

## شناسایی و رتبه‌بندی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران

شمس‌الدین ناظمی\*، سعید مرتضوی\*\*،

فریبرز رحیم‌نیا\*\*\*، سید وحید شالباف یزدی\*\*\*\*

### چکیده

با ارزش‌ترین سرمایه‌های هر سازمان منابع انسانی آن سازمان است و یکی از بازارهایی که در کشور به‌طور خاص مدیران در آن به ایفای نقش می‌پردازند، بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار تهران است. وجود مدیران شایسته در نهادهای فعال در بازار سرمایه می‌تواند منابع سرمایه‌گذاران را به شکل مطلوب اداره کرده و بازدهی مطلوب را برای صاحبان سرمایه خود به ارمغان آورد. این پژوهش به منظور شناسایی خصوصیات و ویژگی‌های مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران و سپس اولویت‌بندی این مولفه‌ها انجام گرفته است. در این مطالعه در گام نخست، با روش تحقیق کیفی و با استفاده از رویکرد تحلیل محتوای قراردادی با ۱۵ نفر از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق که دارای بیشترین نمره ارزیابی عملکرد مالی (معیارهای شارپ و سورتنو) بودند مصاحبه عمیق صورت گرفت. نتایج مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته در قالب مضامین دسته‌بندی شدند که با توجه به آنها خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق به پنج بعد خصوصیات رفتاری، فنی، شخصیتی، مدیریتی و میان‌فردی طبقه‌بندی شدند؛ سپس در گام دوم با استفاده از نتایج مرحله کیفی پژوهش، پرسشنامه‌ای در قالب ۲۷ گویه طراحی شد تا با روش تحقیق کمی میزان اهمیت هر یک از خصوصیات احصاء شده مورد آزمون قرار گیرد. داده‌های جمع‌آوری شده از ۱۰۸ پرسشنامه با استفاده از تحلیل عاملی تاییدی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و تمامی ابعاد و مولفه‌ها به لحاظ آماری مورد تأیید قرار گرفتند؛ همچنین اولویت‌بندی خصوصیات مدیران سرمایه‌گذاری موفق با استفاده از آزمون فریدمن حاکی از آن بود که بعد میان‌فردی بیشترین اهمیت را در موفقیت مدیر داشته و بعد از آن ابعاد شخصیتی، رفتاری، فنی و مدیریتی در رده‌های دوم تا پنجم قرار گرفتند.

**کلیدواژه‌ها:** مدیر سرمایه‌گذاری؛ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک؛ ارزیابی عملکرد؛ مالی رفتاری؛ رویکرد آمیخته اکتشافی.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۸/۰۷، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۶/۱۰/۰۶

\* استاد گروه مدیریت، دانشگاه فردوسی مشهد (نویسنده مسئول).

E-mail: nazemi\_shm@um.ac.ir

\*\* استاد گروه مدیریت، دانشگاه فردوسی مشهد.

\*\*\* استاد گروه مدیریت، دانشگاه فردوسی مشهد.

\*\*\*\* دانش‌آموخته دکتری مدیریت منابع انسانی، دانشگاه فردوسی مشهد.

## ۱. مقدمه

منابع انسانی اصلی‌ترین سرمایه هر سازمان است و هر سازمانی در راستای مأموریت، تحقق اهداف و اجرای راهبردهای خود باید اقداماتی را در زمینه منابع انسانی و مدیریت آن انجام دهد. مدیریت سازمان فرآیندی است که ضمن تضمین بهره‌وری منابع انسانی، درصدد افزایش سودآوری سازمانی از طریق آنان است که در جهان کنونی یکی از عوامل موفقیت محسوب می‌شود. از طرفی، در دنیایی که دانش و ارتباط با مشتریان بیش از پیش اهمیت یافته است، نقش بارز مدیر موفق به‌عنوان یکی از اجزای اصلی منابع سازمانی که نشان‌دهنده حجم دانش، مهارت‌های فنی، خلاقیت، و تجربه سازمانی است اهمیت فزاینده‌ای می‌یابد و به همین نحو این مدیران نه به‌عنوان دارایی‌های هزینه‌بردار بلکه به‌عنوان دارایی‌های مولد در مبانی نظری منابع انسانی تلقی می‌شوند [۱۳].

اهمیت توجه به بحث مدیران موفق، نگاه‌های بسیاری از پژوهشگران را در موضوعات پژوهشی مدیریت از منظر خرد و کلان به خود جلب کرده است [۳۰]. از دیدگاه خرد می‌توان توجه به خصوصیات فردی همچون توانایی‌شناختی یا شخصیتی و رابطه مثبت آن با عملکرد فردی را مورد ملاحظه قرار داد؛ و از نگاه کلان شناسایی ارتباط مثبت سرمایه انسانی و عملکرد سطح بنگاه و همچنین اثر سرمایه انسانی بر رشد اقتصادی کشورها مطرح می‌شود [۲۹، ۹]. پیشینه تحقیقات انجام‌گرفته، نشان می‌دهند که سرمایه انسانی برای عملکرد بنگاه اقتصادی همچون عملکرد مالی، نوآوری‌های محصول و خدمت، و خروجی انحصاری حیاتی و ضروری است [۲۳].

امروزه بخش عمده‌ای از مطالعات بیشتر به دنبال درک چگونگی اثرگذاری بر منابع انسانی واحدهای سازمانی توسط مدیریت منابع انسانی هستند؛ درحالی‌که محققان کمتر به این موضوع پرداخته‌اند که منبع ویژگی‌های این منابع انسانی در مدیران چیست، یا این منابع به‌طور خاص چه خصوصیتی دارند [۳۰]. ضمن اینکه برخی تحقیقات شاخص‌های کمی نظیر تحصیلات و کارایی سرمایه انسانی ناشی از ارزش افزوده ایجادشده توسط منابع انسانی بر هزینه حقوق و دستمزد پرداختی، توانایی نیروی انسانی برای کاهش هزینه‌ها، سابقه، تجربه سرمایه‌گذاری و جنسیت، تجربه مدیریتی و تجربه کارآفرینی را در این رابطه در نظر می‌گیرند که البته مهم‌ترین نارسایی این مدل‌ها عدم شفافیت، عدم جامعیت و کلی‌بودن آن‌ها است [۳۴، ۱۲، ۱]؛ بنابراین کم‌توجهی بومی به سرمایه‌های انسانی کشور به ویژه مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق در بازار سرمایه و پیامدهای اثرگذار این منابع سازمانی در سرنوشت توأم با موفقیت سازمان و دستیابی به مزیت رقابتی پایدار تبدیل به شکاف پژوهشی در مبانی نظری مدیریت منابع انسانی شده است.

با توجه به این خلل، یکی از بازارهایی که در کشور به‌طور خاص مدیران در آن به ایفای نقش می‌پردازند، بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار تهران است. حضور پررنگ مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار تهران چنان ملموس است که در شرایطی که طی سال‌های اخیر، این بازار رشد فزاینده‌ای داشته و شاخص بورس اوراق بهادار که به‌عنوان دماسنج رشد بازار موردتوجه قرار می‌گیرد رشد چشم‌گیری داشته است این مدیران توانسته‌اند بازده‌های عملکرد بالاتری را نسبت به میانگین بازار برای صاحبان سرمایه خود به ارمغان بیاورند [۳۲]. از آنجاکه در اسناد بالادستی کشور نیز، تقویت بازار سرمایه در ردیف اولویت‌های اساسی قرار گرفته است، می‌توان گفت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به نوعی یکی از مهمترین ارکان بازار سرمایه به شمار می‌روند که مطالعه بر روی مدیران سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها از ضرورت و اهمیت قابل‌توجهی برخوردار است؛ بنابراین این پژوهش در پی اکتشاف خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران، طبقه‌بندی این خصوصیات و درنهایت تعیین میزان اهمیت خصوصیات احصاء شده است.

## ۲. مبانی و چارچوب نظری پژوهش

**سرمایه انسانی<sup>۱</sup> و انواع آن.** اصطلاح سرمایه انسانی اولین بار توسط شالتز (۱۹۶۱) یک اقتصاددان مطرح شد. سرمایه انسانی موضوعی مهم در مورد بقا و موفقیت تمام سازمان‌هاست [۱۰]؛ بنابراین، حفظ دانش نیروی کار و نیروی کار دانشی موضوعات مهمی برای شرکت‌ها به منظور حفظ سرمایه انسانی است. برخی از نتایج دارا بودن سرمایه انسانی عبارت‌اند از: افزایش عملکرد سازمانی، تقویت شایستگی‌های کلیدی، افزایش موفقیت سازمان‌ها، مزیت رقابتی سازمانی پایدار، اثرات مثبت قابل‌توجه بر عملکرد مالی، نوسازی راهبردی و خلاقیت و نوآوری هستند [۲۲، ۱۹].

برخلاف اهمیت سرمایه انسانی برای سازمان‌ها، تعریف عمومی برای آن و نیز شاخص‌های آن وجود ندارد. کیم و همکاران (۲۰۱۰) بیان می‌نمایند که سرمایه انسانی بر روی ارزش اقتصادی آنچه که کارکنان می‌توانند تولید نمایند تمرکز نموده و شایستگی فردی و جمعی کارکنان را نشان می‌دهد [۱۹]. مارتین (۲۰۰۰) عنوان می‌کند سرمایه انسانی در کارکنانی که برای مشتریان ارزش‌آفرینی می‌کنند، وجود دارد [۲۵].

بنتیس (۱۹۹۹) سرمایه انسانی را موجودی دانش افراد یک سازمان می‌داند. او بر این باور است که سرمایه انسانی به مثابه یک منبع نوآوری و نوسازی راهبردی، از اهمیت خاصی برخوردار است. علاوه بر این، در مطالعات اخیر از سرمایه انسانی به‌عنوان منبعی جهت کمک به

1. Human Capital

شرکت‌ها در جهت کسب مزیت رقابتی و در نهایت عملکرد بالا و متمایزی از شرکت است [۵].

