



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال سوم / شماره یازدهم / پاییز ۱۳۹۳

بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران (با رویکردی بر تحلیل‌های تکنیکی، بنیادی و نظریه مدرن پرتفولیو)

محمدرضا نیکبخت

دانشیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

یاسر کارگری

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران

مهتاب داورزاده

کارشناسی ارشد علوم اقتصادی (مسئول مکاتبات)

mahtab_davarzadeh@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۲/۶/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۱/۵

چکیده

این پژوهش برای اولین بار مدیریت مدیران سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، را با استفاده از روش پرسش‌نامه ای مورد بررسی قرار داده است. پاسخ دهندگان به پرسشنامه شامل مدیران سرمایه‌گذاری کلیه ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران می‌باشند. از مدیران سرمایه‌گذاری خواسته شده تا میزان استفاده خود را از هر یک از تحلیل‌های تکنیکی، فاندامننتال، تئوری مدرن پرتفولیو، بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار؛ در راستای پیش‌بینی بازار و انتخاب‌داری‌های مناسب و زمان مناسب، مشخص نمایند. جامعه آماری این تحقیق شامل مدیران سرمایه‌گذاری، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در ایران است. که برای همه آنها پرسشنامه ارسال گردید و ۴۰ درصد این پرسشنامه‌ها برگشت یافته‌های این مطالعه نشان داد که مدیران سرمایه‌گذاری همواره بیشترین اهمیت و توجه را به تحلیل‌های بنیادی و بعد از آن بولتن‌های منتشر شده، دارند، و مدیران سرمایه‌گذاری کمتر از شاخص‌های تحلیل تکنیکی (به خصوص در بلندمدت) و تئوری مدرن پرتفوی (به خصوص در کوتاه مدت) استفاده می‌کنند. همچنین مدیران سرمایه‌گذاری در کلیه بازه‌های زمانی تمایلی به استفاده از شایعات و اطلاعات محرمانه را ندارند.

واژه‌های کلیدی: صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، تحلیل تکنیکی، تحلیل بنیادی، تئوری مدرن پرتفولیو.

۱- مقدمه

با توجه به نیاز اقتصادی کشور به سرمایه‌گذاری، این روزها صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یک فرصت سرمایه‌گذاری کم‌ریسک و با تضمین نقد شوندگی مد نظر سرمایه‌گذاران می‌باشد. از این رو داشتن دانش بهتری از چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری این صندوقها دارای اهمیت ویژه‌ای برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. همچنین با توجه به اینکه ارزش بازار^۱ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس آخرین آمار (در پایان شهریور ۱۳۹۱) نزدیک به ۲۲،۷۵۹ میلیارد ریال، و تعداد سرمایه‌گذاران ۶۶،۵۷۷ نفر می‌باشد این حجم منابع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران و تأثیری که این صندوق‌ها در عمق بازار سرمایه دارند، بسیار حائز اهمیت است و مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌ها با رفتارهایی که به هنگام خرید یا فروش دارایی‌ها (سهام، اوراق بهادار) از خود بروز می‌دهند، می‌توانند در رونق و رکود بازار سرمایه نقش بسیار مهمی ایفا نمایند. پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی^۲ های مناسب^۳ در زمان مناسب^۴، که از حساس‌ترین مراحل فرایند سرمایه‌گذاری مدیران می‌باشد، اگر با استفاده از روشهای علمی باشد مسلماً باعث عملکرد مطلوب‌تر بازار سرمایه و رشد و توسعه اقتصادی کشورمان می‌شود. این مطالعه نحوه‌ی مدیریت سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را بررسی می‌کند.

با توجه به اینکه مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک باید حداقل دارای مدرک کارشناسی، گواهینامه‌های مقدماتی بورس و یک سال سابقه کار فعال باشند و از جمله متخصصین بازار سرمایه باشند، انتظار می‌رود که با دیدگاه روشن‌تری نسبت به سایر سرمایه‌گذاران بازار سرمایه به بازار سرمایه بنگرند و از روش‌های خرید و فروش علمی‌تر و فنی‌تری استفاده نمایند، که جای بررسی دارد. برای انجام این بررسی در این تحقیق چهار روش کلی را برای تجزیه و تحلیل بازار سرمایه (جهت انتخاب، خرید و فروش؛ دارایی‌های مناسب در زمان مناسب)، در نظر می‌گیریم.

(۱) روش علمی، تجزیه و تحلیل تکنیکی (نموداری، فنی)

(۲) روش علمی، تجزیه و تحلیل بنیادی (اصولی)

(۳) روش مدرن و علمی‌تر، تجزیه و تحلیل با استفاده از تئوری مدرن پرتفولیو

(۴) استفاده از بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار

البته در این تحقیق در مورد ارتباط بین، علمی بودن و غیر علمی بودن روش‌های تجزیه و تحلیل، مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌ها؛ و بازدهی حاصل از استفاده از هر یک از این روش‌ها، نتیجه‌گیری نخواهیم کرد و فقط به بیان این نکته بسنده می‌شود که، بازدهی حاصل از هر یک از این روش‌ها، به نوع بازار و سطح کارایی بازاری که در آن فعالیت می‌کنیم بستگی دارد.

