



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۶ / شماره ۲ (پیاپی ۶۲) / تابستان ۱۴۰۶
صفحه ۶۱ تا ۸۴

مفهوم‌سازی و عملیاتی کردن سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام

سیف الدین غلامی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
Safaddin.golami@yahoo.com

نادر رضایی

دانشیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران (نویسنده مسئول)
naderrezaeiandoab@gmail.com

رسول عبدی

استادیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
abdi_rasool@yahoo.com

وحید آقاپورامین

استادیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
Vah_50@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۰/۱۲

چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، با گردآوری منابع مالی و سرمایه‌گذاری آن مبالغ در انواع دارایی‌های مالی، به عنوان یک واسطه‌گر از توان بالقوه‌ای برای مشارکت در اقتصاد کشور برخوردارند بطوریکه با توسعه و افزایش ضریب نفوذ، موجبات افزایش سرمایه‌گذاری مولد می‌گردند. در این راستا، رشد و توسعه آنها به لحاظ تعداد و هم پرتفوی موجب گردیده است تا اهمیت مدیریت و نظارت مالی بر فعالیت صندوق‌ها، نمایان‌تر گردد. بدین منظور، فرآیند مدیریت دارایی بدهی بطور معمول می‌تواند برای پرتفوی‌ها و طرح‌های سرمایه‌گذاری اعمال شود لیکن تاکنون سازوکارهای آن در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مفهوم‌سازی و عملیاتی نشده است. این پژوهش با معرفی چهار سازوکار مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مولفه‌هایی را جهت ارزیابی آنها در این صندوق‌ها در معرض آزمون قرار می‌دهد. در این پژوهش کاربردی، توصیفی و پیمایشی برای ارزیابی مولفه‌های پیشنهادی از نظرات افراد با دانش و سابقه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در قالب پرسشنامه محقق ساخته استفاده گردید نتایج پرسشنامه با روش تحلیل عاملی تاییدی مورد ارزیابی قرار گرفت نتایج آزمون نشان دهنده مولفه‌های پیشنهادی جهت توضیح سازوکارهای تطبیق جریان‌های نقدی، مصون‌سازی، تحلیل مالی پویا و آزمون جریان‌های نقدی می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: تطبیق جریان‌های نقدی، مصون‌سازی، تحلیل مالی پویا، آزمون جریان‌های نقدی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام.

۱- مقدمه

هدف از مدیریت ترازنامه یا به عبارتی مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها به حداکثر رساندن ثروت سهامداران می‌باشد. ریسک و بازدهی دو عامل تاثیرگذار در حداکثرسازی ثروت سهامداران است (محمدپورزندی و همکاران، ۱۳۹۲). با مدیریت بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های ترازنامه، می‌توان سود را حداکثر و انواع ریسک‌های آن را حداقل نمود و بدین وسیله، ثروت سهامداران را افزایش داد (ایزدی‌نیا و دیگران، ۱۳۹۶). مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها به طرق مختلفی تعریف شده است. برخی از تعاریف ارائه شده، توسط موسسات مالی برجسته‌ای است که پیام اصلی این روش بهینه‌سازی را نشان می‌دهد. مدیریت دارایی بدهی، فرآیند مدیریت حاشیه بهره خالص در محدوده ظرفیت تحمل ریسک کلی موسسه است که در آن حاشیه بهره خالص از معیارهای ارزیابی عملکرد است و از تقسیم نمودن تفاوت بین بهره دریافتی و بهره پرداختی به متوسط کل دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده بدست می‌آید (علیرضایی، محقق‌نیا و یوسفی، ۱۳۹۷). سیاسی و همکاران آن را فرآیند برنامه ریزی، هدایت و کنترل جریان و سطح هزینه‌ها و بازدهی به منظور دستیابی به اهداف مالی و کنترل ریسک‌های مالی تعریف کرده‌اند (سیاسی، حسنی و سلمانیان، ۱۳۹۶) بدین ترتیب مدیریت دارایی و بدهی رویه‌ای است که توسط مؤسسات مالی برای کاهش ریسک‌های مالی ناشی از عدم تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها استفاده می‌شود.

مدیریت دارایی و بدهی فرآیندی تعریف شده است که در آن کلیه دارایی‌ها و بدهی‌ها به طور همزمان به صورت یکپارچه مدیریت و کنترل می‌گردد (محمدپورزندی و همکاران، ۱۳۹۲) مدیریت کلی ترازنامه شامل برنامه‌ریزی و اجرای راهبردی فرآیندهای کنترلی می‌باشد که بر حجم، ترکیب، سررسید، حساسیت نرخ بهره، کیفیت و نقدینگی تاثیر می‌گذارد (کاویانی و فخرحسینی، ۱۴۰۲). استراتژی‌های مدیریت دارایی و بدهی ترکیبی از مدیریت ریسک و برنامه‌ریزی مالی را به کار می‌گیرند و شامل مجموعه‌ای از ابزارها و روش‌های فنی است که برای سهامداران ایجاد ارزش نموده و نیز کنترل و نظارت بر ریسک را تضمین می‌نماید (فخرحسینی و کاویانی، ۱۴۰۱).

روش مدیریت دارایی و بدهی یک نسخه همگرا از چندین روش است که با موفقیت توسط موسسات مالی در سراسر جهان در دو تا سه دهه گذشته برای مقاومت در برابر فشار محیط مالی بسیار ناپایدار جهانی جهت مدیریت منابع، و جوه با توجه به سودآوری، نقدینگی، کفایت سرمایه و نیز پیروی از مقررات به کار گرفته شده است. اگرچه این فرآیند در عمل بسیار پیچیده می‌باشد، اما یکی از راه حل‌های موسسات مالی در چارچوب رقابتی برای بقا می‌باشد محیطی که نیاز به توجه بر مدیریت کل ترازنامه دارد به عبارتی دیگر راز موفقیت این موسسات تحت محیط‌های رقابتی و پویا به تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها از نظر نرخ و سررسید با هدف دستیابی به بازدهی بهینه وابسته است (فرنیان، رهنمای رودپشتی و ترابی، ۱۴۰۰). مدیریت دارایی و بدهی رویکردی است با بکارگیری روش‌هایی با فرمول‌بندی دقیق که می‌تواند از موسسه‌ای به موسسه دیگر متفاوت باشد و در آن برنامه‌ریزی روز به روز، هفته به هفته مدیریت ترازنامه برای دستیابی به اهداف مالی با توجه بیشتر به سودآوری انجام می‌پذیرد (لبافی، دارابی و صراف، ۱۳۹۹).

