



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال یازدهم / شماره چهل و یکم / بهار ۱۴۰۱

مدل شناسایی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

حمید سبزی‌علی

گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
hamidsabzali@yahoo.com

غلامرضا زمردیان

گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (گروه پژوهشی مخاطرات مالی نوین) (نویسنده مسئول)
gh.zomorodian@gmail.com

فرهاد حنیفی

گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
hanifi_farhad@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۵/۱۷

چکیده

مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توأم با پیچیدگی‌هایی است که برگرفته از کسب بازدهی مطلوب و مدیریت جریان نقدی 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 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 با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM) عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران مدل‌سازی شود. جهت رسیدن به این هدف اطلاعات مورد نیاز به صورت پیمایشی و با طراحی پرسشنامه از سرمایه‌گذاران، صاحب‌نظران و متخصصان بازار سرمایه ایران برای سال ۱۳۹۹ جمع‌آوری گردید. بر اساس نتایج عوامل بیرونی (با ضریب مسیر ۰/۲۸۱) و درونی (با ضریب مسیر ۰/۴۱۹) بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر معنی‌دار می‌گذارند. بزرگ‌تر بودن ضریب مسیر عوامل درونی گویای این حقیقت است که این عوامل نسبت به عوامل بیرونی بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر قوی‌تری دارند. در نهایت نیز متغیرهای نرخ سود سپرده‌ها، بازده بازارهای موازی و سهام، نرخ تورم، درآمدهای نفتی، رشد اقتصادی و تحولات سیاسی عوامل بیرونی هستند که به ترتیب با ضرایب مسیر ۰/۷۸۶، ۰/۸۲۷، ۰/۶۶۴، ۰/۵۰۶، ۰/۵۸۲ و ۰/۴۰۴ و متغیرهای 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 عوامل درون شرکتی هستند که به ترتیب با ضرایب مسیر ۰/۷۵۶، ۰/۴۲۶، ۰/۷۳۶، ۰/۵۵۳، ۰/۷۶۷ و ۰/۵۸۰ بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر معنی‌دار می‌گذارند.

واژه‌های کلیدی: صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، زمان‌بندی نقدینگی، عوامل بیرونی، عوامل درونی.

۱- مقدمه

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؛ 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. 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 ببیند. 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 انتخاب‌درستی برای وی نخواهد بود. در این رابطه در بازارهای مالی اعم از بازارهای قوی و با سابقه و بازارهای نوپا، راه کار مناسب‌تری برای سرمایه‌گذاری افراد غیرحرفه‌ای به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد به بازارهای مالی وجود دارد و آن ورود غیرمستقیم به بازار از طریق نهادهای واسطه‌مالی، از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری است (نی‌کومرام و فراهانی، ۱۳۹۷). 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). 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 (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 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 صندوق‌ها 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 سرمایه‌گذاران را پوشش دهند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به امکانات و توانایی‌های خود، تلاش می‌کنند که سرمایه‌گذاری در بازار را جذاب‌تر و فرصت‌ها و انتخاب‌های بیشتری را با ریسک کمتر و بازده بالاتر فراهم نمایند (خلیلی‌عراقی و میرزایی ابرکوه، ۱۳۹۵).

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، 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 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. بررسی ادبیات موضوعی تحقیق حاکی از آن است که اکثر صندوق‌های سرمایه‌گذاری توانایی اندکی از زمان‌بندی بازار را از خود نشان می‌دهند. به 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 (بایبینگ و هم‌کاران، 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، ۲۰۱۳).

با توجه به مباحث مطرح شده و اهمیت نقدینگی و زمان‌بندی آن، مطالعه حاضر درصدد پاسخ به این سؤال است که چه عوامل داخلی و بیرونی بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارند؟ اندازه و جهت این اثرگذاری به چه شکل می‌باشد؟ با این رویکرد در این مطالعه تلاش شده است تا عوامل و فاکتورهای اثرگذار بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک شناسایی، ارزیابی و

مدل‌سازی شوند. این بررسی می‌تواند راهنمای مفیدی برای سیاست‌گذاران جهت تدوین مناسب برنامه‌های آتی به شمار آید.

۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

نقدینگی نقش به‌سزایی در سرمایه‌گذاری دارد و یک پارامتر حیاتی برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌گردد. این مساله باعث شده است تا مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در به‌کارگیری و جوه نقد حساسیت بالایی به خرج دهند (ماتئوس و هم‌کاران^۱، ۲۰۱۹). زمان‌بندی بازار توانایی مدیران دارایی را برای تنظیم سبد در معرض بازار بر مبنای پیش‌بینی از تغییرات آینده نشان می‌دهد. با توجه به چارچوب تری‌نر و مازوی^۲ (۱۹۶۶) برای اندازه‌گیری زمان‌بندی بازار، بسیاری از ادبیات در مورد زمان‌بندی بازار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بحث نموده‌اند. بیشتر تحقیقات گذشته بر توانایی زمان‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تمرکز کرده و توانایی زمان‌بندی اندک مدیران صندوق را نشان می‌دهند. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمل‌کرد بالا، توانایی زمان‌بندی اندک مدیران صندوق را نشان می‌دهند. این مساله برای مدیران صندوق با عمل‌کرد پایین معکوس است. بنابراین، مدیران صندوق‌های با عملکرد بالا، در طی یک دوره نقدینگی بازار بالا (کم)، تری‌نر و جوه به بازار را افزایش (کاهش) می‌دهند؛ در حالی که مدیران صندوق با عمل‌کرد پایین، چنین توانایی را ندارند (واتانگورن و هم‌کاران^۳، ۲۰۲۰).

صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حال رشد در دهه‌های اخیر، محیط مفیدی را برای تحقیق در مورد نحوه مدیریت سبد سرمایه‌گذاری مدیران صندوق فراهم کرده است (چانگ^۴، ۲۰۰۷). برخی از تحقیقات قبلی توجه به عمل‌کرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را تأکید کرده‌اند. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری توانایی خلق بازده‌های غیرعادی را دارند (جاگانان و هم‌کاران^۵، ۲۰۱۰). این صندوق‌های سرمایه‌گذاری که از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با رعایت الزامات قانونی و ساختار هزینه‌ای استفاده می‌کنند، عمل‌کرد بهتری نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری سنتی دارند (آگراوال و هم‌کاران^۶، ۲۰۰۹). با توجه به یافته‌های لیانگ و پارک^۷ (۲۰۱۰) در مقایسه با عمل‌کرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، برتری عمل‌کرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری حرفه‌ای می‌تواند از منظر توانایی زمان‌بندی بازار قابل ملاحظه باشد.

نتایج برخی از مطالعات نشان می‌دهد مدیران صندوق ممکن است زمان‌بندی بازار را به درستی تشخیص ندهند؛ در چنین شرایطی چنانچه اقدامات زمان‌بندی یکپارچه به‌کار برده نشود، منجر به نتیجه‌گیری نادرست می‌شود (آلام و انصاری^۸، ۲۰۲۰). اگرچه شواهد کمی در مورد توانایی زمان‌بندی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری یافت شده است، اما انتظار بر آن است که شواهد قابل توجهی از مهارت‌های زمان‌بندی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری یافت گردد. مدل زمان‌بندی نقدینگی برای اولین بار توسط تری‌نر و مازوی (۱۹۶۶) ارائه شده است. این مدل بر اساس مدل

قیمت گذاری دارایی های سرمایه (CAPM) به ناز چاده شده و در آن فرض شده است که مدیران صندوق های سرمایه گذاری با توجه به رابطه (۱) از سبد سرمایه گذاری، بازده کسب می کنند:

$$r_{p,t+1} = a_p + \beta_{p,t}MKT_{t+1} + u_{p,t+1} \quad (1)$$

در رابطه بالا، $r_{p,t+1}$ بیان گر نرخ بازده بدون ریسک صندوق p در سال $t+1$ می باشد. ضمن آن که MKT_{t+1} بازده سبد بازار را در سال $t+1$ نشان می دهد. در رابطه (۱)، بتای بازاری صندوق در طول زمان تغییر می کند و از ادبیات زمان بندی پیروی می کند؛ بر این اساس بتای صندوق $\beta_{p,t}$ ، توسط مدیر صندوق p در ماه t و بر اساس پیش بینی او در مورد شرایط بازار در ماه $t+1$ تنظیم می شود. مدل های زمان بندی با توجه به شرایط بازار متفاوت هستند؛ به طوری که مدل زمان بندی بازار بر پیش بینی بازده بازار متمرکز است و مدل زمان بندی بی ثباتی بر اهمیت پیش بینی نوسانات بازار تأکید دارد (کائو و هم کاران^{۱۰}، ۲۰۱۳). مدل های زمان بندی ارائه شده توسط آداماتی و هم کاران^{۱۱} (۱۹۸۶) و فرسون و اسکات^{۱۱} (۱۹۹۶) بتای بازار را بر اساس یک تابعی خطی و پیش بینی شرایط آتی بازار تقریب می زنند. فرم تابع خطی را با توجه به بسط تیلور و بانادیده گرفتن در جات بالاتر آن می توان توجه نمود (شانکن^{۱۲}، ۱۹۹۰). بر این اساس، شکل عمومی تابع اشاره شده را می توان به صورت رابطه (۲) نشان داد:

$$\beta_{p,t} = \beta_p + \gamma_p E(\text{market condition}_{t+1} | I_t) \quad (2)$$

