



شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران

حمید سبزعلی^۱

غلامرضا زمردیان^۲

فرهاد حنیفی^۳

تاریخ دریافت مقاله : ۹۹/۰۷/۱۹ تاریخ پذیرش مقاله : ۹۹/۰۷/۲۹

چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یکی از انواع واسطه‌های مالی و از جمله نهادهایی هستند که با فروش واحد سرمایه‌گذاری خود به عموم مردم، وجوهی را تحصیل و آن‌ها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این وجود مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توأم با پیچیدگی‌ها و دشواری‌هایی است که برگرفته از کسب بازدهی مطلوب و مدیریت جریان نقدی به عنوان مهم‌ترین معیارهای مدیریتی است. در این میان زمان‌بندی بازار یک بعد مهم برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است که از طریق مدیریت حرفه‌ای این صندوق‌ها به دست آمده و می‌تواند منجر به خلق ارزش‌افزوده برای سرمایه‌گذاران شود. چرا که یک مدیر سرمایه‌گذاری مجرب می‌تواند قبل از صعود و نزول بازار، صندوق سرمایه‌گذاری را در موقعیت پایدار و رقابتی قرار دهد. با این رویکرد در این مطالعه تلاش شده است تا عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران شناسایی و رتبه‌بندی شوند. جهت رسیدن به این هدف اطلاعات مورد نیاز به صورت پیمایشی و با طراحی پرسشنامه از سرمایه‌گذاران، صاحب‌نظران و متخصصان فعال در بازار سرمایه ایران برای سال ۱۳۹۹ جمع‌آوری و در چارچوب روش دلفی فازی تحلیل شدند. نتایج حاصل از مطالعه نشان داد که بازده بازارهای موازی و سهام (با وزن ۰/۲۰۶)، نرخ سود بانکی (با وزن ۰/۱۹۴) و تحولات سیاسی (با وزن ۰/۱۹۳) مهم‌ترین عوامل بیرونی و کلان اقتصادی هستند که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارند. ضمن آن که از میان عوامل درونی نیز سه متغیر توانایی و مهارت مدیریت صندوق (با وزن ۰/۲۰۶)، خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق (با وزن ۰/۱۷۳۴) و ریسک‌های پیش روی صندوق (با وزن ۰/۱۷۲۶) بیشترین تأثیر را بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک داشته‌اند.

کلمات کلیدی

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، زمان‌بندی نقدینگی، عوامل بیرونی، عوامل درونی، روش دلفی فازی.

۱- گروه بازرگانی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. hamidsabzali@yahoo.com

۲- گروه بازرگانی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) gh.zomorodian@gmail.com

۳- گروه بازرگانی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. hanifi_farhad@yahoo.com

مقدمه

در دنیای مدرن امروزی رشد و توسعه اقتصادی بدون کمک بازارهای مالی، به‌ویژه بازار سرمایه مدرن و کارآمد امکان‌پذیر نیست. پس‌اندازهای داخلی و سرمایه‌های خارجی باید به‌سوی فعالیت‌های تولیدی پربازده سوق پیدا کنند و این امر از طریق یک بازار سرمایه کارا به‌عنوان اصلی‌ترین نهاد مشارکت شرکت‌های سهامی امکان‌پذیر خواهد بود؛ بنابراین بازار سرمایه را می‌توان به‌عنوان بهترین مکانیسمی تلفی نمود که امکان استفاده از پس‌اندازها را در بخش تولید فراهم می‌آورد (فرمان‌آرا و همکاران، ۱۳۹۷). برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، دو راه وجود دارد که هر کدام مزایا و معایب خاص خود را داشته، توانایی‌ها و امکانات خاص خود را می‌طلبند. این دو راه را می‌توان راه‌های ورود مستقیم و غیرمستقیم به بازار نامید. در شیوه مستقیم، سرمایه‌گذار شخصاً به بررسی وضعیت بازار، جمع‌آوری و تحلیل داده‌های مربوط به صنایع و شرکت‌های مختلف می‌پردازد و در نهایت در مورد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های موردنظر تصمیم‌گیری می‌کند؛ در این تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار از یک سو کل بازده حاصل از سرمایه‌گذاری که نصیب او می‌شود و از سوی دیگر ریسک‌های مربوطه را باید به‌طور کامل بپذیرد. شرایط لازم برای موفقیت در این شیوه شامل لزوم برخورداری از دانش و تجربه کافی در زمینه شناخت و ارزیابی آثار و تبعات سیاست‌های کلان دولت بر هر گروه از صنایع و شرکت‌ها، توان جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌های مالی و غیرمالی مرتبط با وضعیت مالی و سودآوری شرکت، توان مالی لازم برای دریافت خدمات مشاوره‌ای در صورت نیاز، اشراف کافی بر روند قیمت‌ها و عوامل مؤثر بر آن، حضور مستمر در بازار و تصمیم‌گیری به‌موقع نسبت به خرید و فروش اوراق بهادار، دانش و توان تکنیکی و مالی کافی برای تنوع‌بخشی سبد دارایی‌ها و مواردی از این دست می‌باشد. در صورتی که یک شخص حقیقی یا حقوقی، از توانایی‌ها و قابلیت‌هایی مانند موارد یاد شده برخوردار نباشد، ورود به شیوه مستقیم در بازار انتخاب درستی برای وی نخواهد بود. در این رابطه در بازارهای مالی اعم از بازارهای قوی و باسابقه و بازارهای نوپا، راه‌کار مناسب‌تری برای سرمایه‌گذاری افراد غیرحرفه‌ای به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد به بازارهای مالی وجود دارد و آن ورود غیرمستقیم به بازار از طریق نهادهای واسطه مالی، از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری است (نیکومرام و فراهانی، ۱۳۹۷). سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری خود باید به تجزیه و تحلیل دقیق گزارش‌های مالی و اوراق بهادار اقدام کرده و یا از مشاوران و متخصصان بازارهای مالی و یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۱ برای سرمایه‌گذاری خود استفاده کنند. صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند (مرادزاده‌فرد و همکاران، ۱۳۹۴).

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در مدت معرفی و شروع فعالیتشان، به سرعت توانسته‌اند رشد قابل توجهی را تجربه کنند. پس از وقوع بحران‌های متعدد مالی در جهان، علی‌الخصوص در بازارهای بزرگ مالی، توجهات به صندوق‌های سرمایه‌گذاری و چگونگی برخورد مدیران حرفه‌ای این صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تغییرات بازار و مدیریت ارتباط سبد سرمایه‌گذاری تحت مدیریت صندوق‌ها با نوسانات بازار، افزایش یافته است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به دلیل مزایای تنوع‌بخشی، مدیریت حرفه‌ای، نقدشوندگی و صرفه‌جویی نسبت به مقیاس، توجهات سرمایه‌گذاران را به سوی خود جلب نموده‌اند (سلیمانی‌امیری و عابد، ۱۳۹۲). صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین سازوکارهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی هستند که شرایط بازار را از نظر ریسک و بازده برای سرمایه‌گذاران مختلف به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران مبتدی مساعدتر می‌کنند. این صندوق‌ها، با ایفای نقش واسطه مالی در واقع سرمایه‌گذاری افراد غیرحرفه‌ای را از حالت مستقیم به حالت غیرمستقیم تبدیل می‌کنند و از این رهگذر مزایای متعددی را برای بازار سرمایه فراهم می‌کنند. از یک سو، راه‌کار مناسب برای رشد کمی، کیفی و توسعه بازار، از طریق شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری امکان‌پذیر است؛ و از سوی دیگر برای نهادهایی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری این امکان فراهم می‌آید که از طریق تشکیل انواع سبدها با ترکیبات گوناگون اوراق بهادار که هر کدام دارای ویژگی خاص خود هستند، بتوانند ذائقه و سلیقه اکثر سرمایه‌گذاران را پوشش دهند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به امکانات و توانایی‌هایی که در اختیار دارند، تلاش می‌کنند که سرمایه‌گذاری در بازار را جذاب‌تر و فرصت‌ها و انتخاب‌های بیشتری را با ریسک کمتر و بازده بالاتر برای سرمایه‌گذاران فراهم نمایند (خلیلی‌عراقی و میرزایی ابرکوه، ۱۳۹۵).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نوعی از مدیریت حرفه‌ای تجمیع سرمایه‌های خرد برای خرید سهام، اوراق قرضه و ابزارهای بازار پول است. با استفاده از این نهاد مالی، سرمایه‌گذارانی که لزوماً تخصصی در سرمایه‌گذاری ندارند، امکان معامله و ورود مطمئن‌تر به بازارهای مالی را پیدا می‌کنند (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۳). مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توأم با پیچیدگی‌ها و دشواری‌هایی است که برگرفته از کسب بازدهی مطلوب و مدیریت جریان نقدی به عنوان مهم‌ترین معیارهای مدیریتی است (فوران و اوسولیوان^۲، ۲۰۱۷). چرا که سیاست‌های صندوق در زمینه نقدینگی که موجب مدیریت سرمایه در گردش در قالب مطالبات نقدی از مشتریان، دارایی‌های موجود در انبار و پرداخت نقدی به تأمین‌کنندگان می‌شود، به طور اجتناب‌ناپذیری با عملکرد صندوق مرتبط است. زمان‌بندی بازار یک بعد مهم برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است که از طریق مدیریت حرفه‌ای این صندوق‌ها به دست آمده و می‌تواند منجر به خلق ارزش‌افزوده برای سرمایه‌گذاران شود. یک مدیر سرمایه‌گذاری مجرب

می‌تواند قبل از صعود و نزول بازار، صندوق سرمایه‌گذاری را در موقعیت پایدار و رقابتی قرار دهد. بررسی ادبیات موضوعی تحقیق حاکی از آن است که اکثر صندوق‌های سرمایه‌گذاری توانایی اندکی از زمان‌بندی بازار را از خود نشان می‌دهند. به دو دلیل اهمیت تمرکز مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر مدیریت زمان‌بندی جریان‌های نقدی حائز اهمیت است؛ اول آن که ارتباط مبرهن و محکمی میان عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و نقدینگی بازار وجود دارد (بابینینگ و همکاران^۳، ۲۰۱۷)، دوم آن که انعطاف‌پذیری بالایی در مورد انتخاب انواع استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در میان این صندوق‌ها برقرار است. در واقع، یکی از ویژگی‌های جذاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، توانایی اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری پویا است که منجر به مواجهه‌ی مناسب با رخدادهای زمانی در بازار است (پاتون و رامادورای^۴، ۲۰۱۳).

