوق‌ها به خوبی شاخص بورس نیویورک عمل نکرده‌اند.

جایادیو<sup>۳</sup> به بررسی عملکرد دو دسته شرکت سرمایه‌گذاری در حال رشد به نام‌های مگنوم و مسترگین<sup>۴</sup> در هند پرداخته است. محقق در ارزیابی خود از شاخص‌های

- 
1. McDonald, 1974
  2. Sharpe, Traynor and Jensen
  3. Jayadev, 1999
  4. Magnum and Mastergin

شارپ، ترینر و جنسن استفاده کرده و دوره مورد بررسی از ژوئن ۱۹۹۲ تا مارس ۱۹۹۴ است. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که اولاً هرچند مگنوم، پرتفوی متنوعی داشته اما مدیر نتوانسته سهام با ارزش ذاتی بالا را به موقع در پرتفوی داشته باشد. ثانیاً عواملی مثل ویژگی‌های کیفی مدیران شامل سن، تجربه، آموزش و ...، در عملکرد پرتفوی مؤثر است.

شامشر و همکارانش<sup>۱</sup>، تحقیقی بر عملکرد ۴۱ صندوق فعال و غیرفعال در مالزی برای دوره ۱۹۹۹ - ۱۹۹۵ انجام دادند و عملکردشان را با استفاده از شاخص‌های شارپ، ترینر و جنسن اندازه‌گیری کردند. یافته‌ها حاکی از آن است که تفاوت معناداری در عملکرد صندوق‌های فعال و غیرفعال وجود ندارد. به علاوه، بازده این صندوق‌ها کمتر از بازده پرتفوی بازار بوده است.

ردمن و همکارانش<sup>۲</sup>، ۷ پرتفوی سرمایه‌گذاری در آمریکا را با استفاده از شاخص‌های شارپ، ترینر و آلفای جنسن، برای دو دوره زمانی از سال‌های (۱۹۸۹ - ۱۹۸۵) و (۱۹۹۴ - ۱۹۹۰) بررسی نمودند و با استفاده از نتایج به‌دست‌آمده، این ۷ شرکت را رتبه‌بندی نمودند. نتیجه این تحقیق مشخص ساخت که رتبه‌بندی حاصل از دو معیار شارپ و ترینر برای هفت پرتفوی دقیقاً یکی بودند و این امر نشان می‌دهد که شاخص به‌دست‌آمده، با استفاده از ریسک کل و ریسک سیستماتیک، نتایج یکسانی داشته است. بنابراین ریسک کل به ریسک سیستماتیک نزدیک است.

آرتیکیس<sup>۳</sup>، پژوهشی بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در یونان انجام داد و عملکرد ۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری داخلی فعال در بازارهای مالی را در دوره زمانی ۱۹۹۸ - ۱۹۹۵، بر اساس سه شاخص شارپ، ترینر و جنسن ارزیابی کرد. این شرکت‌ها طی دوره زمانی مورد بررسی بازده کمتری نسبت به بازار بورس آتن کسب کرده‌اند و

---

1. Shamsheer et al., 2000  
2. Redman et al., 2000  
3. Artikis, 2003

درعین حال به طور قابل توجهی ریسک کمتری را نیز نسبت به بازار متحمل شده‌اند. بنابراین با توجه به ریسک، بازدهی رضایت‌بخشی کسب کرده‌اند (بازدهی تعدیل‌شده). بر اساس شاخص جنسن، ۷ شرکت، بازدهی تعدیل‌شده نسبت به ریسک بالاتری نسبت به بازار کسب کرده و ۳ شرکت دیگر، بازدهی تعدیل‌شده نسبت به ریسک کمتری نسبت به بازار به دست آورده‌اند. بتای کوچک‌تر از ۱ همه این شرکت‌ها، نشانی از سیاست سرمایه‌گذاری تدافعی آنهاست.

هوچیا و هویانسو<sup>۱</sup>، با استفاده از تئوری پرتفوی مدرن (مارکوویتز) به تحلیل ابزارهای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیمه چینی پرداخته‌اند و با فرمول‌بندی مجموعه‌ای از مدل‌ها، یک پرتفوی مطلوب برای شرکت‌های بیمه پیشنهاد کرده‌اند و نیز پیشنهادهایی برای بهبود مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیمه چینی ارائه نموده‌اند. اطلاعات آماری این مقاله در مورد نمونه انتخابی برای سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ از سال‌نامه آماری بیمه چین استخراج شده و تحلیل‌های لازم بر آنها انجام گرفته است. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که طی این دوره، بازده پرتفوی افزایش یافته، سهم اوراق تجاری حفظ شده و سهم اوراق خزانه و سهام افزایش یافته و بالعکس سهم سپرده کاهش یافته است. بنابراین، پیشنهاد گردیده است که اگر شرکت‌های بیمه چینی خواهان کسب بازده سرمایه‌گذاری بالاتر هستند، لازم است میزان سرمایه‌گذاری در سپرده بانکی را کاهش و میزان سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سهام را با کنترل مؤثر ریسک افزایش دهند.