در رابطه بالا، I_t بیان گر مجموعه اطلاعات در دسترس مدیر صندوق در سال t است. ضمن آن که ضریب γ ماهیت و فنون زمان بندی و یا به عبارت دیگر توانایی زمان بندی را نشان می دهد؛ به عبارت دیگر این ضریب نشان می دهد که چگونه بتای بازار با تغییر پیش بینی های مربوط به شرایط بازار تغییر خواهد کرد. تحقیقات قبلی در مورد مهارت زمان بندی، شرایط بازار از قبیل بازده و نوسانات بازار را بررسی کرده اند، اما بعد جدیدی از مهارت زمان بندی، یعنی زمان بندی نقدینگی در بازار مغفول مانده است که برای سنجش آن می توان رابطه (۳) را تصریح نمود:

$$\beta_{p,t} = \beta_p + \gamma_p (L_{m,t+1} - \bar{L}_m + u_{t+1}) \quad (3)$$

در رابطه بالا، γ_p توانایی زمان بندی نقدینگی توسط مدیر صندوق p را نشان می دهد؛ عبارت داخل پرانتز نیز بیانگر پیش بینی مدیر در مورد نقدینگی بازار است؛ $L_{m,t+1}$ نیز نقدینگی بازار را در ماه $t+1$ نشان می دهد. از آنجا که داشتن سیگنال و اطلاعات کامل برای یک مدیر فرضی غیرواقعی است، لذا جزء u_{t+1} که سهم عوامل ناشناخته را در زمان $t+1$ نشان می دهد، در مدل گنجانده شده است؛ فرض بر این است که این جزء دارای توزیع مستقل و میانگین صفر می باشد. با توجه به مطالعات فیورسون و اسکات (۱۹۹۶) و باسه^{۱۳} (۱۹۹۹)، برای سهولت تفسیر نتایج، می توان \bar{L}_m را از رابطه (۳) حذف و متوسط سیگنال های دریافتی مدیران را در نظر گرفت. در چنین شرایطی، β_p به

طور تقریبی بیان‌گر بتای متوسط صندوق‌ها خواهد بود. شایان ذکر است که استنباط‌ها در مورد توانایی زمان‌بندی نقدینگی مدیران تحت تأثیر سیگنال نقدینگی قرار نمی‌گیرد. پاستور و استامباق^{۱۴} (۲۰۰۳) عنوان نمودند که نقدینگی بازار یک متغیر مهم و تعیین‌کننده برای قیمت‌داری‌ها است. لذا پیشنهاد نمودند که با جایگزینی رابطه (۳) در رابطه (۱) و جایگزینی جزء پیش‌بینی u در جزء خطا، مدل زمان‌بندی نقدینگی به صورت رابطه (۴) بازنویسی شود:

$$r_{p,t+1} = \alpha_p + \beta_p MKT_{t+1} + \gamma_p MKT_{t+1} (L_{m,t+1} - \bar{L}_m) + \varepsilon_{p,t+1} \quad (4)$$

مدل زمان‌بندی نقدینگی رابطه (۴) به نوعی مدل‌های زمان‌بندی بازار و زمان‌بندی نوسانات را انعکاس می‌دهد. با این تفاوت که در این مدل شرطی که برای بازار در نظر گرفته شده، نقدینگی بازار است. ضریب زمان‌بندی مثبت γ نشان می‌دهد که صندوق در شرایط نقدینگی خوب بازار، بتای بازار بالایی دارد.

عزیزی و شریفی‌فر (۱۳۹۲) به شناسایی و بررسی عواملی پرداختند که بر رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌ها اثرگذار هستند. این دو محقق در مطالعه خود از دو شاخه کمی - کیفی استفاده کردند. نتایج نشان داد که بازدهی و عملکرد، دانش و شناخت سرمایه‌گذاران از صندوق، درجه ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار، عوامل محیطی، عمر بالا، حجم و اندازه صندوق، دسترسی و در نهایت تبلیغات و اطلاع‌رسانی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از سوی سرمایه‌گذاران به شمار می‌آیند.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بر عملکرد آن‌ها بررسی نمودند. برای رسیدن به این هدف، از اطلاعات هفتگی ۴۳ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، طی بازه زمانی ابتدای تیرماه سال ۱۳۹۰ لغایت ۳۱ شهریورماه سال ۱۳۹۲ استفاده شد. یافته‌های این پژوهش، حاکی از تأثیرگذاری متغیرهای عملکرد گذشته، اندازه صندوق و نوع مؤسس صندوق بر عملکرد جاری صندوق‌ها می‌باشد.

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 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 بررسی شد. نتایج این مطالعه نشان داد که تغییر در متغیرهای کلان اقتصادی موجبات افزایش ارزش بازار سهام را فراهم می‌کند.

فرهادیان (۱۳۹۸)، تأثیر استراتژی رهبری هزینه را بر عملکرد مالی صندوق‌ها و نهاد‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران بررسی نمود. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از رگرسیون خطی ساده بر مبنای تحلیل مسیر و تکنیک مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده شد. نتایج نشان داد که استراتژی رهبری هزینه به طور مثبت بر عملکرد مالی تأثیر می‌گذارد و اقدامات مدیریت کیفیت جامع، این رابطه را حمایت و تأیید می‌کند؛

این مسئله بدین معناست که کاربردهای مدیریت کیفیت جامع تأثیر کاملی در رابطه‌ی بین استراتژی ره‌بری هزینه و عملکرد مالی داشته‌اند.

کائو و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۳)، به بررسی توانایی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در زمان‌بندی نقدینگی پرداختند. دوره زمانی انجام این مطالعه سال‌های ۲۰۰۹-۱۹۷۴ بوده و از اطلاعات پایگاه داده صندوق‌های سرمایه‌گذاری CRSP استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری از توانایی لازم برای زمان‌بندی نقدینگی برخوردار هستند. ضمن آن که بر پایه نتایج صندوق‌های با سابقه طولانی‌تر، نسبت هزینه‌ها و نرخ گردش مالی بالاتر از توانایی بیشتری جهت زمان‌بندی نقدینگی برخوردار هستند.

لو^{۱۶} (۲۰۱۴)، به بررسی توانایی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوششی در زمان‌بندی نقد شون‌دگی در بازار با درآمد ثابت، بازار ارز و بازار کالا پرداخت. نتایج این مطالعه نشان داد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوششی در مقوله‌های خاص دارای مهارت‌هایی هستند که بتوانند سطوح نقدشوندگی در بازارهای با درآمد ثابت، بازار ارز و بازار کالا را در اختیار بگیرند. در این مطالعه با انجام یک سری آزمون‌های قدرتمند نشان داده شد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوششی با کنترل برخی فاکتورهای اثرگذار بر توانایی زمان‌بندی، می‌توانند مهارت‌های زمان‌بندی نقدشوندگی خود را حفظ کنند.

شرستا و سوبدی^{۱۷} (۲۰۱۴)، عوامل تعیین‌کننده عملکرد بازار سهام را در نپال بررسی و ارزیابی نمودند. در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل نتایج از تحلیل رگرسیون چند متغیره استفاده شد. نتایج نشان داد که 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 خریداری و نگهداری می‌کنند.

او سینا و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۷)، در تحقیقی با عنوان فاکتور توانایی زمان‌بندی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سطح، عوامل تعیین‌کننده و تداوم فاکتور توانایی زمان‌بندی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند. آن‌ها شواهد محکمی به نفع توانایی زمان‌بندی در سطح کلان پیدا کردند. نتایج نشان داد که اگر چه تفاوت‌های زیادی در مهارت‌های زمان‌بندی در سبک‌های سرمایه‌گذاری و عوامل در سطح صندوق وجود دارد، اما تجزیه و تحلیل مقطعی نشان می‌دهد که مهارت‌های زمان‌بندی بهتر مرتبط با صندوق‌هایی هستند که جوان‌تر، کوچک‌تر، هزینه‌های انگیزشی بالاتر، دوره‌های محدودتر و با استفاده از اهرم می‌باشند. ضمن آن که آزمون خارج از نمونه نشان داد که عامل زمان‌بندی پایدار است.