¹ Net interest margin

از آنجایی که موسسات مالی مانند بانک‌های تجاری و شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیشتر در معرض ریسک‌های بازار، نقدینگی، اعتباری، نرخ ارز، سوداگرانه، عملیاتی و حقوقی قرار دارند، مدیریت ریسک دارایی‌ها و بدهی‌ها رکن اساسی فعالیت در این نوع صنایع می‌باشد و مدیریت بهینه آنها مستلزم تجزیه و تحلیل موثر فعالیت این موسسات و شناخت کافی و ارزیابی مناسب از ریسک‌های موجود است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از موسسات مالی نقش مهمی در واسطه‌گری مالی ایفا می‌کنند صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یک صندوق سرمایه‌گذاری با مدیریت حرفه‌ای است که پول بسیاری از سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهاداری مانند سهام، اوراق قرضه و بدهی‌های کوتاه مدت و سایر دارایی‌های مالی جمع‌آوری می‌کند. دارایی‌های ترکیبی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان پرتفوی آن شناخته می‌شود (عادلی، ۱۳۹۵).

بازدهی پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت تاثیر مدیریت دارایی و بدهی در قالب انتخاب ترکیب سبد دارایی و بدهی و سایر شرایط اقتصادی است، به نحوی که انتخاب یک سبد دارایی ریسکی یا با ریسک کمتر یا راهبرد تامین مالی مانند اتکا به منابع ناپایدار یا پایدار، می‌تواند آن را در معرض خطر یا موفقیت قرار دهد (احمدیان، ۱۳۹۶). مدیریت دارایی بدهی با معرفی سازوکارهای مختلف این امکان را در اختیار صندوق‌های سرمایه‌گذاری قرار می‌دهد تا مدیریت بهتر ریسک و بازدهی را داشته باشند. ابزارهای تطبیق جریان‌های نقدی^۱ برای همگام سازی سررسیدهای دارایی‌ها و بدهی‌ها، مصون‌سازی^۲، جهت مدیریت ریسک‌های مرتبط با تغییرات متوازن در منحنی بازدهی، آزمون جریان‌های نقدی^۳، به عنوان یک چارچوب تحلیلی پیش‌بینی و مقایسه زمان و مقادیر جریان‌های نقدی که در پی سناریوهای مختلف اقتصادی حاصل می‌شود و تحلیل مالی پویا^۴، که نتایج مالی را تحت انواع سناریوهای ممکن طرح ریزی می‌نماید. اگرچه مدیریت دارایی و بدهی و چگونگی کارکرد ابزارهای آن می‌تواند به عنوان یک بدیل مناسب در مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به حساب آید و انتخاب سازوکار عملی در قالب مدیریت دارایی بدهی که ریسک نقدینگی، ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز و ریسک اعتباری را کاهش دهد و سودآوری و امنیت مالی را متعادل نماید، برای صندوق سرمایه‌گذاری بسیار مهم می‌باشد. لیکن این مهم کمتر در ادبیات پژوهش مالی مورد توجه قرار گرفته است بنابراین در این پژوهش سعی می‌گردد با پرداختن به این مساله هم یک راهکار عملیاتی جهت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارائه شود و کارکرد ابزارهای آن در این فضای کسب و کاری مورد ارزیابی قرار گیرد.

مبانی نظری پژوهش

مفهوم مدیریت دارایی بدهی در نهادهای مالی پس از توسعه بازارهای مالی و مواجهه این نهادها با ریسک‌های مختلف اهمیت قابل توجهی پیدا کرده است. علاوه بر این، تغییرات سریع نرخ بهره و سایر پارامترهای کلان اقتصادی مفهوم مدیریت دارایی بدهی را در سال‌های اخیر برجسته نموده است بسیاری از تکنیک‌های مدیریت

¹ Cash flow matching

² Immunization

³ Cash flow testing

⁴ Dynamic financial analysis

دارایی‌ها و بدهی‌ها در دهه‌های هفتم و هشتم قرن بیستم در کشورهای توسعه‌یافته به‌عنوان پاسخ راهبردی موسسات مالی و سرمایه‌گذاری به فشار تورمی، نوسانات نرخ‌های بهره و رکود شدیدی که اقتصاد جهانی را در آن دوره رقم زد، پدید آمد (ایزدی‌نیا و دیگران، ۱۳۹۶).

توصیه‌های کمیته‌ها و کمیسیون‌های مشورتی در مورد اصلاحات بخش مالی که در این چند دهه اخیر ارائه شده است، راه را برای استانداردهای نظارتی جدید، و توسعه سیاست داخلی بهتر در بخش مالی هموار کرده است و نقشه راهی برای مدیریت دارایی و بدهی بوده است (ستایش و فتحه، ۱۳۹۶). همراه با این پیشرفت‌ها، یک روش جامع برای مدیریت کل ترازنامه موسسات مالی، من جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری به شیوه‌ای منسجم و هماهنگ تحت عنوان مدیریت دارایی و بدهی، ایجاد شده است چرا که این موسسات همواره در حال تدارک مقابله با لغزش‌ها و شکست‌ها ناشی از نادیده گرفتن ریسک‌های مربوطه هستند (نجفی، ۱۳۹۶). انتظار می‌رود این روش‌ها به مرور بهبود یافته تا به این موسسات در اجرای موثر فرآیند مدیریت دارایی بدهی کمک نماید. نهادهای نظارتی و حاکمیتی حوزه‌های مالی، سیستم مدیریت دارایی بدهی را به عنوان بخشی از مکانیزم مدیریت ریسک و کنترل در بخشنامه‌ها و دستورالعمل‌های خود معرفی کرده‌اند. طبق این دستورالعمل‌های تفصیلی، مدیریت موسسات مالی ملزم به تهیه و ارائه اظهارنامه‌ها و اتخاذ روش‌ها و رویه‌های مدیریت دارایی بدهی به طور جامع می‌باشند. مدیریت دارایی بدهی به عنوان یک سیستم مدیریت ریسک جامع، به صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌کند تا انواع مختلف ریسک‌های مرتبط با عملیات صندوق مانند ریسک نقدینگی، ریسک اعتباری، ریسک نرخ بهره و ریسک عملیاتی، را مدیریت کنند و بر این موضوع تمرکز دارد که ریسک و بازدهی به طور مستقیم با هم مرتبط هستند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نباید کسب و کار خود را فراتر از محدودیت‌های تحمل ریسک گسترش دهند، حتی اگر کسب و کار سودآور باشد (آقاسی، مهرگان و آسیما، ۱۳۹۸).