در حال حاضر صندوق‌های متعددی در بازار سرمایه‌ی ایران در حال فعالیت هستند و در تئوری، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسیار مطلوب و مورد توصیه‌ی خبرگان است و تصور بر این است که مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های مشترک از روش‌های علمی استفاده می‌کنند، ولی در عمل باید با دقت بررسی شود. بر اساس اطلاعات موجود پس از ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تا کنون تحقیقی در مورد استفاده‌ی مدیران سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و میزان استفاده هر یک از تحلیل‌ها انجام نشده است. برای انجام این پژوهش کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال را انتخاب کرده ایم و هدف اصلی ما بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، در زمینه پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی مناسب و تشخیص زمان مناسب جهت خرید، فروش و نگهداری، برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی تاسیس شدند.^۵ درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها بر اساس قانون ابزارهای مالی مصوب ۱۳۸۹ مجلس شورای اسلامی معاف از مالیات گردید و این صندوق‌ها، شخصیت حقوقی گرفتند و قابلیت ثبت در اداره ثبت شرکت‌ها را پیدا نمودند.^۶

صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان به صورت شرکتی در نظر گرفت که در آن افراد مختلف پس‌اندازهای خود را در سبدهای از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند که همین تنوع در سرمایه‌گذاری سبب کاهش خطر و افزایش جذابیت صندوق سرمایه‌گذاری می‌شود. صندوق سرمایه‌گذاری به دو روش به سرمایه‌گذاران خود سود می‌دهد: ۱. سود ناشی از معاملات سهام یا اوراق مشارکت موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق از طریق افزایش NAV^۷ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک. ۲. سود نقدی سهام و یا بهره‌ی پرداخت شده به اوراق مشارکت موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق از طریق افزایش NAV صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (www.fipiran.com).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به جای پرداخت سود نقدی، آن را دوباره در خود صندوق، سرمایه‌گذاری می‌کنند و باعث افزایش ارزش واحدهای صندوق می‌شوند. از دیگر مزایایی که برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری عنوان می‌شوند عبارتند از (فریدمن و ویلز^۸، ۱۹۹۸)؛ ۱. قابلیت صدور و ابطال سهام صندوق، توسط خود صندوق که باعث افزایش درجه نقد شوندگی شده و واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها را در ردیف اوراق بهادار شبه نقد قرار داده و جانشین پول می‌نماید ۲. مدیریت

حرفه ای و تخصصی یکسان بر وجوه کلیه سرمایه‌گذاران (جزء یا عمده، حقیقی یا حقوقی) که توسط گروهی از تحلیل‌گران و افراد حرفه‌ای مدیریت می‌شوند. ۳. تنوع بخشی؛ طبق نظریه نوین پرتفوی، سرمایه‌گذاری در سهام مختلف، به کاهش چشمگیر ریسک غیر سیستماتیک سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. این صندوقها با سرمایه‌گذاری در دامنه وسیعی از سهام به هدف فوق دست می‌یابند. ۴. هزینه‌های کمتر عملیاتی؛ از آنجا که وجوه در اختیار صندوق، حرفه‌ای و در مقیاسی وسیع اداره می‌شوند لذا هزینه‌های مبادلاتی نسبتاً کمتری را در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های انفرادی متقبل می‌شوند. ۵. اطمینان از اقدامات غیر اخلاقی مدیران.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران در سه دسته از ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند: اوراق دارایی (سهام)، اوراق بدهی (اوراق مشارکت - صکوک) و اوراق قرضه/مشارکت دولتی (بدون ریسک). بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری، با استفاده از ارزش خالص دارایی یا NAV ارزیابی شده و واحدهای آن قیمت‌گذاری می‌شوند، که ارزش خالص دارایی‌های هر سهم در واقع ارزش مجموعه‌ی سرمایه‌گذاری صندوق تقسیم بر تعداد واحد‌های آن است که در پایان هر روز معاملاتی با توجه به تغییرات قیمت سهام، اوراق بهادار و سودهای نقدی تعلق گرفته به آن محاسبه می‌شود.

همزمان با توسعه بازارهای مالی بحث تحلیل بازار بوجود آمد و تحقیقات انجام گرفته در سال‌های اخیر، یافته‌های قابل ملاحظه‌ای را در مورد رویه جاری تحلیل‌گران مالی ارائه می‌دهند.

وان آوکن و کارتر^۹ در سال ۱۹۹۰، نظرات تعداد ۱۸۵ نفر از مدیران سرمایه‌گذاری در آمریکا را مورد مطالعه قرار دادند و دریافته‌اند که از نظر مدیران سرمایه‌گذاری در آمریکا استفاده از تحلیل فاندمنتال در رتبه اول، تحلیل تکنیکی در رتبه دوم و تجزیه و تحلیل با استفاده از نظریه مدرن پرتفولیو در رتبه سوم قرار دارد. اگر چه استفاده از تجزیه و تحلیل تکنیکی در بازار سرمایه با کارایی ضعیف مورد شک و تردید است، اما در عمل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای علاقه‌ای خاص به استفاده از تحلیل تکنیکی دارند.