بازگور و همکاران^{۱۹} (۲۰۱۷)، در تحقیق خود آزمون‌های زمان‌بندی نقدشوندگی را به چهار عامل توسعه داده و این مهارت‌ها را با توجه به عوامل بازار، اندازه، ارزش و روند بررسی کردند. بر اساس نتایج، شواهد قوی وجود دارد که مدیران صندوق با اضافه کردن سهام کوچک به سبد سرمایه‌گذاری خود، اقدام به افزایش نقد شون‌دگی بازار می‌کنند. این تحقیق همچنین نشان می‌دهد که زمان‌بندی نقد شون‌دگی اندازه به‌عنوان زمان‌بندی نقدشوندگی بازار در مدل‌هایی که تنها به زمان‌بندی نقدشوندگی بازار کمک می‌کنند، آسان است.

لو و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۷)، در تحقیق خود به بررسی این موضوع پرداختند که آیا زمان بندی نقد شوندگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار ارز به بازدهی سرمایه‌گذاری آن‌ها کمک می‌کند؟ این تحقیق بر روی صندوق‌های سرمایه‌گذاری که در سطح بین‌المللی و در بازارهای ارز خارجی سرمایه‌گذاری می‌کنند، متمرکز شده است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که توانایی‌های زمان بندی نقد شوندگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ممکن است به سبک‌های سرمایه‌گذاری و انواع دارایی‌هایی که آن‌ها مدیریت می‌کنند، نسبت داده شود که در آن توانایی زمان‌بندی قوی‌تر نقدشوندگی به کنترل دارایی‌هایی خارجی و در معرض ارز خارجی مرتبط هستند.

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 شاخص قیمت بازار سهام تحلیل شد. نمونه‌های آماری مطالعه شامل ۴۰ شرکت بورس اوراق بهادار عربستان بودند که اطلاعات آن‌ها برای دوره ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ جمع‌آوری و در چارچوب مدل رگرسیون داده‌های پانلی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج این مطالعه نشان داد که سود سهام نقش ویژه‌ای در تبیین قیمت اوراق بهادار دارد؛ با این حال بر اساس یافته‌ها قیمت نفت نقش و تأثیر تعیین‌کننده‌ای در قیمت سهام شرکت‌ها نداشته است.

گوسنی و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۸)، عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در کشور اندونزی بررسی نمودند. دوره زمانی انجام این مطالعه سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۱۵ بوده و جهت کمی سازی 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 این مطالعه نشان داد که ریسک، زمان بندی نقدینگی، مهارت انتخاب سهام، تورم و اندازه صندوق متغیرهایی هستند که بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌دار دارند. الحامد و همکاران^{۲۲} (۲۰۱۹)، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک را در کشور پاکستان بررسی نمودند. این مطالعه با استفاده از ۳۰۰ پرسشنامه انجام و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Smart PLS 3 استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان داد که ریسک و بازده، نقدینگی دارایی‌ها، عوامل جمعیت شناختی، مزایای مالیاتی و شفافیت از عوامل اصلی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک در کشور پاکستان به شمار می‌آیند.

۳- روش تحقیق

مدل‌یابی معادلات ساختاری یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده^{۲۳} و مکنون^{۲۴} (پنهان) است، که گاه تحلیل ساختاری کوواریانس و یا مدل‌یابی علی نیز نامیده می‌شود. این روش را می‌توان به عنوان روشی کمی تلقی نمود که به محقق کمک می‌کند تا پژوهش خود را از مطالعات نظری و تدوین آن‌ها گرفته تا تحلیل داده‌های تجربی، در قالب چند متغیره سامان بخشد. با توجه به این که در روش معادلات ساختاری می‌توان اثرات مستقیم و غیرمستقیم را به همراه متغیر پنهان در نظر گرفت، لذا این

روش شناخت بهتری از پدیده‌های فرهنگی، رفتاری و اجتماعی ایجاد می‌نماید. با بهره‌گیری از روش معادلات ساختاری می‌توان هم‌زمان دو مدل ساختاری^{۲۵} و مدل اندازه‌گیری^{۲۶} را برآورد نمود (غلامی فشارکی، ۱۳۹۷). همچنین از آنجا که روش مدل‌سازی معادلات ساختاری، معادلات رگرسیونی را به صورت هم‌زمان مدل‌سازی می‌کند، بنابراین یک چارچوب انعطاف‌پذیر برای آزمون طیف وسیعی از روابط ممکن بین متغیرها در مدل، از جمله اثرات میانجی^{۲۷} و متغیرهای مداخله‌گر^{۲۸} پنهان فراهم می‌کند. علاوه بر این در یک سطح عمومی‌تر پارامترهای این مدل می‌توانند سهم هر یک از متغیرهای مستقل را در ساختار کوواریانس اندازه‌گیری کنند. مدل معادلات ساختاری بر اساس این فرض بنا شده است که، متغیرهای اندازه‌گیری شده یک ساختار کوواریانس مشخص تولید می‌کنند و دارای توزیع پیوسته نرمال هستند. این روش یک رویکرد جامع و انعطاف‌پذیر برای طراحی پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها و ارزیابی هم‌زمان سازه‌های اندازه‌گیری و ساختار مسیرهای بین این سازه‌ها فراهم می‌کند؛ قابلیتی که این مدل‌ها را از سایر مدل‌ها متمایز می‌کند توانایی در برآزش رابطه بین متغیرهای مطالعه و در عین حال تقسیم‌بندی و جداسازی خطای اندازه‌گیری است. به عبارت دیگر این مدل‌ها توانایی آن را دارند تا خطای اندازه‌گیری را از سایر خطاهای موجود در مدل تشخیص داده و آن را متمایز کنند؛ همچنین همبستگی میان خطاها که در بسیاری از مدل‌های کلاسیک جزء محدودیت‌ها است در این مدل مجاز است و در نظر گرفته می‌شود (برمر و همکاران، ۱۳۹۷). در الگوی معادلات ساختاری روش کار به صورت مراحل زیر می‌باشد:

۳-۱- مشخص کردن مدل تحقیق بر پایه مبانی نظری

الگوها در زمینه رویکردهای مختلف تحلیلی، شکل‌های مختلفی به خود می‌گیرند. در اولین مرحله از مدل‌سازی معادلات ساختاری یک الگو یا مدل بر اساس ترجمان یک نظریه به معادلات ساختاری یا ریاضی ارائه می‌شود؛ یعنی ابتدا یک نمودار مسیر ترسیم می‌شود که روابط علی بین متغیرها را نشان می‌دهد. در تدوین مدل، پژوهش‌گر باید بر اساس نظریه‌ها و یافته‌های تجربی قبلی، فرضیه‌های مورد روابط بین متغیرها و سازه‌ها ارائه دهد و با ترسیم نمودار مسیر متغیرهای درون‌زا و برون‌زا و روابط علیتی بین این متغیرها را مشخص سازد. همچنین در این مرحله باید متغیرهای پنهان مشخص شوند و بعد از آن لازم است شاخص‌ها یا متغیرهای مشاهده شده مناسبی برای آن‌ها تعریف و به آن‌ها وصل شود. لازم به ذکر است که در این مرحله بهتر است برای اندازه‌گیری متغیر پنهان به جای یک شاخص از چندین شاخص استفاده شود و البته این کار با تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرها صورت پذیرد (کلیننه^{۲۹}، ۲۰۰۵).

۳-۲- ارزیابی حالت تعیین مدل یا الگو

در مدل معادلات ساختاری بعد از تدوین مدل با اهمیت است که پژوهش‌گر قابلیت تشخیص مدل را ارزیابی کند. تشخیص یک مدل مستلزم مطالعه شرایطی برای به دست آوردن یک راه حل منحصر به فرد برای پارامترهای مدل می‌باشد. برای هر پارامتر در مدل مورد استفاده، نیاز است تا یک مقدار از واریانس و یا

کوواریانس در ماتریس کوواریانس در رابطه (۵) وجود داشته باشد. در غیر این صورت در اصطلاح مدل غیرقابل شناسایی خواهد بود و یک راه حل واحد برای آن وجود نخواهد داشت. این مشکل همچنین زمانی رخ می‌دهد که متغیرها هم خطی^{۳۰} بالایی با هم داشته باشند. در مدل‌های غیرقابل شناسایی تعداد راه‌حل‌ها نامحدود و در نتیجه یک جواب منحصر به فرد وجود ندارد (هویله، ۲۰۱۱).

$$Cov_{xy} = \frac{\sum(x-\bar{x})(y-\bar{y})}{(n-1)} = \frac{\sum xy - n\bar{x}\bar{y}}{(n-1)} \quad (5)$$

۳-۳- ارزیابی تخمین برای الگوی پیشنهادی

بعد از ترسیم مدل و بررسی شناسایی آن، نوبت آن است که با تخمین پارامترها، ارتباط میان متغیرهای آشکار و پنهان از روی مجموعه‌ای از داده‌های مشاهده شده ارزیابی شود. به دست آوردن تخمین پارامترهای آزاد از روی مجموع داده‌های مشاهده شده شامل فرآیندهای تکراری است که در هر تکرار یک ماتریس کوواریانس ضمنی^{۳۱} ساخته می‌شود و با ماتریس کوواریانس داده‌های مشاهده شده مقایسه می‌گردد. مقایسه این دو ماتریس نیز منجر به تولید یک ماتریس باقیمانده می‌شود و این تکرارها تا جایی ادامه می‌یابد که ماتریس باقیمانده به حداقل ممکن برسد. در نهایت طی این مرحله ضرایب بار عاملی به همراه مقادیر t توسط نرم افزار محاسبه می‌شود (برمر و همکاران، ۱۳۹۷).