با توجه به مباحث مطرح شده و اهمیت نقدینگی و زمان‌بندی آن در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مطالعه حاضر درصدد پاسخ به این سؤال است که چه عوامل داخلی و بیرونی بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارند؟ با این رویکرد در این مطالعه تلاش شده است تا عوامل و فاکتورهای اثرگذار بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک شناسایی و رتبه‌بندی شوند. این رتبه‌بندی می‌تواند راهنمای مفیدی برای سیاست‌گذاران در جهت تدوین مناسب برنامه‌های آتی به شمار آید.

مبانی نظری

تاریخچه ظهور صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سال ۱۸۲۲ و تأسیس شرکت سهامی عام کشورهای اسکانندیناوی بر می‌گردد. رشد این نوع سرمایه‌گذاری در قرن نوزدهم و در قاره اروپا چشمگیر بود، این در حالی است که ظهور این صندوق‌ها در ایالت متحده آمریکا بعد از جنگ جهانی اول بود. شکل امروزی این صندوق‌ها در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا به وجود آمد. البته در برخی منابع نیز ظهور صندوق‌های سرمایه‌گذاری اولیه را به اوایل نیمه دوم قرن هجدهم میلادی و در کشور هلند نسبت می‌دهند (صادقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۴). صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در مدت معرفی و شروع فعالیتشان، به سرعت توانسته‌اند رشد قابل توجهی را تجربه کنند. در میان سناریوهای مالی، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یکی از معروف‌ترین استراتژی‌های مالی مطرح است. با توجه به این که یکی از موضوعات مهم در مدیریت سرمایه‌گذاری، درک عوامل مؤثر بر جریان نقدینگی است، این مساله همواره مطرح بوده است که چه رابطه‌ای بین جریان‌های نقدی، زمان‌بندی آن و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد؟ چگونه می‌توان با مدیریت زمان‌بندی نقدینگی، موجب افزایش

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

کارایی صندوق‌ها شد؟ جریان نقدینگی مقدار پول نقد و غیرنقدی است که وارد یک کسب‌وکار شده یا از آن خارج می‌شود. جریان مثبت به معنی ورود بیشتر پول نسبت به خروج آن است و جریان منفی به معنی ورود کمتر پول نسبت به مقدار مورد نیازی است که کسب‌وکار برای تأمین هزینه‌های خود نیاز دارد. ادبیات موضوعی در زمینه مدیریت جریان نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری آن چنان وسیع و کاربردی نیست. ترینر و مازوی^۵ (۱۹۶۶)، هنرینکسون^۶ (۱۹۸۴)، جیانگ^۷ (۲۰۰۳)، کاتبرتسون و همکاران^۸ (۲۰۱۰) و کائو و همکاران^۹ (۲۰۱۳) از جمله محققینی هستند که تا قبل از سال ۲۰۱۴ به بررسی مدیریت زمان‌بندی جریان نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند. صرف‌نظر از نحوه‌ی طبقه‌بندی دارایی‌ها، از آنجا که بیشترین بازدهی مربوط به دارایی‌هایی است که بیشتر در معرض انواع ریسک‌ها از جمله ریسک نقدینگی قرار دارند، راهبردهای مربوط به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های با سطوح نقدینگی قابل قبول اجتناب‌ناپذیر است (کسلر و شرر^{۱۰}، ۲۰۱۱). بدیهی است که در صورت عدم توانایی زمان‌بندی جریان نقدینگی، پایداری بلندمدت صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بودجه‌های پیش‌بینی شده‌ی آن‌ها با تضاد قابل توجهی مواجه می‌شود (بایبینگ و همکاران، ۲۰۱۷). بحران نقدینگی کمی بیشتر از یک شرط خطرآفرینی است که سرمایه‌گذاران در طول یک دوره‌ی زمانی بلندمدت بازدهی قابل توجهی را کسب می‌کنند، اما زمانی که بازار با بحران نقدینگی مواجه می‌شود، در این هنگام است که مرگ سرمایه‌گذاری آن‌ها فرا رسیده است (کسلر و شرر، ۲۰۱۱). ادبیات مربوط به توانایی مدیریت زمان‌بندی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور سنتی بیشتر بر توانایی مدیران برای مدیریت بازدهی و نوسان بازار تأکید دارد. مدل‌های پیشگام در مورد مدیریت زمانی بازار مبتنی بر دو مدل ترینر و مازوی (۱۹۶۶) و باسه^{۱۱} (۱۹۹۹) است. آن‌ها شواهدی را ارائه داده‌اند که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمانی که نوسان بازار افزایش می‌یابد، ناتوان از کسب بازدهی بیشتر می‌شوند. همچنین، چن و لیانگ^{۱۲} (۲۰۰۷) دو مدل را برای بررسی توانایی مدیریت زمانی بازده و نوسان بازار توسعه داده‌اند. چن و لیانگ بیان نمودند که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک قادر به مدیریت زمانی نوسان و بازده بازار هستند. کائو و همکاران (۲۰۱۳) بر مبنای تحقیقات ناکائو (۲۰۱۱) دریافتند که می‌توان با استفاده از مدل‌های چندعاملی فاما و فرنچ اقدام به مدیریت نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نمود.

پیشینه تحقیق

عزیزی و شریف‌فر (۱۳۹۲)، به بررسی عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند. در این پژوهش از طرح تحقیق آمیخته از نوع زنجیره‌ای و از شاخه کیفی - کمی استفاده شد.

در مرحله کیفی با استفاده از روش تحلیل محتوا، ۲۱ شاخص شناسایی گردید. در مرحله کمی با تحلیل عاملی اکتشافی شاخص‌های شناسایی شده در قالب هفت عامل اصلی طبقه‌بندی شدند. در نهایت نیز نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن نشان داد که از دید سرمایه‌گذاران بازدهی و عملکرد، دانش و شناخت سرمایه‌گذاران از صندوق، درجه ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار، عوامل محیطی، عمر، حجم و اندازه صندوق، دسترسی و تبلیغات و اطلاع‌رسانی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به شمار می‌آیند.

گوگردچیان و همکاران (۱۳۹۴)، به تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام در کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ پرداختند. این ارزیابی با استفاده از مدل تعدیل‌یافته یارتی^{۱۳} (۲۰۰۸)، روش تحلیل عاملی جهت ترکیب متغیرهای عمق و عرض بازار سهام و ایجاد شاخص‌های توسعه بازار سهام و تکنیک پانل پویا مبتنی بر روش گشتاورهای تعمیم‌یافته^{۱۴} (GMM) انجام شده است. نتایج این مطالعه نشان داد ریسک سیاسی بر عمق و عرض بازار سهام کشورهای منتخب تأثیر معناداری داشته است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ریسک سیاسی در کشورهای توسعه‌یافته نسبت به کشورهای در حال توسعه تأثیر بیشتری بر شاخص‌های توسعه بازار سهام دارد.

شهریان و حیدری (۱۳۹۵) اثرات نقدینگی را بر تقاضای وابسته به سرمایه‌گذاری بیش از حد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ETF بررسی نمودند. در این پژوهش به بررسی سرمایه‌گذاری حاصل از نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری که دارای ریسک بسیار اندک می‌باشند پرداخته شده و مقایسه هیجانات اضافی در سبک سرمایه‌گذاری قوی انجام شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که درجه بازگشت هیجانات به شکل مثبت تحت تأثیر شوک‌های مربوط به تقاضا و صاحبان نهادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نقدینگی آن‌ها و تراکم عدم قطعیت بازار قرار دارد. بر پایه نتایج این مطالعه سرمایه‌گذاران با نیازهای نقدینگی بالا و تقاضای وابسته نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم در بورس اوراق بهادار، به صندوق سرمایه‌گذاری بیشتر گرایش می‌یابند.

شاهمرادی (۱۳۹۶)، ارتباط میان افشای اجباری، نقدینگی و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بررسی نمود. در این تحقیق تأثیر افشای اجباری منابع پرتفوی توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر روی نقدینگی و عملکرد آن‌ها بررسی شد. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد تکرار افشاهای منابع پرتفوی باعث بهبود نقدینگی بازار می‌گردد. ضمن آن که: برای سهامی که دارای تقارن اطلاعاتی بیشتر باشند، نقدینگی بایستی بیشتر بهبود یابد. در نهایت نیز سود معامله‌گران آگاه برای تکرار افشاء منفی می‌باشد.

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

محمدی و پشتونی‌زاده (۱۳۹۶)، با استفاده از رویکرد پویایی‌شناسی سیستمی، اثر تغییرات قیمت نفت و طلای جهانی را بر بازار مالی ایران بررسی نمودند. در این پژوهش به بررسی نقش و اهمیت متغیرهای کلان اقتصادی مانند قیمت نفت، نرخ تورم، سود بانکی و غیره و دارایی‌های رقیب مانند طلا در پیش‌بینی شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای رسیدن به این هدف از روش پویایی‌شناسی سیستمی برای بررسی و شبیه‌سازی اثر تغییرات قیمت جهانی نفت و طلا بر شاخص قیمت سهام استفاده شده و شبیه‌سازی با استفاده از نرم‌افزار Vensim DSS صورت پذیرفته است. نتایج نشان داد که تغییر در متغیرهای کلان اقتصادی موجبات افزایش ارزش بازار سهام را فراهم می‌نماید.