دبایش<sup>۲</sup>، تحقیقی به منظور مطالعه عملکرد طرح سرمایه‌گذاری بر مبنای مدل‌های برگرفته از رابطه ریسک و بازده و شاخص‌های مربوط به آنها انجام داده است. در این تحقیق، جمعاً ۲۳ طرح عرضه‌شده توسط ۶ شرکت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و ۳

شرکت سرمایه‌گذاری بخش دولتی در طول دوره ۲۰۰۹-۱۹۹۶ بررسی شده است. تحلیل فوق بر مبنای میانگین بازده، ریسک بتا، ضریب تعیین، شاخص شارپ، شاخص ترینر و آلفای جنسن انجام شده است. داده‌های تحقیق از وبسایت رسمی بورس هند به دست آمده است. در پایان محقق به این نتیجه رسیده است که بر طبق مدل‌های رابطه ریسک و بازده، شرکت‌های فرانکلین تمپلتون<sup>۱</sup> و یوتی‌آی<sup>۲</sup> بهترین عملکرد و بیرلا سان لایف<sup>۳</sup>، اچ دی اف سی<sup>۴</sup> و ال‌آی‌سی<sup>۵</sup> (شرکت‌های بیمه عمر) نیز ضعیف‌ترین عملکرد را نسبت به سایر شرکت‌های نمونه طی دوره مورد بررسی داشته‌اند.

## ۲-۲. تحقیقات داخلی

صفری (۱۳۷۵)، به بررسی وضعیت و عملکرد پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه و بیمه مرکزی ج.ا.ا. پرداخته است. در این تحقیق پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های بیمه ایران، دانا، آسیا، البرز و بیمه مرکزی طی سال‌های ۱۳۷۳ - ۱۳۶۸، با استفاده از مدل ارزشیابی دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۶</sup> و نسبت پاداش به ریسک کل<sup>۷</sup> مورد بررسی و مقایسه قرار گرفته و شاخص قیمت سهام در بورس تهران به عنوان شاخص مبنا انتخاب شده است. نتایج ارزیابی‌ها در این تحقیق نشان می‌دهد که تمام شرکت‌های بیمه و بیمه مرکزی ج.ا.ا. عملکرد پرتفوی ضعیفی نسبت به عملکرد پرتفوی مبنا طی دوره مورد بررسی داشته‌اند.

امرالهی (۱۳۷۸)، سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه را در سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بررسی کرده است. ارزیابی عملکرد شرکت‌های

- 
1. Franklin Templeton
  2. UTI
  3. Birla Sunlife
  4. HDFC
  5. LIC
  6. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
  7. Reward- to-Variability Ratio (RVAR<sub>p</sub>)

بیمه در این تحقیق بر اساس مدل ارزشیابی دارایی‌های سرمایه‌ای و معیارهای شارپ، ترینر و جنسن صورت گرفته است. به دلیل بالا بودن میزان منابع مالی در شرکت بیمه ایران و شرکت بیمه مرکزی ج.ا.ا نسبت به دیگر شرکت‌های بیمه فعال در کشور، این دو نمونه، در طی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۷۲، برای بررسی وضعیت سرمایه‌گذاری‌شان انتخاب شده‌اند. این تحقیق برای بازه زمانی ۱۳۷۶-۱۳۷۲ صورت گرفته و آزمون فرضیه بر اساس یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی و از طریق تجزیه و تحلیل واریانس یک طرفه<sup>۱</sup> انجام شده است. با آزمون‌های انجام شده، در نهایت، کارایی پرتفوی اوراق بهادار شرکت‌های بیمه، اثبات شده است.

کمال‌وند (۱۳۸۰)، به بررسی تأثیر ریسک بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه در بورس تهران پرداخته است. در این تحقیق از کل جامعه آماری (تمام شرکت‌های بیمه کشور)، نمونه آماری شامل شرکت‌های بیمه ایران و بیمه دانا است (با توجه به محدودیت زمانی و همکاری این شرکت‌ها در دادن اطلاعات)، و برای جمع‌آوری اطلاعات، اطلاعات مربوط به بازده سه ماهه ۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۷۸-۱۳۷۲ جمع‌آوری شده است. مدل تحقیق یک مدل رگرسیون خطی دو متغیره است. نتیجه‌گیری کلی که از این تحقیق به دست آمده نشان می‌دهد بین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه در اوراق بهادار، همبستگی مثبت وجود دارد و با توجه به ضریب تعیین به دست آمده می‌توان گفت که عملکرد شرکت‌های بیمه در این زمینه نسبتاً مطلوب است.

متین‌فرد (۱۳۸۱)، به بررسی سرمایه‌گذاری بیمه البرز در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در نهایت به بررسی مالکیت آن سهام بین سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۷۴ پرداخته و آنها را از جنبه‌های گوناگون (شاخص عملکرد، ریسک و



بازده) بررسی کرده است. در ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های این شرکت از مدل CAPM استفاده شده است.

در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیات، بازده سرمایه‌گذاری‌ها، انحراف معیار (ریسک) و شاخص عملکرد پرتفوی (شاخص شارپ) برای دارایی‌های شرکت بیمه مذکور محاسبه و نهایتاً با شاخص بازار (شاخص بورس اوراق بهادار تهران)، مقایسه شده است. در پایان محقق نتیجه‌گیری کرده است که پرتفوی اوراق بهادار شرکت بیمه نام‌برده در دوره زمانی مورد بررسی، کارایی (بازده، ریسک و شاخص عملکرد) مطلوبی نداشته است و این پرتفوی در این دوره پنج ساله کارا نبوده است.

کباری (۱۳۸۲)، با نگاهی دقیق‌تر به بازارهای پولی و مالی و تئوری‌های مربوطه (نظیر تئوری پرتفوی مارکوویتز) به بررسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۷۶ پرداخته است. در این بررسی سعی گردیده است تا با طبقه‌بندی این شرکت‌ها، ساختار زمانی، فرایند تشکیل و نقش آنان و همچنین ریسک و بازده پرتفوی آنان مورد توجه قرار گیرد. محقق در این پژوهش قصد دارد به این دو سؤال مهم پاسخ دهد:

- عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران

طی دوره فوق، چگونه بوده است؟

- آیا عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مناسب بوده است یا خیر؟

در ادامه با استفاده از شاخص شارپ، عملکرد پرتفوی نمونه انتخابی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در قالب فرضیات تحقیق مورد ارزیابی قرار گرفته و در پایان پیشنهادهای عملیاتی و اجرایی در این راستا به همراه زمینه‌های پیش روی تحقیقات آتی ارائه گردیده است.