۳-۴- ارزیابی تناسب یا برازش الگو یا مدل

برای این که بتوان نتایج حاصل از تخمین روابط مدل را تفسیر نمود، ابتدا باید میزان تناسب مدل یا برازش آن را مشخص کرد. نحوه بررسی برازش مدل بسته به انتخاب رویکرد و نرم افزار مربوطه متفاوت خواهد بود. از لحاظ تئوریک مقایسه ماتریس کوواریانس ضمنی با ماتریس کوواریانس داده‌های مشاهده شده منجر به تولید یک ماتریس باقیمانده^{۳۲} می‌شود. زمانی الگو یا مدل با داده‌های مشاهده شده تناسب دارد که ماتریس کوواریانس ضمنی با ماتریس کوواریانس داده‌های مشاهده شده، معادل باشد. بدین معنی که ماتریس باقیمانده به حداقل ممکن برسد و یا به عبارت دیگر به صفر نزدیک باشد (برمر و همکاران، ۱۳۹۷).

۴- اصلاح مدل

اگر برازش یک مدل نظری به اندازه‌ای که انتظار می‌رود قوی نباشد، پژوهش‌گر می‌تواند از شاخص‌هایی که در نرم‌افزارهای مربوطه وجود دارد برای بهبود و اصلاح مدل استفاده کند و مدل خود را به هدف از اصلاح مدل برآورد کردن پارامترهایی است که به لحاظ آماری معنادار و به لحاظ نظری دارای معنا و مفهوم بوده و دارای برازش بهتری نسبت به مدل اولیه هستند. برای به دست آوردن نتایج برازش بهتر، مراحلی که ذکر شد تا زمانی که مدل مناسب به دست آید باید تکرار شود. در نرم‌افزارهای متداول برای برآورد مدل معادلات ساختاری روش برآورد حداکثر درستنمایی^{۳۳} (ML) است. روش ML تعیین می‌کند تا چه اندازه برآورد‌ها مقدار ماتریس کوواریانس نمونه را پیش‌بینی و هر چه این مقدار به صفر نزدیک‌تر باشد، برازش بهتر است.

هنگامی که مدلی تخمین زده می شود، برنامه های نرم افزاری آماره هایی از قبیل خطای استاندارد و غیره را درباره ارزیابی تناسب مدل با داده ها ارائه می کنند. نکته مهم در اصلاح مدل این است که تغییرات اعمال شده روی مدل برای رسیدن به برازش بهتر نباید بیش از حد باشد. زیرا مدل ساخته شده توسط محقق دارای پشتوانه علمی بوده و از ادبیات نظری مرتبط استخراج گردیده است (برون^{۳۴}، ۲۰۰۶).

۵- تفسیر مدل

با توجه به آن که در مدل معادلات ساختاری به آزمون فرض پرداخته می شود، لذا بعد از این که برآورد پارامترها برای یک مدل تدوین شده به دست آمد، پژوهشگر باید خروجی به دست آمده را تفسیر کند. در این مدل ها آزمون ها و شاخص های برازش زیادی وجود دارد که هنوز هم به طور فزاینده ای در حال گسترش هستند. چنانچه در مدل معادلات ساختاری آزمون های نیکویی برازش، نشان دهنده تناسب داده ها و مدل باشد، معنی داری پارامترهای مدل، مورد ارزیابی قرار می گیرد؛ به بیان ساده در این مرحله، اعداد و مقادیر حاصل از تحلیل داده های تحقیق، به عبارات ساده و قابل فهم برای مخاطب تبدیل شده و به وی گزارش داده می شود (برمر و همکاران، ۱۳۹۷).

شایان ذکر است که تحقیق حاضر از لحاظ موضوعی در حوزه مباحث مالی و اقتصادی قرار دارد. در مطالعه حاضر اطلاعات مورد نیاز که مربوط به تجزیه و تحلیل نتایج و بررسی اهداف و پرسش های تحقیق هستند به صورت پیمایشی و با طراحی پرسشنامه از سرمایه گذاران، صاحب نظران و متخصصان فعال در بازار سرمایه ایران برای سال ۱۳۹۹ جمع آوری می شود. در مطالعه حاضر برای دستیابی به نمونه ای مطلوب، متناسب با اهداف مطالعه از روش نمونه گیری تصادفی ساده^{۳۵} و برای تعیین تعداد نمونه ها از رابطه کوکران^{۳۶} (۱۹۶۳) بهره گرفته شده است. در این روش، در صورتی که حجم جامعه آماری نامحدود و مشخص نباشد، می توان به منظور تعیین حجم نمونه از رابطه (۶) استفاده نمود. بر این اساس ابتدا برای روش دلفی فازی ۲۰ پرسشنامه به صورت پیش آزمون پرسش و سپس با استفاده از ویژگی های متغیر مبنای جهت برآورد مدل SEM اطلاعات مورد نیاز از ۱۸۰ نمونه گردآوری گردید.

$$n = \frac{t^2 s^2}{d^2} = \frac{(1.96)^2 \times (0.342)^2}{(0.05)^2} \quad (6)$$

در رابطه فوق، n تعداد نمونه مطلوب، d دقت احتمالی مطلوب، S انحراف معیار و آماره t با فرض سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۱/۹۶ می باشد. در مطالعه حاضر ابتدا اطلاعات جمع آوری شده در نرم افزار EXCEL سازمان دهی و سپس با استفاده از نرم افزارهای SPSS و Smartpls، مدل سازی و به صورت کمی و کیفی تحلیل می شوند.

۶- نتایج و بحث

برای سنجش متغیرهای پژوهش، از پرسشنامه در قالب طیف پنج گزینه ای لیکرت استفاده شد. به منظور بررسی روایی منطقی، پرسشنامه بین ۲۰ نفر از خبرگان توزیع و پس از دریافت نظرها، اصلاحات و پیشنهادهای

آن‌ها، تغییرات اعمال شد. پس از تأیید پایایی پرسشنامه، پرسشنامه نهایی که در برگیرنده متغیرهای جدول (۱) می‌باشد، میان جامعه آماری پژوهش مشتمل بر ۱۸۰ نمونه توزیع شد؛ پس از جمع‌آوری پرسشنامه نهایی برای سنجش پایایی، از ضریب آلفای کرونباخ در رابطه (۷) استفاده شد. هر قدر شاخص آلفای کرونباخ به ۱ نزدیک‌تر باشد، همبستگی درونی بین سؤالات بیشتر و در نتیجه پرسش‌ها همگن‌تر خواهند بود. چنان‌چه 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. همان‌طور که از نتایج جدول (۲) مشخص است با توجه به آن که آلفای کرونباخ در مطالعه حاضر ۰/۷۸۹ محاسبه شده است، لذا پرسشنامه مطالعه حاضر و نیز اطلاعات حاصل از آن از پایایی و قابلیت اعتماد بالایی برخوردار هستند. برای بررسی روایی نیز، آماره CVR، ۰/۶۵ محاسبه شده است؛ با توجه به تعداد ۲۰ خبره، این مقدار از مقدار بحرانی ۰/۴۲ بزرگ‌تر است. بنابراین می‌توان گفت که پرسشنامه مطالعه حاضر از روایی مناسب برخوردار است.