ونگ و چیونگ^{۱۰} (۱۹۹۹)، در مطالعه‌ای با عنوان "روش مدیریت سرمایه‌گذاری در هنگ کنگ: انتخاب سهام و پیش‌بینی بازار"، به بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ پرداختند. آنها در این تحقیق از پرسشنامه استفاده کردند و نتایج آنها نشان داد که مدیران سرمایه‌گذاری در هنگ کنگ از تحلیل بنیادی بیشتر از تحلیل‌های تکنیکی و پرتفولیو استفاده می‌کنند.

در ایران توکلی (۱۳۸۳) در تحقیق "بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیل‌گران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران"، کاری مشابه ونگ و چیونگ را در بورس

تهران انجام داد و نتایج آن تحقیق نشان داد که تحلیل گران مالی و مدیران سرمایه‌گذاری در بورس تهران تاکید بیشتری بر استفاده از تحلیل بنیادی نسبت به تحلیل تکنیکی دارند. هاشمی، حق شناس و ولیابیدگلی (۱۳۸۶) در تحقیق خود تحت عنوان "بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس منطقه ای اصفهان در زمینه پیش بینی بازار و انتخاب سهام"، با استفاده از روش پرسشنامه ای به این نتیجه رسیدند که تحلیل گران بورس منطقه ای اصفهان بر روش های سنتی یعنی تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکی، نسبت به روش تجزیه و تحلیل پرتفولیو تاکید بیشتری دارند.

تجزیه و تحلیل تکنیکی (نموداری، فنی)

تحلیل تکنیکی بر پایه ی سه اصل اساسی بنا شده است که عبارتند از (مورفی، ۱۳۸۸):

اصل اول: همه ویژگی های یک سهم در قیمت آن سهم منعکس می گردد.

اصل دوم: قیمت‌ها در روندهایی حرکت می کنند که آن روندها نسبت به تغییرات مقاومت می کنند.

اصل سوم: فعالیت بازار قابل تکرار است (تاریخ تکرار می شود).^{۱۱}

شاخصهای تحلیل تکنیکی به دو گروه اصلی دسته بندی می گردد که عبارتند از:

(۱) روندهای دنبالگر (پیرو) یا شاخص های با تاخیر زمانی و (۲) شاخص های پیش خوان روند، نوسانگر ها^{۱۲} یا شاخص های هدایت گر.

تجزیه و تحلیل بنیادی (اصولی)

تجزیه و تحلیل بنیادی شامل: ۱- تجزیه و تحلیل اقتصادی بازار و صنعت؛ ۲- تجزیه و تحلیل آماری و نسبت P/E بازار، صنعت و بنگاه؛ ۳- تجزیه تحلیل نرخ تقسیم سود بازار، صنعت و بنگاه؛ ۴- تجزیه و تحلیل نسبت های مالی، ارزش ویژه بنگاه و ارزش وجوه نقد تنزیل شده و ... می باشد. به عبارت دیگر تحلیل اساسی یا بنیادی، عبارتست از ارزیابی اطلاعات موجود در صورتهای مالی، گزارشهای مربوط به صنعت و عاملهای اقتصادی، به منظور تعیین ارزش ذاتی^{۱۳} شرکت (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

تجزیه تحلیل بنیادی سه مرحله را طی می کند، که عبارتند از: الف) تجزیه و تحلیل اوضاع اقتصادی کشور^{۱۴}، ب) تجزیه و تحلیل صنعتی که شرکت در آن واقع شده است^{۱۵}، ج) تجزیه و تحلیل شرکت^{۱۶} مورد نظر. (جونز، ۱۳۸۸)

تئوری مدرن پرتفولیو

تئوری مدرن پرتفولیو به بررسی سبد سهام بر اساس ریسک و بازده می‌پردازد، در این روش ریسک هر سهم بر اساس احتمال وقوع بازدهی آن نسبت به پیشینه آن سهم محاسبه می‌شود و در یک مدل ریاضی سبدهای سهام با ریسکها و بازدههای متفاوت قابل ارائه است. سرمایه‌گذارانی که روش تجزیه و تحلیل پرتفولیو را پذیرفته‌اند، بر این باورند که حریف بازار نیستند. و انواع گوناگونی از اوراق بهادار را می‌خرند تا بازده آنها با بازده متوسط بازار برابر شود (جهانخانی و پارسایان، ۱۳۷۵).^{۱۷}

استفاده از بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار

برخی از مدیران سرمایه‌گذاری ترجیح می‌دهند به جای استفاده از تحلیلهای سه گانه که مطرح شد از بولتن‌های موجود در بازار استفاده نمایند، که این خود از دو جنبه دارای اهمیت است، اول درجه اعتبار بولتن و دوم، نگاه مدیران به این بولتن‌ها. گاهی نگاه مدیر یک نگاه مقلدانه از بولتن است و گاهی هم یک نگاه محققانه. از دیگر روشهای مورد استفاده مدیران، می‌تواند استفاده از اطلاعات محرمانه و شایعات بازار باشد، که به میزان و درجه کارایی بازار وابسته است. لازم به تذکر است که در این تحقیق به اعتبار و بازدهی هیچ کدام از روشهای بالا پرداخته نخواهد شد، در این پژوهش به دنبال آن هستیم تا روش‌های مورد استفاده مدیران سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را بدانیم.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: "مدیران سرمایه‌گذاری^{۱۸}، از تکنیک‌های علمی (تحلیل‌های تکنیکی، فاندامنتال، تئوری مدرن پرتفولیو) در کلیه بازه‌های زمانی؛ برای پیش‌بینی بازار، انتخاب‌دارایی و شناسایی زمان مناسب استفاده می‌کنند." (سئوال‌ات ۱ تا ۵، ۶ تا ۹، ۱۳ تا ۱۷؛ پیوست‌ها ۳ تا ۵)