عبده تبریزی و اسدی قره‌جلو (۱۳۹۸) عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را در بازار سرمایه ایران با بهره‌گیری از مدل‌های تلفیقی موقعیت‌سنجی بازار بررسی نمودند. هدف مطالعه استفاده تلفیقی از مدل‌های موقعیت‌سنجی بازار و مدل سه عاملی فاما فرنچ برای ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار سرمایه ایران بوده است. بدین منظور اطلاعات حاصل از ۱۲ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام، طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۰ استخراج و توانمندی‌های مدیریت فعال در این صندوق‌ها شامل موقعیت‌سنجی بازار و گزینش اوراق بهادار مطابق با دو مدل تلفیقی ترینور-مازوی و هنریکسون-مرتون برای تک‌تک صندوق‌ها و سپس به صورت پنل برای مجموع صندوق‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که توانمندی موقعیت‌سنجی بازار و گزینش اوراق بهادار به شکل مثبت و معنادار در هیچ یک از صندوق‌های عضو نمونه مشاهده نشده است. اثر اندازه در یک صندوق و اثر ارزش بازار در ۳ صندوق مثبت و معنادار بوده است. در مدل برآورد شده پنل نیز گزینش اوراق بهادار و اثر اندازه منفی و معنادار، بتا و اثر ارزش مثبت و معنادار بوده و موقعیت‌سنجی بازار نیز در هیچ یک از مدل‌های ترینور-مازوی و هنریکسون-مرتون مشاهده نشده است. ضمن آن بر اساس نتایج مدل‌های تلفیقی نسبت به مدل‌های سنتی نتایج بهتری را به دنبال داشته است.

جوهانسون و جوهانسون^{۱۵} (۲۰۱۲) در مطالعه خود ارتباط میان اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها را در کشور سوئد بررسی نمود. در این مطالعه اطلاعات مربوط به ۹۱ صندوق مشترک برای یک دوره شش ساله (۲۰۰۶-۲۰۱۱) جمع‌آوری و با استفاده از روش رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که بین اندازه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

رحمان و بالوچ^{۱۶} (۲۰۱۴) عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در کشور پاکستان بررسی نمودند. این مطالعه با هدف شناخت تأثیر عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشور پاکستان انجام شده است. دوره زمانی انجام این مطالعه ۲۰۱۰-۲۰۱۴ بوده و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از روش داده‌های پانل استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که عواملی مانند اندازه صندوق، نسبت هزینه، مدیریت و گردش مالی دارایی‌ها بر عملکرد صندوق‌ها تأثیر مثبت دارند. ضمن آن که بر پایه نتایج متغیر نقدینگی بر عملکرد صندوق‌ها تأثیر منفی و ناچیزی داشته است.

شرستا و سویدی^{۱۷} (۲۰۱۴)، عوامل تعیین‌کننده عملکرد بازار سهام را در نپال بررسی نمودند. دوره زمانی انجام مطالعه اوت ۲۰۰۰ تا جولای ۲۰۱۴ بوده و برای تجزیه و تحلیل نتایج از تحلیل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج نشان داد تورم و رشد حجم پول بر عملکرد بازار سهام اثر مثبت اما نرخ بهره بر عملکرد بازار سهام تأثیر منفی می‌گذارد. این نتایج نشان می‌دهد که در نپال، سهامداران سهام را به عنوان یک ابزار مالی جایگزین و به عنوان سپر تورمی و یا به عبارت دیگر برای محافظت در مقابل تورم نگهداری می‌کنند.

اینایرات (۲۰۱۸)، عوامل داخلی و بیرونی مؤثر بر قیمت سهام را در عربستان سعودی مورد بررسی قرار داد. در این مطالعه سود سهام به عنوان عامل داخلی و قیمت نفت به عنوان عامل بیرونی انتخاب و اثر آن‌ها بر قیمت سهام تحلیل شد. نمونه‌های آماری مطالعه شامل ۴۰ شرکت بورس اوراق بهادار عربستان بودند که اطلاعات آن‌ها در دوره ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ جمع‌آوری شد و در چارچوب مدل رگرسیون داده‌های پانلی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد سود سهام نقش ویژه‌ای در تبیین قیمت اوراق بهادار دارد؛ با این وجود قیمت نفت تأثیر تعیین‌کننده‌ای در قیمت سهام شرکت‌ها نداشته است.

کازی و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۸)، تأثیر بی‌ثباتی سیاسی را بر بازده بازار سهام در بورس اوراق بهادار بنگلادش بررسی کردند. در این مطالعه تأثیر اعتصابات سیاسی که در اصطلاح محلی بنگلادش تحت عنوان هارتال^{۱۹} شناخته می‌شود، بر بازده بازار بورس این کشور مورد بررسی قرار گرفته است. جهت رسیدن به این هدف از اطلاعات روزانه شرکت‌های بورس داکا برای دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵ استفاده شده است. نتایج نشان داد اعتصاب سیاسی تأثیری منفی و معنی‌دار بر بازده بازار سهام در کشور بنگلادش داشته است. بر پایه نتایج حاصل از این مطالعه هر یک روز اعتصاب سیاسی، بازده بازار سهام را در کشور بنگلادش به طور متوسط حدود ۰/۱۴ درصد کاهش می‌دهد.

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

کاتور^{۲۰} (۲۰۱۸) در مطالعه خود تأثیر برخی از ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را در هند بر عملکرد این صندوق‌ها بررسی نمود. اطلاعات مورد استفاده در این مطالعه مربوط به دوره زمانی ۲۰۰۴-۲۰۱۳ بوده و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از روش داده‌های پانل پویا استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که ویژگی‌های صندوق از قبیل اندازه، نسبت هزینه، نسبت گردش مالی و سن صندوق بر عملکرد و استراتژی معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معنی‌دار می‌گذارند.

گوسنی و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۸) در مطالعه خود عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام را در کشور اندونزی بررسی نمودند. دوره زمانی انجام این مطالعه ساله‌ای ۲۰۱۵-۲۰۱۱ بوده و جهت کمی‌سازی عملکرد صندوق‌ها از شاخص ترینر استفاده شده است. ضمن آن که در این مطالعه جهت رسیدن به اهداف و آزمون فرضیه‌ها از روش داده‌های پانل استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که ریسک، مهارت انتخاب سهام، تورم و اندازه صندوق متغیرهایی هستند که بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار دارند.

الحامد و همکاران^{۲۲} (۲۰۱۹) عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک را در کشور پاکستان بررسی کردند. این مطالعه با رویکرد تحقیق کمی و طرح تحقیق مقطعی با استفاده از ۳۰۰ پرسشنامه انجام شده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از Smart PLS ۳ استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که ریسک و بازده، نقدینگی‌داری‌ها، عوامل جمعیت‌شناختی، مزایای مالیاتی و شفافیت عوامل اصلی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری به شمار می‌آیند.

پرسش‌های پژوهش

پرسش‌های مطالعه حاضر به شرح ذیل می‌باشند:

پرسش ۱: عوامل بیرونی مؤثر بر مدیریت زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک چیست و رتبه‌بندی آنها چگونه است؟

پرسش ۲: عوامل درونی مؤثر بر مدیریت زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک چیست و رتبه‌بندی آنها چگونه است؟

روش‌شناسی تحقیق

روش‌های مختلفی برای نظرسنجی، اخذ پیشنهادها و پیش‌بینی آینده برای کمک در تصمیم‌گیری‌ها وجود دارد؛ یکی از این روش‌ها که ضمن حفظ سادگی از قابلیت اطمینان بالایی برخوردار است، روش دلفی^{۲۳} می‌باشد. روش دلفی در پیش‌بینی وقایع آینده، جمع‌آوری اطلاعات گذشته و حال، ارزیابی

تخصیص بودجه‌های ممکن، تعیین اولویت‌ها، انتخاب یک گزینه از بین چندین گزینه کاربرد دارد. هدف از این روش که با استفاده از پرسشنامه و نظرخواهی از خبرگان صورت می‌پذیرد، دسترسی به مطمئن‌ترین و دقیق‌ترین توافق گروهی خبرگان درباره موضوعی خاص است. در حال حاضر روش دلفی برای کاربردهای مشابهی توسعه داده شده که همگی دارای ویژگی‌های مشترک شامل بی‌نامی کامل یا جزئی کارشناسان (از طریق فرآیند ایمیل، پرسشنامه یا مصاحبه)، زمینه‌یابی تکراری و ایجاد بازخورد در یک خلاصه آماری از کارشناسان برای نوبت‌های آینده هستند. لازم به ذکر است که نتایج تجدید نظر کارشناسان می‌تواند برای تشخیص و ترکیب همه نظریه‌های بیان شده مشترک در زمینه‌یابی استفاده شود. به طور کلی روش دلفی شامل دو نوع روش دلفی سنتی^{۲۴} (TDM) و روش دلفی فازی^{۲۵} (FDM) است. روش دلفی سنتی در واقع همان روش دلفی معمولی است. روش دلفی سنتی دارای یک نقص مهم است و آن نقص این است که از همگرایی پایین کارشناسان و زمان و هزینه اجرایی بالا برخوردار است؛ ضمن آن که برنامه‌ریز یا فردی که پرسشنامه را اجرا می‌کند ممکن است عقاید کارشناس به خصوصی را فیلتر کند. اگرچه روش دلفی سنتی در مطالعات زیادی مورد استفاده قرار گرفته است، اما مشکلاتی از قبیل تردید، نامعلومی و ابهام در نتایج آن وجود دارد. برای غلبه بر این نقص این روش با مجموعه فازی ادغام شده است. در مقاله‌ای که توسط برکلی در سال ۱۹۶۵ انتشار یافت، پروفیسور زاده مفهوم مجموعه فازی را پس از ۳۰ سال تجربه معرفی کرد؛ با استفاده از این مفهوم، دلفی فازی به وسیله ماری و همکاران (۱۹۸۵) پیشنهاد شد. این روش ابهام و نامعلومی روش دلفی سنتی را اصلاح می‌کند (ماناکاندان و همکاران^{۲۶}، ۲۰۱۷). تکنیک دلفی فازی یک فرآیند قوی مبتنی بر ساختار ارتباطی گروهی است که در مواردی که دانش ناکامل و نامطمئن در دسترس باشد، با هدف دستیابی به اجماع گروهی در بین خبرگان استفاده می‌شود. این روش اولین بار در سال ۱۹۸۸ توسط کوفمان و گوپتا ارائه شده است؛ و تعمیم روش دلفی در علم مدیریت است. در روش دلفی سنتی، پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط افراد خبره در قالب اعداد قطعی بیان می‌شوند؛ در حالی که استفاده از اعداد قطعی برای پیش‌بینی‌های بلندمدت، نتیجه پیش‌بینی را از واقعیت دور می‌سازد؛ بنابراین بهتر است که با استفاده از مجموعه‌های فازی به پیش‌بینی بلندمدت و تصمیم‌گیری در دنیای واقعی پرداخت. شباهت‌ها و تفاوت‌های میان روش دلفی فازی و روش سنتی دلفی به صورت زیر می‌باشد:

۱- در هر دو روش در تصمیم گروهی از عقاید کارشناسان استفاده می‌شود.

