

The Investigation of the Relationship between Managers` Risk Aversion and Financial Institutions` Performance in Market (Case Study: Mutual Funds)

Hasan Ghalibaf Asl¹
Nazila Pourdadaash Mehrabani²
Leila Dehghan nayeri³

Abstract

Different types of financial institutions play an important role in financial intermediation and help to solve market deficiencies problems. Mutual funds are kinds of financial institutions that allocate investor's funds in different financial portfolios such as securities. In this mechanism profit or loss of investment divides between investors based on their portion of portfolios. Regarding to the importance of mutual funds for risk averse and non-professional persons, mutual funds manager's performance is very important. Regardless of all external factors that affect managers` performance, personal characteristics have significant effects on manager's decisions and performance. Therefore, this research investigates the relationship between Investment managers` risk aversion and the performance of financial institutions (specially mutual funds). In order to calculate the fund's performance, 4 indicators including return, portfolio risk, trading activity ratio and portfolio diversity were evaluated. In order to data analysis, first determine the effective variables through four indicators by principal component analysis method and then estimate relative OLS model. The results of this research indicate that there is a reverse significant relationship between the managers` risk aversion and mutual fund performance.

Keywords: Behavioral Finance, Risk Aversion, Performance, Financial Institutions, Mutual funds

JEL: G11,G20.G32

-
1. Associate Prof., Faculty of Social and Economic Sciences, Alzahra university, Tehran, Iran (Corresponding Author). mehrabani_1368@yahoo.com
 2. MSc. In Business Management, Faculty of Social and Economic Sciences, Alzahra university, Tehran, Iran. nazila.mehrabani@yahoo.com
 3. MSc. In Business Management, Faculty of Social and Economic Sciences, Alzahra university, Tehran, Iran.

بررسی رابطه میان ریسک‌گریزی مدیران و عملکرد نهادهای مالی در بازار سرمایه (مطالعه موردی صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری)

حسن قالیباف اصل^۱، نازیلا پورداداش مهربانی^۲ و لیلا دهقان نیری^۳

چکیده

انواع متفاوت نهادهای مالی، نقش مهمی در واسطه‌گری مالی ایفا کرده و به حل مشکلات حاصل از کاستی‌های بازار کمک شایان توجهی می‌کنند. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری گونه‌ای از نهادهای مالی هستند که وجوه دریافتی از افراد را به مجموعه‌ای از اوراق بهادار تخصیص داده و هر فرد به نسبت سهم خود در مجموعه، از سود و یا ضررهای حاصل از این سرمایه‌گذاری سهم می‌برد. با توجه به اینکه این نوع صندوق‌ها ابزاری برای سرمایه‌گذاری افراد ریسک‌گریز و بدون تخصص هستند، بازدهی حاصل از نحوه عملکرد مدیران آن‌ها بسیار اهمیت می‌یابد. فارغ از تمام عوامل خارجی که بر این مقوله اثرگذار هستند، ویژگی‌های شخصیتی افراد نیز می‌تواند اثر قابل توجهی بر تصمیم‌گیری و عملکرد مدیران نهادهای مالی داشته باشد. از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به میزان ریسک‌گریزی مدیران اشاره نمود. در نتیجه این پژوهش با هدف بررسی رابطه میان ریسک‌گریزی مدیران و عملکرد نهادهای مالی در بازار سرمایه به صورت خاص صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری صورت گرفته است. برای محاسبه عملکرد صندوق‌ها، چهار شاخص: بازده، ریسک پرتفوی، نسبت فعالیت معاملاتی و تنوع پرتفوی بررسی شد و به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، ابتدا از طریق تحلیل مولفه‌های اصلی، متغیرهای موثر و بااهمیت در عملکرد، از میان چهار شاخص تعیین و به وسیله رگرسیون حداقل مربعات، مدل تخمین زده شد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که میان ریسک‌گریزی مدیران و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: مالی رفتاری، ریسک‌گریزی، عملکرد، نهادهای مالی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری

طبقه‌بندی موضوعی: G11, G20, G32

۱. دانشیار و عضو هیأت علمی دانشگاه الزهرا، (نویسنده مسئول)

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه الزهرا، پژوهشگر مرکز تحقیقات و مدیریت استراتژیک بانک ملت، Nazila.mehrabani@yahoo.com

۳. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه الزهرا، پژوهشگر مرکز تحقیقات و مدیریت استراتژیک بانک ملت

مقدمه

اگر بازارهای مالی کامل بودند، همه اطلاعات در مورد هر نوع اوراق بهادار که در بازارهای اولیه و ثانویه معامله می‌شوند (شامل صلاحیت اعتباری ناشر اوراق بهادار) به طور مداوم و آزادانه در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داده می‌شد. به علاوه تمامی اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاران علاقمند به خرید اوراق بهادار و همچنین سرمایه‌گذارانی که قصد فروش اوراق بهادار را دارند، آزادانه در دسترس قرار می‌گرفت. به علاوه اگر بتوان همه اوراق بهادار در معرض فروش را به اجزای کوچک‌تر طبق نظر سرمایه‌گذار تقسیم کرده و هزینه‌های معاملاتی را حذف نمود، دیگر نیازی به واسطه‌های مالی نخواهد بود. اما از آنجا که بازارها ناقص هستند و خریداران و فروشندگان اوراق بهادار، دسترسی کامل به اطلاعات ندارند و همیشه قادر به تقسیم اوراق بهادار به اندازه مورد نظر خود نمی‌باشند، نهادهای مالی نقش موثری در رفع این مشکل ایفا خواهند کرد (عباسی و آدوسی، ۱۳۸۸).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، یکی از نهادهای مالی می‌باشند که در سال‌های اخیر نقش به‌سزایی در بازار سرمایه ایفا کرده‌اند. آنها سرمایه‌گذاری افراد غیرحرفه‌ای را از حالت مستقیم به غیرمستقیم تبدیل کرده و مزایای بسیاری را برای بازار سرمایه و سرمایه‌گذار فراهم می‌کنند. از سوی دیگر، این امکان را پدید می‌آورند که از طریق تشکیل انواع سبدها با ترکیبات گوناگون از اوراق بهادار، بتوانند ذائقه و سلیقه بیشتر سرمایه‌گذاران را پوشش دهند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به امکانات و توانایی‌های خود تلاش می‌کنند سرمایه‌گذاری در بازار را جذاب‌تر و انتخاب‌های بیش‌تری با ریسک کم‌تر و بازده بالاتر برای سرمایه‌گذاران فراهم کنند (گروه نویسندگان، ۱۳۸۹).

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، از جمله ابزارهای مالی است که با بهره‌گیری از افراد متخصص و مجرب به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری پس‌اندازکنندگان کمک می‌کند. به عبارت دیگر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نهادی می‌باشند که وجوه سرمایه‌گذاران را گردآوری و سرمایه‌گذاری کرده و امکان مدیریت حرفه‌ای و متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری و از آن طریق کاهش ریسک را فراهم می‌کنند (عزیزی و شریف‌فر، ۱۳۹۳).