فرضیه فرعی اول: مدیران، از روش علمی تجزیه و تحلیل تکنیکی در کوتاه مدت (کمتر از یک ماه)، برای پیش‌بینی بازار و انتخاب‌دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوال‌ات ۱ تا ۵ پیوست ۳)

فرضیه فرعی دوم: مدیران، از روش علمی تجزیه و تحلیل تکنیکی در میان مدت (یک تا شش ماه)، برای پیش‌بینی بازار و انتخاب‌دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوال‌ات ۱ تا ۵ پیوست ۴)

فرضیه فرعی سوم: مدیران، از روش علمی تجزیه و تحلیل تکنیکی در بلند مدت (بیش از شش ماه)، برای پیش‌بینی بازار و انتخاب‌دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوال‌ات ۱ تا ۵ پیوست ۵)

فرضیه فرعی چهارم: مدیران، از روش علمی تجزیه و تحلیل بنیادی در کوتاه مدت، برای پیش بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوالات ۶ تا ۹ پیوست ۳)

فرضیه فرعی پنجم: مدیران، از روش علمی تجزیه و تحلیل بنیادی در میان مدت، برای پیش بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوالات ۶ تا ۹ پیوست ۴)

فرضیه فرعی ششم: مدیران سرمایه‌گذاری، از روش علمی تجزیه و تحلیل بنیادی در بلند مدت، برای پیش بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوالات ۶ تا ۹ پیوست ۵)

فرضیه فرعی هفتم: مدیران، از روش مدرن و علمی تر، تئوری مدرن پرتفولیو در کوتاه مدت، برای پیش بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوالات ۱۳ تا ۱۷ پیوست ۳)

فرضیه فرعی هشتم: مدیران، از روش مدرن و علمی تر، تئوری مدرن پرتفولیو در میان مدت، برای پیش بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوالات ۱۳ تا ۱۷ پیوست ۴)

فرضیه فرعی نهم: مدیران، از روش مدرن و علمی تر، تئوری مدرن پرتفولیو در بلند مدت، برای پیش بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده می‌کنند. (سئوالات ۱۳ تا ۱۷ پیوست ۵)

فرض اصلی دوم: "مدیران، تصمیمات خود را با استفاده بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار، در کلیه بازه‌های زمانی، انجام می‌دهند." (سئوالات ۱۰ تا ۱۲ پیوست‌ها ۳ تا ۵)

فرضیه فرعی دهم: مدیران، در کوتاه مدت تصمیمات خود را با استفاده بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار، انجام می‌دهند. (سئوالات ۱۰ تا ۱۲ پیوست ۳)

فرضیه فرعی یازدهم: مدیران، در میان مدت تصمیمات خود را با استفاده بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار، انجام می‌دهند. (سئوالات ۱۰ تا ۱۲ پیوست ۴)

فرضیه فرعی دوازدهم: مدیران، در بلند مدت تصمیمات خود را با استفاده بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار، انجام می‌دهند. (سئوالات ۱۰ تا ۱۲ پیوست ۵)

۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق توصیفی از شاخه میدانی و با استفاده از روش کتابخانه‌ای است که با استفاده از پرسشنامه و مقیاس لیکرت انجام شده است. در این تحقیق چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مورد بررسی قرار می‌گیرد. به این صورت که روش سرمایه‌گذاری، مدیران سرمایه‌گذاری با استفاده از پرسش‌نامه مشخص می‌شود و مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار می‌گیرد و با توجه به اینکه تعداد نمونه بیشتر از ۳۰ تا است از آزمون Z استفاده شده است.