همانطوریکه در سطور بالا اشاره شد، مفهوم مدیریت دارایی بدهی در ایالات متحده آمریکا و کانادا در دهه هفتم قرن بیستم توسعه داده شد (آدام، ۲۰۰۸) و این امر به محیط مالی ناپایدار، پیشرفت فناوری و مقررات زدایی کلی در سیستم مالی نسبت داده شده است. رقابت شدید و الزامات سخت‌گیرانه تأمین، عملیات مالی و سرمایه‌گذاری را به یک تجارت پر ریسک تبدیل کرده بود. در این شرایط نیاز به روشی وجود داشت که بتواند دارایی‌های سودمند مختلف را به گونه‌ای مدیریت نماید که منجر به هزینه کمتر و بازدهی بیشتر شود تا سود سرمایه‌گذاران را به حداکثر برساند. مدیریت دارایی بدهی یکی از این روش‌ها بود که در تطبیق بدهی‌های کوتاه‌مدت با دارایی‌های کوتاه‌مدت، بدهی‌های میان‌مدت و بلندمدت با دارایی‌های میان‌مدت و بلندمدت نقش ایفا می‌کرد (قاسمی، بهرامی و شعبانی، ۱۳۹۷) دامنه و هدف این روش در راستای نقش یک موسسه مالی بود که پول به دست آمده (سرمایه) را به دارایی‌های بلندمدت (سرمایه‌گذاری اوراق بهادار، و سایر دارایی‌های مالی) تبدیل می‌کند و همیشه در معرض خطر بدست نیابردن بازدهی مورد انتظار و از دست رفتن سرمایه قرار دارد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری هستند که به سرمایه‌گذار امکان می‌دهند سرمایه خود را با سرمایه‌گذاران دیگر بر مجموعه‌ای از سهام، اوراق قرضه یا سایر اوراق بهادار سرمایه‌گذاری نمایند که ممکن است بازآفرینی آن‌ها به تنهایی دشوار باشد که اغلب با عنوان پورتفولیو نامیده می‌شود. قیمت صندوق سرمایه‌گذاری

مشترک، که به عنوان ارزش خالص دارایی آن نیز شناخته می‌شود، بر اساس ارزش کل اوراق بهادار موجود در پرتفوی، تقسیم بر تعداد سهام موجود در صندوق تعیین می‌گردد. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مدیریت فعال، تصمیم‌گیری برای خرید و فروش اوراق بهادار توسط یک یا چند مدیر پورتفولیو با حمایت تیم‌هایی محقق می‌گردد. هدف اصلی یک مدیر پورتفولیو جستجوی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که به صندوق کمک کند تا از معیار و هدف خود که عموماً برخی از شاخص‌های بازار^۱ است پیشی بگیرد. یکی از راه‌های تشخیص عملکرد یک مدیر صندوق، نگاه کردن به بازدهی صندوق نسبت به این معیار است (خدارحمی، احمدی‌نیا و داغانی، ۱۳۹۰).

به طور کلی، صندوق سرمایه‌گذاری از دو منبع، الف) درآمدهای حاصل از سبد دارایی‌های خود (درآمد سرمایه‌گذاری و افزایش ارزش پرتفوی) و ب) مشارکت، برای تأمین مالی استفاده می‌کند (بن‌دیوید و دیگران، ۲۰۲۲). مشارکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران صندوق انجام می‌گیرد سرمایه‌گذاران می‌توانند اشخاص حقیقی، نهادهای سرمایه‌گذاری و یا ترکیبی از آنها باشد بدین ترتیب در مقاطع زمانی معین، ارزش دارایی‌های صندوق با دریافت مشارکت‌ها و با افزایش ارزش دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده افزایش یافته و با پرداخت سود کاهش می‌یابد این وظیفه مدیر صندوق است که این روند را به گونه‌ای متعادل سازد که صندوق دارای استانداردهای پرداخت مناسبی باشد و همه پرداخت‌های سود در حال و آینده به موقع انجام گیرد.

عوامل مهمی که مشخص می‌کند آیا صندوق موفق به انجام وظایف خود شده است یا خیر، از یک طرف، میزان مشارکت (سرمایه‌گذاری) و تخصیص دارایی‌ها بر طبقات دارایی است که صندوق مایل به سرمایه‌گذاری در آنها می‌باشد. این تخصیص با عنوان ترکیب دارایی نامیده می‌شود که در نهایت میزان بازدهی پرتفوی صندوق را تعیین می‌کند. از سوی دیگر، عامل ریسک متغیری تاثیرگذار در ارزیابی عملکرد صندوق‌ها می‌باشد که در نظریه مدرن پرتفوی ساختاری برای اندازه‌گیری آن ایجاد شد در واقع هدف مدیریت دارایی و بدهی، تقویت کیفیت و کمیت دارایی‌ها را با در نظر گرفتن ریسک آنها جهت مدیریت آینده و مدیریت ریسک و نه حذف آن نیز است (کاوایانی و فخرحسینی، ۱۴۰۲).

این تصمیمات را نمی‌توان آزادانه گرفت سطح مشارکت‌ها باید به گونه‌ای تنظیم شود که حامی صندوق بتواند و مایل به پرداخت آن باشد. در اصل، صندوق در انتخاب ترکیب دارایی خود محدودیتی ندارد. با این حال، برداشت‌های پذیرفته شده‌ای از ترکیب دارایی‌های قابل قبول وجود دارد که در عمل منجر به ایجاد مرزهای بالا و پایین در درصد دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده در هر دسته از دارایی‌ها می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان بر اساس راهبردهای مدیریتی، نوع فعالیت، هدف از ایجاد آن، ترکیب دارایی‌ها و نوع ابزارهای مورد استفاده در بازارهای مالی، پوشش ریسک و در نتیجه میزان ریسک و بازده به انواع مختلفی طبقه‌بندی نمود (خدارحمی، احمدی‌نیا و داغانی، ۱۳۹۰). برای درک بهتر مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری لازم است شناخت درست و کاملی از انواع صندوق‌ها و بیانیه سیاست‌های سرمایه‌گذاری^۲ (تخصیص سرمایه در دارایی‌های مالی) در آنها حاصل آید. در بین انواع صندوق سرمایه‌گذاری، صندوق‌های

^۱ مانند شاخص کل بازار

^۲ Investment Policy Statement

سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط، و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کالایی، پرمخاطب‌ترین صندوق‌ها هستند (طاهری، ۱۳۹۶).