۲- روش دلفی نیاز دارد تا به تحقیقات چندگانه دست بزند تا به یک ثبات از عقاید کارشناسان برسد؛

اما روش دلفی فازی نیاز ندارد. در این روش فقط یک بررسی می‌تواند همه عقاید را پوشش دهد.

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی علی، زمردیان و حنیفی

۳- در روش دلفی سنتی، کارشناسان نیاز دارند تا پیش‌بینی کنند و نظراتشان را اصلاح کنند؛ بنابراین احتمال دارد اطلاعات سودمند از بین برود ولی در روش دلفی فازی به عقاید اصلی همه کارشناسان احترام گذاشته می‌شود و این یک درجه عضویت متفاوت برای همگرایی را ممکن می‌سازد.

۴- روش دلفی سنتی به یک زمان قابل توجه برای جمع‌آوری عقاید کارشناسان نیاز دارد اما در روش دلفی فازی در زمان صرفه‌جویی می‌شود. (لطیفی و همکاران، ۱۳۹۷).

تحلیل سلسله مراتبی دلفی فازی دارای پنج مرحله اساسی است. در مرحله اول نظرسنجی از متخصصان انجام می‌پذیرد؛ در این مرحله از متخصصان مختلف در مورد پارامترهای مؤثر بر یک پدیده یا تصمیم به صورت کیفی یا در صورت امکان کمی نظرسنجی به عمل می‌آید. سپس در مرحله دوم اعداد فازی محاسبه می‌شوند. برای محاسبه اعداد فازی می‌توان از عدد فازی مثلثی، عدد فازی ذوزنقه‌ای و عدد فازی گیوشن استفاده نمود؛ برای محاسبه اعداد فازی چنان چه مینا استفاده از عدد فازی مثلثی باشد، در این حالت عدد فازی به صورت روابط (۱) تا (۴) تعریف می‌گردد:

$$a_{ij} = (\alpha_{ij}, \delta_{ij}, \gamma_{ij}) \quad (1)$$

$$\alpha_{ij} = \text{Min}(\beta_{ijk}), \quad k = 1, \dots, n \quad (2)$$

$$\delta_{ij} = \left(\prod_{k=1}^n \beta_{ijk} \right)^{1/n} \quad (3)$$

$$\gamma_{ij} = \text{Max}(\beta_{ijk}), \quad k = 1, \dots, n \quad (4)$$

در روابط فوق β_{ijk} نشان‌دهنده اهمیت نسبی پارامتر i نسبت به پارامتر j از دیدگاه متخصص k است و α_{ij} و γ_{ij} نیز به ترتیب حد بالا و پایین نظرات پرسش‌شوندگان را بیان می‌کنند؛ ضمن آن‌که γ_{ij} میانگین هندسی نظرهای پرسش‌شوندگان می‌باشد. بدیهی است که مؤلفه‌های عدد فازی به گونه‌ای تعریف شده‌اند که $\alpha_{ij} \leq \delta_{ij} \leq \gamma_{ij}$ باشد و مقادیر این مؤلفه‌ها در بازه $[1/9, 9]$ تغییر کنند. در مرحله سوم ماتریس معکوس فازی تشکیل می‌گردد. در این مرحله با توجه به اعداد فازی به دست آمده در مرحله قبل، ماتریس مقایسه زوجی فازی بین پارامترهای مختلف به شرح رابطه (۵) تشکیل می‌شود:

$$\tilde{A} = [\tilde{a}_{ij}] \quad \tilde{a}_{ij} \times \tilde{a}_{ji} \approx 1 \quad \forall i, j \quad (5) \\ = 1, 2, \dots, n$$

و یا به عبارت دیگر خواهیم داشت:

$$\tilde{A} = \begin{bmatrix} (1, 1, 1) & (\alpha_{12}, \delta_{12}, \gamma_{12}) & (\alpha_{13}, \delta_{13}, \gamma_{13}) \\ (1/\gamma_{12}, 1/\delta_{12}, 1/\alpha_{12}) & (1, 1, 1) & (\alpha_{23}, \delta_{23}, \gamma_{23}) \\ (1/\gamma_{13}, 1/\delta_{13}, 1/\alpha_{13}) & (1/\gamma_{23}, 1/\delta_{23}, 1/\alpha_{23}) & (1, 1, 1) \end{bmatrix} \quad (6)$$

در مرحله چهارم وزن فازی نسبی پارامترها محاسبه می‌گردد. وزن نسبی پارامترها از طریق روابط (۷) و (۸) محاسبه می‌شود:

$$\bar{Z}_i = [\bar{\alpha}_{ij} \otimes \dots \otimes \bar{\alpha}_{in}]^{1/n} \quad (7)$$

$$\bar{W}_i = \bar{Z}_i \otimes (\bar{Z}_i \oplus \dots \oplus \bar{Z}_n)^{-1} \quad (8)$$

که در آن $\bar{\alpha}_1 \otimes \bar{\alpha}_2 = (\alpha_1 \times \alpha_2, \delta_1 \times \delta_2, \gamma_1 \times \gamma_2)$ بوده و \bar{W}_i یک بردار سطری است که نشان‌دهنده وزن فازی پارامتر نام می‌باشد. در نهایت نیز در مرحله آخر وزن پارامترها غیر فازی می‌گردد؛ لازم به ذکر است که برای غیر فازی کردن وزن پارامترها از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$W_i = \left(\prod_{j=1}^3 W_{ij} \right)^{1/3} \quad (9)$$

(لی و همکاران، ۲۰۰۸). از آن جا که هدف مطالعه حاضر شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران است، لذا تحقیق حاضر از لحاظ موضوعی در حوزه مباحث مالی و اقتصادی قرار دارد. همچنین بورس اوراق بهادار ایران قلمرو مکانی مطالعه حاضر است؛ در مطالعه حاضر اطلاعات مورد نیاز که مربوط به تجزیه و تحلیل نتایج و بررسی اهداف و پرسش‌های تحقیق است به صورت پیمایشی و با طراحی پرسشنامه از سرمایه‌گذاران، صاحب‌نظران و متخصصان فعال در بازار سرمایه ایران برای سال ۱۳۹۹ جمع‌آوری شده است. پس از جمع‌آوری داده‌هایی که برای انجام تحقیق مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات متغیرها اهمیت خاصی دارد. بر این اساس در مطالعه حاضر اطلاعات جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزارهای EXCEL و SPSS به صورت کمی و کیفی تحلیل شده‌اند؛ در نهایت نیز رتبه‌بندی متغیرها انجام و به پرسش‌های تحقیق پاسخ داده شده است.

یافته‌های پژوهش

برای سنجش متغیرهای پژوهش، از پرسشنامه در قالب طیف پنج گزینه‌ای لیکرت استفاده شد؛ برای بررسی صحت پرسش‌های پرسشنامه، روایی و پایایی بررسی شد. به منظور بررسی روایی منطقی، پرسشنامه بین هشت نفر از خبرگان توزیع و پس از دریافت نظرها، اصلاحات و پیشنهادها آن‌ها، تغییرات اعمال شد. پس از تأیید پایایی پرسشنامه اولیه، پرسشنامه نهایی که در برگزیده متغیرهای جدول (۱) می‌باشد، میان جامعه آماری پژوهش مشتمل بر بیست نمونه توزیع شد؛ پس از جمع‌آوری پرسشنامه نهایی برای سنجش پایایی، از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد. لازم به ذکر است که آزمون آلفای کرونباخ به طور معمول برای آزمون قابلیت اعتماد یا پایایی پرسشنامه‌هایی مورد استفاده قرار

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

می‌گیرد که به صورت طیف لیکرت طراحی شده و جواب‌های آن چندگزینه‌ای هستند. ضریب آلفای کرونباخ برای سنجش میزان تک‌بعدی بودن نگرش‌ها، قضاوت‌ها و سایر مقولاتی که اندازه‌گیری آن‌ها آسان نیست به کار می‌رود. بدیهی است هر قدر شاخص آلفای کرونباخ به ۱ نزدیک‌تر باشد، همبستگی درونی بین سؤالات بیشتر و در نتیجه پرسش‌ها همگن‌تر خواهند بود. چنان چه آلفای کرونباخ پائین‌تر از ۰/۵ باشد، پایایی پرسشنامه پائین است. اگر آلفای کرونباخ بین ۰/۵ تا ۰/۷ باشد، پایایی پرسشنامه متوسط اما قابل قبول است؛ اما اگر آلفای کرونباخ بالاتر از ۰/۷ باشد، پایایی پرسشنامه زیاد است. همان طور که از نتایج جدول (۲) مشخص است با توجه به آن که آلفای کرونباخ در مطالعه حاضر ۰/۸۱۹ محاسبه شده است، لذا پرسشنامه مطالعه حاضر و نیز اطلاعات حاصل از آن از پایایی و قابلیت اعتماد بالایی برخوردار هستند.