یکی از معیارهای مهم در ارزیابی عملکرد یک صندوق، نحوه تصمیم‌گیری مدیر سرمایه‌گذاری آن می‌باشد. به عبارت دیگر، باید توجه داشت که تصمیم‌گیری برای مدیران کاری دشوار است. زیرا آنها باید تمامی گزینه‌ها را ارزیابی کرده و این ریسک را بپذیرند که امکان دارد، در آینده با نتایج متفاوتی روبرو شوند. بسیاری از تصمیم‌های سلسله‌وار در جهان واقعی نظیر انتخاب سبد سهام، بودجه‌بندی و تامین مالی پروژه‌های جدید با ریسک همراه بوده و عواملی از قبیل شرایط اقتصادی،

اجتماعی و ویژگی‌های شخصیتی مدیر بر آن تاثیر می‌گذارد. برای مثال ویژگی ریسک‌گریزی ممکن است ما را به این سمت سوق دهد که بسیاری از فرصت‌های سودآور را کنار زنییم و حاضر به قبول ریسک آن نشویم. به عبارت دیگر افراد ریسک‌گریز، استراتژی محافظه‌کارانه‌ای دارند و ترجیح می‌دهند که یک بازده مطمئن بدست آورند و وقتی موضوع شانس و اقبال مطرح باشد؛ در آن شرکت نخواهند کرد. از آنجا که فعالیت افراد در بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه به میزان ریسک‌گریزی و یا به عبارت دیگر میزان ریسک‌پذیری آن‌ها وابسته است و با توجه به اینکه در ادبیات تئوریک، میزان بازده حاصل از سرمایه‌گذاری با ریسک قابل قبول سرمایه‌گذاران در ارتباط است، در این پژوهش، رابطه میان ریسک‌گریزی به عنوان یکی از عوامل موثر بر عملکرد بررسی شده است. بر همین اساس فرضیه این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

✓ میان ریسک‌گریزی مدیران صندوق و عملکرد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نهادهای مالی در تسهیل جریان پول از واحدهای دارای مازاد وجوه نقد به واحدهای دارای کسری وجوه نقد نقش مهمی ایفا می‌کنند. هم‌چنین نهادهای مالی شامل نهادهای سپرده‌پذیر و غیر سپرده‌پذیر می‌شود.

نهادهای سپرده‌پذیر نوعی واسطه مالی هم هستند که سپرده‌ها را از واحدهای دارای مازاد دریافت نموده و از طریق وام و خرید سهام به واحدهای دارای کسری وجوه نقد اعتبار می‌دهد. این نهادها شامل بانک‌های تجاری و نهادهای پس‌انداز می‌شوند.

نهادهای غیرسپرده‌پذیر وجوه را از منابعی غیر از حساب‌های سپرده تامین کرده و شامل شرکت‌های تامین سرمایه، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت‌های اوراق بهادار، شرکت‌های بیمه و غیره می‌شوند (عباسی و آدوسی، ۱۳۸۸).

در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (ماده ۱ بند ۲۰)، صندوق سرمایه‌گذاری به شرح زیر تعریف شده است:

«نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن، به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریکند» (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی، مصوب آذر ماه ۱۳۸۴).

همچنین در ماده ۱ بنده قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید (مصوب ۱۳۸۸ مجلس شورای اسلامی) در تعریف صندوق سرمایه گذاری آمده است:

«صندوق سرمایه گذاری، نهادی مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه گذاری می کند» (قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مصوب ۱۳۸۸).

• ریسک

ریسک جزء لاینفک زندگی انسانها و سازمانهاست. همه موقعیت‌های تصمیم‌گیری با یک نوع یا طیف متنوعی از ریسک‌ها روبرو می‌باشد. از دیدگاه مالی، کسب بازده، پذیرش ریسک را توجیه کرده اما این موضوع، شرایط و مسائل مهم و دقیقی را به همراه می‌آورد (رستمی و نیک‌نیا، ۱۳۹۲).

زیان بالقوه قابل اندازه‌گیری از دست دادن یک ارزش (برای مثال دارایی مالی، سلامت جسمی و غیره) را ریسک می‌نامند که این عدم قطعیت، قابل پیش‌بینی، کنترل و محاسبه نمی‌باشد (آنتون و گزالس، ۲۰۱۵).

نیکلز (۱۹۹۹) مفهوم ریسک را از ابعاد مختلف مدنظر قرار داده است و آن را از نظر مفهومی به دو دسته تقسیم می‌کند. وی معتقد است واژه ریسک به احتمال ضرر، درج ضرر و میزان احتمال ضرر اشاره دارد.

لازم به ذکر است هر نوع سرمایه‌گذاری با نااطمینان‌هایی مواجه می‌باشد که بازده سرمایه‌گذاری را در آینده مخاطره‌آمیز می‌سازد. به عبارت دیگر، در موقعیت‌های ریسک، گرایش به ریسک^۱ به معنای گرایش کلی افراد نسبت به پذیرش یا اجتناب از آن در تصمیم‌هایی است که به نتایج نامعلوم و همراه با عدم اطمینان می‌انجامد (برند و روهرمن، ۲۰۰۵).

• ریسک‌گزینی

اقتصاددانان واژه مطلوبیت را برای تعیین لذت نسبی یا رضایت خاطری به کار می‌برند که افراد از فعالیت‌های مختلف اقتصادی مانند کسب درآمد، مصرف نمودن و یا سرمایه‌گذاری کسب می‌نمایند. فعالیت‌های رضایت‌بخش، مطلوبیت مثبت و فعالیت‌های نامطلوب، مطلوبیت منفی را ایجاد می‌کنند. از آنجایی که ترجیح‌های افراد متفاوت است. این امکان وجود دارد که از یک فعالیت

ویژه، مطلوبیت بیشتری نسبت به شخص دیگر کسب شود (با فرض اینکه افراد عقلایی رفتار می‌نمایند). افراد منافعشان (همانند پول و زمان) را طوری صرف می‌نمایند که بیشترین مطلوبیت حاصل شود (مارکوس و بادی، ۲۰۰۹).

طبق تئوری مطلوبیت، یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز ترجیح می‌دهد یک بازده مطمئن به دست آورد. براساس فرمول مطلوبیت $(U = E(r) - 1/2A\sigma^2)$ ، $A=0$ بی‌تفاوت به ریسک، $A > b$ ریسک‌گریز و $A < 0$ ریسک‌پذیر است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶، ص ۴).