[۶]. این دیدگاه بیان می‌کند مزیت رقابتی سازمان هنگامی پایدار خواهد بود که آمیخته منابع انسانی سازمان دارای ویژگی‌هایی باشد که رقبا نتوانند آن را تقلید کنند. ارزش افزوده‌ای که افراد برای سازمان ایجاد می‌کنند مورد تأکید نظریه سرمایه انسانی قرار گرفته است. در این نظریه افراد به‌عنوان دارایی هستند که سازمان بر روی آنها سرمایه‌گذاری می‌کند و از این طریق بازده قابل توجه عاید سازمان می‌شود [۲۴، ۳۳]. سرمایه انسانی را می‌توان بر اساس معیارهای مختلف طبقه‌بندی نمود. در ادامه، مهم‌ترین طبقه‌بندی در زمینه سرمایه انسانی شرح داده می‌شود:

الف) سرمایه انسانی عمومی و اختصاصی: سرمایه انسانی مخصوص شرکت، شامل دانش، مهارت‌ها و توانایی‌هایی است که برای یک شرکت خاص مفید و ارزشمند است. سرمایه انسانی عمومی شامل دانش، مهارت‌ها و توانایی‌هایی است که به سادگی می‌توانند بین شرکت‌ها جابجا شوند.

ب) سرمایه انسانی از دیدگاه اثربخشی سازمانی: از دیدگاه مدیریت منابع انسانی راهبردی، همه دانش‌ها و مهارت‌ها راهبردی محسوب نمی‌شوند؛ لذا قدم اول، تعیین انواع سرمایه انسانی موجود است و اینکه چگونه می‌توانند منبع مزیت رقابتی شوند. در این رابطه، به استناد کیم و همکاران (۲۰۱۰) توان راهبردی سرمایه انسانی را می‌توان در دو بعد مدنظر قرار داد: ارزش راهبردی و منحصربه‌فردبودن [۱۹].

دیدگاه مبتنی بر منابع بر این دلالت دارد که منابع هنگامی ارزشمند هستند که در پیشبرد اثربخشی، در استفاده از فرصت‌ها و خنثی‌نمودن تهدیدات نقش داشته باشند. از دید مدیریت راهبردی، ایجاد ارزش عبارت است از تمرکز بر افزایش سود مشتری در مقایسه با هزینه‌ها. در این رابطه، اگر سرمایه انسانی در کاهش هزینه‌ها و فراهم‌نمودن خدمات و محصولات نقش داشته باشد، می‌تواند ارزش افزوده ایجاد نماید. به باور لیبیاک واسنل (۱۹۹۹) ارزش سرمایه انسانی با ایجاد مزیت رقابتی و شایستگی‌های مرکزی شرکت سنجیده می‌شود [۲۱].

از دید اقتصادی، نظریه معامله - هزینه بر این دلالت دارد که شرکت‌ها مزیت‌های رقابتی را هنگامی کسب می‌کنند که منابع خاصی داشته باشند که به راحتی قابل کپی‌برداری توسط رقبا نباشد؛ لذا هنگامی که منحصربه‌فردبودن منابع افزایش می‌یابد، شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در منابع به منظور کاهش ریسک و بهره‌برداری از توان‌های تولیدی خود انگیزه دارند. در واقع، منظور از منحصربه‌فردبودن سرمایه انسانی، میزان وجود سرمایه انسانی مخصوص در یک شرکت است.

**صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۱</sup> در ایران.** طبق قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (ماده ۱ بند ۲۰)، 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 شریک‌اند». زمانی که یک فرد در یک صندوق سرمایه‌گذاری می‌کند، در حقیقت (به صورت مشاع) مالک بخشی از سهامی می‌شود که در یک صندوق سرمایه‌گذاری وجود دارد. از عمر رسمی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران مدت زیادی نمی‌گذرد. این صندوق‌ها با توجه به تعریف صورت‌گرفته در قانون بازار اوراق بهادار مصوب مجلس شورای اسلامی در آذرماه ۱۳۸۴ و به‌عنوان جایگزینی برای سبدهای مشاع ایجاد شدند. اولین صندوق سرمایه‌گذاری در سهام از ابتدای سال ۱۳۸۷ شروع به فعالیت کرد و با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در بهمن سال ۱۳۸۸ فعالیت این صندوق‌ها توسعه بیشتری پیدا کرد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌ای که تاکنون در ایران راه‌اندازی شده‌اند با توجه به ارکان و ترکیب دارایی‌هایی که در امیدنامه هر صندوق اعلام می‌شود به انواع مختلفی تقسیم می‌شوند:

الف) در نگاه اول، از بعد حداکثر و حداقل تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری مجاز برای صدور، صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دو نوع به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شوند:

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اندازه کوچک: در این نوع صندوق‌ها تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری قابل انتشار، حداقل ۵۰،۰۰۰ واحد و حداکثر ۵۰۰،۰۰۰ واحد است. لازم به ذکر است ارزش اسمی هر واحد سرمایه‌گذاری معادل ۱،۰۰۰،۰۰۰ ریال است.

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اندازه بزرگ: در این نوع صندوق‌ها تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری قابل انتشار، حداقل ۵۰،۰۰۰ واحد و حداکثر ۵۰۰،۰۰۰ واحد است.

ب) در نگاه دوم براساس میزان ترکیب دارایی‌های صندوق و نصاب‌های هر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مختلف به انواع زیر طبقه‌بندی می‌شوند:

- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول: صندوق‌هایی هستند که در اوراق بهادار کوتاه‌مدت با سررسید کمتر از یک سال (مانند اوراق خزانه، گواهی سپرده بانکی و اوراق تجاری) فعالیت می‌کنند و غالباً به دنبال ثبات یا کسب سود کوتاه‌مدت هستند. ویژگی این صندوق، ریسک پایین و بازده پایین بوده و بازار پول، شامل ابزار کوتاه‌مدت بدهی نظیر اوراق خزانه است [۳۱].

- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در سهام: صندوق‌های مشترکی که در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، دامنه وسیعی از صندوق‌ها را شامل می‌شوند. معمولاً هدف عمده این صندوق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت برای کسب بازده سرمایه‌ای و درآمدهای نقدی اندک است. صندوق‌های سهام در درجه اول بر روی سهام، سرمایه‌گذاری می‌کنند و سهام انتخابی بستگی به

هدف سرمایه‌گذاری صندوق دارد که می‌تواند سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سابقه و قدیمی که سود سهم بالایی پرداخت می‌کنند و یا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تازه تأسیس و کم‌سابقه که به‌دنبال رشد هستند، باشد [۲۷].

طبیعتاً این نوع از صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران دارای ریسک بوده و درآمد ثابتی را ضمانت نمی‌کند زیرا درصد زیادی از وجوه موجود در صندوق را در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند. - صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت: صندوق‌هایی هستند که با انتشار و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری وجوهی را تحصیل و آنها را در انواع اوراق بهادار (در حال حاضر اوراق مشارکت صادر شده توسط مجموعه دولت، نهادهای عمومی غیردولتی و شرکت‌های سهامی عام) سرمایه‌گذاری می‌کنند.

- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری ترکیبی (متوازن): این گونه از صندوق‌ها بر روی مجموعه‌ای از دارایی‌ها مثل سهام، اوراق قرضه و اوراق بهادار بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند و برحسب شرایط موجود و پیش‌بینی روند آتی بازار، ترکیب مناسبی از اوراق بهادار گوناگون را با توجه به اهداف و سیاست‌های صندوق، در سبد خود جای می‌دهند؛ برای همین، سرمایه‌گذاران از تنوع و انعطاف‌پذیری بالایی در انتخاب برخوردارند. این صندوق، مناسب حال کسانی است که هم‌زمان به‌دنبال ترکیبی از امنیت، عایدی نقدی و بازده سرمایه‌ای هستند [۲۷].

**معیارهای ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.** ارزیابی عملکرد مهارت مدیریت دارایی را اندازه می‌گیرد و مبنای اصلی آن مقایسه بازده با پرتفوی مناسب دیگری است. ارزیابی عملکرد شامل دو اقدام اساسی است: اولین اقدام در ارزیابی عملکرد، تعیین مطلوب یا نامطلوب بودن عملکرد است. دومین اقدام، مشخص کردن این امر است که آیا عملکرد مذکور ناشی از شانس و اقبال بوده یا در نتیجه تخصص مدیر سرمایه‌گذاری حاصل شده است [۱۸]. در یک طبقه‌بندی معیارهای ارزیابی عملکرد تعدیل شده برحسب ریسک به دو دسته معیارهای مبتنی بر نظریه مدرن پرتفوی و معیارهای مبتنی بر نظریه فرامدرن پرتفوی تقسیم شده است که در شکل ۱ ارائه شده است.



شکل ۱. معیارهای ارزیابی عملکرد تعدیل شده برحسب ریسک

با توجه به این تقسیم‌بندی از آنجا که صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران فقط در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرده و دارایی دیگری در پرتفوی خود ندارند، جهت سنجش عملکرد آن‌ها باید از شاخص‌هایی استفاده شود که بر مبنای ریسک کل بنا نهاده شده‌اند نه ریسک سیستماتیک. از طرفی دیگر، صاحب‌نظران اساتید حوزه‌های مالی و سرمایه‌گذاری بر این باورند که بازار سرمایه کشور ایران بیشتر متأثر از عوامل محیطی، سیاسی و تحریم‌هاست تا عوامل بنیادی شرکت‌ها، بنابراین از این دیدگاه نیز جهت رتبه‌بندی صندوق‌ها باید شاخص‌هایی را در نظر بگیریم که ریسک کل را مبنای محاسبه خود قرار می‌دهند؛ بنابراین با توجه به استدلال فوق، در این مطالعه از نسبت‌های شارپ و سورتینو که هر دو ریسک کل را مبنای محاسبات خود قرار داده و مهارت و توانایی مدیر را تلویحاً منعکس می‌کنند، جهت رتبه‌بندی و ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند.

نسبت شارپ<sup>۱</sup>: شارپ برای ارزیابی عملکرد بر روی ۳۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک طی سال‌های ۱۹۵۴ الی ۱۹۶۶ تحقیقی انجام داد و به معیاری دست یافت که به «نسبت بازده به تغییرپذیری»<sup>۲</sup> (RVAR) معروف است. این معیار بازده را نسبت به ریسک کل پرتفوی (انحراف معیار بازدهی) اندازه‌گیری می‌نماید و اغلب برای تعیین اینکه آیا صندوق قادر است بهتر از بازار عمل کند یا خیر مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این شاخص، نسبت بالاتر نشان‌دهنده عملکرد بهتری است [۲] و از رابطه زیر به دست می‌آید:

1. The Sharpe Ratio
2. Reward-to-Variability Ratio

$$SR_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i}$$

که در آن  $E(R_i)$  متوسط بازدهی کل صندوق سرمایه‌گذاری در یک دوره زمانی،  $R_f$  متوسط نرخ بازدهی بدون ریسک طی دوره مورد بررسی و  $\sigma_i$  انحراف استاندارد بازدهی و دلالت بر ریسک کل صندوق سرمایه‌گذاری  $i$  دارد.