از آنجایی که یکی از مزیت‌های بزرگ صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان واسطه‌های مالی و سرمایه‌گذاری، متنوع بودن آنهاست و برای انواع سلیقه‌های سرمایه‌گذاری با هر درجه ریسک‌پذیری، نوعی فرصت سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها وجود دارد و در اصل، تفاوت مهم آنها در ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌هایشان می‌باشد. و این صندوق‌ها علاوه بر سطوح مختلف بازدهی و ریسکی که دارند در شروط دیگر سرمایه‌گذاری نیز گاهاً براساس بیانیه سیاست‌های سرمایه‌گذاری از هم متفاوت می‌باشند لذا سیاست‌های اتخاذی آنها در رابطه با مدیریت بهینه دارایی بدهی متفاوت خواهد بود و عوامل تاثیرگذار بر آنها نیز یکسان نمی‌باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به نوع و ماهیتشان بخشی از سرمایه خود را در دارایی‌های مالی کم ریسک‌تر مثل سپرده بانکی و اوراق قرضه و بخشی را در دارایی‌های مالی با ریسک بیشتر در بازار سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این مکانیزم هدایت جریان‌های منابع، همواره این سوال مطرح است آیا آنها توانسته‌اند بازده انتظاری سرمایه‌گذار را ایجاد نمایند؟ از سوی دیگر، با توجه به هدف سرمایه‌گذاری حفاظت از سرمایه و منابع مالی تامین و جمع‌شده، آیا نوع چیدمان دارایی‌ها و بدهی‌ها در راستای اهداف بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری می‌باشد؟ به همین منظور ارزیابی عملکرد علاوه بر مدیریت برای سرمایه‌گذاران نیز اهمیت بیشتری می‌یابد و عدم دستیابی به نتایج مورد نظر تغییرات لازم را ایجاد می‌کند.

علاوه بر این، می‌بایست به محدودیت‌هایی که قانون‌گذار در راستای اهداف طراحی و ایجاد هر یک از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در نظر داشته است توجه کرد که با میزان سرمایه‌گذاری و نوع بازارهای سرمایه مورد علاقه، نسبت به اوراق بهاداری که صندوق‌ها در یک دوره زمانی معین در آن معامله می‌کنند، تمرکز دارد. این قوانین و مقررات به ویژه در تعیین سطح مشارکت یا تخصیص دارایی مهم می‌باشد (طاهری، ۱۳۹۶). از آنجایی که عوامل بیرونی و درونی متعددی بر عملکرد و وضعیت دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق‌های متنوع سرمایه‌گذاری مشترک تاثیرگذار می‌باشند و افراد و گروه‌های زیادی در فرآیند مدیریت دارایی و بدهی، ذینفع می‌باشند و بطور معمول خواست‌های متنوع و گاهاً متضادی را دنبال می‌کنند و از آنجایی که کارکرد و هدف اصلی مدیریت دارایی و بدهی تامین اهداف تمام ذینفعان و افزایش توان صندوق در کسب بازدهی مورد انتظار و ایفاء تعهدات وعده داده شده می‌باشد این مهم، تابعی است از شرایط پیچیده اجتماعی، اقتصادی، کسب و کار و دیگر عوامل درونی و بیرونی است. لذا ارایه شبیه‌سازی مدیریت دارائی و بدهی در اکوسیستم صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ضروری به نظر می‌رسد که از این طریق بتوان پیچیدگی‌ها و شرایط پویا را به گونه‌ای اثربخش تنظیم نمود تا به یک مدل بهینه مدیریت دارایی و بدهی در هر یک از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رسید.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در خصوص پاسخگویی سیستماتیک به ذینفعان به ویژه سرمایه‌گذاران نیازمند افزایش کارایی سرمایه می‌باشند این مساله از این نظر اهمیت دارد که با افزایش پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق به سمت سرمایه‌گذاری‌های پرخطرتر تمایل بیشتری داشته و ریسک صندوق با سرعت بیشتری نسبت به بازدهی آن حرکت می‌کند (نجارفیروزجائی، ۱۳۹۰). بنابراین استقرار سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی (تطبيق جریان‌های

نقدی، مصون‌سازی، آزمون جریان‌های نقدی و تحلیل مالی پویا)، سرمایه‌گذاری بهینه منابع مالی را موجب شده و با شناسایی، بررسی و کنترل ریسک‌های مالی، مدیریت مصارف (دارایی) و منابع (بدهی و سرمایه) را بهینه می‌نماید و در نتیجه بازدهی سرمایه افزایش می‌یابد. از طرف دیگر، در راستای پیاده‌سازی نظام حاکمیت شرکتی، تصمیم‌های مدیران ارشد صندوق درباره نظام سرمایه‌گذاری صندوق، می‌بایست مبتنی بر تبادل ریسک و بازدهی باشد و ریسک‌های دو طرف ترازنامه لحاظ شود بنابراین پیاده‌سازی سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در ذیل نظام حاکمیت شرکتی و مکمل مدیریت ریسک بنگاه^۱ اصلاح‌کننده فرایند تصمیم‌گیری مدیران ارشد صندوق خواهد بود.

سازوکار انطباق جریان‌های نقدی به عنوان ابزاری عمومی از مدیریت دارایی بدهی، به صورت همگامی و تقارن‌سازی سررسیدهای دارایی‌ها و بدهی‌ها، یک مدل و روش مدیریت دارایی و بدهی می‌باشد که برگرفته از هدف اصلی آن است. انطباق دارایی‌ها و بدهی‌ها به معنی تطبیق جریان‌های نقد دارایی‌ها با جریان‌های نقد بدهی‌ها و تخصیص بدهی‌ها به دارایی‌ها نام دارد که از این طریق با بهینه‌سازی پورتنفوی اوراق بهادار، جریان‌های نقدی خالص در همه دوره‌های زمانی منفی نمی‌گردد (کرزبر، ۱۳۹۶).