رضازاده (۱۳۸۵)، به بررسی تحلیلی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با شاخص بازار و سایر شرکت‌ها به کمک مدل‌های ارزیابی شناخته‌شده پرداخته است. داده‌های این تحقیق به کمک اطلاعات ماهانه شرکت‌های سرمایه‌گذاری منتشر شده از طریق بورس اوراق بهادار جمع‌آوری گردیده است. جامعه آماری این تحقیق شامل ۱۴ شرکت سرمایه‌گذاری در قالب ۱۸۸ شرکت سرمایه‌پذیر است که سهام آنها از فروردین ۱۳۸۱ تا اسفند ۱۳۸۳ بررسی شده است. متغیرهای اصلی تحقیق، بازده، ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک، شاخص‌های ترینر، جنسن، شارپ،  $M^2$  و نسبت ارزیابی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد بهتری از سبد بازار نداشته‌اند و برای ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری توجه به ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک توأمان ضروری است.

تهرانی و همکارانش<sup>۱</sup> عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران (طی دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۰) را با استفاده از شاخص‌های شارپ، ترینر و آلفای جنسن ارزیابی کردند. شاخص مبنا در این تحقیق، شاخص کل بورس تهران در نظر گرفته شده است. این مقاله ۱۰ شرکت برتر سرمایه‌گذاری را مطابق با سه شاخص مورد استفاده درجه‌بندی کرده است. نتیجه نشان می‌دهد که تفاوت مهمی بین رتبه‌بندی این سه شاخص وجود ندارد. علاوه بر این، یک همبستگی مثبت بین تنوع‌پذیری پرتفوی و عامل ریسک وجود دارد. همچنین رابطه بین ریسک و بازده به طور معنادار و مهمی مثبت است. ضمناً این تحقیق نشان می‌دهد، مدیران ۵ شرکت برتر سرمایه‌گذاری لیست شده بر مبنای شاخص آلفای جنسن، عملکرد نسبی بهتری نسبت به بازار ندارند.

احمدپور و عموزاد مهدیرجی (۱۳۸۶)، در تحقیق خود به دنبال یافتن پاسخ این سؤال هستند که «آیا بازده حاصل از سرمایه‌گذاری، ریسک مالی و تجاری را پوشش

می‌دهد؟». روش تحقیق علمی مقایسه‌ای از نوع همبستگی بوده است. داده‌های مورد استفاده، اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی، صورت سود و زیان شرکت‌ها، اطلاعات قیمت سهام، مزایای سهام (سود نقدی، سود سهمی و حق تقدم) و درصد افزایش سرمایه آن طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۰ است. دستاورد تحقیق این است که شرکت بیمه آسیا توانسته با تشکیل یک پرتفوی متنوع، ریسک مالی و ریسک تجاری را بی‌اثر و قسمتی از ریسک کل را کاهش دهد.

### ۳. ضرورت انجام تحقیق

با مطالعه پیشینه تحقیق مشخص شد که مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها از اهمیت خاصی برخوردار است. به ویژه که مدیریت پرتفوی در مورد شرکت‌های سرمایه‌گذاری نظیر بیمه مطرح باشد که جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری، شریان حیاتی آنهاست.

تجربه دنیا، بیانگر آن است که بخش بیمه به مثابه جزیی از صنعت مالی باید رابطه متقابل صحیحی با کل بازار سرمایه برقرار کند. این رابطه از دو طریق برقرار می‌شود؛ از یک طرف، توسعه کسب‌وکار بیمه به بازار سرمایه کارآمدی نیازمند است و از طرف دیگر رشد بازار سرمایه در گرو نقش فعال وجوه بیمه‌ای است. روند هم‌گرایی دو بازار سنتی در نظام مالی، یعنی بازار بیمه و بازار سرمایه در جهان کاملاً ملموس است. بنابراین شتاب بخشیدن به اصلاحات و توسعه این دو بخش و ارتقای رابطه متقابل بین آنها، پیش‌نیاز تحول صحیح نظام بیمه‌ای و مالی ایران است.

با بررسی پیشینه تحقیق، محقق دریافت که تحقیقاتی که تاکنون در این زمینه انجام شده‌اند، قبل از طرح تحول در صنعت بیمه بوده و شرکت‌های بیمه مورد بررسی تحقیق حاضر، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نشده بودند. در نتیجه مطالعات بر شرکت‌های بیمه، موردی بوده و علت انتخاب آنها به دلایلی نظیر بالا بودن میزان منابع مالی، همکاری شرکت‌ها در دادن اطلاعات لازم برای انجام تحقیق و ... بوده است.

اکنون با توجه به اینکه طرح تحول در صنعت بیمه کشور در تلاش است با ایجاد فضایی رقابتی در بازار بیمه، این صنعت را به سمت وضعیت مطلوب سوق دهد و با ورود شرکت‌های بیمه به بازار سرمایه (بورس)، ضروری است شرکت‌های مذکور بیش‌ازپیش بر بهینه‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری خود تأکید داشته باشند. لذا تحقیق حاضر سعی دارد به بررسی پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان نمونه‌ای از کل جامعه بیمه کشور، با استفاده از شاخص شارپ و آزمون آماری مناسب بپردازد، تا مؤسسات بیمه بتوانند با تحلیل نتایج به‌دست‌آمده، به یافته‌هایی مبنی بر نحوه عملکرد سرمایه‌گذاری‌های خویش در مقایسه با سایر رقبا دست یابند و نسبت به حفظ یا بهبود بازده خویش اقدام نمایند.