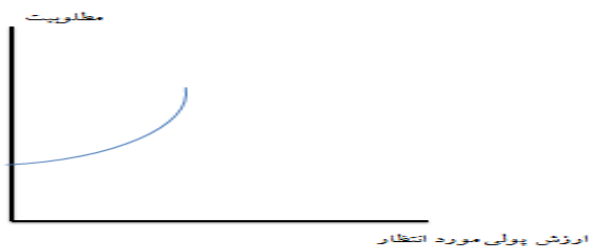
افراد با توجه به خصوصیات، شرایط و موقعیت خود به حالت‌های گوناگون رفتار می‌کنند. بنابراین پذیرش ریسک و شکل منحنی مطلوبیت به شرح زیر می‌باشد:

افراد ریسک‌گریز: مطلوبیت نهایی افراد ریسک‌گریز با افزایش ثروتشان کاهش می‌یابد. بنابراین هر فردی که منحنی مطلوبیت ثروت او مقعر باشد؛ ریسک‌گریز است (نمودار ۱). یک شخص ریسک‌گریز ترجیح می‌دهد که یک بازده مطمئن به دست آورد. بنابراین در صورت وجود شانس و اقبال، وارد سرمایه‌گذاری نمی‌شود. همانطور که بیان شد، ریسک‌گریزی یک مفهوم اقتصادی و مالی مبتنی بر رفتار مشتریان و سرمایه‌گذاران، در مواجهه با شرایط عدم اطمینان تشریح می‌شود. به عبارت دیگر، یک فرد ریسک‌گریز تمایلی به دریافت سود در برابر پذیرش شرایط محتمل را ندارد (بنچیمیل، ۲۰۱۲). لازم به ذکر است که استراتژی تصمیم‌گیری این افراد محافظه‌کارانه می‌باشد.



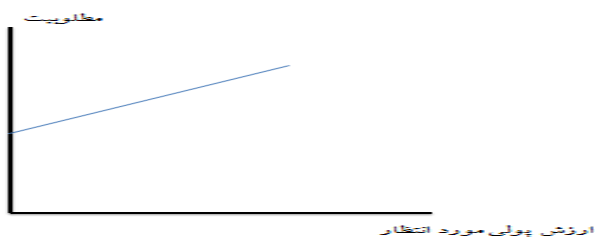
نمودار ۱: تابع مطلوبیت افراد ریسک‌گریز

افراد ریسک‌پذیر^۱: کسانی هستند که تابع مطلوبیت ثروت آن‌ها به صورت محدب بوده و استراتژی تصمیم‌گیری آنها جسورانه است. در نتیجه برای این اشخاص مطلوبیت نهایی با افزایش ثروت افزایش می‌یابد به عبارت دیگر در این حالت خواهان پذیرش ریسک هستند (یعنی تمایل به آزمون شانس خود دارند). تابع مطلوبیت ثروت افراد ریسک‌پذیر در نمودار ۲ نشان داده شده است.



نمودار ۲: تابع مطلوبیت افراد ریسک‌پذیر

افراد خنثی نسبت به ریسک^۲: سومین گروه، افرادی هستند که به اصطلاح ریسک خنثی می‌باشند. این افراد ارزش پولی را مقدار ارزش اسمی آن می‌دانند و تابع مطلوبیت به صورت یک خط مستقیم دارند (نمودار ۳). رفتار ریسک خنثی اغلب در افرادی دیده می‌شود که بیش از حد ثروتمند هستند (تهرانی، ۱۳۸۹، صص ۳۴۰-۳۴۲).



نمودار ۳: تابع مطلوبیت افراد خنثی به ریسک

-
1. Risk taking
 2. Risk Natural

در ادامه به تشریح پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه ریسک‌گریزی و عملکرد خواهیم پرداخت:

جدول ۱: پیشینه پژوهش

سال	نام پژوهشگران	خلاصه نتایج پژوهش
۱۹۸۲	کانمن	بررسی تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی. در پژوهش‌های خود تأثیر متغیرهای جمعیتی بر سرمایه‌گذاری و فرآیند ترکیب پرتفوی را مورد بررسی قرار داد.
۱۹۸۷	بارنیول	رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار می‌توان براساس خصوصیات سبک زندگی، میزان ریسک‌گریزی و شغل فرد پیش‌بینی کرد.
۱۹۹۲	لبرون، فارلی و گلا	درجه ریسک‌گریزی افراد تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد.
۱۹۹۶	سوالم	چگونگی عکس‌العمل ۳۲ مدیر اجرایی را در موقعیت‌های ریسکی براساس «تئوری مطلوبیت» مورد بررسی قرار داد.
۲۰۰۰	پاتیلو و سادریام	تأثیر ریسک‌گریزی مدیران شرکت‌های تولیدی آفریقایی فعال در چهار صنعت بر عملکرد و نبودن سودآوری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند.
۲۰۰۰	جوزف چن و دیگران	براساس شواهد بدست آمده، حجم سرمایه بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و مهم‌ترین دلیل آن نقدشوندگی است. این مورد در صندوق‌هایی صدق می‌کند که بر روی سهام‌های کوچک و با نقدشوندگی بیش‌تر سرمایه‌گذاری می‌کنند.
۲۰۰۱	هری و گراهام	ریسک‌گریزی در میان مدیران مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت و به این نتیجه رسیدند که مدیران صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری‌های پرریزه را کم ریسک ارزیابی می‌کنند.
۲۰۰۴	چرمن	ارتباط معناداری میان ریسک‌گریزی (که بر مبنای روش اندازه‌گیری جدیدی بدست آمده است) با پرسش‌های SCF (بررسی مالی مصرف‌کننده) وجود دارد. این پرسش‌های SCF بر مبنای پاسخ ۱۵۲ نفر از دانشجویان است.
۲۰۰۴	دینگ و ورمز	تأثیر ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکایی بر عملکرد آنها مورد بررسی قرار گرفت و به این نتیجه رسیدند که میان ریسک‌پذیری و سایر متغیرها و عوامل موثر بر آن (از جمله تجربه کاری) و عملکرد شرکت‌ها همبستگی قوی وجود دارد.
۲۰۰۶	توماس فلاوین	تأثیر ریسک‌گریزی بر مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایرلند مورد بررسی قرار گرفت. مدیرانی که ریسک‌گریزترند ضریبشان میان ۱/۶۹ و ۲/۴۲ است و آنهایی که پارامتر ریسک‌گریزی متعادلی دارند میان ۳/۲۴ و ۳/۶۹ است.