جدول ۱- چارچوب کلی عوامل تأثیرگذار بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران از دید خبرگان

عوامل	متغیرهای اصلی
عوامل بیرونی	نرخ سود سپرده‌ها، بازده بازارهای موازی و سهام، نرخ تورم، درآمدهای نفتی، رشد اقتصادی و تحولات سیاسی
عوامل درونی	توانایی و مهارت مدیریت صندوق، عمر و اندازه نسبی صندوق، خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق، بازدهی، سودآوری و مخارج سرمایه‌ای صندوق، ریسک‌های پیش روی صندوق و تعداد صنعت در سبد سرمایه‌گذاری صندوق

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۲- آزمون قابلیت اعتماد یا پایایی پرسشنامه

تعداد سؤالات	تعداد مشاهدات	آلفای کرونباخ
۱۲	۲۰	۰/۸۱۹

مأخذ: یافته‌های تحقیق

برای رتبه‌بندی عوامل تأثیرگذار بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران، ابتدا بر اساس نتایج نظرسنجی از خبرگان، ماتریس مقایسه زوجی کلی بین عوامل تشکیل‌گردید و وزن فازی متغیرها با به کارگیری اعداد فازی مثلثی محاسبه و سپس وزن نهایی متغیرها برآورد گردید. نتایج

مربوط به رتبه‌بندی زیر مولفه‌های عوامل بیرونی و درون شرکتی به ترتیب در جداول (۳) و (۴) ارائه شده است.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۳) از دید خبرگان بازده بازارهای موازی مهم‌ترین عامل بیرونی است که بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. این متغیر با وزن فازی حداقل ۰/۰۶۴، میانگین هندسی ۰/۱۹۲ و حداکثر ۰/۷۱۹، دارای وزن نهایی ۰/۲۰۶ است. در رابطه با این نتیجه باید عنوان نمود افراد در سبد دارایی‌های مالی خود علاوه بر در نظر گرفتن بازده صندوق‌ها، ترکیب‌های مختلفی از پول نقد، سپرده بانکی، ارز، سکه بهار آزادی و مسکن را نیز نگهداری می‌کنند؛ هرگونه نوسان در یکی از این دارایی‌ها می‌تواند بازدهی حاصل از خرید و یا نگهداری واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری را متاثر سازد. بر این اساس افزایش نرخ ارز، سکه و مسکن موجب افزایش بازدهی این بازارها شده و منجر به حرکت بخشی از نقدینگی از بازار سرمایه با فروش سهام یا ابطال گواهی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری از سوی سرمایه‌گذاران می‌شود و بدین طریق بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر خواهد گذاشت. نرخ سود بانکی با وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۵۳، میانگین هندسی ۰/۱۸۳، حداکثر ۰/۷۵۹ و وزن نهایی ۰/۱۹۴، دومین عاملی است که از دید خبرگان بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارد. در این رابطه باید اذعان نمود که سرمایه‌گذاران به دنبال سبد کارای سرمایه‌گذاری هستند. آن‌ها با توجه به عدم‌آگاهی و یا اعتقاد به ریسک بالاتر بازده سرمایه‌گذاری در بازار سهام و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ممکن است بازده دریافتی ناشی از سرمایه‌گذاری در این بازار را، در قبال مخاطره‌ی آن کافی ندانند. با توجه به تورم بالا و رکود، در صورت افزایش نرخ سود بانکی و به دنبال آن جذب سرمایه‌های موجود به سوی حساب‌های بانکی، بازار سرمایه می‌تواند یک مقصد مناسب برای جذب نقدینگی باشد. در این راستا وجود نرخ‌های سود سپرده بلندمدت بانکی بدون ریسک در ایران، باعث شده است که این متغیر کلان اقتصادی به عنوان یک رقیب برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام و صندوق‌های سرمایه‌گذاری به حساب آید. لذا انتظار می‌رود افزایش در نرخ سود واقعی بانکی، با نرخ رشد شاخص کل قیمت سهام، رابطه منفی داشته باشد و بدین طریق بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌ها اثر بگذارد. براساس نتایج متغیر تحولات سیاسی با مقادیر وزنی فازی حداقل ۰/۰۵۰، میانگین هندسی ۰/۱۹۱، حداکثر ۰/۷۵۴ و وزن نهایی ۰/۱۹۳ از دید خبرگان سومین عامل برون شرکتی است که بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود اتفاقات سیاسی که رخ می‌دهد و اخباری که به دنبال آن منتشر می‌شود، بسته به شرایط جامعه و نوع خبر می‌تواند القا

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

کننده‌ی نوعی ترس و هیجان منفی برای افراد باشد که در نهایت باعث ایجاد نوسانات در بازار می‌شود. محیط کسب و کار تحت تأثیر اخبار سیاسی داخلی و خارجی مثل جنگ، انتخابات، فساد دولتی، اختلافات کارگری، اصلاحات نهادی و ... قرار دارد. لذا بی‌ثباتی سیاسی و یا به عبارت دیگر عدم اطمینان سیاسی تأثیر منفی روی تصمیمات اقتصادی تولیدی دارد و بر توسعه بازار سهام و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر منفی می‌گذارد. احتمال تغییر دولت بر سیاست‌های نامعلوم آینده دلالت می‌کند، به طوری که عوامل اقتصادی ریسک‌گریز ممکن است از گرفتن تصمیمات اقتصادی مهم دوری کنند، یا ممکن است از اقتصاد خارج شوند و ترجیح دهند در بازارهای دیگر و یا در خارج از کشور سرمایه‌گذاری کنند. ضمن آن که تنش در روابط بین‌المللی احتمال درگیری نظامی را افزایش و در مقابل امید به جذب همکاری‌ها و سرمایه‌گذاری‌های خارجی را کاهش می‌دهد و در نتیجه با برانگیختن واکنش پرهیجان معامله‌گران تأثیری منفی بر تصمیم‌گیری می‌گذارد و بدین طریق باعث انتقال سرمایه‌ها و بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارد. نرخ تورم عامل چهارم بیرونی است که بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارد. این عامل دارای وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۳۹، میانگین هندسی ۰/۱۷۱، حداکثر ۰/۶۶۹ است و وزن نهایی آن نیز ۰/۱۶۵ می‌باشد. سرمایه‌گذاران تورم را به عنوان یکی از مهم‌ترین متغیرهای کلان اقتصادی اثرگذار در تصمیم‌گیری در نظر می‌گیرند. برای محاسبه بازده واقعی یک سهم باید اختلاف بازده سهم بر اساس ارزش سهمی از تورم در دوره سرمایه‌گذاری محاسبه شود. اگر تورم به خوبی قابل پیش‌بینی شدن باشد سرمایه‌گذاران به سادگی درصدی را به عنوان تورم به بازدهی مورد انتظار خود می‌افزایند و بازار به تعادل می‌رسد. در شرایط تورمی به‌طور متوسط سود اسمی شرکت‌ها پس از مدت زمانی افزایش می‌یابد، در واقع سودآوری افزایش نیافته، بلکه سود اسمی تحت تأثیر تورم افزایش یافته است. زمانی که سود اسمی افزایش پیدا کند قیمت اسمی سهام نیز افزایش خواهد یافت. اثر دیگر تورم این است که موجب کاهش ارزش ذاتی سهام می‌شود. در سال‌هایی که نرخ تورم بالا باشد کیفیت سود واقعی شرکت‌ها (سود اقتصادی) پایین می‌آید. علاوه بر این، شرایط تورمی باعث کاهش قدرت خرید مردم می‌شود. لذا افزایش هزینه‌های زندگی به گونه‌ای خواهد بود که فرصت سرمایه‌گذاری و پس‌انداز از آن‌ها گرفته شده و درآمدها بیشتر صرف هزینه‌های جاری می‌شوند. کاهش سرمایه‌گذاری منجر به کاهش تقاضا برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار و به تبع کاهش شاخص سهام می‌شود. همچنین، با افزایش نرخ تورم، نرخ بهره مورد انتظار سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد، بنابراین، نرخ تنزیل جریان‌های نقدی و همچنین هزینه‌های فرصت از دست رفته پول نیز افزایش می‌یابد. از این‌رو انتظار می‌رود بین افزایش نرخ تورم، قیمت و

بازدهی سهم و به تبع آن شاخص کل قیمت سهام، یک رابطه منفی وجود داشته باشد که در نتیجه آن نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. در نهایت نیز نتایج حاصل از مطالعه حاضر نشان می‌دهد که از دید خبرگان رشد اقتصادی و درآمدهای نفتی، نسبت به سایر عوامل بیرونی اولویت و اهمیت پایین‌تری بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دارند. عواید حاصل از فروش نفت در کشورهای صادرکننده‌ی آن نقش عمده‌ای بر بازار سرمایه این کشورها دارد. این عواید جزء درآمد ملی این کشورها محسوب شده و می‌توان آن را هم از طریق سرمایه‌گذاری داخلی و هم از طریق سرمایه‌گذاری خارجی در راه توسعه اقتصادی به کار برد. از آنجا که ارزش سهام، برابر با مجموع تنزیل یافته‌ی جریان‌های نقدی آینده است و این جریان‌های نقدی تحت تأثیر حوادث و رخدادهای اقتصاد کلان هستند، در نتیجه می‌توانند تحت تأثیر تکانه نفتی نیز قرار بگیرند؛ بنابراین کاملاً منطقی به نظر می‌رسد که بیان شود بازار سهام اطلاعات مربوط به پیامدهای ناشی از تکانه نفتی را جذب و در قیمت‌های سهام انعکاس می‌دهد. در رابطه با رشد اقتصادی نیز باید عنوان نمود که این متغیر مقیاسی برای اندازه‌گیری فعالیت‌های اقتصادی است. تغییرات تولید ناخالص داخلی که بیان‌گر رشد اقتصادی است ارزش مجموع تولید کالاها و خدمات نهایی است که توسط یک نظام اقتصادی در یک دوره زمانی مشخص مثلاً یک سال تولید می‌شود. اجزای تشکیل دهنده تولید ناخالص داخلی عبارتند از هزینه‌های مصرفی بخش خصوصی، هزینه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، هزینه‌های بخش دولتی، خالص صادرات و غیره. سرمایه‌گذار با بررسی اجزای تولید ناخالص ملی به طور کلی واقف می‌گردد که آیا اقتصاد از رشد و ثبات خوبی برخوردار است یا خیر. همچنین آگاه می‌شود که نوسان شدید مربوط به کدام جزء می‌باشد. لذا با اطلاع از میزان مصرف بخش خصوصی تلاش می‌کند در صندوق‌هایی سرمایه‌گذاری نماید که مصرف آن کالا یا خدمت در سبد سهام آن‌ها از رشد خوبی برخوردار باشد؛ همچنین مشخص خواهد نمود که مصرف کالا و خدمات بخش دولتی به چه میزان است و در آینده چه میزان خواهد شد. اگر میزان مصرف در جامعه کاهش یابد اقتصاد آن جامعه رشد محدودتری خواهد داشت مگر آن که به اندازه کاهش در میزان مصرف، سرمایه‌گذاری در کالاهای سرمایه‌ای افزایش یابد. به‌طور کلی، توجه به ترکیب اجزای تولید ناخالص ملی و نرخ رشد آن در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران بسیار مهم می‌باشد. در نهایت باید اذعان نمود اگر چه تاکنون دقیقاً مطالعه‌ای مشابه مطالعه حاضر انجام نشده اما نتایج مطالعه حاضر به طور ضمنی با نتایج حاصل از مطالعات محمدی و پشتونی‌زاده (۱۳۹۶)، شرسا و سویدی (۲۰۱۴)، اینایرات (۲۰۱۸)، کازی و همکاران (۲۰۱۸) و گوسنی و همکاران (۲۰۱۸) مشابهت فراوانی دارد.