جدول (۱) - 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	روایی محتوایی CVR
۱۲	۱۸۰	۰/۷۸۹	۰/۶۵

$$\alpha = \left(\frac{k}{k-1}\right) \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^k S_i^2}{S^2}\right) \quad (7)$$

مأخذ: یافته‌های تحقیق

قبل از برآورد معادلات مسیر و تفسیر ضرایب لازم است مفروضات اصلی استفاده از مدل سازی معادلات ساختاری بررسی شود. در میان مفروضات مختلف مهم‌ترین و شایع‌ترین فرض، فرض نرمال بودن توزیع داده‌ها است. در مطالعه حاضر جهت بررسی نرمال بودن متغیرهای مطالعه شامل اهمیت عوامل بیرونی و درونی بر مدیریت زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران (سوال Y پرسشنامه)، متغیرهای

بیرونی (سؤالات Q1 تا Q6 پرس‌شنامه) و درونی (سؤالات Q7 تا Q12 پرس‌شنامه) از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شد. در این آزمون چنانچه آماره آزمون (در سطح اطمینان ۹۵ درصد) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ به دست آید، در این صورت توزیع داده‌ها نرمال خواهد بود. با توجه به نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف که در جدول (۳) ارائه شده است، از آنجا که برای تمامی متغیرهای تحت بررسی سطح احتمال آماره آزمون از سطح احتمال ۰/۰۵ درصد کوچک‌تر است، لذا می‌توان گفت که تمامی متغیرهای تحت بررسی مطالعه غیرنرمال هستند. با توجه به این مسئله در ادامه برای آزمون مدل تحقیق و بررسی ارتباط میان متغیرها از تحلیل داده‌ها به وسیله مدل معادلات ساختاری با نرم‌افزار Smart PLS استفاده می‌شود. چرا که در این نرم‌افزار، روش تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده از معادلات ساختاری بر پایه حداقل مربعات جزئی است و فرض می‌شود که توزیع داده‌ها ناشناخته هستند، لذا نیازی به فرض نرمال بودن متغیرها نیست.

جدول (۳) - بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش.

متغیرها	نماد	آماره آزمون	سطح احتمال
زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌ها	Y	۳/۱۷۳	۰/۰۰۰
عوامل بیرونی	Q1	۳/۲۷۱	۰/۰۰۰
	Q2	۲/۹۴۷	۰/۰۰۰
	Q3	۳/۰۸۷	۰/۰۰۰
	Q4	۳/۲۲۱	۰/۰۰۰
	Q5	۳/۵۴۸	۰/۰۰۰
	Q6	۲/۷۵۶	۰/۰۰۰
عوامل درونی	Q7	۳/۱۳۹	۰/۰۰۰
	Q8	۳/۳۱۸	۰/۰۰۰
	Q9	۲/۸۳۲	۰/۰۰۰
	Q10	۲/۶۲۵	۰/۰۰۰
	Q11	۲/۵۱۹	۰/۰۰۰
	Q12	۳/۲۵۹	۰/۰۰۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

قابلیت اعتماد یا پایایی یک پرس‌شنامه یا ابزار اندازه‌گیری، از موضوعات مهمی است که در امر جمع‌آوری اطلاعات و مشاهدات باید به آن توجه نمود. در این قسمت برای بررسی قابلیت اعتماد اطلاعات پرس‌شنامه، از آزمون آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی (CR) استفاده شده که نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول (۴) ارائه شده است. همان‌گونه که از جدول مشاهده می‌شود، با توجه به آن که آلفای کرونباخ برای همه سازه‌ها بیش از ۰/۷ محاسبه شده، لذا مشخص است که پرس‌شنامه مطالعه حاضر از لحاظ پایایی دارای قابلیت اعتماد قابل قبولی

است. برای پایایی ترکیبی نیز با توجه به نتایج جدول، از آن جا که همه سازه مقادیر پایایی ترکیبی بالاتر از ۰/۷ محاسبه شده است، لذا می‌توان گفت که سازگاری درونی مدل‌های سنجش سازه‌ها در حد مطلوب قرار دارد.

جدول (۴) - ضریب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی زمان‌بندی نقدینگی و متغیرهای بیرونی و درونی مؤثر بر آن.

سازه	تعداد گویه	پایایی ترکیبی	آلفای کرونباخ
متغیرهای بیرونی	۶	۰/۸۰۲	۰/۷۳۶
متغیرهای درونی	۶	۰/۸۰۸	۰/۷۲۷
زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌ها	۱	۱	۱

مأخذ: یافته‌های تحقیق

در این بخش برای سنجش نیکویی مدل معادلات ساختاری از ضریب تعیین (R^2) و میانگین وار یانس استخراج شده (AVE) در رابطه (۸) استفاده گردید که نتایج حاصل در جدول (۵) گزارش شده است. بر اساس نتایج، ضریب تعیین برای عوامل بیرونی و درونی شرکتی به ترتیب ۰/۳۶۶ و ۰/۳۵۹ به دست آمده است که نشان می‌دهد متغیرهای لحاظ شده در این عوامل در مجموع ۷۲/۵ درصد تغییرات زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌ها را توضیح می‌دهند. همچنین همان‌طور که از جدول فوق مشاهده می‌شود، میانگین وار یانس استخراج شده () AVE برای همه‌ی متغیرها بالاتر از ۰/۶ می‌باشد که بیان می‌کند بیش از ۶۰ درصد از وار یانس متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی قابل توضیح و توجیه است. با توجه به این نتایج می‌توان استنباط نمود که نیکویی برازش مدل معادلات ساختاری طراحی شده جهت بررسی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌ها در حد مطلوبی قرار دارد. ضمن آن که از آن جا که شاخص Q2، ۰/۳۵۷ به دست آمده است، لذا می‌توان استنباط نمود که مدل دارای برازش ساختاری قابل قبولی است، و متغیرهای لحاظ شده در مدل به نحو مطلوب و مناسب قابلیت پیش‌بینی متغیر درون‌زا را داشته‌اند.

$$AVE = \frac{\sum \lambda_i^2}{\sum \lambda_i^2 + \sum_i var(\varepsilon_i)} \quad (8)$$

جدول (۵) - نیکویی برازش مدل معادلات ساختاری ارتباط میان بازار سهام و متغیرهای روانی و رفتاری و فنی و سیاسی.

سازه	ضریب تعیین (R^2)	میانگین وار یانس استخراج شده (AVE)	شاخص استون-گیسر (Q2)
متغیرهای بیرونی	۰/۳۶۶	۰/۶۳۱	۰
متغیرهای درونی	۰/۳۵۹	۰/۶۳۷	۰
زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌ها	-	۱	۰/۳۵۷

مأخذ: یافته‌های تحقیق

در این قسمت با استفاده از روش مدل سازی معادلات ساختاری و نرم افزار Smart PLS رابطه خطی بین متغیرهای مکنون و متغیرهای آشکار بررسی شده است. شکل (۱) تا (۴) بارهای عاملی، ضریب مسیر و مقادیر آماره t را نشان می دهد. همان طور که مشاهده می شود، بسیاری از بارهای عاملی بیشتر از $0/3$ هستند. این امر بیانگر آن است که ارتباط میان متغیرها قوی است. ضمن آن که معنی دار بودن مقدار آماره t نشان دهنده این است که همه متغیرها برای سازه متناظر خود، متغیر تأثیرگذاری بوده اند. بر اساس نتایج، برای همه متغیرها مقدار آماره t بیشتر از $1/96$ است که این امر حاکی از آن است که این متغیرها در سطح اطمینان 95 درصد، برای سازه مورد نظر مناسب و بر آن تأثیرگذار بوده اند. بر اساس نتایج عوامل بیرونی و درونی بر زمان بندی نقدینگی در صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران اثر مثبت و معنی دار می گذارند. همان گونه که از شکل (۱) و (۲) مشخص است ضریب مسیر تأثیرگذاری عوامل بیرونی و درونی بر زمان بندی نقدینگی به ترتیب برابر با $0/281$ و $0/419$ است و آماره t برای این متغیرها نیز $4/144$ و $6/491$ به دست آمده است؛ از آن جا که آماره t محاسباتی برای این متغیرها از مقدار آماره t جدول در سطح اطمینان 95 درصد ($1/96$) بزرگ تر است، لذا می توان گفت که عوامل بیرونی و درونی بر زمان بندی نقدینگی در صندوق های سرمایه گذاری مشترک اثر مثبت و معنی دار دارند. ضمن آن که بزرگ تر بودن ضریب مسیر عامل درونی گویای این حقیق است که عوامل درونی نسبت به عوامل بیرونی بر زمان بندی نقدینگی صندوق های سرمایه گذاری مشترک اثر قوی تر دارند.