سال	نام پژوهشگران	خلاصه نتایج پژوهش
۲۰۰۹	دیوید هافمن و توماس دومن	رابطه میان ریسک‌گریزی و توانایی‌های شناختی بررسی شد. هرچه توانایی‌های شناختی پایین‌تر باشد، ریسک‌گریزی بالاتر خواهد بود.
۲۰۱۰	اسکات لیو	تأثیر ریسک‌گریزی بر بهینه‌سازی بررسی گشت. با کاهش مطلوبیت، بازده و ریسک پرتفوی بهینه، ریسک‌گریزی فرد افزایش می‌یابد و در واقع فرد ریسک‌گریزتر است و درجه ریسک‌گریزی فرد بر پرتفوی بهینه آن اثر دارد.
۲۰۱۱	لوئیجی جیوسو	تأثیر زمان بر ریسک‌گریزی مورد بررسی قرار گرفت. آنها نمونه زیادی از مشتریان یک بانک ایتالیایی را در نظر گرفتند و تغییرات ممکن بر روی ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بعد بحران مالی سال ۲۰۰۸ را بررسی کردند. آنها دریافتند که این تغییرات بر انتخاب پرتفوی هم تأثیرگذار است.
۲۰۱۳	سنجایا	این پژوهش، منابع موثر بر ریسک‌گریزی در اندونزی با استفاده از داده‌های خرد را مورد بررسی قرار داده است. نتایج حاکی از آن است که میزان پذیرش ریسک تصادفی نبوده و از شوک‌ها و تغییرات اقتصادی تأثیر می‌پذیرد. به عبارت دیگر درکنار ویژگی‌های فردی و عوامل دموگرافیک (که قابل کنترل می‌باشند)، شرایط اقتصادی حاکم نقش موثری در پذیرش ریسک ایفا می‌کند.
۲۰۱۳	هیبرت و دیگران	این پژوهش، تأثیر تفاوت‌های جنسیتی بر ریسک‌گریزی مالی استادان امور مالی دانشگاه‌های ایالات متحده آمریکا را مورد بررسی قرار داده است. نتایج حاصل نشان داد که زنان و مردان با سطح بالایی از دانش مالی، ریسک بیش‌تری را پذیرا بوده و تمایل دارند بر روی دارایی‌های ریسکی سرمایه‌گذاری کنند.
۱۳۸۲	مستحسن و باقری	صندوق‌های مالی توسعه تکنولوژی در ایران از دیدگاه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مورد بررسی تحلیلی قرار گرفت. عملکرد کنونی این صندوق‌ها در بلندمدت نمی‌تواند آنگونه که باید و شاید به ارتقاء و توسعه تکنولوژی بیانجامد.
۱۳۸۴	هیوا آسایی	تأثیر میزان ریسک‌پذیری مدیران عامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. میان میزان ریسک‌پذیری مدیران و بازده مجموع دارایی‌ها در موقعیت‌های ریسکی همراه با سود با ضریب همبستگی ۰/۲۸۳ در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

سال	نام پژوهشگران	خلاصه نتایج پژوهش
۱۳۸۹	مریم خلیلی و محمد قربانی	تأثیر ویژگی‌های شخصیتی در ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. بین ریسک‌گریزی و ویژگی برونگرایی رابطه معناداری وجود دارد و میان ویژگی‌های شخصیتی وظیفه شناسی، گشودگی نسبت به تجربه، روان آزوده‌گرایی، موافق بودن و ریسک‌گریزی رابطه معناداری وجود ندارد.
۱۳۸۹	زهرا پور زمانی، روحی و صفری	تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران مورد بررسی قرار گرفت. با هدف بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پژوهشی انجام داده‌اند و به این نتیجه رسیدند که میان نوسانات بازده صندوق تا دوره قبل، بازده دوره گذشته صندوق، سن صندوق، نرخ گردش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق تا دوره قبل و بازده کسب شده توسط صندوق همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین شواهد حاکی از آن است که میان دارایی‌های تحت مدیریت صندوق در دوره قبل، هزینه های صندوق، نرخ رشد پول جدید نسبت به دوره قبل و بازدهی صندوق تفاوتی معناداری وجود دارد.
۱۳۹۱	رامین جباری	ارزیابی عملکرد و انتخاب پرتفوی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام مدلی تلفیقی نشان دادند که این مدل دو فاز فرآیند مدیریت پرتفوی الف- ارزیابی و انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ب- تشکیل پرتفویی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را با هم ترکیب کرد. هدف از این پژوهش، تعیین مدل مناسب تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران بوده است.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از حیث ماهیت روش پژوهش، توصیفی و پیمایشی می‌باشد. برای آگاهی از پیشینه پژوهش و کسب اطلاعات لازم برای تدوین مبانی نظری، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. ابتدا با مراجعه به سایت‌ها و پایگاه‌های اطلاعاتی، کتاب‌ها، مجله‌ها، مقاله‌های علمی و پایان‌نامه‌ها مطالب کلی مرتبط با موضوع پژوهش تهیه شد و سپس با فیش‌برداری، نقد، بررسی، ترجمه، گزینش مطالب مناسب‌تر و دسته‌بندی آنها، ادبیات پژوهش شکل گرفته و تدوین شد. در گام بعد، متغیرهای مستقل و وابسته تشریح و جامعه و نمونه آماری تعیین شد.

۱. متغیر مستقل: ریسک‌گریزی مدیران سرمایه‌گذاری

به منظور بررسی ریسک‌گریزی مدیران سرمایه‌گذاری، پرسش‌نامه‌ای طراحی شد که شامل ۲ بخش می‌باشد (الف) اطلاعات عمومی فرد نظیر سن، جنسیت، سطح تحصیلات، تجربه مدیریتی و درآمد (ب) اطلاعات تخصصی که میزان ریسک‌گریزی فرد را می‌سنجد (مشمول بر ۱۲ پرسش می‌باشد - پس از محاسبه پایایی). لازم به ذکر است گزینه ریسک‌گریزی و ریسک‌پذیری مطلق، به ترتیب امتیاز ۵ و ۱ را کسب خواهد کرد. در این پژوهش رویایی و پایایی پرسش‌نامه، به ترتیب از طریق ارائه به خبرگان، دریافت نظرات آنها و ضریب آلفای کرونباخ تایید شده است (جدول ۲).

جدول ۲. پایایی

تعداد	مقدار آلفای کرونباخ
۱۲	۰/۷۳۷

۲. متغیر وابسته: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

برای محاسبه عملکرد صندوق‌ها، چهار شاخص بازده، ریسک پرتفوی، نسبت فعالیت معاملاتی و تنوع پرتفوی بررسی شد که در ادامه، نحوه محاسبه آن تشریح خواهد شد. لازم به ذکر است، منظور از عملکرد در این پژوهش، چهار شاخص مذکور می‌باشد.

• بازده

بازده برای توصیف نرخ افزایش و یا کاهش سرمایه‌گذاری در طول دوره نگهداری دارای به کار می‌رود. برای بدست آوردن بازده صندوق‌ها، لازم است ابتدا قیمت ابطال آخرین روز ماه اسفند سال مورد نظر را منهای قیمت ابطال نخستین روز سال کرده و در نهایت، تقسیم بر قیمت ابطال نخستین روز کنیم (فرمول ۱).

$$\text{بازده صندوق } i = \frac{\text{قیمت ابطال} - \text{قیمت ابطال (خالص ارزش روز)}}{30 \times \text{قیمت ابطال}}$$

فرمول ۱: روش محاسبه بازده صندوق

لازم به ذکر است، بازده‌ها به صورت سالانه حساب خواهد شد. در نتیجه با توجه به تعداد سال‌های فعالیت هر صندوق در هر سال تنها یک بازده به صورت سالانه برآورد می‌شود. در نهایت از بازده‌های سالانه بدست آمده، میانگین گرفته و به این صورت بازده هر صندوق بدست می‌آید.

• ریسک پرتفوی (انحراف معیار)

ریسک به معنای میزان اختلاف بازده واقعی یک سرمایه گذاری با بازده مورد نظر آن است. ریسک صندوق براساس فرمول زیر بدست می آید (فرمول ۲).