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی علی، زمردیان و حنیفی

جدول ۳- رتبه‌بندی عوامل بیرونی مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

مشترک ایران

رتبه	وزن غیر فازی پارامترها	وزن فازی پارامترها	متغیر
۱	۰/۲۰۶	۰/۰۶۴	بازده بازارهای موازی و سهام
۲	۰/۱۹۴	۰/۰۵۳	نرخ سود سپرده‌ها
۳	۰/۱۹۳	۰/۰۵۰	تحولات سیاسی
۴	۰/۱۶۵	۰/۰۳۹	نرخ تورم
۵	۰/۱۳۴	۰/۰۲۹	رشد اقتصادی
۶	۰/۱۰۴	۰/۰۲۵	درآمدهای نفتی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۴) از دید خبرگان، توانایی و مهارت مدیریت صندوق با مقادیر وزنی فازی حداقل ۰/۰۸۹، میانگین هندسی ۰/۱۹۹، حداکثر ۰/۵۳۶ و وزن نهایی ۰/۲۰۶ مهم‌ترین عامل درون شرکتی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که یکی از سرمایه‌های انسانی که نقش مهمی را در تبدیل منابع به درآمد و خلق ثروت بر عهده دارد، مدیران هستند. اطلاعات مرتبط با توانایی‌های مدیران، از قبیل توانایی آن‌ها در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تامین منابع، دانش و تجربه آن‌ها، یکی از ابعاد مهم و ارزشمند دارایی‌های نامشهود صندوق‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری شامل فعالیت‌هایی چون توانایی انتخاب سهام (حسن انتخاب)، تخصیص دارایی، سبک مدیریت و موقعیت سنجی است؛ توانایی و مهارت مدیریت می‌تواند با توجه به دو عامل توانایی انتخاب سهام و موقعیت سنجی بازار سنجیده شود که به ترتیب نشان دهنده توانایی پیش‌بینی در سطح خرد و کلان هستند. عالی یا ضعیف بودن عملکرد یک صندوق نیز می‌تواند ناشی از همین دو عامل باشد. ابتدا مدیر صندوق باید بتواند اوراق بهادار با ارزش بالا را انتخاب کند که بر عملکرد صندوق اثرگذار هستند (توان انتخاب)، دوم آن که مدیر باید قادر باشد تا بازار را موقعیت سنجی کند و با توجه به بازار و افت و خیزهای آن بهترین تصمیم را بگیرد (توان موقعیت‌سنجی). از دید خبرگان خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق دومین عامل درونی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. این متغیر با وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۶۱، میانگین هندسی ۰/۱۷۹ و حداکثر ۰/۴۸۰ دارای وزن نهایی ۰/۱۷۳۴ است. در توضیح این مسئله باید عنوان نمود که ارزش خالص دارایی نشان‌دهنده کل خالص ارزش دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری است. ارزش

دارایی‌های خالص، شاخصی در بورس اوراق بهادار است که برای ارزش‌یابی و برآورد ارزش ذاتی دارایی‌های شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، استفاده می‌شود. ارزش خالص دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد و یکی از ملاک‌های ارزیابی عملکرد صندوق‌ها در نظر گرفته می‌شود. سرمایه‌گذاران با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های صندوق سهام می‌شوند، لذا لازم است ارزش دارایی‌هایشان در صندوق را بدانند. بخشی از دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سهام شرکت‌ها اختصاص می‌یابد که با نوسان روزانه سهام، افزایش یا کاهش می‌یابند. ضمن آن که سود سهام تقسیم شده توسط شرکت‌ها نیز به منابع صندوق اضافه شده و ارزش دارایی‌های آن و به طبع آن، ارزش واحدهای خریداری شده را افزایش می‌دهد. درصد دارایی‌های نقدی نیز جمع در صد وجه نقد و اوراق مشارکت می‌باشد. این شاخص، معیاری است برای بررسی ریسکی بودن دیدگاه مدیر صندوق در استفاده از منابع. انتخاب دارایی‌های بدون ریسک با بازدهی کمتر یا دارایی‌های ریسکی اما با بازدهی بالاتر. بر این اساس درصد دارایی‌های نقدی صندوق هر چه کمتر باشد، بیانگر عملکرد حرفه‌ای‌تر اما پریسک‌تر مدیر پرتفوی گردانی صندوق می‌باشد. با توضیحات ارائه شده مشخص است که خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق، متغیرهایی هستند که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر قابل توجهی می‌گذارند. متغیر ریسک‌های پیشروی صندوق با وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۶۵، میانگین هندسی ۰/۱۷۴، حداکثر ۰/۴۵۱ و وزن نهایی ۰/۱۷۲۶ سومین عامل بیرونی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. در این رابطه باید اذعان نمود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به تمام مزایایی که برای اقتصاد ایران دارند با ریسک‌هایی نیز مواجهند که می‌تواند اثربخشی آن‌ها را مختل نماید؛ از جمله این ریسک‌ها می‌توان مشکلات در رابطه با روند اعطای مجوزهای صادره مورد نیاز صندوق‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های قوانین و مقررات جهت حمایت از فعالیت گسترده صندوق‌ها در بازار، فرآیند اعطای مجوز بازارگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ... اشاره نمود. ضمن آن که ریسک عدم ثبات مالی (ریسک سیستمی) که به وسیله صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایجاد می‌شود و باعث احتمال سقوط ناگهانی کل سیستم مالی و بی‌ثباتی و آشوب در بازارهای مالی می‌گردد نیز از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. موارد اشاره شده در کنار مشکلات فرهنگی در رابطه با شناخت و قبول انجام سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها، بر تأمین نقدینگی مورد نیاز صندوق و لذا زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر قابل توجهی می‌گذارد. متغیر تعداد صنعت در سبد سرمایه‌گذاری صندوق با وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۵۸، میانگین هندسی ۰/۱۷۰، حداکثر ۰/۴۴۳ و وزن نهایی ۰/۱۶۳ چهارمین عامل بیرونی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. در این رابطه باید اذعان نمود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به ماهیت خود و نحوه و میزان سرمایه‌گذاری در صنایع و بخش‌های مختلف، سوددهی متفاوتی دارند. به عنوان مثال صندوق‌های سهامی در ایران با توجه به عمده سرمایه‌گذاری در بخش سهام و حق تقدم اگر چه ریسک بیشتری از سایر صندوق‌ها داشته‌اند، اما از سوددهی بالاتری نیز برخوردار بوده‌اند. با توضیحات ارائه شده مشخص است که چنان چه صندوق سبد سرمایه‌گذاری خود صنایع متنوع با عملکرد و میزان سوددهی بالا را داشته باشد، این مسئله بر خالص ارزش دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری و لذا نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر قابل توجهی می‌گذارد. متغیر بازدهی، سودآوری و مخارج سرمایه‌ای صندوق پنجمین عامل درون شرکتی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. این عامل دارای وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۶۰، میانگین هندسی ۰/۱۵۰، حداکثر ۰/۴۳۷ است و وزن نهایی آن نیز ۰/۱۵۸ می‌باشد. بازدهی و سودآوری بالا منابع جدید مالی در اختیار صندوق قرار می‌دهند؛ افزایش مخارج سرمایه‌ای نیز اگرچه در کوتاه‌مدت منابع مالی در اختیار صندوق را کاهش می‌دهد، اما در بلندمدت با ایجاد درآمد برای صندوق، منابع جدید مالی خلق می‌کند. لذا متغیرهای بازدهی، سودآوری و مخارج سرمایه‌ای از طریق خلق منابع مالی می‌توانند بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثرگذار باشند. عمر و اندازه نسبی صندوق ششمین عامل بیرون شرکتی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. این متغیر با وزن‌های فازی حداقل ۰/۰۴۹، میانگین هندسی ۰/۱۲۸ و حداکثر ۰/۳۱۹ دارای وزن نهایی ۰/۱۲۶ است. در توضیح این مسئله باید عنوان نمود که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پس از گذشت زمان و سپری شدن مدتی از تأسیس صندوق تسلط مناسب و درستی در رابطه با تشخیص صحیح وضعیت صندوق و ترکیب دارایی آن پیدا می‌نمایند؛ این امر در نهایت سبب می‌شود تا آن‌ها دارایی‌های صندوق را به سمت بهترین ترکیب سرمایه‌گذاری سوق دهند و در نتیجه صندوق از کارایی بالا برخوردار بوده و عملکرد بهتری داشته باشد و بازدهی بیشتری نیز از سرمایه‌گذاری‌های خود به دست آورد. ضمن آن که هرچه صندوق سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر باشد می‌تواند در سرمایه‌گذاری‌های خود تنوع بیشتری ایجاد کند و این موضوع بر بازده و عملکرد صندوق‌ها اثر مثبت خواهد داشت. هر چه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از بنیه و پشتوانه مالی و نقدینگی بالاتری برخوردار باشند، در نتیجه می‌توان استنباط کرد که این حجم نقدینگی می‌تواند در میزان سرمایه‌گذاری و حجم معاملات و در نتیجه بازدهی آن‌ها تأثیر بگذارد. ضمن آن که با توجه به این که رتبه‌بندی کارگزاران بر مبنای میزان سرمایه، تعداد مشتریان،