#### ۴. سؤالات تحقیق

این تحقیق به دنبال یافتن پاسخ سؤالات زیر است:

- آیا عملکرد شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس تهران نسبت به پرتفوی مبنا مناسب است؟
- آیا بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر شرکت‌های بورسی اختلاف معناداری وجود دارد؟

#### ۵. فرضیات تحقیق

- فرضیه اصلی: اختلاف معناداری بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس تهران و پرتفوی سرمایه‌گذاری سایر شرکت‌های بورسی (شاخص مبنا) وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۱: اختلاف معناداری بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت بیمه «الف» و پرتفوی مبنا وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۲: اختلاف معناداری بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت بیمه «ب» و پرتفوی مبنا وجود دارد.

- فرضیه فرعی ۳: اختلاف معناداری بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت بیمه «ج» و پرتفوی مبنا وجود دارد.

- فرضیه فرعی ۴: اختلاف معناداری بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت بیمه «د» و پرتفوی مبنا وجود دارد.

## ۶. روش‌شناسی

تحقیق حاضر کاربردی است و از لحاظ روش تحقیق، تحلیلی - مقایسه‌ای بوده و به صورت میدانی انجام گرفته است.

جامعه مورد مطالعه، شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تا سال انجام این تحقیق (۱۳۸۹) بوده که شامل چهار شرکت بیمه است؛ به‌همین دلیل در این تحقیق از نمونه‌گیری استفاده نشده و عملکرد کل جامعه مورد بررسی قرار گرفته است. البته برای اظهارنظر در مورد عملکرد شرکت‌های بیمه مفروض، ۸ سال (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸) از سال‌های فعالیت این شرکت‌ها به طور نمونه انتخاب شده است، که فرض می‌شود استفاده از ۸ مشاهده برای اظهارنظر، به لحاظ علمی، خدشه‌ای در استنباط انجام‌شده ایجاد نمی‌کند.

مبانی نظری این تحقیق از کتاب‌ها، مجلات و سایت‌های تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده است. جهت به‌دست‌آوردن داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های بیمه بورسی و گزارش‌های موجود در آرشیو بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. داده‌های مالی مربوط به سال‌های قبل از پذیرش این شرکت‌ها در بورس، از اطلاعات آرشیو بیمه مرکزی ج.ا.ا استخراج شده و اطلاعات مربوط به سال‌های بعد از پذیرش در بورس از گزارشات ارائه‌شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران به‌دست‌آمده است. اطلاعات جمع‌آوری‌شده برای هر سال و به تفکیک شرکت‌های نمونه در نرم‌افزار اکسل ذخیره و سپس به منظور انجام تحلیل‌های آماری تلخیص گردیده‌اند.

روش ارزیابی عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری، محاسبه شاخص عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها و سپس مقایسه با شاخص عملکرد پرتفوی مبنا می‌باشد. طبق تئوری پرتفوی، معیارهای اصلی ارزیابی عملکرد پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری عبارت از ریسک و بازده است. گرچه ممکن است سرمایه‌گذاری‌ها دارای خصوصیات مشترک دیگری نیز باشند که بتوان آنها را به عنوان معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها تلقی کرد، لیکن چنین خصوصیتی احتمالاً در معیارهای ریسک و بازده لحاظ شده یا در غیر این صورت طبق این تئوری نادیده انگاشته می‌شوند. لذا برای ارزیابی عملکرد پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری از شاخصی استفاده می‌شود که هر دو معیار ریسک و بازدهی را به طور یکجا منظور نماید. شاخصی که بدین منظور مورد استفاده قرار می‌گیرد، نسبت پاداش (بازده اضافی) به ریسک کل ( $RVAR_p$ ) - نسبت شارپ<sup>۱</sup> است که براساس خط بازار سرمایه<sup>۲</sup> طبق مدل CAPM طراحی شده است. این شاخص، نرخ بازده اضافی را بر حسب ریسک کل پرتفوی سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌کند. در اینجا ریسک کل، انحراف معیار بازده پرتفوی است.

به منظور استفاده از معیار شارپ ( $SR_p$ )، باید CML تاریخی را مشخص نمود. این خط در نموداری ترسیم می‌شود که متوسط بازده در محور عمودی و انحراف معیار، در محور افقی اندازه‌گیری می‌شود. نقطه اول در نمودار، عرض از مبدأ خط است، که با متوسط نرخ بازده بدون ریسک، مطابقت دارد. نقطه دوم، محل پرتفوی بازار که با متوسط بازده و انحراف معیار بازار در دوره ارزیابی، مشخص می‌شود یا  $\bar{r}_m$  و  $\sigma_m$  است. از آنجاکه CML (تاریخی) از مختصات این دو نقطه می‌گذرد، شیب آن از تقسیم فاصله عمودی بین دو نقطه، بر فاصله افقی بین دو نقطه به دست خواهد آمد:

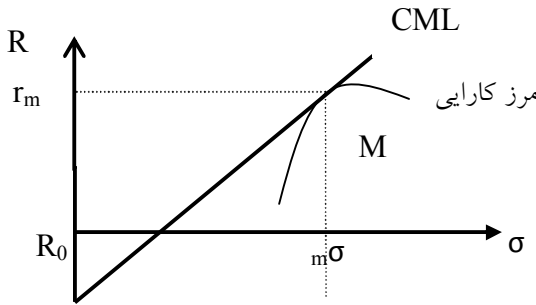
$$(\bar{r}_m - \bar{r}_f) / (\sigma_m - 0) = \bar{r}_m - \bar{r}_f / \sigma_m$$