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$$

فرمول ۲: روش محاسبه ریسک پرتفوی

• نسبت فعالیت معاملاتی

نسبت فعالیت معاملاتی صندوق حاصل تقسیم حجم معاملات صندوق بر میانگین سرمایه صندوق می باشد (فرمول ۳).

$$\text{نسبت گردش} = \frac{\text{حجم مبادلات}}{\text{میانگین سرمایه}}$$

فرمول ۳: نسبت فعالیت معاملاتی

• تنوع پرتفوی

متنوع سازی یکی از تکنیک های مدیریت ریسک است که انواع گوناگونی از سرمایه گذاری ها را با هم ترکیب می کند تا اثر تغییرات هر یک از اوراق بهادار منفرد بر کل مجموعه پرتفوی یا سبد سهام را کاهش دهد. در پژوهش حاضر برای محاسبه ضریب تنوع پرتفوی از «نسبت تنوع مارکوویتز»^۱ استفاده شده است که نحوه محاسبه آن به شرح زیر است (فرمول ۴):

$$\text{ضریب تنوع پرتفوی} = \frac{1}{N} + \frac{N-1}{N} \times \frac{\overline{\text{COR}}[R_I, R_J]}{\overline{\text{VAR}}[R_J]}$$

فرمول ۴: روش محاسبه ضریب تنوع پرتفوی

N نشان دهنده تعداد سهم‌های موجود در پرتفوی است. در واقع نسبت تنوع، نسبت میانگین کوواریانس دارایی‌ها به میانگین واریانس دارایی‌ها به صورت تابعی از تعداد دارایی‌های موجود در پرتفوی می‌باشد. فرض بر این است که دارایی‌های موجود در پرتفوی وزن برابر دارند. مطابق این فرمول هنگامی که تعداد دارایی‌ها بیشتر می‌شود، این شاخص برابر با میانگین ضریب همبستگی دارایی‌ها می‌شود. اگر این ضریب همبستگی برابر با صفر باشد، تمام ریسک صندوق از طریق نگهداری یک پرتفوی متشکل از تعداد زیادی دارایی از بین می‌رود. اما هنگامی که میانگین ضریب همبستگی بالا باشد، حتی تعداد بسیار زیاد دارایی هم نمی‌تواند تنوع پرتفوی را افزایش داده و در نتیجه ریسک صندوق را از بین ببرد.

۳. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش، شامل مدیران سرمایه‌گذاری کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که با توجه به نوع سرمایه‌گذاری به شرح زیر می‌باشد:

- صندوق سرمایه‌گذاری در سهام
- صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت
- صندوق سرمایه‌گذاری مختلط

نمونه‌گیری‌ای که در این پژوهش استفاده می‌شود، نمونه‌گیری قضاوتی و به این مفهوم است که انتخاب افراد نمونه براساس اطلاعات مورد نیاز می‌باشد (سکاران، ۱۳۹۰). نمونه آماری این پژوهش در سه مرحله به شرح زیر انتخاب شده است:

- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در سهام
- گذشتن حداقل ۲ سال از فعالیت صندوق
- حضور مدیر سرمایه‌گذاری حداقل به میزان ۱ سال در صندوق‌های منتخب (لازم به ذکر است در مرحله آخر نمونه منتخب ۳۷ صندوق می‌باشد). دوره مورد بررسی (داده‌ها) میان سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۱ می‌باشد.

تحلیل داده‌ها

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، ابتدا از طریق تحلیل مولفه‌های اصلی، متغیرهای موثر و بااهمیت در عملکرد از میان چهار شاخص تعیین و به وسیله رگرسیون حداقل مربعات، مدل تخمین زده شد.

لازم به ذکر است همه داده‌های جمع‌آوری شده ابتدا با نرم‌افزار Excel در قالب فایل‌های اطلاعاتی خلاصه و طبقه‌بندی شد. سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews 6، آزمون‌های مورد نیاز تخمین زده شد.

• **توصیف داده‌ها**

در جدول ۲، ویژگی‌های آماری داده‌های مورد استفاده برای هر یک از متغیرها شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی نشان داده شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
ریسک‌گریزی	۳۷	۲/۶۷۳۴	۲/۵۰۰	۰/۷۲۰	۰/۴۳۴	-۰/۵۸۹	۱/۵۰	۴/۱۷
ریسک پرتفوی	۳۷	۰/۰۵۵۴	۰/۰۵۸۴	۰/۰۱۷	-۰/۹۵۵	۱/۳۱۳	۰/۰۰۸۴	۰/۰۸۵۱
بازده	۳۷	۰/۳۷۸۸	۰/۳۱۶۱	۰/۲۱۳۸	۱/۵۲۲	۲/۷۸۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۳۲۲
نسبت تنوع پرتفوی	۳۷	۰/۱۲۲۹	۰/۱۱۴۳	۰/۰۴۱۶۱	۰/۴۵۷	-۰/۳۴۴	۰/۰۵۴۷	۰/۲۱۷۷
نسبت فعالیت معاملاتی	۳۷	۱۳/۸۳۷۳	۱۱/۴۰۴۰	۱۰/۹۴۷۹	۱/۷۲۷	۳/۳۴۹	۰/۶۳۲۵	۴۸/۱۹۲۵

منبع: یافته‌های پژوهش

• **آزمون نرمال بودن**

گرچه نرمال بودن متغیرها با توجه به قضیه حد مرکزی قابل توجیه است (مطابق این قضیه توزیع داده‌ها هرچه که باشد توزیع میانگین آن‌ها در نمونه‌های بزرگتر از ۳۰ به توزیع نرمال میل می‌کند)، اما در ادامه با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف نرمال بودن داده‌ها بررسی شده است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود.

$$\begin{cases} H_0: \text{داده‌ها از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.} \\ H_1: \text{داده‌ها از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند.} \end{cases}$$

جدول ۳: آزمون نرمالیتی

بعد از نرمال شدن		کولموگروف اسمیرنوف		تعداد	متغیرها
احتمال	آماری	احتمال	آماری		
۰/۱۶۴	۰/۱۲۴	۰/۱۶۴	۰/۱۲۴	۳۷	ریسک‌گریزی
۰/۲	۰/۰۹۷	۰/۲	۰/۰۹۷	۳۷	ریسک پرتفوی
۰/۳۳	۰/۹۴۲	۰/۰۰	۰/۲۰۶	۳۷	بازده
۰/۲	۰/۱۱۴	۰/۲	۰/۱۱۴	۳۷	نسبت تنوع پرتفوی
۰/۳۹	۰/۹۱۷	۰/۰۰	۰/۲۱۷	۳۷	نسبت فعالیت معاملاتی

منبع: یافته‌های پژوهش

مقادیر احتمال معناداری برای متغیرهای مختلف در جدول بالا داده شده‌اند. برای ریسک‌گریزی برابر با ۰/۱۶۴، ریسک برابر با ۰/۲، بازده برابر با ۰/۰۰، تنوع پرتفوی ۰/۲ و نسبت فعالیت معاملاتی ۰/۰ است. همانطور که قابل دیدن می‌باشد، دو متغیر بازده و نسبت فعالیت معاملاتی صندوق نرمال نبوده و نیاز است که از طریق لگاریتمی نرمال شود. در نتیجه از طریق روش مطرح شده این دو متغیر نرمال شده که در قسمت دوم جدول داده شده است. اما دیگر متغیرها به دلیل آنکه احتمال آن‌ها بیشتر از ۰/۰۵ است، نرمال می‌باشد.