نسبت ترینور<sup>۱</sup>: پروفیسور ترینور در اواسط دهه ۱۹۶۰، نسبت پاداش به نوسان‌پذیری<sup>۲</sup> را مطرح کرد. این شاخص در حقیقت بیان‌کننده این مطلب است که در ازای هر یک واحد از ریسک سیستماتیک چه میزان بازده مازاد نصیب سرمایه‌گذار می‌شود [۳]. نظیر معیار شارپ، نرخ بالاتر در معیار ترینور نیز بیانگر عملکرد بهتر است؛ اما برخلاف معیار شارپ که در آن مازاد بازده نسبت به ریسک کل محاسبه می‌شود، در این معیار بازده مازاد، نسبت به ریسک سیستماتیک بتا محاسبه می‌شود [۱۸]. این شاخص از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$TR_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i}$$

که در آن  $R_i$  نرخ بازده صندوق سرمایه‌گذاری مشترک  $i$ ،  $E(R_i)$  نرخ مورد انتظار بازده به دست آمده توسط صندوق سرمایه‌گذاری مشترک  $i$ ،  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک و  $\beta_i$  شاخص ریسک سیستماتیک صندوق است.

**پیشینه تحقیق.** با توجه به آنکه براساس جست‌وجوهای صورت گرفته در پایگاه‌های اطلاعاتی معتبر در داخل و خارج کشور تحقیقاتی در فضای بازار سرمایه و به خصوص مدیران سرمایه‌گذاری در زمینه احصاء خصوصیات و ویژگی‌های این مدیران انجام نشده است؛ در این قسمت به نزدیک‌ترین تحقیقاتی که در زمینه عوامل تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداخته شده اشاره می‌شود.

خواجه سروی و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین خبرگان نیروی انسانی (مدیر صندوق) صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با عملکرد آنها»، به مطالعه چگونگی ارتباط عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با خبرگی مدیر سرمایه‌گذاری‌شان پرداختند. در این راستا با در نظر گرفتن فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ از نمونه ۲۸ تایی

---

1. The Treynor Ratio  
2. Reward to Volatility Ratio



صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بازار بورس ایران و با استفاده از نرم‌افزار spss به بررسی نتایج به‌دست‌آمده در مورد نسبت‌های محاسبه‌شده برای صندوق‌های مختلف و مقایسه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با سایر هم‌نوعان خود پرداخته شد. در این مطالعه، ملاک خبرگی مدیر سرمایه‌گذاری، تحصیلات، تجربه، دارا بودن گواهینامه اصول بازار سرمایه در نظر گرفته شده و از متغیر جنسیت نیز به‌عنوان متغیر میانجی استفاده شد. جهت بررسی روابط بین متغیرها از آنالیز رگرسیون استفاده شد که نتیجه حاصل بر اثرگذاری و پیوستگی بالای تحصیلات و تجربه بر عملکرد و بازده صندوق حکایت داشت. متغیر ریسک تنها با تجربه همبستگی داشته و دو متغیر گواهینامه بورسی و جنسیت مدیر اثرچندانی بر پیش‌بینی عملکرد صندوق نداشته‌اند [۱۷].

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیقی با عنوان «بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران» با استفاده از روش پرسشنامه از مدیران سرمایه‌گذاری خواستند تا میزان استفاده خود را از هر یک از تحلیل‌های تکنیکی، فاندمنتال، تئوری مدرن پورتفولیو، بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار؛ در راستای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی‌های مناسب و زمان مناسب، مشخص نمایند. 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 (به‌خصوص در کوتاه‌مدت) استفاده می‌کنند؛ همچنین مدیران سرمایه‌گذاری در کلیه بازه‌های زمانی تمایلی به استفاده از شایعات و اطلاعات محرمانه ندارند [۲۸].

چاندرا و رویندر (۲۰۱۱)، در تحقیق خود با عنوان «عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی» به دنبال شناسایی عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران هندی، سوگیری‌های حاکم بر تصمیمات افراد و شدت تاثیرات آن‌ها در رفتار سرمایه‌گذاران بودند. اطلاعات اولیه با استفاده از مرور مطالعات و تئوری‌های مالی - رفتاری به‌دست آمد و اطلاعات تکمیلی از طریق مصاحبه‌های فردی با کارگزاران، مشاوران مالی و سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و ... جمع‌آوری شد. آن‌ها براساس عوامل استخراج شده، عواملی مانند سوگیری‌های شناختی، سوگیری‌های روانشناختی، اطلاعات شرکتی، نیازهای مالی فردی و توصیه‌های دوستان، پرسشنامه تحقیق را طراحی کردند. اطلاعات جمع‌آوری‌شده با استفاده از آزمون بارلت، مقیاس KMO، تحلیل یک متغیره و چندمتغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و نتایج تحقیق در پایان موید تاثیرگذاری سوگیری‌های روانشناختی، عوامل شهودی (سوگیری‌های شناختی)، اخبار و اطلاعات شرکتی بود. در این تحقیق شواهدی مبنی بر رفتارهای ناشی از اعتماد کمتر از حد،

محافظه‌کاری و رفتارهای محتاطانه، چهارچوب‌بندی ذهنی و ... یافت شد [۸].  
 بغدادآباد و همکاران (۲۰۱۱)، در تحقیق خود با عنوان «مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران خرد در انتخاب سهام» به بررسی عوامل مؤثر بر انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس کوالا لامپور پرداختند. پیش‌فرض حاکم بر مبانی هستی‌شناسی در این تحقیق مبتنی بر هستی‌شناسی رئالیسم بوده که در مرحله استقرایی تحقیق با تمرکز بر سرمایه‌گذاران، شناخت عوامل تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری آنها مدنظر قرار گرفت. ابزار گردآوری اطلاعات در بخش کیفی تحقیق، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق است. در رابطه با تحلیل مصاحبه‌ها از روش تحلیل محتوا و کدگذاری مضامین یا مقوله‌های مرتبط با سؤال تحقیق استفاده شده است. نتیجه تحلیل‌ها حاکی از آن بود که عواملی مانند صورت‌های مالی شرکت‌ها، اطلاعات عمومی شرکت‌ها، روند قیمتی، منابع دست دوم اطلاعات، سیاست‌های دولت، متغیرهای اقتصادی و ... بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیرگذار است [۴].

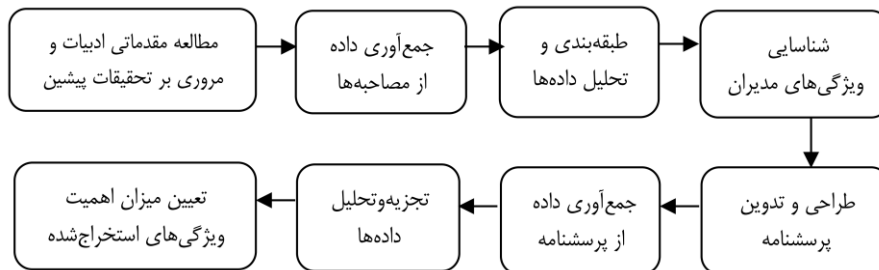
لی (۲۰۱۰)، تحقیقی درخصوص «کشف شایستگی‌های افراد با عملکرد بالا» انجام داد. در این تحقیق آمده است که مدیریت و توسعه شایستگی به‌عنوان ابزارهای حیاتی برای ارتقاء رقابت سازمان‌ها در نظر گرفته می‌شوند. برای اینکه توسعه شایستگی به‌طور اثربخش اجرا شود باید تفاوت‌های سطوح شایستگی ادراکی بین افراد با عملکرد بالا و دیگر افراد مشخص شود. بدین منظور، تعداد زیاد شایستگی‌های مورد نیاز باید به مجموعه فشرده‌ای از شایستگی‌ها تقلیل یابد که بر شایستگی‌های مهم افراد با عملکرد بالا تاکید دارد. این تحقیق، روشی را پیشنهاد می‌کند تا شایستگی‌های موردنیاز افراد با عملکرد بالا شناسایی شود. نتایج نشان داد شش شایستگی اصلی عبارت‌اند از: تفکر به‌صورت مفهومی، اعتماد به نفس، اهمیت برای سفارشات، جست‌وجوی اطلاعات، کار تیمی و مشارکت و توجه به خدمت به مشتری [۲۰].

در رابطه با تحقیقات مرور شده در این پژوهش دو نکته قابل ذکر است. اول اینکه رویکرد مورد استفاده در اکثر آنها، رویکرد قیاسی با هدف آزمون فرضیه است - و نه رویکرد استقرایی و اکتشافی - و دوم اینکه عوامل تاثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران با نوعی نگرش انتخابی گزینش شده نه اکتشافی، که به‌نظر می‌رسد از جامعیت کافی برخوردار نیستند؛ بنابراین در این تحقیق سعی شده است تا با رویکرد استقرایی - قیاسی و به روش آمیخته به احصاء و اولویت‌بندی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق پرداخته شود.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

رویکرد تحقیق حاضر رویکرد استقرایی - قیاسی یا رویکرد آمیخته است. در گام نخست (مرحله کیفی تحقیق) رویکرد حاکم استقرایی است؛ زیرا محقق با بهره‌گیری از مصاحبه به‌دنبال

دست‌یابی به داده‌ها و طبقه‌بندی آن‌ها است و در گام دوم (مرحله کمی تحقیق) با تأکید بر رویکرد قیاسی به تعیین میزان اهمیت خصوصیات استخراج‌شده حاصل از گام نخست در جامعه آماری هدف می‌پردازد. شکل ۲ این مراحل را به تصویر کشیده است.



شکل ۲. رویکرد استقرایی و قیاسی تحقیق

در بخش نخست، داده‌های کیفی با استفاده از روش تحلیل محتوای قراردادی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای این منظور مصاحبه‌های صورت‌گرفته به‌منظور شناسایی ویژگی‌های مدیران موفق در زمینه سازمانی موردنظر، در قالب متن استوار شد، و فرآیند تحلیل محتوا با استفاده از نرم‌افزار NVIVO در سه سطح انجام گرفت. در سطح اول متن مصاحبه‌ها به واحدهای فکر تجزیه شد. واحدهای فکر در واقع کوچک‌ترین واحد معنادار و قابل رمزگذاری است که مبنایی جهت درست کردن مقوله‌ها به شمار می‌رود.