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و هشتم / پاییز ۱۴۰۰

دفتر پذیرش فعال و سایر عوامل اعتباری مربوط به کارگزاران از طرف مدیریت نظارت بر کارگزاران سازمان بورس و اوراق بهادار صورت می‌گیرد، می‌توان بیان کرد، کارگزاران، که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، می‌توانند با توجه به رتبه خود به اعتبار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک خود بیفزایند و با توجه به این که یکی از مواردی که سرمایه‌گذاران در فرآیند سرمایه‌گذاری خود مدنظر قرار می‌دهند عوامل محیطی صندوق‌ها است؛ لذا این افزایش اعتبار باعث افزایش مشتریان صندوق‌ها و در نتیجه باعث افزایش حجم معاملات و در نهایت باعث افزایش بازدهی صندوق‌ها می‌گردد. با توجه به موارد اشاره شده مشخص است که متغیرهای عمر و اندازه نسبی صندوق، بر نحوه تأمین نقدینگی مورد نیاز صندوق و لذا زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر قابل توجهی می‌گذارد. در نهایت باید اذعان نمود اگر چه تاکنون دقیقاً مطالعه‌ای مشابه مطالعه حاضر انجام نشده اما نتایج مطالعه حاضر به طور ضمنی با نتایج حاصل از مطالعات گوگردچیان و همکاران (۱۳۹۴)، شاهمرادی (۱۳۹۶)، محمدی و پشتون‌زاده (۱۳۹۶)، عبده تبریزی و اسدی قره‌جلو (۱۳۹۸)، رحمان و پالوچ (۲۰۱۴)، کائور (۲۰۱۸) و گوسنی و همکاران (۲۰۱۸) مشابهت فراوانی دارد.

جدول ۴- رتبه‌بندی عوامل درونی مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

مشترک ایران

رتبه	وزن غیر فازی پارامترها	وزن فازی پارامترها	متغیر
۱	۰/۲۰۶	۰/۰۸۲ ۰/۱۹۹	۰/۵۳۶ توانایی و مهارت مدیریت صندوق
۲	۰/۱۷۳۴	۰/۰۶۱ ۰/۱۷۹	۰/۴۸۰ خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق
۳	۰/۱۷۲۶	۰/۰۶۵ ۰/۱۷۴	۰/۴۵۱ ریسک‌های پیش‌روی صندوق
۴	۰/۱۶۳	۰/۰۵۸ ۰/۱۷۰	۰/۴۴۳ تعداد صنعت در سبد سرمایه‌گذاری صندوق
۵	۰/۱۵۸	۰/۰۶۰ ۰/۱۵۰	۰/۴۳۷ بازدهی، سودآوری و مخارج سرمایه‌ای صندوق
۶	۰/۱۲۶	۰/۰۴۹ ۰/۱۲۸	۰/۳۱۹ عمر و اندازه نسبی صندوق

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتیجه‌گیری و بحث

صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین سازوکارهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی هستند که شرایط بازار را از نظر ریسک و بازده برای سرمایه‌گذاران مختلف به ویژه افراد مبتدی مساعدتر می‌کنند. این صندوق‌ها با ایفای نقش واسطه مالی، سرمایه‌گذاری افراد غیرحرفه‌ای را از حالت مستقیم به

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی‌علی، زمردیان و حنیفی

غیرمستقیم تبدیل کرده و در این میان مزایای متعددی را هم برای بازار سرمایه و هم برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری از یکسو با ارائه راهکار مناسب برای رشد کمی، کیفی و کمک به توسعه پایدار بازار سرمایه و تشویق سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، ورود افراد غیرحرفه‌ای را به بازار تسهیل می‌کنند و از سوی دیگر این امکان را پدید می‌آورند که از طریق تشکیل سبد متنوعی از دارایی‌ها که هر کدام دارای ویژگی‌های خاص خود هستند، ضمن کسب بازدهی مناسب، ریسک سرمایه‌گذاران نیز کاهش یابد. نقدشوندگی بالای واحدهای سرمایه‌گذاری، مدیریت تخصصی و حرفه‌ای، امکان متنوع‌سازی سرمایه‌گذاری‌ها با هزینه‌ی اندک و نیز هزینه‌های پایین مدیریت و اداره صندوق در نتیجه صرفه‌جویی در مقیاس از مزایای مهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری به شمار می‌آید. مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توأم با پیچیدگی‌ها و دشواری‌هایی است که برگرفته از کسب بازدهی مطلوب و مدیریت جریان نقدی به عنوان مهم‌ترین معیارهای مدیریتی است. چرا که سیاست‌های صندوق در زمینه نقدینگی که موجب مدیریت سرمایه در گردش در قالب مطالبات نقدی از مشتریان، دارایی‌های موجود در انبار و پرداخت نقدی به تأمین کنندگان می‌شود، به طور اجتناب‌ناپذیری با عملکرد صندوق مرتبط است. زمان‌بندی بازار یک بعد مهم برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است که از طریق مدیریت حرفه‌ای این صندوق‌ها به دست آمده و می‌تواند منجر به خلق ارزش افزوده برای سرمایه‌گذاران شود. یک مدیر سرمایه‌گذاری مجرب می‌تواند قبل از صعود و نزول بازار، صندوق سرمایه‌گذاری را در موقعیت پایدار و رقابتی قرار دهد. با این رویکرد در این مطالعه تلاش شده است تا عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران شناسایی و رتبه‌بندی شوند. جهت رسیدن به این هدف اطلاعات مورد نیاز به صورت پیمایشی و با طراحی پرسشنامه از سرمایه‌گذاران، صاحب‌نظران و متخصصان فعال در بازار سرمایه ایران برای سال ۱۳۹۹ جمع‌آوری و در چارچوب روش دلفی فازی تحلیل شدند. نتایج حاصل از مطالعه نشان داد که بازده بازارهای موازی و سهام (با وزن ۰/۲۰۶)، نرخ سود بانکی (با وزن ۰/۱۹۴) و تحولات سیاسی (با وزن ۰/۱۹۳) مهم‌ترین عوامل بیرونی و کلان اقتصادی هستند که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارند. ضمن آن که از میان عوامل درونی نیز سه متغیر توانایی و مهارت مدیریت صندوق (با وزن ۰/۲۰۶)، خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق (با وزن ۰/۱۷۳۴) و ریسک‌های پیشروی صندوق (با وزن ۰/۱۷۲۶) بیشترین تأثیر را بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک داشته‌اند. با توجه به نتایج عنوان شده مشخص است که مؤلفه‌های عوامل درونی و برای زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اهمیت ویژه‌ای دارند. عوامل درون شرکتی بر رونق صندوق‌های سرمایه‌گذاری

مشترک تاثیر معنی دار می گذارند. در این راستا پیشنهاد می گردد اولاً سازمان بورس، کارگزاری ها و ... اهمیت این اطلاعات و چگونگی بهره برداری از آن ها را برای کسانی که قصد ورود و سرمایه گذاری در بازار بورس را دارند، روشن سازند؛ ثانياً سازمان بورس به عنوان متولی اصلی بازار با اعمال نظارت دقیق صندوق ها را ملزم نماید تا صورت های مالی خود را با رعایت تمامی استانداردها، به موقع و بدون هر گونه ابهامی منتشر نمایند؛ این مساله می تواند ضمن جلب اعتماد فعالان بازار سرمایه اقبال و توجه سرمایه گذاران را به فعالیت و سرمایه گذاری در صندوق ها افزایش دهد. در رابطه با اهمیت و لزوم توجه به متغیرهای اقتصاد کلان پیشنهاد می شود، دولت و بانک مرکزی هنگام سیاست گذاری های اقتصادی به شرایط اقتصادی کشور توجه کافی داشته باشند و شدت تأثیرگذاری متغیرهای کلان اقتصادی را بر صندوق های سرمایه گذاری مدنظر قرار دهند تا نتایج حاصل از سیاست گذاری ها منجر به ایجاد و یا تشدید ناطمینانی در شرایط اقتصادی و در نتیجه بروز مشکلات جدی برای فعالان بازار سرمایه نشود. ضمن آن که پیشنهاد می شود شاخص های بی ثبات کننده به طور مرتب علاوه بر دولت و بانک مرکزی توسط خود سازمان بورس نیز بررسی و سیاست هایی برای کنترل و کاهش بی ثباتی اقتصاد کلان و یا حداقل راهکارهای مناسب جهت رویارویی با آن ها اتخاذ شود تا از پیامدهای زیان آور بی ثباتی اقتصاد کلان بر بازار سهام و صندوق های سرمایه گذاری پیشگیری شود. همچنین پیشنهاد می شود آموزش های لازم به سرمایه گذاران در رابطه با نحوه برخورد با این مسائل و استراتژی هایی که باید اتخاذ نمایند، ارائه شود تا آن ها بتوانند در چنین مواردی رفتاری مناسب و منطقی از خود بروز دهند تا از آثار سوء به بازار و صندوق ها کاسته شود؛ ثانياً پیشنهاد می گردد سازمان بورس به ایجاد مرجعی واحد اقدام نماید تا با آگاهی و تحلیل به موقع نوسانات سیاسی، بتواند در حوزه وظایف و اختیارات خود نسبت به کنترل تأثیرات سوء این متغیر نقشی مهم ایفا نماید. نهایت آن که در ارتباط با عوامل روانی و رفتاری نیز با توجه به اهمیت بالای این متغیرها، به نظر می رسد تقویت فرهنگ سرمایه گذاری از طریق ارتقاء سطح سواد مالی و تقویت جایگاه تحلیل گری در بازار می تواند از رفتارهای هیجانی کاسته و از عواقب ناگوار آن بکاهد. توسعه دانش تصمیم گیری سرمایه گذاران (با توجه به ضعف تحلیل گری مالی) و گسترش فعالیت نهادهای تعدیل گر می تواند زمینه گسترش و تعمیق بازار سرمایه کشور را فراهم سازد. این موضوع نیازمند اتخاذ استراتژی های بلندمدت و برنامه ریزی از سطوح سنی پایین است و نوعی سرمایه گذاری در بازار سرمایه تلقی می شود. در نهایت نیز شناسایی کانال های گسترش اخبار و شایعه ها، نظیر سایت های اینترنتی و بهبود ساختار اطلاع رسانی در تنظیم روانی بازار مؤثر واقع شود.