• آزمون فرضیه: تحلیل مولفه‌ای اصلی

میان ریسک‌گریزی مدیران صندوق و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد.

میان ریسک‌گریزی مدیران سرمایه‌گذاری و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود ندارد. H_0

میان ریسک‌گریزی مدیران سرمایه‌گذاری و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد. H_1

نتایج حاصله نشان می‌دهد که به دلیل بیشتر از ۱ بودن، مقادیر ویژه مولفه‌های نسخه ۱ و دوم، ترکیب دو مولفه به عنوان متغیر وابسته نهایی انتخاب می‌شود. به این معنا که این ترکیب خطی در مجموع $1/41 + 1/47$ تقسیم به ۴ یعنی ۷۲ درصد از تغییرات چهار متغیر را در خود دارا می‌باشند (به این مفهوم که در نمونه‌های مورد بررسی متغیرهای ریسک پرتفوی و نسبت فعالیت معاملاتی بیش‌ترین اثر و اهمیت را در عملکرد داشته‌اند).

جدول ۴: تحلیل مؤلفه‌های اصلی

تحلیل مؤلفه‌های اصلی					
تعداد	ارزش	تفاوت	نسبت	ارزش	نسبت
۱	۱/۴۷۱	۰/۰۵۶	۰/۳۶۷	۱/۴۷۱	۰/۳۶۷
۲	۱/۴۱۴	۰/۶۴۶	۰/۳۵۳	۲/۸۸۶	۰/۷۲۱
۳	۰/۷۶۸	۰/۴۲۲	۰/۱۹۲	۳/۶۵۴	۰/۹۱۳
۴	۰/۳۴۵	-	۰/۰۸۶۳	۴/۰۰۰	۱/۰۰۰

متغیر	PC1	PC2	PC3	PC4
ریسک پرتفوی	۰/۶۵۳	۰/۳۷۷	۰/۲۲۱	-۰/۶۱۷
نسبت فعالیت معاملاتی	۰/۰۸۴	۰/۷۷۲	۰/۱۴۱	۰/۶۱۳
بازده	۰/۴۵۸	-۰/۴۸۸	۰/۶۱۸	۰/۴۰۹
تنوع پرتفوی	-۰/۵۹۵	۰/۱۴۷	۰/۷۴۰	-۰/۲۷۴

منبع: یافته‌های پژوهش

• آزمون فرضیه: برازش مدل

بر اساس موارد مطرح شده در قسمت قبل، می‌توان متغیر وابسته را ترکیب و دو مولفه نخست و دوم در نظر گرفت. پس با توجه به این نکته، مدل به شرح زیر نوشته می‌شود.

$$(0.65 Y_1 + 0.08 Y_2 + 0.46 Y_3 - 0.596 Y_4) + (0.38 Y_1 + 0.77 Y_2 - 0.49 Y_3 + 0.15 Y_4) = C(1) + C(2)X$$

جدول ۵: برازش مدل

متغیر وابسته:

ریسک پرتفوی $+0/08$ * نسبت فعالیت معاملاتی $+0/46$ * بازده $-0/596$ * (تنوع پرتفوی) $+0/38$ *
ریسک $+0/87$ * نسبت فعالیت معاملاتی $-0/49$ * بازده $+0/15$ * (تنوع پرتفوی)

روش: حداقل مربعات
تعداد نمونه: ۳۷

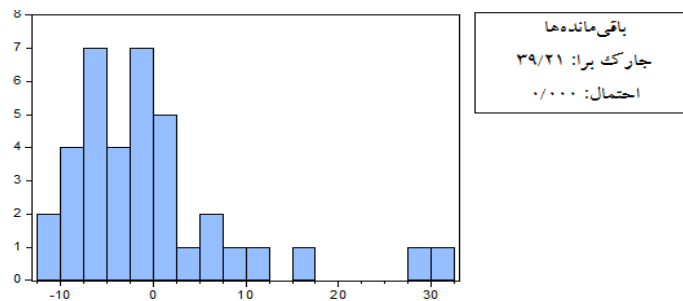
ریسک پرتفوی $+0/08$ * نسبت فعالیت معاملاتی $+0/46$ * بازده $-0/596$ * (تنوع پرتفوی) $+0/38$ *
ریسک $+0/87$ * نسبت فعالیت معاملاتی $-0/49$ * بازده $+0/15$ * (تنوع پرتفوی) $+C(2)$ * $1(=C)$ * ریسک‌گریزی

احتمال	آماره T	Std. Error	عامل مشترک	
۰/۰۰۸	۲/۸۰	۵/۹۸	۱۶/۸۱	C(1)
۰/۳۸۷	-۰/۸۷	۲/۱۶	-۱/۸۹	C(2)

ضریب تعیین: ۰/۰۲

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره F برابر با ۰/۳۸۷ است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل بی‌معناست. مقدار ضریب تعیین نیز مقدار ناچیز ۰/۰۲ می‌باشد. همچنین مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۹۰ بوده که حاکی از عدم خودهمبستگی پسماندهاست. همچنین توزیع نرمال باقی‌مانده‌های مدل، چوله به راست بوده و مقدار احتمال آزمون جارک برا (این آزمون به منظور نرمال کردن باقی‌مانده‌ها استفاده می‌شود) برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که نشان دهنده غیرنرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. بنابراین به منظور رفع این مساله از تبدیل لگاریتمی متغیر وابسته استفاده می‌شود که در ادامه به آن خواهیم پرداخت.



نمودار ۴: توزیع چوله به راست باقی‌مانده‌های مدل

جدول ۶: آزمون برونش پاکان گادفری (آزمون بررسی ناهمسانی واریانس)

آزمون برونش پاکان گادفری (آزمون بررسی ناهمسانی واریانس)				
احتمال: ۰/۵۶				
متغیرها	عامل مشترک	Std.Error	آماره T	احتمال
C	۱۱/۶۰	۱۲۶/۳۲	۰/۰۹	۰/۹۲
X	۲۶/۵۵	۴۵/۶۷	۰/۵۸	۰/۵۶

ضریب تعیین: ۰/۰۰
دوربین واتسون: ۲/۱۲
منبع: یافته‌های پژوهش

برآزش مدل بر روی تبدیل لگاریتمی متغیر وابسته

به منظور رفع مشکل پیش آمده، در این مرحله مدل را با تبدیل لگاریتمی بر روی متغیر وابسته تعریف شده تحلیل می‌کنیم. مدل به صورت زیر خواهد شد.

$$\begin{aligned} & \text{Log}((0.65 Y_1 + 0.08 Y_2 + 0.46 Y_3 - 0.596 Y_4) \\ & + (0.38 Y_1 + 0.77 Y_2 - 0.49 Y_3 + 0.15 Y_4)) \\ & = C(1) + C(2)X \end{aligned}$$