- 
1. The Sharpe Ratio
  2. Capital Market Line (CML)

بازده و ریسک مشخص شده توسط CML تاریخی برای یک پرتفوی، می‌تواند به مثابه بازده شاخص مبنا  $(\bar{r}_{bp})$ ، برای پرتفوی مورد نظر استفاده شود. بدین معنی که با مشخص بودن عرض از مبدأ  $(\bar{r}_f)$ ، معادله این خط به این صورت است:

$$\bar{r}_{bp} = \bar{r}_f + \frac{\bar{r}_m - \bar{r}_f}{\sigma_m} \sigma_p$$

نمودار ۱. خط بازار سرمایه



معیار شارپ  $(SR_p)$  از تقسیم متوسط بازده اضافی پرتفوی بر انحراف معیار به دست می‌آید؛ یعنی:

$$SR_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p}$$

-  $\bar{r}_p$ : بازده پرتفوی؛

-  $\bar{r}_f$ : بازده پرتفوی بدون ریسک؛

-  $\sigma_p$ : ریسک کل پرتفوی.

توجه نمایید که  $SR_p$  با شیب خطی مشخص می‌شود که از متوسط نرخ بدون ریسک  $(0, \bar{r}_f)$  آغاز می‌شود و از نقطه‌ای با مختصات  $(\sigma_p, \bar{r}_p)$  می‌گذرد.

از آنجاکه CML تاریخی، ترکیبات مختلف نرخ بدون ریسک و وام‌گیری و وام‌دهی با سرمایه‌گذاری در پرتفوی بازار را نشان می‌دهد، لذا، از آن می‌توان برای تعیین شاخص مبنا برای معیار شارپ به روشی مشابه با شاخص مبنا SML برای  $(\bar{r}_m - \bar{r}_f) / \sigma_m$  استفاده نمود. اگر  $SR_p$  بزرگ‌تر از این عدد باشد، پرتفوی در قسمت بالای CML

تاریخی قرار می‌گیرد و بدین معنی خواهد بود که بهتر از بازار عمل کرده است و همین طور اگر SR<sub>p</sub> کوچک‌تر از این عدد باشد، پرتفوی زیر CML تاریخی قرار خواهد گرفت و به این معنی است که پرتفوی به خوبی بازار عمل نکرده است.

چون سرمایه‌گذاران علاقمند به سرمایه‌گذاری در پرتفویی با ریسک پایین و بازده بالا هستند، همیشه تعدادی از پرتفوی‌ها بر سایر پرتفوی‌ها ترجیح داده می‌شوند. پرتفویی که بیشترین بازده را برای یک سطح ریسک ایجاد می‌کند، مرز کارایی نامیده می‌شود. اگر سرمایه‌گذاران منطقی باشند، پرتفوی‌هایی را انتخاب می‌کنند که روی این مرز کارا قرار داشته باشند (Frank and Pamel, 2003).

نحوه و مراحل انجام ارزیابی عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری با استفاده از شاخص RVAR<sub>p</sub> بدین شرح است:

- بند ۱: نرخ بازده اسمی پرتفوی‌ها طی سال‌های دوره مورد بررسی، از تقسیم درآمد سرمایه‌گذاری‌های مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌های بیمه (شامل تمام درآمدهای کسب‌شده از محل سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده اعم از سود دریافتی و تغییرات قیمت‌های رخ داده در طی دوره مالی مربوطه) بر سرمایه‌گذاری‌های آنها به دست می‌آید.

- بند ۲: نرخ بازده واقعی پرتفوی‌ها با تعدیل نرخ بازده اسمی محاسبه‌شده در مرحله قبل با نرخ تورم به دست می‌آید.

- بند ۳: نرخ بازده بدون ریسک مناسب انتخاب می‌شود (از آنجایی که قسمت اعظم سپرده‌های بانکی شرکت‌های بیمه از نوع سپرده‌های بلندمدت (۵ ساله) است؛ لذا نرخ سود سپرده‌های بانکی بلندمدت (۵ ساله)، به عنوان نرخ بازده بدون ریسک منظور می‌شود).

- بند ۴: ریسک کل پرتفوی‌ها با استفاده از داده‌های نرخ بازده واقعی پرتفوی‌ها محاسبه می‌شود (انحراف معیار بازده‌های واقعی).



- بند ۵: نسبت پاداش به ریسک کل (معیار شارپ) با استفاده از فرمول  $RVAR_p$  محاسبه می‌گردد.

- بند ۶: پرتفوی مشابهی به عنوان پرتفوی مبنا جهت انجام مقایسه انتخاب می‌شود. (در این تحقیق، پرتفوی مبنا، شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران یا اصطلاحاً پرتفوی بازار است که این شاخص نشانگر بازده کل بورس است).

- بند ۷: شاخص عملکرد  $RVAR_p$  برای پرتفوی مبنا همانند محاسبه برای سایر پرتفوی‌ها طبق بند ۱، ۲، ۳، ۴ و ۵ با استفاده از فرمول مربوطه محاسبه می‌شود.

- بند ۸: ارزیابی عملکرد پرتفوی‌ها با استفاده از روش مقایسه شاخص عملکرد  $RVAR_p$  پرتفوی‌ها با شاخص عملکرد  $RVAR_p$  پرتفوی مبنا صورت می‌گیرد.  $RVAR_p$  پرتفوی‌های کمتر از  $RVAR_p$  پرتفوی مبنا به عنوان عملکرد ضعیف و  $RVAR_p$  پرتفوی‌های برابر یا بیشتر از  $RVAR_p$  پرتفوی مبنا به عنوان عملکرد مناسب محسوب می‌شود.