جامعه آماری در این تحقیق شامل مدیران سرمایه‌گذاری، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در ایران است. در این مطالعه تعداد ۹۲ پرسشنامه برای مدیران سرمایه‌گذاری، ۷۹ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، ارسال گردید که پس از تلاش فراوان تعداد ۱۳۷ تا از آن که متعلق به ۷۹ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک فعال می‌باشد برگشت. ابزار پژوهش حاضر پرسشنامه است که هدف از پرسشنامه مطالعه رفتار و رویه جاری مدیریت سرمایه‌گذاری مدیران سرمایه‌گذاری، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در ایران، در ارتباط با تکنیک‌های مورد استفاده در راستای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی‌های مناسب و زمان مناسب برای سرمایه‌گذاری می‌باشد. پرسشنامه دارای دو بخش اصلی، سوالات عمومی و تخصصی می‌باشد، که سوالات عمومی (هشت سوال) شامل مشخصات مدیران سرمایه‌گذاری و صندوق سرمایه‌گذاری تحت مدیریت است و سوالات تخصصی (پنجاه و یک سوال=۱۷*۳) شامل تکنیک‌های مورد استفاده مدیران سرمایه‌گذاری در بازه‌های زمانی مختلف است، که در این بخش از مدیران سرمایه‌گذاری خواسته شده تا میزان استفاده از هر یک از تکنیک‌ها را از "۱=بسیار کم، ۲=کم، ۳=متوسط، ۴=زیاد، ۵=بسیار زیاد" مشخص نمایند. در صورتی که میانگین استفاده هر تکنیک بیش از ۳ باشد، فرضیه‌ی ما تأیید می‌شود و در غیر این صورت فرضیه‌ی ما تأیید نمی‌شود. سوالات تخصصی پرسشنامه به چهار دسته اصلی از تکنیک‌ها؛ شامل تحلیل‌های تکنیکی، فاندمنتال، تئوری مدرن پرتفولیو و سایر روش‌های تصمیم‌گیری مدیران سرمایه‌گذاری شامل استفاده از بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار می‌پردازد. همچنین این پژوهش تکنیک‌های مذکور را در سه بازه زمانی کوتاه مدت (کمتر از یک ماه)، میان مدت (از یک تا شش ماه) و بلند مدت (بیشتر از شش ماه) مورد مطالعه قرار داده است.

۵- یافته‌های پژوهش

در اینجا با توجه به داده‌های به دست آمده از پرسشنامه‌ها و آزمون‌های آماری به آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته شده است. در پیوست شماره یک مشخصات مدیران سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت آن‌ها (شرکت‌کننده در تحقیق حاضر، با تکمیل پرسش‌نامه) آورده شده است.

مشاهده می‌گردد که، مدیران سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک؛ قشر جوان و دارای مدارک بازار سرمایه و اکثراً دارای تحصیلات در رشته مدیریت و حسابداری، به خصوص در مقطع کارشناسی ارشد می‌باشند.

در پیوست شماره دو پرسش‌های تخصصی که تعداد آنها هفده تا است آورده شده و این پرسش‌ها در پرسش‌نامه سه بار، برای سه دوره زمانی کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت مورد پرسش قرار گرفته‌اند؛ که نتایج حاصل از پرسش‌نامه‌ها در پیوست‌های شماره سه، چهار و پنج آورده شده است. همچنین در این پیوست‌ها محاسبه‌های آماری را نیز می‌توان مشاهده کرد.

پرسش‌های شماره ۱، ۲، ۳، ۴، ۵ میزان استفاده از تحلیل تکنیکی مدیران سرمایه‌گذاری، را برای پیش‌بینی بازار و انتخاب‌داری مناسب و تشخیص زمان مناسب جهت خرید، فروش و نگهداری‌داری‌های صندوق سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. پرسش‌های شماره ۶، ۷، ۸، ۹ میزان استفاده از تحلیل بنیادی مدیران سرمایه‌گذاری، را مورد بررسی قرار می‌دهند؛ پرسش‌های شماره ۱۰، ۱۱، ۱۲ نیز به ترتیب میزان استفاده از نظرها، گزارش‌های کارشناسان و بولتن‌ها و دیگر انتشارها، اطلاعات محرمانه و شایعه‌های بازار را توسط مدیران سرمایه‌گذاری، نشان می‌دهد و پرسش‌های شماره ۱۳، ۱۴، ۱۵، ۱۶، ۱۷ میزان استفاده از تئوری مدرن پرتفوی را توسط مدیران سرمایه‌گذاری، مورد تحلیل قرار می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌شود تمایل مدیران سرمایه‌گذاری، در هر سه بازه زمانی به استفاده بیشتر از تحلیل‌های بنیادی است، اما این نسبت در بلند مدت بیشتر از کوتاه مدت است، در حالی که مدیران سرمایه‌گذاری به تحلیل‌های تکنیکی، در کوتاه مدت بیش از بلند مدت توجه دارند. همچنین مدیران سرمایه‌گذاری در بلند مدت بیشتر به بولتن‌ها توجه دارند.

آزمون فرضیات پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌ها، فرض H_0 و H_1 کلیه فرضیه‌های تحقیق را به صورت زیر بیان می‌کنیم.

$$\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 & \text{مدیران سرمایه‌گذاری از تکنیک مورد پرسش استفاده نمی‌کنند;} \\ H_1: \mu > 3 & \text{مدیران سرمایه‌گذاری از تکنیک مورد پرسش استفاده می‌کنند;} \end{cases}$$

μ = میانگین استفاده مدیران از تکنیک مورد پرسش در بازه زمانی مورد بررسی.

فرض اصلی اول: با توجه به مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست‌های ۳، ۴ و ۵ این فرضیه را آزمون و مورد تحلیل قرار می‌دهیم.