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی علی، زمردیان و حنیفی

منابع

- ۱) خلیلی عراقی، مریم و میرزایی ابرکوه، اعظم. (۱۳۹۵). بررسی پیش‌بینی همبستگی بازده بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی نخبگان مدیریت.
- ۲) رحمانی، علی، موسوی، میرحسین و حکمت، هانیه. (۱۳۹۳). رابطه عملکرد گذشته و جریان وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، حسابداری مالی، ۶(۲۲): ۱-۲۵.
- ۳) رستمی، محمدرضا، انصاری، حجت‌اله و محمدعلی، مرضیه. (۱۳۹۶). ارزیابی توانایی موقعیت سنجی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکردهای شرطی و غیرشرطی، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۵(۱): ۴۵-۶۰.
- ۴) سلیمانی امیری، غلامرضا و عابد، آمنه. (۱۳۹۲). ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۸): ۲۱-۴۱.
- ۵) شاهمرادی، مسعود. (۱۳۹۶). افشای اجباری پرتفوی، نقدینگی سهام و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد اقتصاد مقاومتی، کردستان، شرکت علمی پژوهشی امید پژوه آتیه کردستان - دانشگاه کردستان.
- ۶) شهریان، سپیده و حیدری، فرزاد. (۱۳۹۵). اثرات نقدینگی بر تقاضای وابسته به سرمایه‌گذاری بیش از حد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ETF، ششمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین، تهران، شرکت ارتباط ارغوان ایرانیان.
- ۷) صادقی مقدم، محمدرضا، علی‌بخشی، رضا و خلیلی، الهام. (۱۳۹۴). ارزیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برگزیده موجود در بازار سرمایه ایران با روشی ترکیبی از روش‌های VIKOR، TOPSIS و تکنیک مشابهت، تحقیقات مالی، ۱۷(۲): ۲۵۹-۲۸۲.
- ۸) عبده تبریزی، حسین و اسدی قره جلو، بهرنگ. (۱۳۹۸). ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار سرمایه ایران با بهره‌گیری از مدل‌های تلفیقی موقعیت سنجی بازار با مدل سه عاملی فاما و فرنچ، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳۱): ۱۹۲-۱۷۵.
- ۹) عزیزی، شهریار و شریف فر، امیر. (۱۳۹۲). عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱(۲): ۳۵-۵۰.
- ۱۰) فرمان آرا، وحید، کمیجانی، اکبر، فرزین وش، اسداله و غفاری، فرهاد. (۱۳۹۸). نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ایران و منتخبی از کشورهای در حال توسعه)، فصلنامه اقتصاد مالی، ۱۳(۴۷): ۱۹-۳۷.
- ۱۱) گوگردچیان، احمد، فتحی، سعید، امیری، هادی و سعیدی ورنامخواستی، نسرين. (۱۳۹۴). تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۵): ۱۳۵-۱۵۶.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و هشتم / پاییز ۱۴۰۰

- ۱۲) لطیفی، سمیه، راحلی، حسین، یادآور، حسین، سعدی، حشمت‌اله و شهرستانی، سید علی. (۱۳۹۷). شناسایی و تبیین مراحل اجرایی توسعه کشاورزی حفاظتی در ایران با رویکرد دلفی فازی، مهندسی بیوسیستم ایران، ۴۹(۱): ۱۲۰-۱۰۷.
- ۱۳) محمدی، علی و پشتونی‌زاده، هومن. (۱۳۹۶). برنامه‌ریزی سناریو اثر تغییرات قیمت نفت و طلای جهانی بر بازار مالی ایران با استفاده از رویکرد پویایی‌شناسی سیستمی، فصلنامه چشم‌انداز مدیریت مالی و حسابداری، ۱۹: ۳۷-۲۷.
- ۱۴) مرادزاده فرد، مهدی، حسین پور، امیرحسین و مولایی نژاد، مهدی. (۱۳۹۴). تأثیر برخی عوامل و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر بازدهی این صندوق‌ها، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۳(۸): ۹۶-۷۹.
- ۱۵) نیکومرام، هاشم و فراهانی، آزاده. (۱۳۹۷). ارزیابی مهارت زمان‌سنجی بازار و به‌گزینی اوراق مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۵): ۸۲-۶۱.
- ۱۶) Busse, J. A. (۱۹۹۹). Volatility timing in mutual funds: Evidence from daily returns. *The Review of Financial Studies*, ۱۲(۵), ۱۰۰۹-۱۰۴۱.
- ۱۷) Cao, C., Chen, Y., Liang, B., & Lo, A. W. (۲۰۱۳). Can hedge funds time market liquidity?. *Journal of Financial Economics*, ۱۰۹(۲), ۴۹۳-۵۱۶.
- ۱۸) Chen, Y., & Liang, B. (۲۰۰۷). Do market timing hedge funds time the market?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۸۲۷-۸۵۶.
- ۱۹) Foran, J., & O'Sullivan, N. (۲۰۱۷). Mutual fund skill in timing market volatility and liquidity. *International Journal of Finance & Economics*, ۲۲(۴), ۲۵۷-۲۷۳.
- ۲۰) Gusni, G., Silviana, S., & Hamdani, F. (۲۰۱۸). Factors affecting equity mutual fund performance: evidence from Indonesia. *Investment management and financial innovations*, (۱۵, Iss. ۱), ۱-۹.
- ۲۱) Inairat, M. H. S. (۲۰۱۸). The effect of internal and external factors on stock market prices-evidence from Saudi Arabia. *The Business & Management Review*, ۹(۳): ۴۱۳-۴۲۳.
- ۲۲) Johansson, T., & Jacobsson, M. (۲۰۱۲). Size and Performance of Swedish Mutual Funds: Does Size Matter?.
- ۲۳) Kaur, I. (۲۰۱۸). Effect of mutual funds characteristics on their performance and trading strategy: A dynamic panel approach. *Cogent Economics & Finance*, ۶(۱), ۱۴۹۳۰۱۹.

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی.../اسبزی علی، زمردیان و حنیفی

- ۲۴) Kazi, I., Kenmei, T., Abu, S., & Mainul, H. (۲۰۱۸). Political instability and stock market returns: evidence from firm-level panel data of securities in Bangladesh (No. ۷۱۲). Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (JETRO).
- ۲۵) Kessler, S., & Scherer, B. (۲۰۱۱). Hedge fund return sensitivity to global liquidity. *Journal of Financial Markets*, ۱۴(۲), ۳۰۱-۳۲۲.
- ۲۶) Lee, A. H., Chen, W. C., & Chang, C. J. (۲۰۰۸). A fuzzy AHP and BSC approach for evaluating performance of IT department in the manufacturing industry in Taiwan. *Expert systems with applications*, ۳۴(۱), ۹۶-۱۰۷.
- ۲۷) Manakandan, S. K., Rosnah, I., Mohd, J. R., & Priya, R. (۲۰۱۷). Pesticide applicators questionnaire content validation: A fuzzy Delphi method. *The Medical journal of Malaysia*, ۷۲(۴), ۲۲۸-۲۳۵.
- ۲۸) Patton, A. J., & Ramadorai, T. (۲۰۱۳). On the high-frequency dynamics of hedge fund risk exposures. *The Journal of Finance*, ۶۸(۲), ۵۹۷-۶۳۵.
- ۲۹) Shrestha, P. K., & Subedi, B. R. (۲۰۱۴). Determinants of stock market performance in Nepal. *NRB Economic Review*, ۲۶(۲): ۲۵-۴۰.
- ۳۰) Rehman, A., & Baloch, Q. (۲۰۱۴). Factors Affecting Mutual Fund Performance In Pakistan: Evidence From Open Ended Mutual Funds. *Abasyn Journal of Social Sciences*, ۹(۲).
- ۳۱) Treynor, J., & Mazuy, K. (۱۹۶۶). Can mutual funds outguess the market? *Harvard business review*, ۴۴(۴), ۱۳۱-۱۳۶.
- ۳۲) Ul-Hameed, W., Imran, M., Maqbool, N., Ahmed, S., & Azeem, M. (۲۰۱۹). A prospective study of factors that lead to invest in mutual funds: A mediating role of investor's perception. *Accounting*, ۵(۲), ۶۹-۸۰.

یادداشت‌ها:

- ۱ Mutual Funds
- ۲ Foran & O'Sullivan
- ۳ Baibing et al
- ۴ Patton and Ramadorai
- ۵ Treynor and Mazuy

- ۶ Henriksson
- ۷ Jiang
- ۸ Cuthbertson et al.
- ۹ Cao et al.
- ۱۰ Kesler and Scherer
- ۱۱ Busse
- ۱۲ Chen and Liang
- ۱۳ Yarty
- ۱۴ Generalized method of moments
- ۱۵ Johansson
- ۱۶ Rehman & Baloch
- ۱۷ Shrestha & Subedi
- ۱۸ Kazi et al.
- ۱۹ Hartal
- ۲۰ Kaur
- ۲۱ Gusni et al.
- ۲۲ Ul-Hameed et al.
- ۲۳ Delphi Method
- ۲۴ Traditional Delphi Method
- ۲۵ Fuzzy Delphi Method
- ۲۶ Manakandan et al.