- بند ۹: محاسبه و تحلیل داده‌ها از طریق روش آماری آزمون تک نمونه‌ای<sup>۱</sup>، برای اظهارنظر در مورد فرضیه تحقیق انجام می‌شود.

## ۷. تجزیه و تحلیل نتایج

بازده و ریسک پرتفوی‌های شرکت‌های بیمه در هر سال محاسبه شده و در جدول ۱ قابل مشاهده است:

جدول ۱. بازده سالانه پرتفوی، متوسط بازده دوره و ریسک کل پرتفوی

پرتفوی سال	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	arp	sp
بیمه «الف»	۰/۱۶۳۹	۰/۲۰۰۳	۰/۱۶۱۵	۰/۱۴۱۵	۰/۱۱۴۴	۰/۱۰۳۶	-۰/۰۲۳۳	۰/۱۴۸۶	۰/۱۲۵۲	۰/۰۶۵۸
بیمه «ب»	۰/۰۹۹۹	۰/۱۳۷۹	۰/۱۴۱۴	۰/۱۳۱۸	۰/۱۲۴۴	۰/۰۸۹۶	۰/۱۰۲۱	۰/۱۶۵۵	۰/۱۲۴۱	۰/۰۲۳۷
بیمه «ج»	-	۰/۳۳۵۴	۰/۰۴۰۵	۰/۱۵۷۶	۰/۰۷۳۱	۰/۱۴۰۶	۰/۰۴۷۴	۰/۱۴۱۵	۰/۱۳۳۷	۰/۰۹۳۵
بیمه «د»	۰/۰۹۸۱	۰/۱۳۳۵	۰/۲۰۱۲	۰/۱۵۶۳	۰/۱۱۳۸	۰/۱۲۳۵	۰/۰۹۰۷	-۰/۱۲۲۶	۰/۱۳	۰/۰۳۳
پرتفوی بورس (مبنا)	۰/۵۱۲۴	۱/۳۸۶۳	۰/۱۳۶۲	-۰/۱۲۷۲	۰/۱۴۶۶	۰/۱۷۵۶	-۰/۱۱۲۶	۰/۵۸۸۱	۰/۳۳۸۲	۰/۴۶۳

مقایسه دو ستون آخر از جدول ۱ (مقادیر اسمی)، رابطه ریسک و بازده را به خوبی نشان می‌دهد. مشخص است که پرتفوی شرکت بیمه «ب»، «د»، «الف»، «ج» و بورس به ترتیب از کمترین تا بیشترین ریسک را پذیرفته و به ترتیب پرتفوی شرکت بیمه «ب»، «الف»، «د»، «ج» و بورس از کمترین تا بیشترین بازده را به دست آورده‌اند.

ارقام فوق مقادیر اسمی هستند؛ بدین معنی که تحت تأثیر تورم در اقتصاد کلان ایران، مقادیری غیر واقعی بوده و نرخ تورم در آنها مستتر است. حال لازم است این مقادیر با استفاده از نرخ‌های تورم سالیانه تعدیل شده و به ارقام واقعی تبدیل شوند و سپس در معادله  $RVAR_p$  قرار گیرند.

بدین منظور برای به دست آوردن نرخ‌های بازده واقعی از فرمول زیر استفاده می‌کنیم:

$$RR = \frac{1+NR}{1+I} - 1$$

- RR: نرخ بازده واقعی؛

- NR: نرخ بازده اسمی؛

- I: نرخ تورم سالانه.

در این رابطه از نرخ تورم ارائه شده توسط بانک مرکزی ج.ا. استفاده شده است.

نرخ تورم بر این مبنا از سال ۱۳۸۱-۱۳۸۸ به ترتیب، ۱/۵/۸، ۱/۵/۶، ۱/۵/۲، ۱/۱۰/۴، ۱/۱۱/۹، ۱/۱۸/۴، ۲/۵/۴ و ۱/۰/۸ بوده است.

جدول ۲. بازده واقعی سالانه پرتفوی و بازده متوسط دوره

انحراف معیار	میانگین	۱۳۸۸	۱۳۸۷	۱۳۶۸	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	پرتفوی سال
۰/۰۸۴۳	۰/۰۲۲۳	۰/۰۳۶۶	۰/۲۲۸۳	-۰/۰۶۷۹	-۰/۰۰۴۱	۰/۰۳۴	۰/۰۰۸۲	۰/۰۳۸۳	۰/۰۰۵۱	بیمه «الف»
۰/۰۵۳۱	۰/۰۲۴۳	۰/۰۵۱۹	۰/۱۳۱۱	-۰/۰۷۹۷	۰/۰۰۴۸	۰/۰۲۵۲	-۰/۰۰۹۲	۰/۰۱۵۷	۰/۰۵۰۲	بیمه «ب»
۰/۰۹۴۹	-۰/۰۲۳۷	-۰/۰۳۰۲	-۰/۱۶۴۸	-۰/۰۳۳۷	-۰/۰۰۴۱	۰/۰۴۸۶	-۰/۰۹۶۸	۰/۱۵۵۲	-	بیمه «ج»
۰/۰۵۴۷	۰/۰۱۹۲	۰/۰۱۳۲	-۰/۱۳۰۲	-۰/۰۵۱۱	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۴۷۴	۰/۰۴۲۷	-۰/۰۱۹۵	-۰/۰۵۱۷	بیمه «د»
۰/۰۴۰۷۹	۰/۱۶۳۲	۰/۴۳۳۳	-۰/۲۹۲۳	-۰/۰۰۷۱	۰/۰۲۴۷	-۰/۲۰۹۴	-۰/۰۱۳۷	۰/۱۰۶۴۳	۰/۰۳۰۶	پرتفوی بورس (مینا)

ملاحظه می‌شود که میانگین نرخ بازده واقعی برای تمام شرکت‌های بیمه منفی است. تنها نرخ بازده پرتفوی بورس (مینا) مثبت است.