جدول ۷: برآزش مدل لگاریتمی

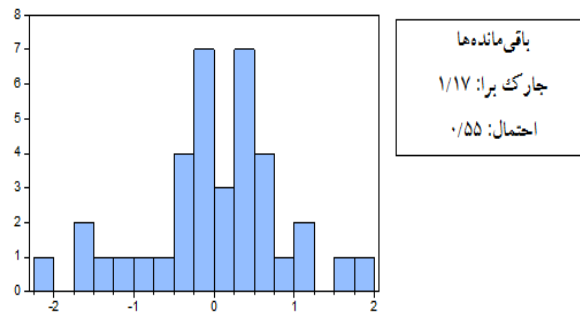
متغیر وابسته:				
$\text{LOG}(0.76) * \text{ریسک پرتفوی} + 0.08 * \text{نسبت فعالیت معاملاتی} + 0.46 * \text{بازده} - 0.596 * \text{تنوع پرتفوی} + 0.38 * \text{ریسک} + 0.77 * \text{نسبت فعالیت معاملاتی} - 0.49 * \text{بازده} + 0.15 * \text{تنوع پرتفوی}$				
روش: حداقل مربعات				
تعداد نمونه: ۳۷				
$\text{LOG}(0.76) * \text{ریسک پرتفوی} + 0.08 * \text{نسبت فعالیت معاملاتی} + 0.46 * \text{بازده} - 0.596 * \text{تنوع پرتفوی} + 0.38 * \text{ریسک} + 0.77 * \text{نسبت فعالیت معاملاتی} - 0.49 * \text{بازده} + 0.15 * \text{تنوع پرتفوی}$				
$C(1) * C(2) + \text{ریسک گریزی}$				
احتمال	آماره T	Std.Error	عامل مشترک	
۰/۰۰	۲۶/۲۹	۰/۵۵	۳/۴۹	C(1)
۰/۰۱۶	-۲/۵۳	۰/۲۰	-۰/۵۰	C(2)

ضریب تعیین: ۰/۱۵
دوربین واتسون: ۱/۹۲
منبع: یافته‌های پژوهش

مقدار احتمال آماره F برابر با $۰/۰۱۶$ می‌باشد که نشان دهنده معنادار بودن مدل است. هم‌چنین مقدار ضریب تعیین $۰/۱۵$ بوده که نسبت به مدل قبل قابل توجه است. مقدار آماره آزمون t برابر با $-۲/۵۳$ است که رابطه منفی و معناداری میان متغیر مستقل و متغیر وابسته تبدیل یافته را نشان می‌دهد. هم‌چنین مقدار ثابت یا عرض از مبدا معنادار می‌باشد. مدل بدست آمده به شرح زیر نوشته می‌شود.

$$\text{Log}(\text{Comp1} + \text{Comp2}) = 3.49 - 0.50X$$

مقدار آماره دوربین واتسون برابر با $۱/۹۲$ (عدم خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها) و مقدار احتمال آزمون جارک برا برابر با $۰/۵۵$ است (نرمال بودن باقی‌مانده‌های مدل).



نمودار ۵: توزیع نرمال باقی‌مانده‌های مدل

مقدار احتمال بروش پاگان گادفری^۱ برابر با $۰/۱۲$ است که حاکی از همسانی واریانس برای باقی‌مانده‌های مدل می‌باشد.

جدول ۸: آزمون بروش پاگان گادفری (آزمون بررسی ناهمسانی واریانس)

آزمون بروش پاگان گادفری (آزمون بررسی ناهمسانی واریانس)				
احتمال: $۰/۱۲$				
متغیرها	عامل مشترک	Std.Error	آماره T	احتمال
C	$-۰/۳۶$	$۰/۷۰$	$-۰/۵۲$	$۰/۶۰$
X	$۰/۴۰$	$۰/۲۵$	$۱/۵۸$	$۰/۱۲$

ضریب تعیین: $۰/۰۶$

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

براساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه، میان ریسک‌گریزی مدیران سرمایه‌گذاری و عملکرد صندوق رابطه معنادار و منفی وجود دارد. در حوزه ریسک‌گریزی پژوهش‌های زیادی صورت گرفته است. خلیلی و قربانی (۱۳۸۹)، پژوهشی در مورد بررسی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی در ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار انجام دادند که ۳۸۴ نفر از سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفتند و یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که ریسک‌گریزی رابطه معناداری با برون‌گرایی دارد.

دینگ و ورمز (۲۰۰۴) تاثیر ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکایی را بر عملکرد آن‌ها بررسی کرده و میان ریسک‌پذیری، عوامل مؤثر بر آن و عملکرد شرکت همبستگی بالایی یافتند. در حوزه ریسک‌گریزی مدیران و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پژوهشی صورت نگرفته است اما یکی از پژوهش‌هایی که تا حدودی شبیه به پژوهش حاضر می‌باشد، پژوهش جوزف گلک (۲۰۰۱) است که در مورد بررسی اثر ویژگی‌های مدیر (سن صندوق، سن مدیر و تحصیلات) بر عملکرد، ریسک و کارمزد صندوق است. نمونه مورد بررسی این پژوهش ۵۳۰ صندوق از میان ۹۷۹ صندوقی می‌باشد که در سال ۱۹۹۱ در کتاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری منتشر شده توسط شرکت مورنینگ استار انتخاب شده است. دوره مورد بررسی داده‌ها میان سال‌های ۹۰-۱۹۸۸ است. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که عواملی نظیر تغییرات در شرایط بازار، مدت زمان مدیریت، بر عملکرد، ریسک و کارمزد مؤثر بوده‌اند.

یک مدیر به عنوان تصمیم‌گیر در یک سازمان نقش مهمی ایفا می‌کند. در نتیجه بررسی ویژگی‌های روانشناختی او در بررسی عملکرد او نقش بسزایی را بازی خواهد کرد. پیشنهاد می‌شود مدیران با شناخت عوامل رفتاری، روانی، بررسی عوامل و شرایط اقتصادی تصمیم‌گیری کرده و در دوره‌های زمانی مختلف فعالیت‌های خود را تجزیه و تحلیل کنند. آن‌ها نیازمند این هستند که پرسش‌های زیر را از خود پرسیده و پاسخ دهند:

- آیا به درستی سهام‌های موجود در پرتفوی خود را انتخاب کرده‌اند؟
- آیا در زمان مناسبی اقدام به خرید و فروش سهام کرده‌اند؟
- در چه زمانی و به چه صورت سرمایه‌گذاری‌های پربازده انجام دهند؟ و غیره.

مدیران سرمایه‌گذاری بایستی تلاش کنند تا به سرمایه‌گذاری‌های موفق و ناموفق خود به صورت عینی و بی‌طرفانه نگاه کنند و عملکرد خود را پیوسته مورد ارزیابی و بررسی قرار دهند. سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به عملکرد صندوق و ویژگی‌های روانی و رفتاری مدیران تصمیم به انتخاب و سرمایه‌گذاری بگیرند. پژوهش حاضر می‌تواند به بهبود عملکرد مدیران و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک شایان توجهی کند. هر پژوهشی نیازمند این است که نتایج آن مورد بررسی قرار گرفته و مهم‌تر اینکه به صورت گسترده‌تر ادامه داده شود. با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود. در این رابطه، پژوهش‌هایی پیشنهاد می‌شود.