فرضیه فرعی اول: همانگونه که مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست (۳) نشان می‌دهند در چهار پرسش از پنج پرسش (۱ تا ۵)، H_0 فرضیه فرعی اول معنی‌دار بوده است و با ۹۵٪ اطمینان می‌توان عنوان کرد که، مدیران سرمایه‌گذاری، از تجزیه و تحلیل تکنیکی در کوتاه مدت، برای پیش‌بینی بازار و انتخاب‌داری و زمان مناسب استفاده نمی‌کنند. اما همانگونه که نتایج آماری پرسش پنج نشان می‌دهد مدیران سرمایه‌گذاری، در ۶۰ درصد اوقات از آمار حجم معاملات در تجزیه و تحلیل‌های

کوتاه مدت خود استفاده می‌کنند. به عبارت دیگر مدیران سرمایه‌گذاری در کوتاه مدت، تا حدودی به تجزیه و تحلیل تکنیکی، در راستای شناسایی زمان مناسب جهت، ورود یا خروج در بازار سرمایه هستند.

فرضیه فرعی **دوم و سوم**: با توجه به مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست‌ها (۴ و ۵) مشاهده می‌گردد در هر پنج سؤال (۱ تا ۵)، H_0 فرضیه فرعی دوم و سوم، معنی دار بوده است و می‌توان عنوان کرد که، مدیران سرمایه‌گذاری، از تجزیه و تحلیل تکنیکی در میان مدت و بلند مدت، برای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده نمی‌کنند. به عبارت دیگر مدیران سرمایه‌گذاری در میان مدت و بلند مدت، به سودمندی استفاده از تجزیه و تحلیل تکنیکی، در راستای اهداف سرمایه‌گذاریشان معتقد نیستند. البته این موضوع تا حدودی به ماهیت تحلیل تکنیکی و تا حدودی هم به عدم باور مدیران سرمایه‌گذاری نسبت به تحلیل تکنیکی برمی‌گردد.

فرضیه فرعی **چهارم، پنجم و ششم**: همان‌گونه که مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست‌ها (۳، ۴ و ۵) نشان می‌دهند در هر چهار پرسش (۶ تا ۹)، H_0 فرضیه فرعی چهارم، پنجم و ششم معنی دار نبوده است و نمی‌توان عنوان کرد که، مدیران سرمایه‌گذاری، از تجزیه و تحلیل بنیادی در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت برای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده نمی‌کنند. و بیان می‌شود که، مدیران سرمایه‌گذاری، در کلیه بازه‌های زمانی از روش علمی تجزیه و تحلیل بنیادی استفاده می‌کنند. استفاده از تجزیه و تحلیل بنیادی، توسط مدیران سرمایه‌گذاری، همواره و در همه بازه‌های زمانی از اولویت‌های آنها بوده است، که می‌تواند به نوع آموزش‌های دانشگاهی آنها برگردد، که عمدتاً تحلیل‌های بنیادی را شامل می‌شود و در رابطه با تحلیل تکنیکی و تئوری مدرن پرتفولیو، عمدتاً به معرفی مختصر اکتفا گردیده است.

فرضیه فرعی **هفتم، هشتم و نهم**: با توجه به مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست‌ها (۳، ۴ و ۵) مشاهده می‌گردد که در هر پنج پرسش (۱۳ تا ۱۷)، H_0 فرضیه فرعی هفتم، هشتم و نهم معنی دار بوده است و می‌توان عنوان کرد که، مدیران سرمایه‌گذاری، از تئوری مدرن پرتفولیو در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت؛ برای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده نمی‌کنند. همانطور که عنوان شد کم‌توجهی مدیران سرمایه‌گذاری، به تئوری مدرن پرتفولیو که بسیار با اهمیت است به عدم توجه آموزش‌های دانشگاهی بر می‌گردد. همچنین پیچیده‌تر بودن استفاده از تئوری مدرن پرتفولیو، موجب عدم استقبال مدیران سرمایه‌گذاری، به تئوری مدرن پرتفولیو گردیده است.

فرض اصلی دوم: با توجه به مقادیر میانگین و آماره Z پرسش‌های ۱۰، ۱۱ و ۱۲ در پیوست‌ها ۴، ۵ و این فرضیه را آزمون و مورد تحلیل قرار می‌دهیم.

فرضیه فرعی دهم: با توجه به مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست (۳) مشاهده می‌گردد که در هر سه پرسش ۱۰، ۱۱ و $H_{0,12}$ فرضیه فرعی دهم معنی دار بوده و می‌توان عنوان کرد که، مدیران سرمایه‌گذاری، از شایعات و اطلاعات محرمانه در کوتاه مدت، برای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب استفاده نمی‌کنند. به عبارت دیگر با توجه به تحصیلات مدیران سرمایه‌گذاری، این انتظار از آنها می‌رفت، که تصمیمات خود را بر پایه شایعات و اطلاعات محرمانه، انجام ندهند.

فرضیه فرعی یازدهم و دوازدهم: مقادیر میانگین و آماره Z در پیوست‌ها (۴ و ۵) نشان می‌دهند که در مورد پرسش‌های ۱۱ و $H_{0,12}$ فرضیه‌های فرعی یازدهم و دوازدهم، معنی دار بوده است و مدیران سرمایه‌گذاری، از شایعات و اطلاعات محرمانه در میان مدت و بلند مدت، استفاده نمی‌کنند. اما با توجه مقادیر میانگین و آماره Z پرسش ۱۰ مشاهده می‌گردد، $H_{0,12}$ فرضیه‌های فرعی یازدهم و دوازدهم معنی دار نبوده است و مدیران سرمایه‌گذاری، در میان مدت در ۶۳ درصد اوقات و در بلند مدت در ۷۱ درصد اوقات؛ از نظرات، گزارش‌های کارشناسان بولتن‌ها و دیگر انتشارات، استفاده می‌کنند. در واقع مدیران سرمایه‌گذاری، در میان مدت و بلند مدت، تا حدودی بولتن‌های موجود را مورد بررسی و توجه قرار می‌دهند.