در سطح دوم واحدهای فکر طبقه‌بندی و دسته‌بندی شدند تا مولفه‌ها ظهور پیدا کنند. یک مؤلفه، گروهی از واحدهای فکر است که در یک وجه اشتراک، با یکدیگر اشتراک دارند. مولفه‌ها دارای هماهنگی درونی و ناهمگونی بیرونی‌اند بدین صورت که حداقل تفاوت بین واحدهای فکر درون یک مؤلفه و حداکثر تفاوت بین واحدهای فکر مولفه‌های دیگر باشد [۷].

در سطح سوم، مولفه‌ها خودشان مجدد گروه‌بندی شدند تا ابعاد (مضامین) اصلی استخراج شوند. مفهوم مضمون دارای معنای چندگانه است و ایجاد مضامین شیوه‌ای است که محتواهای اساسی را در مولفه‌ها با هم مرتبط می‌سازد [۱۵].

در بخش دوم تحقیق جهت تعیین میزان اهمیت خصوصیات بخش کیفی، از ابزار پرسشنامه و از طریق روش‌های استنباط آماری به‌ویژه استفاده از تحلیل عاملی تأییدی و آزمون فریدمن برای تعیین میزان اهمیت هر یک از ویژگی‌ها استفاده شد.

**جامعه و نمونه آماری.** جامعه آماری مطالعه حاضر کلیه مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به اینکه تحقیق حاضر با رویکرد آمیخته

(ترکیبی) در دو مرحله کیفی و کمی انجام گرفته است، به منظور انجام نمونه‌گیری در مرحله نخست تحقیق از نمونه‌گیری غیرتصادفی هدفمند استفاده شده است. در این راستا جهت انتخاب مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های موفق مراحل زیر طی شده است:

- از میان انواع مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مانند صندوق‌های قابل معامله در بورس، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، صندوق‌های نیکوکاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت و...) صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام انتخاب شده و دلیل انتخاب آن هم ترکیب دارایی‌های موجود در صندوق و نقش و اختیاری که مدیر سرمایه‌گذاری در ایجاد بازده‌ای و عملکرد مطلوب می‌تواند داشته باشد است.

- از میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، عملکرد ۳ سال گذشته این صندوق‌ها (بازه زمانی ابتدای ۱۳۹۱ تا انتهای ۱۳۹۳) براساس نسبت‌های بازدهی متناسب با ریسک (نسبت شارپ و نسبت سورتینو - که دلیل انتخاب این دو معیار توضیح داده شد) محاسبه شدند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای نمره ارزیابی عملکردشان به ترتیب از بیشترین به کمترین نمره رتبه‌بندی شدند؛ سپس از میان آنها ۲۰ نفر از مدیران صندوق‌های با عملکرد مالی بالاتر از میانگین بازار به‌عنوان مدیر موفق که به نوعی در این حیطة خبره تلقی می‌شوند شناسایی شدند.

پس از طی مراحل فوق و مشخص شدن خزانه خبرگان، فرآیند مصاحبه به جریان افتاد از روش مصاحبه نیمه‌ساختاریافته استفاده شد و با مصاحبه‌ای که با نفر پانزدهم صورت گرفت پس از آنکه داده‌های مفید دیگری به‌دست نیامد، اشباع نظری<sup>۱</sup> داده‌ها و کفایت نمونه‌گیری به تأیید محقق رسید.

در مرحله دوم تحقیق که مرحله کمی تحقیق آغاز می‌شود برای تعیین حجم نمونه، ابتدا پیش‌نمونه‌ای از جامعه‌ی آماری به تعداد ۲۰ نفر از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری انتخاب شد و با توجه به انحراف معیار این پیش‌نمونه که مقدار ۰/۴۹ به‌دست آمد و با توجه به حجم جامعه که تعداد آنها ۱۴۸ نفر است، با جایگذاری در فرمول نمونه‌گیری تصادفی کوکران، حداقل حجم نمونه به تعداد ۱۰۶ نفر مشخص شد:

$$n = \frac{NZ_{\alpha/2}^2 \sigma^2}{e^2(N-1) + Z_{\alpha/2}^2 \sigma^2} = \frac{148 * 1.96^2 * 0.49^2}{0.05^2(148-1) + (1.96^2 * 0.49^2)} = 106$$

N: اندازه جامعه (۱۴۸)                      n: اندازه نمونه                      e: ضریب خطا (۰/۰۵)  
 δ: انحراف معیار پیش‌نمونه (۰/۴۹)                      Z<sub>0</sub>: مقدار متغیر تصادفی نرمال استاندارد (۱/۹۶)

#### ۴. تحلیل یافته‌های پژوهش

**تحلیل مصاحبه‌ها.** در این تحقیق از شیوه تحلیل محتوای قراردادی برای طبقه‌بندی داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها استفاده شده است. این نوع طرح، اغلب هنگامی مناسب است که نظریه‌های موجود یا ادبیات تحقیق دربارهٔ پدیدهٔ مورد مطالعه محدود باشد. در این حالت پژوهشگران از به-کارگرفتن مقوله‌های پیش‌پنداشته می‌پرهیزند و در عوض ترتیبی می‌دهند که مقوله‌ها از داده‌ها ناشی شوند. در این حالت، محققان خودشان را بر امواج داده‌ها شناور می‌کنند تا شناختی بدیع برایشان حاصل شود؛ بنابراین از طریق استقرا، مقوله‌ها از داده‌ها ظهور می‌یابند. این حالت را مایرینگ<sup>۱</sup> مقوله استقرایی نامیده است [۱۶]. گام‌های زیر برای استخراج ابعاد در این پژوهش طی شده است که نمونه‌ای از مصاحبه‌ها برای مثال آورده شده و باقی مصاحبه‌ها نیز به طریقی مشابه، مورد تحلیل قرار گرفته‌اند:

- تنظیم کردن پرسش‌هایی که باید پاسخ داده شوند؛

- برگزیدن نمونه مورد نظر که باید تحلیل شود؛

- مشخص کردن رویکرد تحلیل محتوایی که باید اعمال شود؛

- پیاده‌سازی متون مصاحبه؛

- تطبیق مطالب و متون مصاحبه با فایبل اصلی صوتی؛

- طرح‌ریزی فرآیند کدگذاری با استفاده از نرم‌افزار ان وی وو<sup>۲</sup>؛

پس از بررسی اولیه، اقدام به برجسته‌سازی مفاهیم مهم در متن شد و هر واحد مجزای معنایی مشخص شد. برای مثال در متن مصاحبه‌ای که در زیر آمده است، واحدهای معنایی به صورت زیر خط‌دار برجسته شده‌اند:

خیلی به این نگاه نمی‌کنم که سهمی تو ضرر هست نفروشمش، منظورم تو جایجایی‌هاست. به سهم بهتر و مطمئن‌تر پیدا کنم سهام رو جایگزین می‌کنم و اصلاً مشکلی ندارم که سهم رو تو زیان بفروشم مشروط بر اینکه موقعیت مناسب‌تری برای جایگزینی پیدا کنم.

تقریباً هرکدوم از این مدیرانی که من می‌شناسم و موفق هستن مستقل عمل می‌کنن. جایی که بخواد کسی به هر دلیلی یا تحت هر شرایطی رو مدیر سرمایه‌گذاری تأثیر بزاره موفق نمیشه. من که هرکی می‌شناسم بعید می‌دونم مستقل نباشن، این کار در عین حال که کار مشارکتیه، تصمیم‌گیری باید به عهده یک نفر باشه. مدل کار اینه.

- در گام بعدی واحدهای برجسته‌سازی شده جهت درک بهتر، برش داده شد و فشرده‌سازی شد: برای مثال در مصاحبه فوق، خیلی به این نگاه نمی‌کنم که سهمی تو ضرر هست نفروشمش به صورت عبارت «تعیین حد ضرر و زیان» و جمله تقریباً هرکدوم از این مدیرانی که من

1. Mayring

2. NVIVO

می‌شناسم و موفق هستن مستقل عمل میکنن به عبارت «استقلال در تصمیم‌گیری» تبدیل شد. - در گام بعدی واحدهای فشرده‌سازی شده مشابه، در یک مجموعه قرار داده شد: برای مثال کلیه عبارت‌هایی که به استقلال اشاره داشت مانند استقلال در تصمیم‌گیری، استقلال تصمیم مدیر صندوق از پرتفوی‌گردان‌ها، استقلال تصمیم مدیر صندوق از کارشناسان تحلیل، استقلال تصمیم نسبت به معامله‌گرها، استقلال مدیر صندوق از مدیر سرمایه‌گذاری، استقلال مدیریت صندوق از کارگزاری‌ها، داشتن جسارت و استقلال توامان، در یک مجموعه قرار گرفت و نزدیک‌ترین مفهومی که با توجه به واحدهای معنایی مشابه به ذهن تداعی می‌شود در یک مجموعه نامگذاری شد و یک مؤلفه را شکل داد که در مصاحبه فوق «استقلال رأی» به‌عنوان مؤلفه مجموعه انتخاب شد.

- مؤلفه‌های احصاء‌شده مشابه در مجموعه‌های واحدی قرار گرفته و عنوان مناسبی که قابلیت پوشش تمامی مؤلفه‌های یک مجموعه را داشته باشد برای آن مجموعه در نظر گرفته شد: برای مثال مؤلفه‌های استقلال رأی، آینده‌گرایی، درون‌گرایی، ذهن تحلیل‌گر، ریسک‌پذیری و وظیفه‌شناسی در یک مجموعه قرار گرفت و با عنوان «بعد شخصیتی» به‌عنوان یکی از ابعاد اصلی انتخاب شد.

- تمام واحدهای معنایی در هر دسته‌بندی مجدداً بررسی و هر جا که لازم بود دسته‌بندی‌ها تغییر داده شد.

- تمامی واحدهای معنایی، عبارات کوتاه، مؤلفه‌ها و ابعاد بازخوانی و بررسی مجدد شد تا از صحت دسته‌بندی و کامل بودن آن، اطمینان حاصل شود.

جدول ۱ یک نمونه از تحلیل مصاحبه‌ها و روند استقرایی احصاء مؤلفه‌ها از واحدهایی معنایی را نشان می‌دهد.