- در حوزه ریسک‌گریزی و عملکرد، پژوهش‌های محدودی صورت گرفته است. نیاز است در این زمینه‌ها بیشتر بررسی صورت گیرد. برای مثال می‌توان برای ارزیابی عملکرد از معیارهایی نظیر جنسن، شارپ و غیره استفاده کرد.
- در حوزه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های محدودی صورت گرفته است. پیشنهاد می‌شود معیارهای دیگر موثر در عملکرد این صندوق‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- آسایی، هیوا. (۱۳۸۴). «بررسی تاثیر میزان ریسک‌پذیری مدیران عامل بر عملکرد مالی شرکت‌های بورسی». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهرا.
- پورزمانی، زهرا. روحی، علی. صفری، امیر محمد. (۱۳۸۹). «بررسی تاثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران». مجله پژوهش‌های مدیریت. شماره ۸۶ پاییز. صص ۸۶-۹۰.
- تهرانی، رضا. (۱۳۸۹). «مدیریت مالی». تهران: انتشارات نگاه دانش. چاپ هفتم. صص ۳۴۲-۳۴۰.
- جباری، رامین. صالحی، جمشید. امیری، مقصود. (۱۳۹۱). «ارزیابی عملکرد و انتخاب پرتفوی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام». مجله تحقیق در عملیات و کاربردهای آن. سال نهم. شماره اول. بهار. صص ۱۹-۱.
- خلیلی عراقی، مریم. قربانی، احمد. (۱۳۸۹). «بررسی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی در ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران.
- رستمی، علی. نیک‌نیا، نرگس. (۱۳۹۲). «تاثیر متنوع‌سازی پرتفوی بر ارزش در معرض ریسک در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، شماره ششم. صص ۸۸-۸۳.
- سرایی نوبخت، سمیرا. (۱۳۸۹). «بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، فرااعتمادی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهرا.
- سکاران، اوما. (۱۳۹۰). «روش‌های تحقیق در مدیریت». مترجمین: دکتر محمد صابویی. دکتر محمود شیرازی. تهران: انتشارات مرکز آموزش مدیریت دولتی. چاپ هشتم. صص ۳۱۰-۳۰۹.
- شهرآبادی، ابوالفضل. یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). «مقدمه‌ای بر مالی رفتاری». تهران: ماهنامه بورس. شماره ۶۹. ص ۴.
- عباسی، ابراهیم، آدوسی، علی. (۱۳۸۸). «بازارهای و نهادهای مالی». تهران: انتشارات شرکت بورس اوراق بهادار تهران. صص ۱۱-۸.
- عزیزی، شهریار. شریف‌فر، امیر. (۱۳۹۳). «عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته». فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی. صص ۳۹-۳۶.

- مجلس شورای اسلامی. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی، مصوب آذر ماه ۱۳۸۴.
- مجلس شورای اسلامی. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مصوب ۱۳۸۸.
- گروه نویسندگان (۱۳۸۹). «نهادهای مالی راهنمای قانون اوراق بهادار». شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس. صص ۳۱۰-۳۰۰. تهران.
- مستحسن، هومن، باقری، کامران. (خرداد ماه ۱۳۸۲). «بررسی تحلیلی صندوق‌های مالی توسعه تکنولوژی در ایران از دیدگاه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر». کنفرانس مدیریت تکنولوژی. 98-F-MOT-114. صص ۲۲۸-۲۳۳.
- Antunes, Ricardo. Gonzalez, Vicente. (2015). "A Production Model for Construction: A Theoretical Framework". Buildings 5 (1) doi:10.3390/buildings5010209. Retrieved 17 March 2015. PP: 209-228.
- Benchimol, Jonathan. (2012). "Risk aversion in the Euro area". Retrieved from <http://gdresymposium.eu/papers/BenchimolJonathan.pdf>. PP: 1-3.
- Bodie, ZVI. Kane, Alex. Marcus, Alanj. (2009). "Investments". MC Grow. Hill International Edition. PP: 157-161.
- Chen, Joseph. Hong, Harrison. Hong, Ming. D. Kubik, Jeffrey. (2000). "Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role Of Liquidity And Organization". Vol 94. No5. PP: 1276-1280.
- Cuiso, Luigi. Sapienza, Paola. Zingales, Luigi. (2015). "Time Varying Risk Aversion". Retrieved from http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/sapienza/htm/risk_aversion.pdf. PP: 1-5.
- Dohmen, Thomas. Falk, Armin. Huffman, David. Sunde, Vwe. (2009). "Are Risk Aversion And Impatienee Related to Cognitive Ability". Cesifo Working Paper. PP: 1238-1240.
- Flavin, Tomas. (2006). "How Risk Averse Are Fund Manager? Evidence From Irish Mutual Funds". Retrieved from <http://repec.maynoothuniversity.ie/mayecw-files/N1630206.pdf>. PP: 1-4.
- Grinblatt, M. Titman, S. Wermers, R. (2004). "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performanced And Herding: A study Of Mutual Fund Behavior". American Economic Review 85. PP 1088-1105.
- Hanna, D. Sherman. Lindamood, Suzanne. (2004). "An Improved Measure of Risk. Aversion", Financial Counselting And Planning. Volume 15(2). PP: 27-28.
- Hibbert, Ann Marie. Lawrence, Edward. Prakash, Arun. (2013). "Does knowledge of finance mitigate the gender difference in financial risk-aversion?". journal homepage: www.elsevier.com/locate/gfj. PP: 4-6
- L. Bajtelsmit, Vickie. Bernasek, Alexandra. (1996). "Why Do Woman Invest Differently Than Man?". Association For Financial

- Counseling And Planning Education. Volume 7. Retrieved from <http://u.osu.edu/hanna.1/files/2013/01/bajtel.pdf> . PP:1-3.
- Liu, Scott. Xu, Rony.(2010). "The Effects Of Risk Aversion On Optimization ". Research In Sights. MSC Ibarra. Retrieved from [http://www.msibarra.com/research/articles/2010/The%20Effects%20of%20Risk%20Aversion%20on%20Optimization%20\(Feb%202010\).pdf](http://www.msibarra.com/research/articles/2010/The%20Effects%20of%20Risk%20Aversion%20on%20Optimization%20(Feb%202010).pdf). PP:4-6
 - Nickles William G., McHugh James M., McHugh Susan M.,(1999). "*Undrestanding Business*", Irwin/cGrow-Hill, 5th ed.PP :200-210.
 - Rohrmann, Bernd.(2005). "*Risk Attitude Scales: Concepts Questionnaires, Utilizations*".Retrieved from <http://www.rohrmannresearch.net/pdfs/rohrmann-racreport.pdf>. PP 2-14
 - Sanjaya, Muhammad Ryan. (2013). "*On the Source of Risk Aversion in Indonesia Using Micro Data 2007*". Retrieved from <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2013-33>. PP: 2-5.