۶- نتیجه‌گیری و بحث

آزمون فرضیه‌ها به ما نشان دادند که مدیران سرمایه‌گذاری همواره بیشترین اهمیت و توجه را به تحلیل‌های بنیادی و بعد از آن بولتن‌های منتشر شده دارند، و به عبارت بهتر پایه‌ی تحلیل‌های مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، در کلیه بازه‌های زمانی برای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی و زمان مناسب، تحلیل بنیادی است؛ اما مدیران سرمایه‌گذاری کمتر از شاخص‌های تحلیل تکنیکی (به خصوص در بلند مدت) و تئوری مدرن پرتفولیو (به خصوص در کوتاه مدت) استفاده می‌کنند. و تنها به استفاده از "آمار حجم معاملات" در کوتاه مدت و تا حدودی "تشکیل سبدهای سهامی که دارای کمترین ریسک نسبت به بازده مورد انتظار باشند" در بلند مدت بسنده گردیده است. همچنین مشاهده می‌گردد که مدیران سرمایه‌گذاری در کلیه بازه‌های زمانی تمایلی به استفاده از شایعات و اطلاعات محرمانه را ندارند. البته همانگونه که در پیشینه پژوهش مشاهده گردید در سایر کشورها نیز عمده توجه و اقبال سرمایه‌گذاران بر تحلیل‌های بنیادی متمرکز بوده است و بعد از به تحلیل تکنیکی و تئوری مدرن پرتفولیو توجه شده است.

- در راستای شناخت هر چه بیشتر مدیران سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌گردد، تحقیقات بیشتر و گسترده‌تری در رابطه با شناخت و چگونگی تحلیل‌های مدیران سرمایه‌گذاری صورت پذیرد. همچنین در راستای توسعه هر چه بیشتر بازار سرمایه کشورمان پیشنهاد می‌گردد:
- ۱) مدیران سرمایه‌گذاری به استفاده بیشتر تئوری مدرن پرتفوی (به خصوص در بلند مدت) ترغیب شوند و آموزش ببینند.
 - ۲) نرم افزار هایی تهیه و به بازار عرضه گردد که استفاده از تئوری مدرن پرتفوی را آسانتر گرداند.
 - ۳) مدیران سرمایه‌گذاری برای استفاده بیشتر از شاخصهای تحلیل تکنیکی (به خصوص در کوتاه مدت) ترغیب شوند و آموزش ببینند.
 - ۴) مدیران سرمایه‌گذاری برای استفاده همزمان از شاخصهای تحلیل تکنیکی، تحلیل بنیادی و تئوری مدرن پرتفوی آموزش ببینند.

فهرست منابع

- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا. (۱۳۸۹). مباحثی در : تئوری و مدیریت مالی. تهران: انتشارات ترمه.
- * ایزدی، حسن. (۱۳۸۳). اصول و فنون تشکیل سبد سهام: آشنایی با بورس تهران و آموزش عملی تئوری مدرن سرمایه‌گذاری به روش ساده. تهران: مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران.
- * توکلی، محمد. (۱۳۸۳). " بررسی روش مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیل گران مالی در مورد پیش بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران". مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی مدیریت، جلد اول. تهران مرکز فرهنگی و هنری آبتین.
- * جونز، چارلز. پی. (۱۳۸۸). مدیریت سرمایه‌گذاری. (ترجمه: تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر). تهران : انتشارات نگاه دانش.
- * جهانخانی، علی. و پارسائیان، علی. (۱۳۷۵). بورس اوراق بهادار. تهران: انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- * سلیمی، مجید. شهبازمرادی، سعید و بامداد صوفی، جهانیار. (۱۳۸۷). "طراحی و ساخت مقیاس مجموع نمرات لیکرت با رویکرد پژوهشی در مدیریت". مجله دانش مدیریت، بهار ۱۳۸۷، شماره ۸۰.
- * راعی، رضا. پویان فر، احمد (۱۳۹۰). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران. چاپ پنجم. انتشارات سمت.