خرید واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری به معنای سهیم شدن در دارایی‌های آن صندوق می‌باشد. ارزش این دارایی‌ها با توجه به شرایط بازار بطور مداوم در حال تغییر می‌باشد. قسمتی از دارایی‌های صندوق که به سهام شرکت‌ها اختصاص می‌یابد، با نوسانات سهام، بالا و پایین می‌شود. سود سهام تقسیم شده توسط شرکت‌ها منابع صندوق را افزایش می‌دهد و به طبع آن، ارزش واحدهای صندوق نیز افزایش می‌یابد. با کاهش قیمت اوراق بهادار، بازدهی و در نتیجه خالص ارزش دارایی صندوق‌ها کاهش می‌یابد (میرزایی بادیزی و همکاران، ۱۴۰۲) بنابراین دارایی‌های هر صندوق روزانه در حال تغییر است و ارزش‌گذاری می‌گردد. در این راستا، بدهی‌های صندوق که عموماً شامل بدهی‌ها از بابت خرید سهام به کارگزاری‌ها و بدهی به ارکان صندوق می‌باشد کسر می‌گردد، در نهایت ارزش خالص دارایی صندوق حاصل خواهد شد. فرایند محاسبه و خود مقدار خالص دارایی‌های صندوق نشان دهنده فرایند انطباق دارایی‌ها و بدهی‌های یک صندوق می‌باشد (منصوری، درودی و سعادت، ۱۳۹۵). از طرف دیگر خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های قابل معامله که از طریق پلتفرم‌های معاملاتی سازمان بورس انجام می‌پذیرد و در صندوق‌های غیرقابل معامله هم‌ارز صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری می‌باشد در واقع حاکی از ورود و خروج سرمایه به صندوق می‌باشد ورود سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، منجر به افزایش دارایی‌ها و خروج سرمایه منجر به کاهش دارایی‌ها می‌باشد و نشان دهنده جریان‌های نقد ورودی و خروجی است با پیش این فرایند می‌توان توازن جریان‌های نقد ورودی و خروجی به صندوق‌ها را رصد نمود (میرزایی بادیزی و دیگران، ۱۴۰۲) براین اساس فرضیه اول و دوم جهت پوشش سازوکار انطباق جریان‌های نقد ورودی و خروجی به صورت زیر نوشته می‌شود.

فرضیه ۱-۱) خالص دارایی‌های صندوق نشان دهنده تطبیق جریان‌های نقد ورودی و خروجی صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد.

¹ Enterprise risk management

فرضیه ۱-۲) تفاضل واحدهای سرمایه‌گذاری صادر شده و واحدهای سرمایه‌گذاری ابطال شده نشان دهنده تطبیق جریان‌های نقد ورودی و خروجی صندوق می‌باشد.

مصون‌سازی سازوکاری برای مدیریت ریسک‌ها توام با تغییرات در منحنی بازده است. آن یک استراتژی کاهش ریسک است که دیرش ۱ دارایی‌ها و بدهی‌ها را مطابقت می‌دهد تا تاثیر نرخ‌های بهره بر ارزش خالص در طول زمان را به حداقل برساند. مصون‌سازی کمک می‌کند تا موسسات و همینطور صندوق‌ها از پرتفوی خود در برابر نوسانات نرخ بهره محافظت کنند و از لحاظ ریسک و به کارگیری سرمایه در دارایی‌های مختلف وضعیت مناسبی داشته باشند (ستایش و فتحه، ۱۳۹۶) با استفاده از یک استراتژی مصون‌سازی کامل، شرکت‌ها تقریباً می‌توانند تضمین نمایند که تغییرات نرخ بهره عملاً هیچ تاثیری بر ارزش پرتفوی آنها نخواهد داشت با این استراتژی، صندوق‌ها می‌توانند از دارایی خالص فعلی خود محافظت کنند و به وقت انجام پرداخت‌های خود نگران محافظت از ارزش آتی پرتفوی خود نباشند و با نرخ‌های بهره نامشخص آتی مقابله نمایند (معلمی و دیگران، ۱۳۹۸).

یکی از روش‌هایی که می‌تواند برای مصون‌سازی و کاهش ریسک در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بکار برده شود استفاده از ابزارهای مشتقه در پرتفوی صندوق است. ابزارهای مشتقه از دارایی‌های پایه‌ای شامل کالا، انرژی، ارز و سهام مشتق شده‌اند و به واسطه آنها، ریسک از یک معامله‌گر به دیگری منتقل می‌شود. این اوراق جریان نقدی ندارند، و جریان نقدی سرمایه‌گذاری در آنها از دارایی دیگری است. لذا ارزش آنها به جریان نقدی دارایی دیگر بستگی دارد. با استفاده از اوراق مشتقه، هدف مصون‌سازی در بازار نقد برای آینده موقوف می‌شود یعنی استفاده کننده آنچه که در بازار امروز است با همان شرایط در آینده به دست خواهد آورد. در این مطالعه برای سنجش سازوکار مصون‌سازی از مولفه وجود اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق و همچنین میزان تنوع آنها و درصد مجموع ارزش اوراق مشتقه به کل ارزش پرتفوی استفاده شده است. از دیگر معیارهای اندازه‌گیری ریسک اوراق بهادار مفهوم دیرش می‌باشد براساس آن مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها و طراحی استراتژی‌های مدیریت ریسک از جمله مصون‌سازی ارابه می‌گردد. استدلال‌های مبسوطی برای استفاده از دیرش به عنوان سنجش از ریسک توسط دیچاو و همکاران (۲۰۰۴) ارائه شده است و تاکید کرده‌اند استفاده از دیرش به عنوان فاکتور ریسک مستلزم شناخت رابطه بازده با دیرش سهام است. رابطه مثبتی بین بازدهی مورد انتظار و دیرش وجود داشته و ایده استفاده از دیرش به عنوان مولفه مصون‌سازی را مطرح می‌کند (گرکز، قربانی و رضائی، ۱۳۹۴).

فرضیه ۱-۲) وجود اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق نشان دهنده سیاست مصون‌سازی در عملیات صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد

فرضیه ۲-۲) تنوع اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق نشان دهنده سیاست مصون‌سازی در عملیات صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد

فرضیه ۳-۲) درصد مجموع مقدار اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق نشان دهنده سیاست مصون‌سازی در عملیات صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد

¹ Duration

فرضیه ۲-۴) انطباق دیرش سهام خریداری شده و فروش رفته طی دوره نشان دهنده سیاست مصون‌سازی در عملیات صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد

آزمون جریان‌های نقدی، یکی دیگر از سازوکارهای مهم در حوزه مدیریت دارایی بدهی است و آن یک چارچوب تحلیلی می‌باشد که شامل پیش‌بینی و مقایسه زمان و مقادیر جریان‌های نقدی که در پی سناریوهای مختلف اقتصادی حاصل می‌گردد. این چارچوب هر گونه تحلیل و ارزیابی ریسک‌های مربوط به زمان‌بندی و مقادیر جریان‌های نقدی را دربرمی‌گیرد. بطور کلی تحلیل فوق به این سوالات که صندوق سرمایه‌گذاری چه تعهدات نقدی (مانند هزینه‌ها، مطالبات و مالیات) در آینده خواهد داشت؟ این تعهدات چه زمانی رخ خواهد داد؟ میزان این تعهدات چقدر خواهد بود؟ آیا مقدار کافی دارایی برای تامین این تعهدات وجود خواهد داشت؟ و آیا این دارایی‌ها شکل‌های مناسبی از دارایی‌ها می‌باشند (به عنوان مثال، آیا صندوق می‌تواند دارایی‌ها را بدون متحمل شدن زیان بفروشد؟) پاسخ خواهد داد. این نوع تحلیل می‌بایست شامل مستندات، یافته‌ها و توصیه‌ها باشد. آزمون جریان‌های نقدی به این سوالات تحت طیف وسیعی از سناریوها جواب می‌دهد تا درک درستی از ریسک‌ها ایجاد نماید و تاثیر آنها بر پرتفوی صندوق ارزیابی شود (شیرزادی، متینفرد و حسنی، ۱۴۰۲).

یکی از ارکان صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ضامن نقدشوندگی است. وظیفه اصلی ضامن نقدشوندگی، تامین وجه مورد نیاز صندوق می‌باشد چنانچه صندوق مقدار وجه نقد کافی و به اندازه مورد نیاز جهت پرداخت به متقاضیان از قبل ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری یا برای پرداخت سود در اختیار نداشته باشد. وجود ضامن نقدشوندگی در صندوق سرمایه‌گذاری تعهد محکمی برای پوشش جریان‌های نقد محتمل آتی می‌باشد. نقش ضامن نقد شوندگی در صندوق سرمایه‌گذاری را می‌توان براساس میزان هزینه کارمزد پرداختی صندوق به ضامن نقدشوندگی ارزیابی نمود. جریان نقد آزاد نیز یکی از مهم‌ترین ابزارهای سنجش جریان نقدی است و شامل تمام عواملی است که به تغییرات در جریان نقدی کمک می‌کند (میرزایی‌بایزیدی و دیگران، ۱۴۰۲). جریان نقد آزاد یک معیار از توانایی شرکت برای تولید جریان نقد از فعالیت‌های خود پس از کسر هزینه‌های سرمایه‌ای است. وجود ضامن نقدشوندگی، هزینه‌های آن و جریان نقد آزاد بینشی را درباره آزمون نقدینگی و توانایی تولید وجه نقد اضافی صندوق ارائه می‌دهد که بسیار ارزشمند خواهد بود (فلاح و شمعی‌زاده، ۱۴۰۰).

فرضیه ۳-۱) وجود ضامن نقدشوندگی در ارکان صندوق می‌تواند به عنوان مولفه آزمون جریان‌های نقدی صندوق به کار گرفته شود

فرضیه ۳-۲) هزینه کارمزد ضامن نقدشوندگی صندوق می‌تواند به عنوان مولفه آزمون جریان‌های نقدی صندوق بکار گرفته شود

فرضیه ۳-۳) جریان نقد آزاد صندوق سرمایه‌گذاری می‌تواند به عنوان مولفه آزمون جریان‌های نقدی صندوق سرمایه‌گذاری بکار گرفته شود

مدیریت دارایی بدهی، سازوکار تحلیل مالی پویا را به جهت مدل‌سازی مالی بکار می‌برد به این صورت که نتایج مالی را تحت انواع سناریوهای ممکن طرح‌ریزی می‌کند و نشان می‌دهد که چگونه نتایج ممکن است تحت تاثیر شرایط داخلی و خارجی قرار گیرد. در این رویکرد به ریسک‌های صندوق بطور کلی نگاه می‌شود و بطور خاص

وابستگی ریسک‌ها و تاثیرات آنها بر وضعیت صندوق مانند ترکیب سهامداری، تخصیص دارایی، سودآوری، پرداخت بدهی و انطباق را نمایان می‌سازد.

مهم‌ترین ویژگی تحلیل مالی پویا این است که برخلاف تحلیل‌های مالی آماری کلاسیک که در آن جنبه‌های مختلف یک شرکت جدا از یکدیگر در نظر گرفته می‌شود، دیدگاهی یکپارچه و جامع دارد. به طور خاص، تحلیل مالی پویا واکنش‌های شرکت را در پاسخ به تعداد زیادی از عوامل ریسک مدل می‌کند. به منظور در نظر گرفتن افق‌های زمانی طولانی این امکان را می‌دهد تا پیش‌بینی‌های پویا برای چندین دوره زمانی در آینده انجام گیرد. در مدل‌های تحلیل مالی پویا معمولاً ساختار مالی کامل شرکت مدل‌سازی شده، و تأثیر ساختارهای حسابداری و مالیاتی مختلف را منعکس می‌کند. و پیش‌بینی‌هایی برای ترازنامه و سایر حساب‌های شرکت انجام می‌گیرد. از نظر فنی، تحلیل مالی پویا پلتفرمی است از مدل‌ها و تکنیک‌های مختلف علوم مالی و آماری که در یک مدل شبیه‌سازی پویای چند متغیره ادغام شده‌اند که در آن تعداد زیادی سناریو تصادفی تولید می‌شود، و واکنش شرکت در هر یک از سناریوها ارزیابی می‌گردد و نتایج حاصل از آن تحلیل می‌شوند (آنتونس و همکاران، ۲۰۲۱).

تحلیل مالی پویا یک رویکرد سیستماتیک مبتنی بر شبیه‌سازی در مقیاس بزرگ برای مدل‌سازی مالی یکپارچه با هدف ارزیابی ریسک‌ها و منافع مرتبط با تصمیم‌های استراتژیک است (بلوم و داکورونیا، ۲۰۱۴). علاوه بر پیش‌بینی سناریوهای اقتصادی آتی تصادفی از طریق استفاده از متغیرهای کلی مانند نرخ بهره و غیره، تحلیل مالی پویا، همچنین می‌تواند سناریوهایی با مدل‌های مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد مطالعه ایجاد نماید. چنین مدل‌هایی، نحوه عملکرد و ساختار تجاری صندوق را آشکار می‌سازد. تحلیل مالی پویا در سه بخش بر مدیریت صندوق کمک می‌نماید (الف) ایجاد سناریوهای اقتصادی مورد انتظار و بررسی واکنش به این سناریوها و تغییرات. (ب) ایجاد مدل‌های کسب و کاری و کشف وابستگی‌های بین آنها. و (ج) ارائه تحلیل به مدیران در رابطه با تصمیم‌های استراتژیک (میرزایی‌نژاد و دیگران، ۱۴۰۰). تحلیل مالی پویا در این سه بخش می‌تواند با شاخص قرار دادن بازده مورد انتظار، قابلیت نقدشوندگی و همچنین دیرش پرتفوی، سناریوها، مدل‌ها و تصمیم‌های استراتژیک اتخاذ شده را مورد ارزیابی قرار دهد.