جدول ۱. یک نمونه از روند استقرایی احصاء ابعاد از واحدهایی معنایی (بعد رفتاری)

ابعاد	مؤلفه	عبارت‌های کوتاه	واحدهای معنایی		
بعد رفتاری	نظریه بر سوگیری دانش‌پیش‌گیر	تخمین عقلایی ارزش سهام موجود در سید	من خودم به شخصه تو خرید و فروش‌ها سعی می‌کنم به‌عنوان شخص ثالث و بر مبنای منطق و محاسبات مالی اقتصادی به ارزش سهام‌های سبدم نگاه کنم و زمانی که لازم بوده بدون هیچ تعصبی اقدام به فروش کردم و نگفتم چون این سهم تو سبدم من پس ارزشش خیلی بالاست.		
		تعصب نداشتن نسبت به دارایی‌های خریداری‌شده	نباید روی دارایی‌های موجود در پرتفوی تعصب داشته باشیم. این موضوع زمانی اهمیت خودش رو نشون میده که شما یک سهمی رو می‌خرید و اون سهم برخلاف تحلیل‌های شما رشد نمی‌کنه، اینجاست که باید دندونشو کشید! من کسانی رو دیدم که چنان سهمشون رو دو دستی چسبیدن که انگار باهاش ازدواج کردن و حاضر نیستن بفروشند و همش میگن ارزش سهم من خیلی بالاتر از قیمت بازار هست.		
		چیرگی بر غرور	اینکه آدم‌ها اسیر اون غرور نشن و اشتباهات خودشون رو ببینن و اصلاح کنن خیلی مسئله مهمه.		
		تواضع و فروتنی	من خودم تعصب نداشتم و آگه می‌دیدم اشتباه کردم، وارد سهم دیگه‌ای می‌شدم. یه موقع هست که شما می‌خرین و میری تو زیان. خریدنش و فروختنش رو نمیدونه بخاطر چی انجام دادی ولی مهم اینکه با تواضع اشتباه خودت رو قبول کنی و از بازار جا نمونی.		
		ورود حساب شده به سهام	بیشتر از حدنصاب‌ها وارد سهام نشدم.		
		شناسایی زیان	ترس شناسایی زیان نداشتم، یعنی اگر یه جایی اشتباه کردم اصلاح کردم خودم رو در خرید و فروش‌ها.		
		تعیین حد ضرر و زیان	اگر جایی احساس کردم جواب نمی‌ده به‌دلیل، نترسیدم که بگم روی این مورد زیان کردم، گفتم سودم رو یه جای دیگه می‌برم چون اعتقاد داشتم که پرتفوی باید سرجمعش مثبت باشه.		
		جایگزین کردن سهم بهتر هنگام زیان	بحثی که هست برای من اینه که وقتی می‌خوام خارجشم دیگه مهم نیست که حتماً روی بالاترین قیمت باشم و حد سود و ضرر هم تعریف می‌کنم.		
		جایگزینی پیدا کنم.	خیلی به این نگاه نمی‌کنم که سهمی تو ضرر هست نفروشمش، منظورم تو جایجایی هست. یه سهم بهتر و مطمئن‌تر پیدا کنم سهام رو جایگزین می‌کنم و اصلاً مشکلی ندارم که سهم رو تو زیان بفروشم مشروط بر اینکه موقعیت مناسب‌تری برای جایگزینی پیدا کنم.		
		بعد رفتاری	نظریه بر سوگیری فرا اقتصادی	عدم اعتماد بیش از حد به تحلیل	یکی از این چیزایی که اصلاً نباید تعصب داشته باشیم اعتماد بیش از حد به تحلیل من هیچ‌وقت معتقد نیستم تحلیلی که انجام میدم قطعاً درست هست، البته نمیگم به کارم نداشتن اعتماد کاذب
قبول کردن اشتباه در تحلیل	ممکنه هر آدمی اشتباه کنه و تحلیلی هم که من انجام میدم ممکنه غلط از آب دربیاد؛ بنابراین هیچ‌وقت این تفکر رو ندارم که بگم تحلیل من ردخور نداره و یا حتماً درست و دقیقه و امکان اشتباه نداره.				
توجه به عملکردهای متفاوت شرکتهای هر صنعت	ما در برخی صنایع، عملکردهای متفاوتی دیدیم. اگر سهامدار ببینه جو برخی صنایع خوبه دستور خرید می‌ده. یعنی بیشتر اوقات صنعت را ملاک قرار می‌ده تا شرکت را. ولی ما در هر صنعت، شرکتهایی که قرار است سهام آنها را بخریم نیز بررسی می‌کنیم.				
عدم توجه به صفات مشابه	اینطور نبوده که ما به این نتیجه رسیدیم که مثلاً یه صنعتی یا سهمی از نظر بنیادی شرکت خوبیه و حاضر باشیم تو هر قیمت یا هر شرایطی وارد بشیم.				
عدم اتکا به روند مثبت سهام در صنعت	در معاملات هیچ‌وقت بواسطه این موضوع که صنعتی پیشرو بود و چند روز پشت سر هم مثبت خورده، شرکتهایی از آن گروه که اطلاعاتی راجع به اون نداشتم اقدام نکردم.				
طمع نکردن	یک مدیر نباید طمع کنه مثلاً اطلاعات فنی و بنیادی که میاد، بحث تجربه به‌علاوه میانی تجربه و بحث شجاعت و بحث عدم طمع باید توجه شود.				
طمع نکردن از رشد سهم	از رشد و مثبت‌بودن سهم دچار حس طمع نمی‌شدم و کنارش مالی رفتاریه اینکه زیاد طمع نکنیم مهمه.				
طمع نکردن هنگام خروج بهنگام از سهم	البته بحث هیجانان و حرص و طمع هم هست که سبب تصمیم‌گیری غلط میشه که باعث میشه تصمیم‌گیری به موقع برای خروج از سهم انجام نشه.				
بعد رفتاری	نظریه بر سوگیری فزاینده			ورود حساب شده به سهام	بیشتر از حدنصاب‌ها وارد سهام نشدم.
				شناسایی زیان	ترس شناسایی زیان نداشتم، یعنی اگر یه جایی اشتباه کردم اصلاح کردم خودم رو در خرید و فروش‌ها.
		تعیین حد ضرر و زیان	اگر جایی احساس کردم جواب نمی‌ده به‌دلیل، نترسیدم که بگم روی این مورد زیان کردم، گفتم سودم رو یه جای دیگه می‌برم چون اعتقاد داشتم که پرتفوی باید سرجمعش مثبت باشه.		
		جایگزین کردن سهم بهتر هنگام زیان	بحثی که هست برای من اینه که وقتی می‌خوام خارجشم دیگه مهم نیست که حتماً روی بالاترین قیمت باشم و حد سود و ضرر هم تعریف می‌کنم.		
		جایگزینی پیدا کنم.	خیلی به این نگاه نمی‌کنم که سهمی تو ضرر هست نفروشمش، منظورم تو جایجایی هست. یه سهم بهتر و مطمئن‌تر پیدا کنم سهام رو جایگزین می‌کنم و اصلاً مشکلی ندارم که سهم رو تو زیان بفروشم مشروط بر اینکه موقعیت مناسب‌تری برای جایگزینی پیدا کنم.		
		عدم اعتماد بیش از حد به تحلیل	یکی از این چیزایی که اصلاً نباید تعصب داشته باشیم اعتماد بیش از حد به تحلیل من هیچ‌وقت معتقد نیستم تحلیلی که انجام میدم قطعاً درست هست، البته نمیگم به کارم نداشتن اعتماد کاذب		
		قبول کردن اشتباه در تحلیل	ممکنه هر آدمی اشتباه کنه و تحلیلی هم که من انجام میدم ممکنه غلط از آب دربیاد؛ بنابراین هیچ‌وقت این تفکر رو ندارم که بگم تحلیل من ردخور نداره و یا حتماً درست و دقیقه و امکان اشتباه نداره.		
		توجه به عملکردهای متفاوت شرکتهای هر صنعت	ما در برخی صنایع، عملکردهای متفاوتی دیدیم. اگر سهامدار ببینه جو برخی صنایع خوبه دستور خرید می‌ده. یعنی بیشتر اوقات صنعت را ملاک قرار می‌ده تا شرکت را. ولی ما در هر صنعت، شرکتهایی که قرار است سهام آنها را بخریم نیز بررسی می‌کنیم.		
		عدم توجه به صفات مشابه	اینطور نبوده که ما به این نتیجه رسیدیم که مثلاً یه صنعتی یا سهمی از نظر بنیادی شرکت خوبیه و حاضر باشیم تو هر قیمت یا هر شرایطی وارد بشیم.		
		عدم اتکا به روند مثبت سهام در صنعت	در معاملات هیچ‌وقت بواسطه این موضوع که صنعتی پیشرو بود و چند روز پشت سر هم مثبت خورده، شرکتهایی از آن گروه که اطلاعاتی راجع به اون نداشتم اقدام نکردم.		

این فرآیند برای بقیه ابعاد و مولفه‌ها نیز انجام شده است که نتایج تحلیل مصاحبه‌ها در قالب مدل شکل ۳ ارائه شده است.



شکل ۳. الگوی مفهومی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق

**تجزیه و تحلیل یافته‌های کمی.** پس از ارائه مدل در بخش قبل، در این بخش سعی شد تا مدل استخراج‌شده از متن مصاحبه‌ها مورد آزمون قرار گرفته و از اعتبار آن اطمینان حاصل گشته و سپس خصوصیات مختلف مدیران به لحاظ اهمیت اولویت‌بندی شود. بر این اساس پرسشنامه متشکل از خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق در نمونه آماری تحقیق توزیع شد و از تحلیل عاملی تأییدی به کمک نرم‌افزار آموس جهت میزان اعتبار مدل استخراج شده بهره گرفته شد؛ همچنین از آزمون فریدمن جهت میزان اولویت هر یک از ویژگی‌ها بهره گرفته شد که در ادامه نتایج این تجزیه و تحلیل‌ها ارائه شده است.

### الف) نتایج بررسی روایی (تحلیل عاملی تأییدی)

بررسی شاخص‌های کفایت نمونه‌گیری. شاخص KMO شاخصی از کفایت نمونه‌گیری است. این شاخص در دامنه صفر تا یک قرار دارد. اگر مقدار شاخص نزدیک به یک باشد، داده‌های مورد نظر برای تحلیل عاملی مناسب هستند و در غیر این صورت (معمولاً کمتر از ۰/۵) نتایج تحلیل عاملی برای داده‌های مورد نظر چندان مناسب نیستند. آزمون بارتلت بررسی می‌کند چه هنگام ماتریس همبستگی، شناخته شده (از نظر ریاضی ماتریس واحد و همانی) است و بنابراین برای شناسایی ساختار (مدل عاملی) نامناسب است. اگر سطح معناداری در آزمون بارتلت



کوچک‌تر از ۵٪ باشد تحلیل عاملی برای شناسایی ساختار مناسب است؛ زیرا فرض شناخته‌شده-بودن ماتریس همبستگی رد می‌شود. جدول ۲ نتایج این دو شاخص را برای سازه‌های مختلف پرسشنامه نشان می‌دهد.