- * صمدی، سعید. ایزدی نیا، ناصر و داورزاده، مهتاب. (۱۳۸۸). "ارزیابی کاربرد تحلیل تکنیکی در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از معیار شاخص قدرت نسبی". مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، سال بیست و یکم، شماره ۵۱.
- * صمدی، سعید. ایزدی نیا، ناصر و داورزاده، مهتاب. (۱۳۸۹). "کاربرد بهره‌گیری از تحلیل تکنیکی در بورس اوراق بهادار تهران (رویکردی بر میانگین متحرک)". مجله پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، سال دوم، شماره ۱ (پیاپی ۵۸).
- * کنی، امیر عباس. (۱۳۸۳). مبانی تحلیل تکنیکی در بازار سرمایه. تهران: چاپ اول، ۱۳۸۳. ناشر دکتر امیر عباس کنی، چاپ دهخدا.
- * گجراتی، دامودرا. (۱۳۷۸). مبانی اقتصاد سنجی. (ترجمه: ابریشمی، حمید). تهران: چاپ دوم. انتشارات دانشگاه تهران.
- * مجلس شورای اسلامی. (۱۳۸۸). قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، مصوب ۱۳۸۸/۰۹/۲۵، مجلس شورای اسلامی.
- * مجلس شورای اسلامی. (۱۳۸۴). قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۲، مجلس شورای اسلامی.
- * مورفی، جان. (۱۳۸۸). تحلیل تکنیکال در بازار سرمایه. (ترجمه: فراهانی‌فرد، کامیار). قاسمیان لنگرودی، رضا. تهران: انتشارات چالش.
- * هاشمی، سید عباس. حق شناس، اصغر و ولیا بید گلی، محمد. (۱۳۸۶). "بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس منطقه ای اصفهان در زمینه پیش بینی بازار و انتخاب سهام". مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، سال نوزدهم شماره ۴۴.
- * Allen, H. & Taylor, P. (1989). Chart analysis and the foreign exchange market. Bank of England Bulletin. November, pp547-51.
- * Carter, R. B. & Van Auken H. E. (1990). Security analysis and portfolio management: a survey and analysis. Journal of Portfolio Management. 16, pp81-85.
- * Fredman, Albert J. & Russ Wiles (1998), How Mutual Funds Work, Englewood Cliffs. New York Institute of Finance, 1998
- * Marshall, B. R. & Cahan, R. H. (2005). Is technical profitable on a stock market which has characteristics that suggest it may be inefficient. Research in International Business and Finance. 19(3), 384-398.
- * Murphy, J. J. (1999). Technical Analysis Of The Financial Markets. Published by NYIF, 2nd Edition, 1999.
- * Namazi, M. (1985). A critical review of efficient market hypothesis. Akron Business and Economic Review. Vol 19, No 4.

- * Wong, M. C. & Cheung, Y.(1999).The practice of investment management in Hong Kong: market forecasting and stock selection. Omega, August, p451.
- * www.fpiran.com
- * www.seo.ir
- * www.irbourse.com

یادداشت‌ها

- ۱- ارزش بازار همان ارزش خالص داراییها است.
- ۲- دارایی به هر نوع دارایی مالی اطلاق می‌شود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجاز به سرمایه‌گذاری در آن باشند.
- ۳- منظور از دارایی مناسب همان دارایی خوب است و دارایی خوب دارایی است که بازدهی مناسب داشته باشد، در معرض فساد و از بین رفتن نباشد، و قابلیت نقد شوندگی آن بالا باشد (اسلامی بیگلری، ۱۳۸۹).
- ۴- زمان مناسب برای خرید زمانی است که قیمت در کمینه و برای فروش زمانی است که قیمت در بیشینه باشد.
- ۵- بند ۲۰ ماده یک، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۲، مجلس شورای اسلامی.
- ۶- ماده ۱۴۳ مکرر، ماده ۷ و ماده ۲، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، مصوب ۱۳۸۸/۰۹/۲۵، مجلس شورای اسلامی.
- ۷- ارزش خالص دارایی‌ها (Net Asset Value)
- ۸- Fredman, Albert J. & Russ Wiles.
- ۹- Van Auken & Carter.
- ۱۰- Wong & Cheung
- ۱۱- جهت مطالعه بیشتر می‌توان به کتب "Technical Analysis Of The Financial Markets" و "مبانی تحلیل تکنیکی در بازار سرمایه" مراجعه کرد.
- ۱۲- Oscillator
- ۱۳- Intrinsic Value
- ۱۴- Economy Analysis
- ۱۵- Industry Analysis
- ۱۶- Company Analysis
- ۱۷- جهت مطالعه مفروضات نظریه مدرن پرتفولیو، می‌توان به کتاب "اصول و فنون تشکیل سبد سهام: آشنایی با بورس تهران و آموزش عملی تئوری مدرن سرمایه‌گذاری به روش ساده" مراجعه نمود.
- ۱۸- از این پس در این پژوهش هر جا از عبارت مدیر استفاده شد منظور مدیر سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، است.
- ۱۹- این ۳۷ مدیر سرمایه‌گذاری بعضاً از یک تا پنج صندوق را مدیریت می‌کنند. همچنین از این ۷۹ صندوق بعضاً دارای یک تا پنج مدیر سرمایه‌گذاری می‌باشند (قانونی در رابطه با این موضوع مشاهده نگردید)، البته این ۳۷ مدیر، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را شامل می‌شوند.
- ۲۰- مثال: بر اساس یافته‌های پیوست ۳ که از جامعه آماری مورد نظر بدست آمده، مقدار میانگین در سؤال اول برابر ۲ است که از میانگین طیف لیکرت (۳) کمتر است و قادر به تامین اهداف می‌باشد و مقدار آماره Z مشاهده شده (۰/۱۷۱۵-) از مقدار بحرانی پیوست در سطح ۵٪ کمتر است بنابراین نمی‌توانیم فرضیه H0 را رد کنیم.