به طور کلی هدف از تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری، تامین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌باشد. اگرچه بازده مورد انتظار تضمینی نیست، و برای ایجاد یک چشم انداز استفاده می‌شود. قابلیت نقدشوندگی میزان سختی یا سادگی تبدیل دارایی‌های صندوق به پول نقد را توضیح می‌دهد و به توانایی صندوق در پرداخت تعهدات از محل دارایی‌ها اشاره دارد. و دیرش شاخصی از زمانبندی دریافت جریانهای نقدی دارایی‌های پرتفوی صندوق است. بتای یک پرتفوی با افزایش نسبت دیرش آن پرتفوی به دیرش بازار افزایش می‌یابد به طوریکه ضریب همبستگی مثبت و معناداری بین دیرش و بتا وجود دارد. این نتیجه دلالت بر همبستگی مثبت بازدهی مورد انتظار و دیرش دارد.

فرضیه ۴-۱) قابلیت نقدشوندگی سهام پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری به عنوان مولفه تحلیل مالی پویا در صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد.

فرضیه ۴-۲) بازده مورد انتظار صندوق سرمایه‌گذاری به عنوان مولفه تحلیل مالی پویا در صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد.

فرضیه ۴-۳) دیرش پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری به عنوان مولفه تحلیل مالی پویا در صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد.

روش پژوهش

در این مطالعه با توجه به ماهیت موضوع تحقیق و فرضیه‌ها مطرح شده از ترکیب فلسفه پوزیتیویستی و تفسیرگرایی استفاده شده است. رویکرد این پژوهش رویکردی قیاسی-استقرایی است قیاسی از این نظر که مطالعه دارای برخی نظریه‌ها و مفاهیم از پیش ساخته شده می‌باشد و از این جهت استقرایی است که امکان ظهور مفاهیم جدید را فراهم می‌کند. در این پژوهش استراتژی‌های توصیفی و پیمایشی جهت رسیدن به اهداف تحقیق یعنی بررسی اثربخشی سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام اتخاذ می‌گردد. این مطالعه به صورت یک مطالعه مقطعی انجام شده است. و یک تصویری فوری از متغیرهای تحقیق در یک مقطع زمانی ارائه می‌دهد و نمای طولی در این تحقیق ضروری نیست از این نظر بازه زمانی در نظر گرفته نخواهد شد. همانگونه که عنوان شد جامعه آماری این تحقیق مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد. تعداد کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در تاریخ گردآوری داده‌های این مطالعه برابر ۱۲۰ صندوق می‌باشد که از این تعداد ۶۲ صندوق به صورت صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF¹) هستند. ابزار گردآوری پرسشنامه محقق ساخته می‌باشد بدین صورت که مولفه‌های (گویه‌ها) هر کدام از سازوکارهای (شاخص‌ها) مدیریت دارایی بدهی با توجه به ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام تعیین گردید (جدول شماره ۱)) و سپس پرسشنامه براساس این گویه‌ها تنظیم شد و جهت ارزیابی در اختیار مدیران، مدیران اجرایی، مدیران سرمایه‌گذاری و حساب‌رسان صندوق‌ها (به عنوان نماینده متولی) صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام قرار گرفت. با بررسی جامعه آماری پژوهش، استنباط گردید که تعداد جامعه نزدیک ۲۵۰ نفر باشد بنابراین با استفاده از جدول مورگان حجم نمونه معادل ۱۵۰ نفر تعیین شد از ۱۵۰ پرسشنامه توزیع شده ۹۰ پرسشنامه قابل تجزیه و تحلیل بود که نرخ برگشت پرسشنامه تقریباً معادل ۶۰ درصد می‌باشد. آزمون مورد استفاده در این پژوهش تحلیل عاملی تاییدی می‌باشد که اساساً زمانی به عنوان یک روش آزمون فرض مورد استفاده قرار می‌گیرد که ارتباطات شاخص‌ها با گویه‌ها فرضیه‌سازی شده باشد. تحلیل‌های این پژوهش با نرم‌افزارهای SPSS 26 و LISREL 10.2 انجام گرفته است.

¹ Exchange-traded fund

جدول شماره (۱) تعریف مولفه‌های سازوکارهای مدیریت دارایی و بدهی

ساز و کار	مولفه	تعریف
انطباق جریان‌های نقد	خالص دارایی‌ها	ارزش خالص دارایی یک صندوق سرمایه‌گذاری حاصل تفاضل دارایی‌ها، از میزان کل بدهی‌های آن بدست می‌آید
	تفاضل واحدهای صادر شده و ابطال شده	تفاضل جریان‌های نقد ورود و خروج ناشی از صدور و بطلان واحدهای سرمایه‌گذاری
سیاست مصون‌سازی	وجود اوراق مشتقه در پرتفوی	استفاده از ابزارهای مشتقه در پرتفوی صندوق
	تنوع اوراق مشتقه در پرتفوی	میزان تنوع اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق
	درصد مجموع اوراق مشتقه از پرتفوی صندوق	درصد مجموع ارزش اوراق مشتقه به کل ارزش پرتفوی صندوق
	انطباق دیرش سهام خریداری شده و فروش رفته	دیرش سهام برابر با میانگین موزون زمان تا سررسید جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت است به نحوی که در آن وزن‌ها برابر با ارزش فعلی نسبی جریان‌های نقدی است
آزمون جریان‌های نقدی	وجود ضامن نقدشوندگی	ضامن نقدشوندگی، وظیفه تامین وجه مورد نیاز صندوق را بر عهده دارد چنانچه صندوق مقدار وجه نقد کافی پرداخت را در اختیار ندارد
	کارمزد ضامن نقدشوندگی	میزان هزینه کارمزد پرداختی صندوق به ضامن نقدشوندگی
	جریان نقد آزاد صندوق	جریان نقد آزاد یک معیار از توانایی صندوق برای تولید جریان نقد از فعالیت‌های خود پس از کسر هزینه‌های سرمایه‌ای است
تحلیل مالی پویا	قابلیت نقدشوندگی	قابلیت نقدشوندگی میزان سختی یا سادگی تبدیل دارایی‌های صندوق به پول نقد را توضیح می‌دهد.
	بازده مورد انتظار صندوق	مقدار بازده‌ای است که سرمایه‌گذار صندوق انتظار دارد آن را در دوره سرمایه‌گذاری کسب کند.
	دیرش پرتفوی صندوق	دیرش به مقیاسی برای سنجش حساسیت قیمت به تغییر در نرخ بهره در اوراق یا بطور کلی ابزار با درآمد ثابت گویند که در قالب سال بیان می‌شود.