بر پایه نتایج ارائه شده در شکل (۱) و (۲) متغیرهای نرخ سود سپرده ها (Q1)، بازده بازارهای موازی و سهام (Q2)، نرخ تورم (Q3)، درآمدهای نفتی (Q4)، رشد اقتصادی (Q5) و تحولات سیاسی (Q6) عوامل بیرونی هستند که به ترتیب با ضرایب مسیر $0/786$ ، $0/827$ ، $0/664$ ، $0/506$ ، $0/582$ و $0/404$ و همچنین آماره های t به ترتیب $18/985$ ، $27/056$ ، $9/697$ ، $4/943$ ، $7/058$ و $5/018$ بر زمان بندی نقدینگی صندوق های سرمایه گذاری مشترک اثر مثبت و معنی دار می گذارند. اگر چه تاکنون دقیقاً مطالعه ای مشابه مطالعه حاضر انجام نشده اما نتایج مطالعه حاضر به طور ضمنی با نتایج حاصل از مطالعات محمدی و پشتونی زاده (۱۳۹۶)، شریستا و سویدی (۲۰۱۴)، اینایرات (۲۰۱۸)، کازی و همکاران (۲۰۱۸) و گوسنی و همکاران (۲۰۱۸) مشابهت فراوانی دارد. در توضیح نتایج به دست آمده باید اذعان نمود که سرمایه گذاران به دنبال سبد کارای سرمایه گذاری هستند. لذا با توجه به عدم آگاهی و یا اعتقاد به ریسک بالاتر بازده سرمایه گذاری در بازار سهام و صندوق های سرمایه گذاری، ممکن است بازده دریافتی ناشی از سرمایه گذاری در این بازار را، در قبال مخاطره ای آن کافی ندانند. با توجه به تورم بالا و رکود، در صورت افزایش نرخ سود بانکی و به دنبال آن جذب سرمایه های موجود به سوی حساب های بانکی، بازار سرمایه می تواند یک مقصد مناسب برای جذب نقدینگی باشد. در این راستا وجود نرخ های سود سپرده بلندمدت بانکی بدون ریسک در ایران، باعث شده است که این متغیر کلان اقتصادی به عنوان یک رقیب برای سرمایه گذاری در بازار سهام و صندوق های سرمایه گذاری به حساب آید. در رابطه با اثرگذاری متغیر بازده بازارهای موازی بر زمان بندی نقدینگی صندوق های سرمایه گذاری مشترک نیز می توان گفت که افراد در سبد دارایی های مالی خود علاوه بر در نظر گرفتن بازده صندوق ها، ترکیب های مختلفی از پول نقد، سپرده بانکی، ارز، سکه بهار آزادی و مسکن را نیز نگهداری می کنند؛ هرگونه نوسان در یکی از این دارایی ها

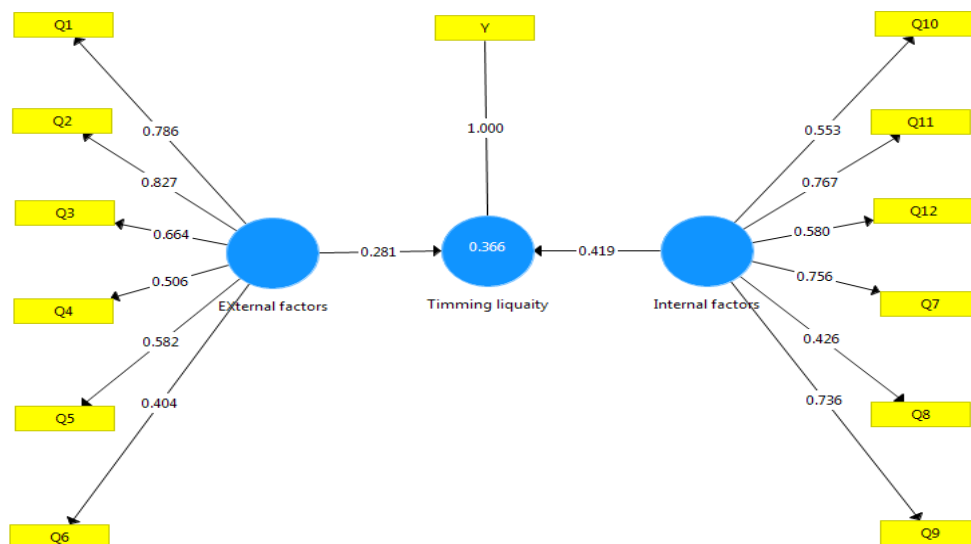
می‌تواند بازدهی حاصل از خرید و یا نگهداری واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری را متاثر سازد. بر این اساس افزایش نرخ ارز، سکه و مسکن موجب افزایش بازدهی این بازارها شده و منجر به حرکت بخشی از نقدینگی از بازار سرمایه با فروش سهام یا ابطال گواهی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری از سوی سرمایه‌گذاران می‌شود و بدین طریق بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر خواهد گذاشت. تحولات سیاسی نیز دیگر عامل مهم برون‌شرکتی است که بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارد. هنگامی که یک اتفاقات سیاسی رخ می‌دهد و اخبار آن منتشر می‌شود، بسته به شرایط جامعه و نوع خبر می‌تواند القاکننده‌ی 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 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 بیرونی بعدی است که بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌گذارد. 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 درآمدهای 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. در نهایت نیز نتایج حاصل از مطالعه حاضر نشان می‌دهد که رشد اقتصادی و درآمدهای نفتی، عوامل دیگری هستند که بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر می‌-

گذارند. 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 اقتصادی 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 مصرف، سرمایه‌گذاری در کالاهای سرمایه‌ای افزایش یابد. به‌طور کلی، توجه به اجزای تولید ناخالص ملی و نرخ رشد آن در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران بسیار مهم می‌باشد.

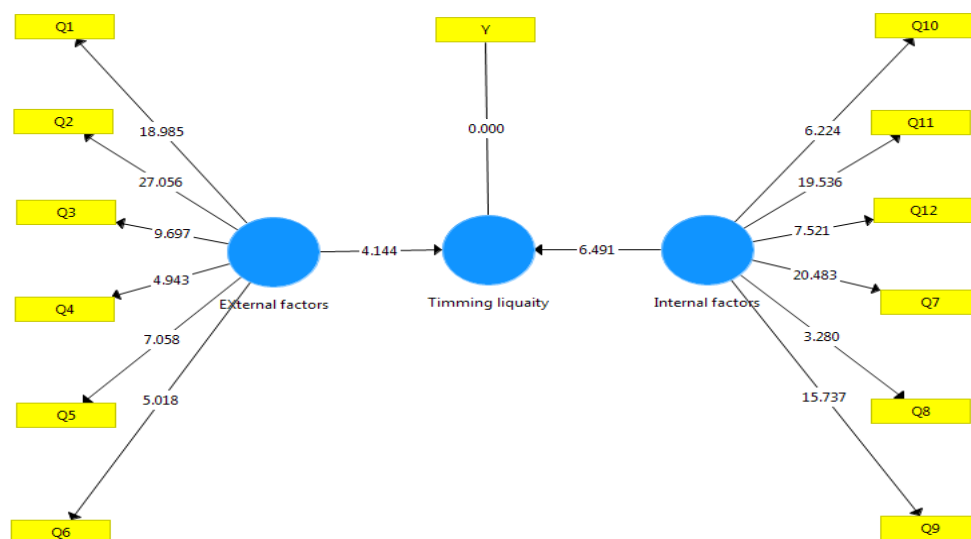
بر پایه نتایج شکل (۱) و (۲) متغیرهای توانایی و مهارت مدیریت صندوق (Q7)، عمر و اندازه نسبی صندوق (Q8)، خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق (Q9)، بازدهی، سودآوری و مخارج سرمایه‌ای صندوق (Q10)، ریسک‌های پیش روی صندوق (Q11) و تعداد صنعت در سبد سرمایه‌گذاری صندوق (Q12) عوامل درون شرکتی هستند که به ترتیب با ضرایب 0.756 ، 0.426 ، 0.736 ، 0.553 ، 0.767 و 0.580 و همچنین آماره‌های t به ترتیب 20.483 ، 3.280 ، 15.737 ، 6.224 ، 19.536 و 7.521 بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر مثبت و معنی‌دار می‌گذارند. اگر چه تاکنون دقیقاً مطالعه‌ای مشابه مطالعه حاضر انجام نشده اما نتایج مطالعه حاضر به‌طور ضمنی با نتایج حاصل از مطالعات گوگردچیان و همکاران (۱۳۹۴)، شاهمرادی (۱۳۹۶)، محمدی و پشتونی‌زاده (۱۳۹۶)، عبده تبریزی و اسدی قره‌جلو (۱۳۹۸)، تیراپان و همکاران (۲۰۱۰)، کائو و همکاران (۲۰۱۳)، لو (۲۰۱۴)، اوسینا و همکاران (۲۰۱۷)، بازگور و همکاران (۲۰۱۷)، لو و همکاران (۲۰۱۷) و گوسنی و همکاران (۲۰۱۸) مشابهت فراوانی دارد. در توضیح باید اذعان نمود 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 نشان‌دهنده توانایی پیش‌بینی در سطح خرد و کلان هستند.