جدول ۲. نتایج آزمون بارتلت و شاخص KMO برای ابعاد تحقیق

ابعاد	شاخص KMO	آزمون بارتلت
شخصیتی	۰/۷۲۶	۰/۰۰۰
فنی	۰/۸۳۷	۰/۰۰۰
مدیریتی	۰/۸۱۱	۰/۰۰۰
میان فردی	۰/۶۳۴	۰/۰۰۰
رفتاری	۰/۷۶۶	۰/۰۰۰

**بررسی روایی همگرا و روایی افتراقی.** پس از اطمینان از نرمال بودن داده‌ها به‌وسیله دو شاخص کسیدگی<sup>۱</sup> و کجی<sup>۲</sup> در نرم‌افزار آموس شاخص‌های اعتبار (روایی) سازه<sup>۳</sup> مدل، اعتبار همگرایی<sup>۴</sup> و اعتبار افتراقی<sup>۵</sup> است. در اعتبار همگرا هر یک از بارهای عاملی (ضرایب رگرسیونی) می‌باید معنادار و از ۰/۵ بزرگ‌تر یا مساوی باشد. در غیر این صورت باید حد مطلوب و قابل قبول روایی مرکب (CR) و میانگین واریانس استخراج شده (AVE) مورد بررسی قرار گیرد که حد مطلوب CR حداقل ۰/۷ و حد مطلوب AVE حداقل ۰/۵ است. در اعتبار افتراقی به‌منظور بررسی عدم همپوشانی بین سازه‌های پرسشنامه در ارتباط با گویه‌های مورد سنجش آن، همبستگی بین دو سازه نباید بیشتر از ۰/۹ باشد؛ همان‌گونه که در شکل ۴ مشاهده می‌شود همبستگی بین هیچ‌کدام از ابعاد در نظر گرفته شده بیشتر از ۰/۹ نیست. نتایج بررسی CR و AVE در دو ستون آخر جدول ۳ ارائه شده است. نتایج تحلیل عاملی تأییدی برای گویه‌ها به همراه شاخص‌های برازش مدل CFA در جدول ۳، ارائه شده است. این شاخص‌ها نشان از برازش مطلوب مدل‌های اندازه‌گیری داشته و معناداری بارشدن هر متغیر مشاهده‌شده به متغیر مکنون مربوطه مورد تأیید قرار گرفت.

1. Kurtosis
2. Skewness
3. Construct Validity
4. Convergent Validity
5. Discriminant Validity

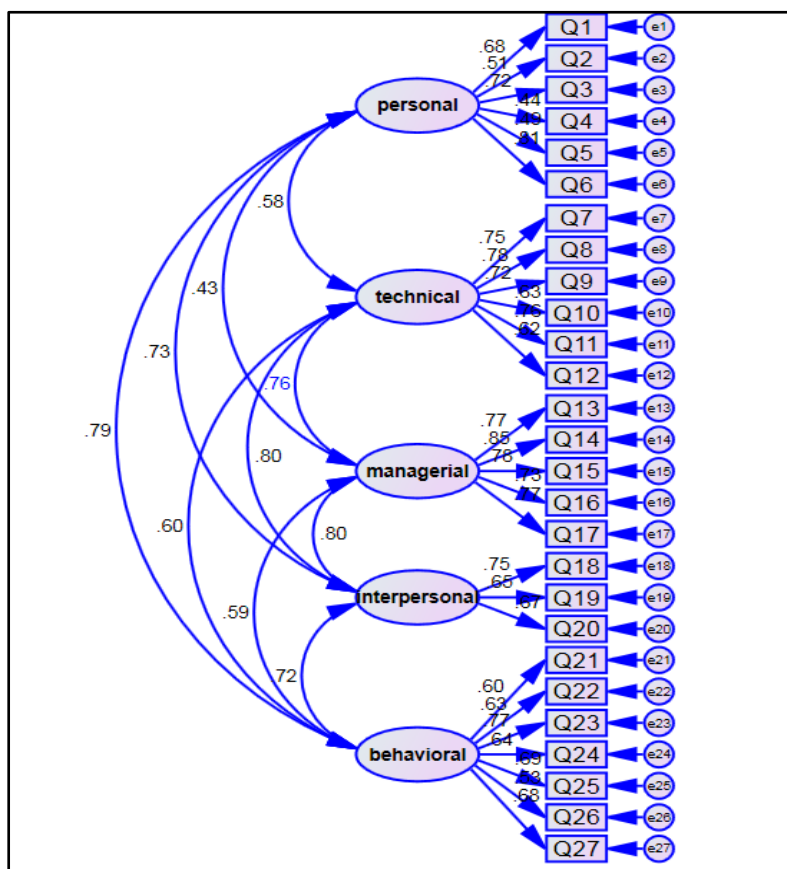
جدول ۳. نتایج تحلیل عاملی تأییدی (CFA)

ابعاد	مؤلفه	نماد	بار عاملی	معناداری	نتیجه	AVE	CR	الفای کرونباخ
شخصیتی	استقلال رأی	Q <sub>1</sub>	۰/۶۸۰	۰/۰۰۱	معنادار	۰/۵۸۱	۰/۸۴۵	۰/۷۶۸
	آینده‌گرایی	Q <sub>2</sub>	۰/۵۱۳	۰/۰۰۱	معنادار			
	ذهن تحلیل‌گر	Q <sub>3</sub>	۰/۷۱۶	۰/۰۰۱	معنادار			
	درون‌گرایی	Q <sub>4</sub>	۰/۴۳۹	۰/۰۰۱	معنادار			
	ریسک‌پذیری	Q <sub>5</sub>	۰/۴۹۴	۰/۰۰۱	معنادار			
	وظیفه‌شناسی	Q <sub>6</sub>	۰/۸۱۳	۰/۰۰۱	معنادار			
فنی	تحلیل جامع	Q <sub>7</sub>	۰/۷۵۱	۰/۰۰۱	معنادار	۰/۵۸۹	۰/۸۹۶	۰/۸۵۸
	تحلیل سطح خرد	Q <sub>8</sub>	۰/۷۸۰	۰/۰۰۱	معنادار			
	تحلیل سطح کلان	Q <sub>9</sub>	۰/۷۳۱	۰/۰۰۱	معنادار			
	تجربه مالی	Q <sub>10</sub>	۰/۶۳۱	۰/۰۰۱	معنادار			
	دانش تخصصی	Q <sub>11</sub>	۰/۷۶۳	۰/۰۰۱	معنادار			
	دانش عمومی	Q <sub>12</sub>	۰/۶۱۹	۰/۰۰۱	معنادار			
مدیریتی	برنامه‌ریزی	Q <sub>13</sub>	۰/۷۷۲	۰/۰۰۱	معنادار	۰/۶۸۴	۰/۹۱۵	۰/۸۸۴
	بودجه‌ریزی	Q <sub>14</sub>	۰/۸۴۵	۰/۰۰۱	معنادار			
	رهبری	Q <sub>15</sub>	۰/۷۸۲	۰/۰۰۱	معنادار			
	سازماندهی	Q <sub>16</sub>	۰/۷۳۶	۰/۰۰۱	معنادار			
میان فردی	قدرت تصمیم‌گیری	Q <sub>17</sub>	۰/۷۶۶	۰/۰۰۱	معنادار	۰/۶۴۸	۰/۸۴۶	۰/۷۱۸
	اطلاع‌یابی	Q <sub>18</sub>	۰/۷۵۴	۰/۰۰۱	معنادار			
	مهارت‌های ارتباطی	Q <sub>19</sub>	۰/۶۴۷	۰/۰۰۱	معنادار			
	مسئولیت در قبال ذی‌نفعان	Q <sub>20</sub>	۰/۶۷۵	۰/۰۰۱	معنادار			
رفتاری	غلبه بر سوگیری داشته‌بیش‌نگری	Q <sub>21</sub>	۰/۶۰۳	۰/۰۰۱	معنادار	۰/۵۱۰	۰/۸۷۹	۰/۸۳۵
	غلبه بر سوگیری زبان‌گزینی	Q <sub>22</sub>	۰/۶۲۹	۰/۰۰۱	معنادار			
	غلبه بر سوگیری فرااعتمادی	Q <sub>23</sub>	۰/۷۷۰	۰/۰۰۱	معنادار			
	غلبه بر سوگیری نماگری	Q <sub>24</sub>	۰/۶۴۳	۰/۰۰۱	معنادار			
	کنترل هیجانانگیز	Q <sub>25</sub>	۰/۶۹۵	۰/۰۰۱	معنادار			
	عدم توجه به شایعات	Q <sub>26</sub>	۰/۵۲۹	۰/۰۰۱	معنادار			
	چیرگی بر حرص و طمع	Q <sub>27</sub>	۰/۶۷۷	۰/۰۰۱	معنادار			

$$\chi^2 = 550.771; df = 314; \chi^2/df = 1.754, CFI = 0.905; TLI = 0.967; IFI = 0.916; RMR = 0.067; GFA = 0.891, RMSEA = .071$$

همان‌گونه که مشاهده می‌شود در مدل تحلیل عاملی برآزش‌یافته، بار عاملی همه مولفه‌های ابعاد معنادار شده‌اند؛ بنابراین هیچ یک از مولفه‌ها از فرآیند تجزیه و تحلیل کنار گذاشته نشد. مبنای معناداری مولفه‌ها این است که سطح معناداری برای آن‌ها زیر ۰/۰۵ باشد؛ لذا در نهایت، ۲۷ مؤلفه از پرسشنامه، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت؛ همچنین با توجه به اینکه بار عاملی بعضی از گویه‌ها علی‌رغم معناداری کمتر از ۰/۵ است؛ لذا جهت اطمینان بیشتر از روایی

همگرایی مدل مقدار دو شاخص CR و AVE برای تمامی ابعاد موردبررسی قرار گرفت که هر دو مقدار برای تمامی ابعاد به‌ترتیب بیشتر از  $0/7$  و  $0/5$  می‌باشند؛ بر این اساس و با توجه به نتایج به‌دست‌آمده می‌توان از روایی همگرایی پرسشنامه اطمینان حاصل کرد. همان‌گونه که اشاره شد در روایی افتراقی، همبستگی بین دو متغیر (بعد) نباید بیشتر از  $0/9$  باشد. این مهم در تحلیل-عاملی تأییدی با استفاده از روابط کواریانس بین ابعاد که در شکل ۴ نیز مشخص است حاصل شد؛ بنابراین می‌توان از روایی افتراقی اطمینان حاصل نمود.