نتایج معادله  $RVAR_p$  با استفاده از داده‌های واقعی به این صورت است:

جدول ۳. نتایج معادله  $RVAR_p$  با استفاده از نرخ‌های واقعی

میانگین	۱۳۸۸	۱۳۸۷	۱۳۶۸	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	پرتفوی سال
-۲/۲۲۱۲	-۱/۴۶۳۸	-۴/۶۰۵	-۲/۷۰۳۴	-۱/۹۴۶۶	-۱/۶۱۳۳	-۱/۹۱۹۳	-۱/۵۶۲۳	-۱/۹۵۶۱	بیمه «الف»
-۳/۵۶۴	-۲/۰۳۵۸	-۵/۲۹۳۸	-۴/۵۱۴۱	-۲/۹۲۲۸	-۲/۷۲۶۹	-۳/۳۷۴۸	-۳/۴۹۷۲	-۴/۱۴۶۹	بیمه «ب»
-۱/۹۸۰۶	-۲/۰۰۴۲	-۳/۴۲۲۶	-۲/۰۷۲۷	-۲/۱۱۸	-۱/۲۷۹۲	-۲/۸۱۱۴	-۱/۱۵۶	-	بیمه «ج»
-۳/۴۴۲	-۳/۲۷۶۱	-۵/۳۰۵۳	-۳/۸۵۹۲	-۳/۰۰۹۱	-۲/۲۴۱۳	-۲/۳۲۷۲	-۳/۴۶۴۴	-۴/۰۵۳	بیمه «د»
-۰/۰۰۴۳	۰/۶۷	-۱/۱۰۸۶	-۰/۴۰۹۷	-۰/۳۳۱۷	-۰/۹۳۰۱	-۰/۴۵۰۴	۲/۱۹۲۴	۰/۳۳۳۴	پرتفوی بورس (مینا)

مقادیر میانگین در جدول ۳، که مقادیر واقعی هستند، برای تمام پرتفوی شرکت‌های بیمه و مینا منفی است.

جدول ۴. نتایج آزمون آماری one sample t-test با استفاده از داده‌های واقعی

نتیجه	sig.(2-tailed)	dt	محاسبه شده t	شرح
تأیید فرض $H_1$	۰/۰۰۱	۷	-۶/۰۴۶	بیمه «الف»
تأیید فرض $H_1$	۰	۷	-۹/۵۸۶	بیمه «ب»
تأیید فرض $H_1$	۰/۰۰۳	۶	-۲/۹۷۸	بیمه «ج»
تأیید فرض $H_1$	۰	۷	-۹/۷۸	بیمه «د»

با توجه به جدول فوق و تحلیل‌های صورت گرفته، فرضیه  $H_1$  مربوط به تمام فرضیات فرعی تحقیق تأیید می‌شود و در نتیجه فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر وجود اختلاف

معنادار بین عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با سایر شرکت‌ها تأیید می‌شود.

## ۸. نتیجه‌گیری

مقایسه نتایج شاخص شارپ در جدول ۳، روشن می‌سازد که همه پرتفوی‌های شرکت‌های بیمه نسبت به پرتفوی بورس (مبنا)، ضعیف عمل کرده‌اند. به‌همین دلیل می‌توان نتیجه گرفت که عملکرد شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با شاخص بورس مناسب نبوده است.

باین‌حال ترتیب عملکرد نسبی ضعیف، یا عملکرد نسبی مناسب به شکلی است که می‌توان پرتفوی شرکت‌های بیمه «ب»، «د»، «الف»، «ج» و بورس را به ترتیب، از عملکرد نسبی ضعیف تا مناسب رتبه‌بندی کرد.

نتایج به‌دست‌آمده از نرم‌افزار SPSS نیز فرضیه اصلی تحقیق را تأیید می‌کند؛ یعنی بین عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس تهران با عملکرد سایر شرکت‌ها (شاخص مبنا) اختلاف معناداری وجود دارد.

## ۹. پیشنهادهای کاربردی

- تحت تأثیر شرایط کلی بازار سرمایه، پرتفوی شرکت‌ها، محدود به انواع مشخصی از سرمایه‌گذاری‌ها بوده و تنوع خیلی کمی در آن به چشم می‌خورد. در این میان سرمایه‌گذاری‌های بدون ریسک (سپرده‌های بانکی، اوراق قرضه دولتی و اوراق مشارکت) بیش از نیمی از کل سرمایه‌گذاری‌ها را تشکیل داده است. به‌عبارت‌دیگر این موضوع بیانگر تجمع و تجهیز منابع مالی شرکت‌های بیمه توسط سیستم بانکی است. سپس سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها در جایگاه دوم قرار گرفته است که این نمایانگر ریسک‌گریزی شرکت‌های مذکور است. به دلایل مختلف از جمله عدم تنوع ابزار سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری چندانی پیش روی شرکت‌ها قرار نداشته، اما آنها از فرصت‌های موجود نیز سود چندانی حاصل نکرده‌اند. لذا به منظور کاهش ریسک پرتفوی سرمایه‌گذاری به شرکت‌های بیمه چند توصیه ارائه می‌شود:

- سپرده‌های بانکی خود را نزد بانک‌های مختلفی بسپارند تا تنوع ایجاد نموده و ریسک معامله با یک یا چند بانک را نپذیرند؛
- از صنایع مختلف (پتروشیمی، سیمان، غذایی، دارویی و...) سهام خریداری نموده تا تنوع ایجاد کرده و ریسک‌های صنعت متنوع گردد؛
- اوراق قرضه خود را متنوع کنند؛
- به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری توجه کنند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری در خارج را بررسی کرده و در صورت امکان به اجرا گذارند؛
- مهم‌تر از همه، مدیریت سرمایه‌گذاری‌های خود را با نیروی انسانی متخصص و تحلیلگر بازار تقویت کنند. بازار سرمایه را مرتب تحلیل و فرصت‌های موجود را ارزیابی کنند (ارزیابی فرصت‌ها اهمیت بسیاری دارد)؛
- از مدل‌های پیشرفته و مناسب برای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های خود بهره گیرند؛
- برای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها، صرفاً بازده را مورد توجه قرار ندهند. ارزیابی ریسک آنها اهمیت بالایی دارد. از مدل‌هایی استفاده کنند که هم‌زمان ریسک و بازده را در نظر می‌گیرد.

## ۱۰. محدودیت‌های تحقیق

- روش محاسبه شاخص قیمت و بازده نقدی بورس با بازده محاسبه‌شده برای شرکت‌های بیمه مورد بررسی، یکسان نیست. عدم توانایی محاسبه بازده بورس به روش ذکرشده برای شرکت‌های بیمه مورد بررسی، یکی از محدودیت‌های تحقیق بوده که به منظور برطرف نمودن آن فرض کردیم روش محاسبه یکسان بوده است.
- محدودیت دسترسی به اطلاعات کافی در مورد شرکت‌های منتخب باعث شد تنها ۸ سال از سال‌های عمر این شرکت‌ها (یعنی تنها ۸ مشاهده و حتی ۷ مشاهده در مورد بیمه «ج») برای بررسی انتخاب شود. برای رفع این مشکل نیز فرض شد که این تعداد داده برای اظهارنظر با استفاده از تابع توزیع  $t$  کافی بوده و خدشه‌ای در نتیجه ایجاد نمی‌نماید؛
- وجود مقررات قانونی (آئین‌نامه شماره ۶۰ مصوب شورای عالی بیمه).

## منابع

۱. احمدپور، الف. و عموزاد مهدیرجی، ح.، ۱۳۸۶. بررسی تأثیرگذاری ریسک تجاری و ریسک مالی بر پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت سهامی بیمه آسیا در بورس اوراق بهادار. فصلنامه صنعت بیمه، سال بیست و دوم، (۱) ۸۵، صص ۲۷-۱۰۷.
۲. امراللهی، م.، ۱۳۷۸. کارایی بدره اوراق بهادار شرکت‌های بیمه (تحلیل تطبیقی). فصلنامه صنعت بیمه، ۵۴، صص ۳۳-۱۸.
۳. رضازاده، ر.، ۱۳۸۵. ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه دانشگاه مازندران.
۴. صفری، الف.، ۱۳۷۵. بررسی تحلیلی ریسک و بازدهی پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه ایرانی، پایان‌نامه، دانشگاه شهید بهشتی.
۵. کباری، م.، ۱۳۸۲. بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس تهران با استفاده از مدل شارپ، پایان‌نامه، دانشگاه امام صادق (ع).
۶. کمال‌وند، م.ص.، ۱۳۸۰. تأثیر ریسک بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه صنعت بیمه، سال شانزدهم، (۲) ۶۲، صص ۳۲-۲۱.
۷. گزارشات مالی ارائه شده در سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار (<http://www.rdis.ir/>) [بیمه آسیا: ۱۳۸۸/۰۹/۲۴، بیمه البرز: ۱۳۸۸/۰۷/۰۵، بیمه پارسیان: ۱۳۸۹/۰۸/۰۵ و بیمه دانا: ۱۳۸۹/۰۵/۱۷].
۸. متین فرد، م.، ۱۳۸۱. کارایی بدره (پرتفوی) اوراق بهادار شرکت سهامی بیمه البرز، پایان‌نامه دانشگاه تهران.
9. Artikis, P.G., 2003. Performance evaluation: A case study of the greek balanced mutual fund. *Journal of Managerial Finance*, 29(9), pp. 32-51
10. Debasish, S.S., 2009. Investigating performance of equity – based mutual fund schemes in Indian scenario. *Journal of Business Management*, 2, pp. 21-39.
11. Frank, J.F. and Pamela, P.P., 2003. *Financial management & analysis*, Wiley Finance, second edition, Canada, New Jersey, 2<sup>nd</sup> ed, p. 291.

12. Hao, J. and Hao, Y., 2006. *An empirical analysis of investment portfolio of China insurance company*, Report of China Insurance Market Research Center, p. 32, <<http://www.doc.mbalib.com/>>.
13. Jayadev, M., 1999. Mutual fund performance: An analysis of monthly returns. *Journal of Finance India*, x(1), pp. 73-84.
14. Mc Donald, J., 1974. Objectives and performance of mutual funds. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 13(5), pp. 311-33.
15. Redman, L., Arnold. N. and Gullet, S., 2000. The performance of global and international mutual fund. *Journal of Finance*, 13.
16. Shamsher, M., Annuar, M.N. and Taufiq, H., 2000. Investment in unit trusts: performance of active and passive funds, *Proceedings of FEP Seminar 2000: Issues in Accounting and Finance*, (2), pp.129-41, Serdang: University Putra Malaysia press.
17. Tehrani, R., Raei, R. and Faizabad, A., 2007. Evaluating Iranian investment companies During the years 2001 to 2005 using Sharpe's, Treynors and Jensens index. *Journal of International Business Amp; Economics*, October 20, pp. 41-53.