عالی یا ضعیف بودن عملکرد یک صندوق نیز می‌تواند ناشی از همین دو عامل باشد. خالص ارزش و در صد دارایی‌های نقدی صندوق عامل درونی مهم دیگری است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. در توضیح این مسئله باید عنوان نمود که 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 دارایی‌های ایشان 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 درصد وجه نقد و اوراق مشارکت می‌باشد. این شاخص، معیار 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 عامل درونی دیگری 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 بازرگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ... اشاره نمود. ضمن آن که ریسک عدم ثبات مالی 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 عامل درون شرکتی مهمی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. 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 عهده 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 چنانچه 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 می‌-

گذارد. متغیر بازدهی، سودآوری و مخارج سرمایه‌ای صندوق عامل مهم دیگر درون شرکتی است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. بازدهی و سودآوری بالا، منابع جدید مالی در اختیار صندوق قرار می‌دهد؛ افزایش مخارج سرمایه‌ای نیز اگرچه در کوتاه مدت 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. در نهایت نیز عمر و اندازه نسبی صندوق عامل مهم دیگری است که بر نقدینگی و زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران اثر می‌گذارد. 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. هرچه 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، 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 بیفزایند و با توجه به این که یکی از مواردی که سرمایه‌گذاران در فرآیند سرمایه‌گذاری خود مدنظر قرار می‌دهند عوامل محیطی صندوق‌ها است؛ این افزایش اعتبار باعث افزایش مشتریان صندوق‌ها و در نتیجه باعث افزایش حجم معاملات و در نهایت باعث افزایش بازدهی صندوق‌ها می‌گردد.

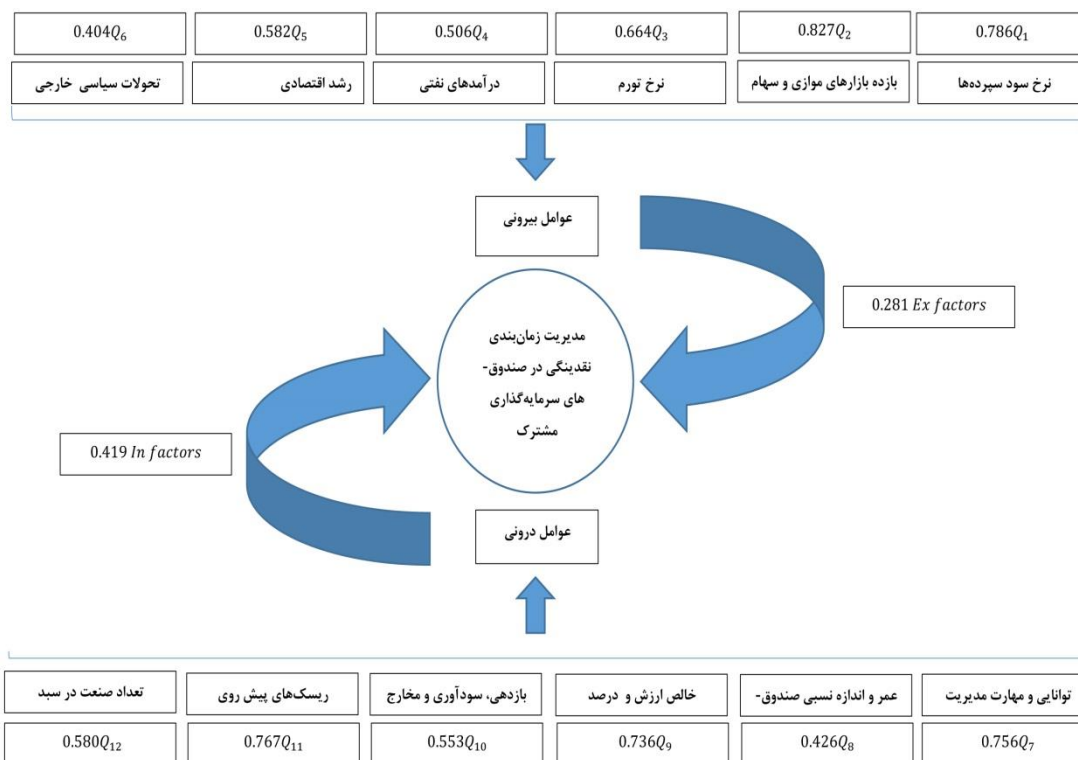


شکل (۱) - بارهای عاملی و ضرایب مسیر ارتباط زمان‌بندی نقدینگی با مولفه‌های عوامل بیرونی و درون شرکتی.



شکل (۲) - مقادیر آماره‌ی t ارتباط زمان‌بندی نقدینگی با مولفه‌های عوامل بیرونی و درون شرکتی.

با توجه به یافته‌های تحقیق، متغیرهای اثرگذار بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به صورت شکل (۳) مدل‌سازی شده است.



شکل (۳) - مدلی کلی عوامل مؤثر بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این مطالعه تلاش شد تا با تحلیل کمی و کیفی و با استفاده از شاخص‌های مختلف عوامل بیرونی و درونی مؤثر بر مدیریت زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مشخص و اثرگذاری هر یک از متغیرها تعیین گردد. بر این اساس ابتدا عوامل بیرونی و درونی مؤثر بر مدیریت زمان‌بندی نقدینگی با رویکرد تحلیل محتوای متون و بهره‌گیری از مبانی تئوریک و مطالعات مختلف داخلی و خارجی شناسایی شدند. در ادامه با طراحی پرسشنامه و جمع‌آوری اطلاعات متغیرهای عوامل بیرونی و درونی به صورت پیمایشی از سرمایه‌گذاران، صاحب‌نظران و متخصصان فعال در بازار بورس اوراق بهادار ایران برای سال ۱۳۹۹، اطلاعات با استفاده از روش معادلات ساختاری (SEM) مدل‌سازی شدند تا جهت و اندازه تاثیرگذاری عوامل و متغیرها بر

مدیریت زمان‌بندی نقدینگی مشخص گردد. براساس نتایج عوامل بیرون و درون شرکتی بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر معنی‌دار می‌گذارند. متغیرهای نرخ سود سپرده‌ها، بازده بازارهای موازی و سهام، نرخ تورم، درآمدهای نفتی، رشد اقتصادی و تحولات سیاسی عوامل بیرونی هستند که بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر معنی‌دار می‌گذارند. از میان عوامل درونی نیز متغیرهای توانایی و مهارت مدیریت صندوق، عمر و اندازه نسبی صندوق، خالص ارزش و درصد دارایی‌های نقدی صندوق، بازدهی، سودآوری و مخرج سرمایه‌ای صندوق، ریسک‌های پیش‌روی صندوق و تعداد صنعت در سبد سرمایه‌گذاری صندوق بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اثر معنی‌دار می‌گذارند. با توجه نتایج حاصل از مطالعه، پیشنهادهای زیر ارائه شده است:

- عوامل درون شرکتی بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معنی‌دار می‌گذارند. در این راستا پیشنهاد می‌گردد اولاً مدیران صندوق‌ها جهت ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری‌ها، گزینش سهام و تشکیل پرتفوی صندوق با مدیریت فعال به عوامل درون شرکتی تأثیرگذار بر زمان‌بندی نقدینگی صندوق توجه ویژه داشته باشند تا بتوانند با اتخاذ تصمیمات مناسب زمینه رشد و تعالی صندوق را فراهم سازند. ثانیاً لازم است که سازمان بورس، کارگزاری‌ها، صندوق‌ها و ... اهمیت اطلاعات درون شرکتی و چگونگی بهره‌برداری از آن‌ها را برای کسانی که قصد ورود و سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری را دارند، روشن سازند؛ در این راستا سازمان بورس به عنوان متولی اصلی بازار باید با اعمال نظارت دقیق صندوق‌ها را ملزم نماید تا صورت‌های مالی خود را با رعایت تمامی استانداردها، به موقع و بدون هر گونه ابهامی منتشر نمایند؛ این مسئله می‌تواند ضمن جلب اعتماد فعالان بازار سرمایه اقبال و توجه سرمایه‌گذاران را به فعالیت و سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها افزایش دهد.

- عوامل بیرون شرکتی نظیر تورم، نرخ ارز، رشد اقتصادی و ... بر زمان‌بندی نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معنی‌دار می‌گذارند. در این رابطه با توجه به تأثیرگذاری متغیرهای اقتصاد کلان بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود، دولت و بانک مرکزی هر دو گام سیاست‌گذاری‌های اقتصادی به شرایط اقتصادی کشور توجه کافی داشته باشند و شدت تأثیرگذاری متغیرهای کلان اقتصادی را بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مدنظر قرار دهند تا نتایج حاصل از سیاست‌گذاری‌ها منجر به ایجاد و یا تشدید ناپاطمینانی در شرایط اقتصادی و در نتیجه بروز مشکلات جدی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر فعالان بازار سرمایه نشود.