شکل ۴. مدل اندازه‌گیری تحقیق

شایان ذکر است بررسی پایایی با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ صورت گرفت که مقدار ضریب برای متغیرهای تحقیق بعد از انجام روایی به شرح جدول ۳ (ستون آخر) ارائه شده است. با توجه به اینکه برای تمام ابعاد این مقدار بالای  $0/7$  است می‌توان گفت که ابزار از پایایی مناسب برخوردار است.

ب) رتبه‌بندی ابعاد و مولفه‌های مدیران. جهت رتبه‌بندی ابعاد خصوصیات مدیران سرمایه‌گذاری موفق نیز از آزمون فریدمن استفاده شد. همان‌گونه که نتایج جدول ۴ نیز نشان می‌دهد فرض یکسان بودن اولویت‌ها با توجه به کمتر شدن سطح معناداری از ۰/۰۵ رد می‌شود و این به آن معناست که این ابعاد دارای رتبه یکسانی نیستند. جهت بررسی ترتیب اولویت‌ها به مقدار میانگین رتبه‌ها در جدول ۵ مراجعه می‌شود که هرچه قدر میانگین رتبه بیشتر باشد آن عامل از نقش بیشتری برخوردار است. مطابق میانگین رتبه ابعاد مختلف که در جدول ۵ نشان داده شده است، عامل میان‌فردی دارای بیشترین اهمیت و عامل مدیریتی دارای کمترین اهمیت است. عامل شخصیتی، عامل رفتاری و عامل فنی نیز در رتبه‌های دوم تا چهارم قرار دارند.

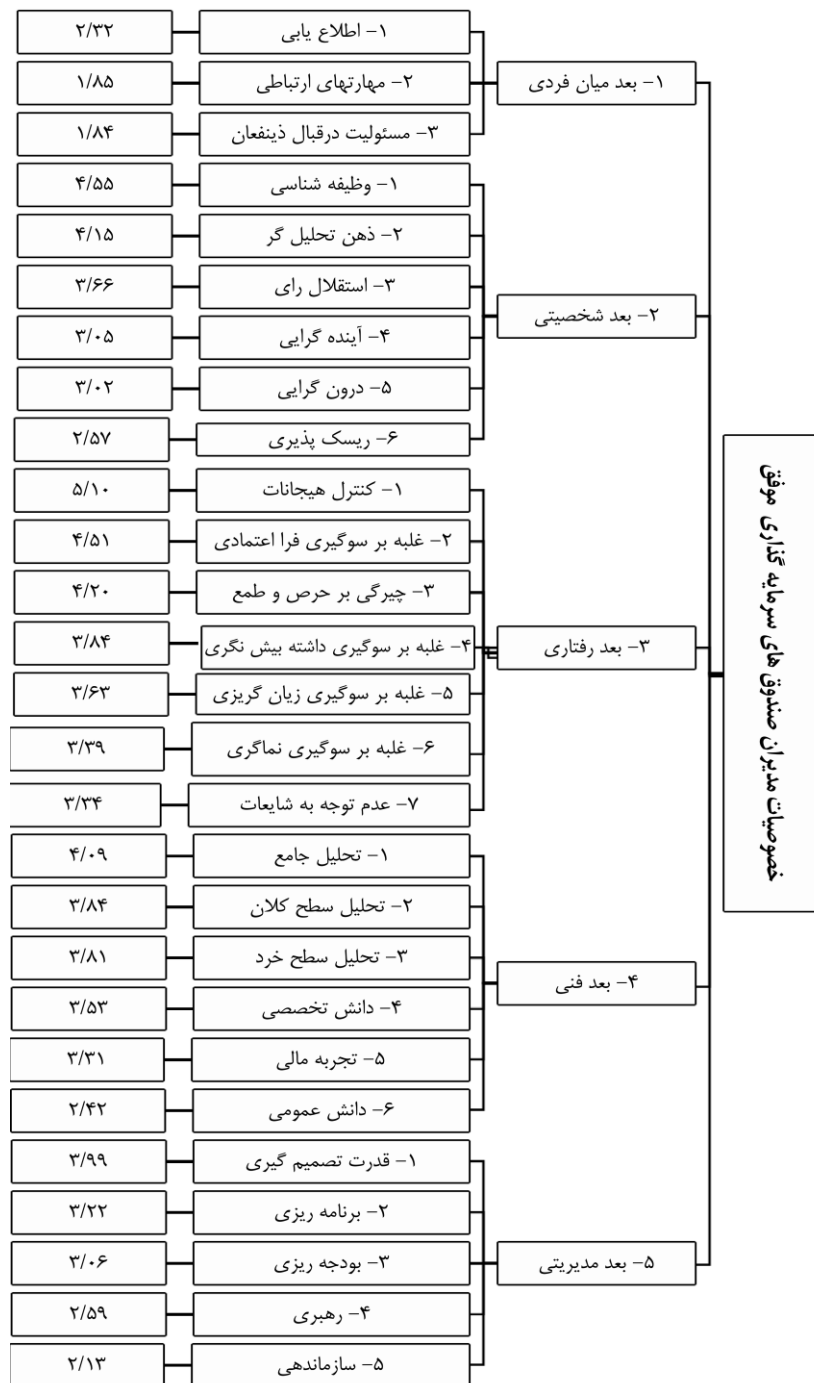
جدول ۴. نتایج توصیفی آزمون فریدمن

مقدار	شاخص
۱۰۸	تعداد
۲۲/۴۵۷	آماره کی دو
۴	درجه آزادی
۰/۰۰۰	سطح معناداری

جدول ۵. اولویت‌بندی ابعاد

اولویت	میانگین رتبه	ابعاد
دوم	۳/۲۱	شخصیتی
چهارم	۲/۶۷	فنی
سوم	۲/۹۴	رفتاری
اول	۳/۵۸	میان فردی
پنجم	۲/۶۰	مدیریتی

خلاصه رتبه‌بندی خصوصیات احصاء شده تحقیق به ترتیب اولویت در شکل ۵ نشان داده شده است.



شکل ۵. اولویت‌بندی ابعاد و مولفه‌های تحقیق

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف شناسایی و اولویت‌بندی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفت. این پژوهش به لحاظ روش تحقیق از روش آمیخته بهره برد و دارای دو مرحله بود که مرحله نخست با استفاده از روش تحلیل محتوای قراردادی و مرحله دوم با استفاده از روش تحلیل عاملی تأییدی و آزمون فریدمن انجام گرفت. یافته‌های پژوهش، خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق را در قالب پنج بعد «رفتاری»، «شخصیتی»، «فنی»، «مدیریتی» و «میان‌فردی» معرفی می‌کند.

بعد رفتاری به ویژگی‌هایی اشاره دارد که در تصمیم‌گیری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است. شاید یکی از مهم‌ترین ابعاد مدیران موفق را بتوان بعد رفتاری آنها در نظر گرفت. این بعد شامل مولفه‌هایی چون غلبه بر سوگیری‌های نماگری، فرااعتمادی، زیان‌گریزی و داشته‌بیش‌نگری، کنترل هیجانات، عدم توجه به شایعات و چیرگی بر حرص و طمع است. در این تحقیق، مؤلفه کنترل هیجانات به‌عنوان مهم‌ترین ویژگی شناسایی شد. با توجه به نتایج تحقیق می‌توان گفت، یکی از جدیدترین موضوعات در بازارهای مالی بحث مالی-رفتاری و غیرعقلایی رفتارکردن سرمایه‌گذاران است. مالی-رفتاری به مطالعه اینکه چگونه سرمایه‌گذاران به‌هنگام تصمیم‌گیری دچار خطاهای ادراکی، احساسی، شناختی، ذهنی و ... می‌شوند، می‌پردازد که این موضوع با عنوان «سوگیری‌های رفتاری» مطرح می‌شود. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که مدیران سرمایه‌گذاری موفق به لحاظ رفتاری قادرند بر چهار سوگیری رفتاری که مبتلابه اغلب سرمایه‌گذاران می‌باشد، غلبه کنند.

بعد شخصیتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره به ویژگی‌ها و صفات نسبتاً پایدار این مدیران دارد که با گذر زمان کمتر دستخوش تغییر می‌شود، به بیانی دیگر ویژگی‌های شخصیتی به ویژگی‌های پایداری که رفتار یک فرد را تعیین می‌کند، گفته می‌شود. در بعد شخصیتی، مؤلفه وظیفه‌شناسی رتبه اول را به‌دست آورد و مولفه‌های ذهن تحلیل‌گر، استقلال رأی، آینده‌گرایی، درون‌گرایی و ریسک‌پذیری به ترتیب در رتبه‌های بعدی قرار گرفتند.

بعد فنی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پایه و اساس انجام صحیح یک شغل را تشکیل داده که با توجه به نوع شغل نیز متفاوت است. بر اساس نتایج کمی تحقیق، مؤلفه تحلیل جامع بالاترین رتبه اهمیت را به‌دست آورد و پس از آن تحلیل سطح کلان، تحلیل سطح خرد، دانش تخصصی، تجربه مالی و دانش عمومی به ترتیب اهمیت قرار گرفتند. در میان مدل‌های مربوط به شایستگی که توسط محققان مختلف مانند تریولاس و دریموسیس (۲۰۱۳)، فانگ و همکاران (۲۰۱۰)، هوشیار و همکاران (۱۳۹۱) و سایر پژوهشگران مطرح شده است، حوزه فنی شایستگی به‌عنوان یکی از حوزه‌های شایستگی به چشم می‌خورد که با این بعد مشابهت دارد.

بعد مدیریتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری ویژگی‌هایی است که از حیث مدیریتی به فرآیند بکارگیری کاراً و اثربخش منابع مادی و انسانی منجر خواهد شد. طبق یافته‌های تحقیق مؤلفه قدرت تصمیم‌گیری رتبه اول را به لحاظ اهمیت در این بعد به‌دست آورد. حوزه مدیریتی شایستگی یکی از حوزه‌های شایستگی است که در مدل‌های مختلف شایستگی و توسط محققان مختلف ارائه شده است که با این بعد قرابت دارد [۳۵، ۱۱، ۱۴].

بعد میان‌فردی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصیتی است که در آن مدیران صندوق با بقیه افراد چه در داخل محیط کار و یا چه در خارج از محیط کار در تعامل و ارتباط هستند. در بعد میان‌فردی، مؤلفه اطلاع‌یابی بالاترین رتبه را به‌دست آورد و سپس مؤلفه‌های مهارت‌های ارتباطی و مسئولیت در قبال ذی‌نفعان در رتبه‌های بعدی قرار گرفتند. در تحقیقات مینتزرگ (۱۹۷۳) در خصوص نقش‌های مدیران نیز این بعد با عنوان «نقش‌های بین شخصی» به چشم می‌خورد [۲۶].

از نتایج این مطالعه می‌توان این‌گونه استنباط نمود که اکثر خصوصیات احصاء شده مدیران سرمایه‌گذاری موفق منحصربه‌فرد هستند و به شخص مدیر سرمایه‌گذاری تعلق دارد نه به سازمان، یعنی فرد مالک این ویژگی‌ها و مهارت‌ها است. به بیانی دیگر، چنانچه این مدیر از سازمان برود، مهارت‌ها، توانایی‌ها، دانش و استعدادهاش را نیز با خود خواهد برد و به تبع آن در صورتی که سازمان نتواند فردی شایسته را جایگزین کند، صندوق سرمایه‌گذاری تحت مدیریت آنها از عملکرد و بازدهی گذشته محروم شده و رو به افول خواهد گذاشت؛ زیرا بیشتر عملکرد این صندوق‌ها قائم به شخص است. نتیجه آنکه مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق دارای توانمندی‌ها، مهارت‌ها و ویژگی‌هایی هستند که منحصربه‌فرد بوده و به راحتی قابل تقلید نیست و برای سازمان خود مزیت رقابتی ایجاد کرده و از این منظر سرمایه‌انسانی سازمان محسوب می‌شوند.

با توجه به اینکه معیار انتخاب مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری توسط سازمان بورس در حال حاضر بر مبنای معیارهای کلیشه‌ای همچون گواهینامه‌های بورسی، تحصیلات و سابقه کار می‌باشد، استفاده از نتایج پژوهش حاضر به‌طور ویژه به هنگام کارمندیابی، جذب و گزینش مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند به‌عنوان خطوط راهنما منظور شود. علاوه بر این، مدیران ارشد شرکت‌های کارگزاری و تأمین سرمایه می‌توانند با در نظر گرفتن خصوصیات شناسایی شده در این تحقیق که حکایت از سیمای مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران دارد، به برنامه‌ریزی در جهت توسعه شایستگی‌ها و توانمندی‌های مدیران پرداخته و در نتیجه، بالندگی و عملکرد بهتر آنان را در صندوق سرمایه‌گذاری فراهم نمایند؛ چرا که ممکن است مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری فقط بر برخی از ویژگی‌ها مهارت داشته باشند.

## منابع

1. Abasi, A. & Goldi, A. (2011). The Influences survey of the Intellectual Capital elements efficiency on the firms Financial Performance in Tehran Stock Exchange. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 17(60): 57-74.
2. Amiri, Gholamreza & Abed, Ameneh. (2014). Analyzing the Performance of Iran Mutual Funds. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 2(8): 21-41.
3. Arabmazar, M. Mashayekh, Sh. (2006). Investigating the Performance of Investment Companies Registered at Tehran Stock Exchange during 1996-2006. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 12(4): 41-60.
4. Baghdadabad, M. Habibi, F. & Halid, N. (2011). A study on small investor's behavior in choosing stock, case study: Kuala-Lumpur stock market. *African Journal of Business Management*, 5(27): 11082-1109.
5. Bontis, N., Dragonetti, N.C., Jacobsen, K., & Roos, G. (1999). The knowledge Toolbox: A review of the Tools Available to Measure and Manage Intangible Resources. *European Management Journal*, 17(4): 391-402.
6. Boon, C., Eckardt, R., Lepak, D. P., & Boselie, P. (2017). Integrating strategic human capital and strategic human resource management. *The International Journal of Human Resource Management*: 1-34.
7. Butterfield, K. D., Trevino, L. K., & Ball, G. A. (1996). Punishment from the manager's perspective: a Grounded Investigation and Inductive Model. *Academy of Management Journal*, 39(6): 1479-1312.
8. Chandra, A. & Ravinder, K. (2011). *Determinants of individual investor behavior: An orthogonal linear transformation approach*. Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi.
9. Crocker, A., & Eckardt, R. (2014). A Multilevel Investigation of Individual and Unit-Level Human Capital Complementarities. *Journal of Management*, 40(2): 509-530.
10. Doong, S. C., Fung, H. G., & Wu, J. Y. (2010). Are social, financial, and human capital value enhancing? Evidence from Taiwanese firms. *International Review of Economics and Finance*, Article in press.
11. Fang, C.H., Chang, S.T., and Chen, G.L. (2010). Competency development among Taiwanese healthcare middle manager: A test of the AHP approach. *African Journal of Business Management*, 4(13): 2845-2855.
12. Gates, S., & Langevin, P. (2008). Human capital measures, strategy, and performance. *Educating entrepreneurs for the world*. Mai.
13. Hendricks, L. (2002). How important is Human Capital for Development? *American Economic Review*, 92(1): 198-219.
14. Hoshyar, Vajihe & Rahimnia, Fariborz. (2014). Developing a competency Model of Managers in the Banking System. *Journal of Development Evolution Management*, 13: 55-68.
15. Hsieh, H.F., and Shannon, S.E. (2005). Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative Health Research*, 15(9): 1277-1288.
16. Iman, M.T. & Noshadi, M.R. (2012). Qualitative content analysis. *Pazhuhesh Journal*, 3(2): 15-44.
17. Khajesarvi, M. Ebrahimi, M. & Eslami, S. (2015). Investigate the relationship between human resources expertise (fund manager) and their performance. Thesis of Master of Islamic Azad University, Yazd Branch.



18. Khodaei, M. & Fooladnia, E. (2011). Portfolio management performance assessment with emphasis on Unfavorable risk framework in investment companies registered at Tehran stock exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 5: 67-90.
19. Kim, T., Yoo, J. J. E., & Lee, G. (2010). The HOINCAP scale: measuring intellectual capital in the hotel industry. *The Service Industries Journal*, First published on: 28 September 2010 (iFirst).
20. Lee, Y. (2010). Exploring high-performers' required competencies, *Expert Systems with Applications*, 37: 434-439.
21. Lepak, D. P. and Snell, S. A. (1999). The human resource architecture: toward a theory of human capital allocation and development. *Academy of Management Review*, 24: 31-48.
22. Lim, L. L. K., Chan, C. C. A., & Dallimore, P. (2010). Perceptions of Human Capital Measures: From Corporate Executives and Investors, *Journal of Business Psychology*, 25: 673-688.
23. Liu, K. (2014). Human Capital, Social Collaboration, and Patent Renewal within U.S. Pharmaceutical Firms. *Journal of Management*, 40(2): 616 – 636.
24. Mahoney, J. T., & Kor, Y. Y. (2015). Advancing the human capital perspective on value creation by joining capabilities and governance approaches. *The Academy of Management Perspectives*, 29(3): 296-308.
25. Martin, W. J. (2000). Approaches to the measurement of the impact of knowledge management programmes. *Journal of Information Science*, 26(21): 21-27.
26. Mintzberg H. (1973). Managerial work: analysis from observation. *Management science*, 18 / 2: 97-110.
27. Nazarpour, M. & Ebrahimi, M. (2010). Designing an Islamic Mutual Fund in the capital market. *Journal of Islamic Economy*. 3(33): 63-94.
28. Nikbakht, M. Kargari, Y. & Davarzadeh, M. (2015). A study on how managers of mutual funds invest in Iran (With an approach based on technical & fundamental analysis and Modern Portfolio Theory). *Journal of Investment knowledge*. 3(11): 165-178.
29. Nili, M. & Nafisi, Sh. (2004). Relationship between Human Capital and Economic Growth with Emphasis on the Role of Distribution of Workforce Education in Iran from 1967 to 2001. *Journal of Economic Research*. 5(17): 1-31.
30. Nyberg, A., Moliterno, T., Hale, D., & Lepak, D. (2014). Resource-based perspectives on unit-level human capital: A review and integration. *Journal of Management*, 40(1): 317-349.
31. Sanginian, Ali. (2005). *Overview of the types of Mutual funds*. Tehran: Iran Capital Market Research and Development Center.
32. Shalbah yazdi, S.V., Nazemi, Sh., Mortazavi, S. & Rahimnia, F. (2017). Inquiring into Characteristics of Successful Investment Managers in Iran: Human Capital Approach. *Public Management Researches*. 9(33): 85-112.
33. Subramaniam, M., & Youndt, M. (2005). The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities. *Academy of Management Journal*, 48: 450-463.
34. Switzer, L. N., & Huang, Y. (2007). How does human capital affect the performance of small and mid-cap mutual funds? *Journal of Intellectual Capital*, 4(8): 666-681.
35. Trivellas, P. Drimoussis, C. (2013). Investigating Leadership Styles, Behavioural

and Managerial Competency Profiles of Successful Project Managers in Greece.  
*Social and Behavioral Sciences*, 73: 692 – 700.

باسمه تعالی

راهنمای فرم اشتراک فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی  
دانشکده مدیریت و حسابداری  
دانشگاه شهید بهشتی

مخاطب گرامی

در صورت تمایل به اشتراک سالانه فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی، خواهشمند است برگ درخواست ذیل را به دقت تکمیل نموده و هزینه اشتراک سالانه را به حساب ۰۳۴۲۲۸۲۵۵۵ بانک تجارت شعبه دانشگاه شهید بهشتی به نام درآمدهای اختصاصی دانشگاه شهید بهشتی واریز و به همراه اصل فیش بانکی به نشانی تهران - دانشگاه شهید بهشتی - دانشکده مدیریت و حسابداری، کدپستی ۱۹۸۳۹۶۳۱۱۳ ارسال فرمائید.

دورنگار: ۲۲۴۳۱۶۴۴      تلفن: ۲۹۹۰۳۱۳۶

هزینه اشتراک سالانه برای تهران: ۸۰۰۰۰۰ ریال

هزینه اشتراک سالانه برای شهرستان: ۸۵۰۰۰۰ ریال



فرم اشتراک فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی

به پیوست فیش بانکی شماره \_\_\_\_\_ به مبلغ \_\_\_\_\_ ریال بابت حق اشتراک سالانه فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی ارسال می گردد.

نام خانوادگی: \_\_\_\_\_ نام سازمان یا مؤسسه: \_\_\_\_\_  
نام: \_\_\_\_\_ نشانی: \_\_\_\_\_  
صندوق پستی: \_\_\_\_\_ تلفن تماس: \_\_\_\_\_  
کد پستی: \_\_\_\_\_ پست الکترونیکی: \_\_\_\_\_