- شاخص‌های بی‌ثبات‌کننده اقتصاد علاوه بر دولت و بانک مرکزی به طور مرتب توسط خود سازمان بورس نیز بررسی و سیاست‌هایی برای کنترل و کاهش بی‌ثباتی اقتصاد کلان و یا حداقل راهکارهای مناسب جهت رویارویی با آن‌ها اتخاذ شود تا از پیامدهای زیان‌آور بی‌ثباتی اقتصاد کلان بر بازار سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری پیشگیری شود. در این راستا سازمان بورس می‌تواند به ایجاد مرجعی واحد اقدام نماید تا با آگاهی و تحلیل به موقع نوسانات، بتواند در حوزه وظایف و اختیارات خود نسبت به کنترل تأثیرات سوء متغیرهای بی‌ثبات‌کننده اقتصاد نقشی مهم ایفا نماید.

- آموزش های لازم به سرمایه گذاران در رابطه برخورد با تلاطم ها و استراتژی هایی که باید در این رابطه اتخاذ نمایند، ارائه شود تا آن ها بتوانند در چنین مواردی رفتاری مناسب و منطقی از خود بروز دهند و از آثار سوء به بازار و صندوق ها کاسته شود. 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 بلند مدت 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 می تواند در تنظیم روانی بازار مؤثر واقع شود.

فهرست منابع

- * خلیلی عراقی، مریم و میرزایی ابریکوه، اعظم. (۱۳۹۵). بررسی پیش بینی همبستگی بازده بین صندوق های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی نخبگان مدیریت، مدیران ایده پرداز کارین.
- * رحمانی، علی، حسینی، سیدعلی و کاشف، معصومه. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ویژگی های صندوق های سرمایه گذاری بر عملکرد آن ها، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۴(۲): ۱۵-۲۸.
- * سلیمانی امیری، غلامرضا و عابد، آمنه. (۱۳۹۲). ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، ۲(۸): ۲۱-۴۱.
- * عزیزی، شهریار و شریف فر، امیر. (۱۳۹۲). عوامل تعیین کننده انتخاب صندوق های سرمایه گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱(۲): ۳۵-۵۰.
- * غلامی فشارکی، محمد. (۱۳۹۷). مدل معادلات ساختاری و کاربرد آن در مطالعات روانشناسی: یک مطالعه مروری، دو فصلنامه علمی - پژوهشی روانشناسی بالینی و شخصیت، ۱۶(۱): ۲۵۳-۲۶۵.
- * 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): ۳۷-۱۹.
- * فرهادیان، علی. (۱۳۹۸). تأثیر استراتژی رهبری هزینه بر عملکرد مالی صندوق ها و نهادهای سرمایه گذاری خطرپذیر ایران بر اساس مدیریت کیفیت جامع، ششمین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، تهران.
- * قاسمی، وحید. (۱۳۹۲). مدل سازی معادله ساختاری در پژوهش های اجتماعی با کاربرد Amos Graphics، انتشارات جامعه شناسان.
- * محمدی، علی و پشتونی زاده، هومن. (۱۳۹۶). برنامه ریزی سناریو اثر تغییرات قیمت نفت و طلای جهانی بر بازار مالی ایران با استفاده از رویکرد پویایی شناسی سیستمی، فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، ۱۹: ۳۷-۲۷.

- * مرادزاده‌فرد، مهدی، حسین‌پور، امیرحسین و مولایی‌نژاد، مهدی. (۱۳۹۴). تأثیر عوامل و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر بازدهی صندوق‌ها، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۳ (۸): ۷۹-۹۶.
- * مرادی، زهرا و نیکخو، حمید (۱۳۹۷). رابطه انعطاف پذیری مالی با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و حسابرسی پویا، تهران.
- * نیکومرام، هاشم و فراهانی، آزاده. (۱۳۹۷). ارزیابی مهارت زمان‌سنجی بازار و به‌گزینی اوراق مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۷ (۲۵): ۶۱-۸۲.
- * Admati, A. R., Bhattacharya, S., Pfleiderer, P., & Ross, S. A. (1986). On timing and selectivity. *The Journal of finance*, 41(3), 715-730.
- * Aggarwal, R., & Kyaw, N. A. (2009). International variations in transparency and capital structure: Evidence from European firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 20(1), 1-34.
- * Alam, M., & Ansari, V. A. (2020). Do mutual fund managers' possess style liquidity timing abilities?. *International Journal of Emerging Markets*.
- * Bazgour, T., Bodson, L., & Sougné, D. (2017). What Style Liquidity Timing Skills Do Mutual Fund Managers Possess?. *Financial Review*, 52(4), 597-626.
- * Brown, T.A. (2006). *Confirmatory Factor Analysis for Applied Research Second Edition*. New York: The Guilford Press.
- * Busse, J. A. (1999). Volatility timing in mutual funds: Evidence from daily returns. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1009-1041.
- * Cao, C., Chen, Y., Liang, B., & Lo, A. W. (2013). Can hedge funds time market liquidity?. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 493-516.
- * Foran, J., & O'Sullivan, N. (2017). Mutual fund skill in timing market volatility and liquidity. *International Journal of Finance & Economics*, 22(4), 257-273.
- * Gusni, G., Silviana, S., & Hamdani, F. (2018). Factors affecting equity mutual fund performance: evidence from Indonesia. *Investment management and financial innovations*, (15, Iss. 1), 1-9.
- * Hoyle, R.H. (2011). *Structural Equation modeling: concept, issue and Applications*. Guilford press.
- * Inairat, M. H. S. (2018). The effect of internal and external factors on stock market prices-evidence from Saudi Arabia. *The Business & Management Review*, 9(3): 413-423.
- * Kline, R.B. (2005). *Principles and practice of structural equation modeling* New York: The Guilford Press.
- * Lou, D. (2014). Attracting investor attention through advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797-1829.
- * Mateus, I. B., Mateus, C., & Todorovic, N. (2019). Review of new trends in the literature on factor models and mutual fund performance. *International Review of Financial Analysis*, 63, 344-354.
- * Osinga, B., Schauten, M., & Zwinkels, R. C. (2017). Timing is money: The factor timing ability of hedge fund managers. Available at SSRN 2811163.
- * Pástor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political economy*, 111(3), 642-685.
- * Patton, A. J., & Ramadorai, T. (2013). On the high-frequency dynamics of hedge fund risk exposures. *The Journal of Finance*, 68(2), 597-635.

- * Shanken, J. (1990). Intertemporal asset pricing: An empirical investigation. *Journal of Econometrics*, 45(1-2), 99-120.
- * Shrestha, P. K., & Subedi, B. R. (2014). Determinants of stock market performance in Nepal. *NRB Economic Review*, 26(2): 25-40.
- * Treynor, J., & Mazuy, K. (1966). Can mutual funds outguess the market? *Harvard business review*, 44(4), 131-136.
- * Ul-Hameed, W., Imran, M., Maqbool, N., Ahmed, S., & Azeem, M. (2019). A prospective study of factors that lead to invest in mutual funds: A mediating role of investor's perception. *Accounting*, 5(2), 69-80.
- * Wattanatorn, W., Padungsaksawasdi, C., Chunchinda, P., & Nathaphan, S. (2020). Mutual fund liquidity timing ability in the higher moment framework. *Research in International Business and Finance*, 51, 101105.

یادداشت‌ها

- ¹ Mateus et al.
- ² Treynor and Mazuy
- ³ Wattanatorn et al.
- ⁴ Chang
- ⁵ Jagannathan et al.
- ⁶ Aggarwal et al.
- ⁷ Liang and Park
- ⁸ Alam & Ansari
- ⁹ Cao et al.
- ¹⁰ Admati et al.
- ¹¹ Ferson and Schadt
- ¹² Shanken
- ¹³ Busse
- ¹⁴ Pástor and Stambaugh
- ¹⁵ Cao et al.
- ¹⁶ Lou
- ¹⁷ Shrestha & Subedi
- ¹⁸ Osinga et al.
- ¹⁹ Bazgour et al.
- ²⁰ Lou et al.
- ²¹ Gusni et al.
- ²² Ul-Hameed et al.
- ²³ Observed Variable
- ²⁴ Latent Variable
- ²⁵ Structural Model
- ²⁶ Measurement Mode
- ²⁷ Mediating variables
- ²⁸ Intervening variables
- ²⁹ Kline
- ³⁰ multicollinearity
- ³¹ Implied
- ³² Residual
- ³³ Likelihood Maximum
- ³⁴ Brown
- ³⁵ Simple Random Sampling
- ³⁶ Cochran