یافته‌های پژوهش

همانگونه که در بالا توضیح داده شده هدف این پژوهش توسعه مدل مدیریت دارایی بدهی و استفاده از ابزار و سازوکارهای آن در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام می باشد در اینجا سعی شده است مولفه‌هایی جهت بکارگیری سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی شناسایی و تعریف گردد و فرضیه‌های پژوهش نیز بر این اساس توسعه یافته است. سپس از طریق پرسشنامه طراحی شده مناسب بودن و شایستگی این مولفه‌ها در ارزیابی سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. پرسشنامه‌ها در اختیار افرادی با تحصیلات، شغل و سابقه کار مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفت. جدول شماره (۲) مشخصات افراد پاسخ‌دهنده به

پرسشنامه‌های این پژوهش را براساس شغل و سابقه کار نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌گردد بیشترین تعداد پاسخ‌دهنده‌ها از بین مدیران سرمایه‌گذاری، مدیران اجرایی و حساب‌برسان صندوق‌ها بوده‌اند و کمترین تعداد مربوط به مدیران صندوق می‌باشد. همچنین سابقه پاسخ‌دهنده‌ها نیز از سه سال با کمترین فراوانی تا ۱۵ سال پراکنده می‌باشد که در این بین بیشترین فراوانی سابقه کار مربوطه ۵ سال می‌باشد.

جدول شماره (۲) جدول متقاطع پاسخ‌دهندگان براساس شغل و سابقه کار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

جمع	سابقه													
	۱۵ سال	۱۴ سال	۱۳ سال	۱۲ سال	۱۱ سال	۱۰ سال	۹ سال	۸ سال	۷ سال	۶ سال	۵ سال	۴ سال		۳ سال
۶	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	مدیر صندوق
۲۳	۱	۱	۲	۱	۰	۶	۱	۳	۰	۳	۴	۱	۰	مدیر سرمایه‌گذاری صندوق
۲۴	۲	۲	۲	۶	۲	۲	۲	۲	۱	۵	۵	۲	۱	مدیر اجرایی صندوق
۲۳	۱	۰	۱	۴	۰	۳	۳	۳	۰	۱	۷	۳	۰	حساب‌برس (متولی) صندوق
۸۶	۵	۴	۵	۸	۳	۱۱	۷	۸	۲	۹	۱۶	۷	۱	جمع

برای سنجش پایایی و سازگاری درونی پرسشنامه، روش آزمون آلفای کرونباخ که براساس میانگین کواریانس گویه‌های موجود در یک پرسشنامه بدست می‌آید استفاده گردید نتایج آزمون در جدول شماره (۳) نشان از قابل قبول بودن پایایی این ابزار اندازه‌گیری و همچنین سازگاری درونی بین سوالات پرسشنامه می‌باشد. برای بررسی روایی و اعتبار پرسشنامه، آن در اختیار دو تن از اساتید حسابداری قرار گرفت که بدین وسیله روایی صوری و محتوایی آن مورد تایید قرار گرفت ضمناً قبل از اجرای اصلی، پرسشنامه به گروهی از دانشجویان دوره دکتری حسابداری جهت تکمیل ارایه شد تا روایی صوری قوت گرفته و قابلیت فهم آن کنترل شود به علاوه جهت پاسخ به سوالات این پژوهش از تحلیل عاملی تایید استفاده شده است که خود همچنین به عنوان ابزار سنجش روایی سازه پرسشنامه می‌باشد (نگهبان سلامی، فرزاد و صرامی، ۱۳۹۳) و نتیجه تایید کننده روایی سازه این پرسشنامه است.

جدول شماره (۳) نتایج آزمون پایایی

تعداد موارد	آلفای کرونباخ براساس موارد استاندارد شده	آلفای کرونباخ
۱۲	۰/۷۵۶	۰/۷۰۷

جدول شماره (۴) آمار توصیفی برای هر یک از مولفه‌های تعریف شده برای چهار سازوکار مدیریت دارایی بدهی یعنی تطبیق جریان‌های نقد ورودی و خروجی صندوق (T)، مصون‌سازی (M)، آزمون جریان‌های نقدی صندوق

(F) و تحلیل مالی پویا (D) را نشان می‌دهد. تمامی مولفه‌ها در این چهار گروه از میانگین بالای ۴ برخوردار هستند و پراکندگی آنها به سمت اعداد بزرگتر و با کشیدگی‌های متفاوت، چولگی به سمت چپ دارند. با توجه به تنظیم پرسشنامه براساس طیف پنج گانه لیکرت مقدار حداقل و مقدار حداکثر به ترتیب برابر با ۱ و ۵ می‌باشد که در جدول زیر فراوانی هر کدام در ستون مربوطه آورده شده است.

جدول شماره (۴) مقادیر آمار توصیفی هر یک از مولفه‌های در نظر گرفته شده برای سازوکارهای مدیریت

دارایی و بدهی

مولفه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	مقدار حداقل	فراوانی	مقدار حداکثر	فراوانی
خالص دارایی‌ها (T1)	۴/۷۱۱	۰/۷۰۷	-۳/۶۱۸	۱۵/۷۷۷	۱	۲	۵	۷۱
تفاضل واحدهای صادر شده و ابطال شده (T2)	۴/۱۳۳	۰/۶۹۰	-۰/۱۸۱	-۰/۸۶۹	۳	۱۶	۵	۲۸
وجود اوراق مشتقه در پرتفوی (M1)	۴/۶	۰/۷۶۲	-۲/۴۵۵	۷/۰۲۲۵	۱	۱	۵	۶۴
تنوع اوراق مشتقه در پرتفوی (M2)	۴/۱۳۳	۰/۸۵۲	-۰/۹۳۳	۱/۰۶۹	۱	۱	۵	۳۴
درصد مجموع اوراق مشتقه از پرتفوی صندوق (M3)	۴/۲	۰/۸۳۷	-۰/۷۴۷	-۰/۲۳۳	۲	۳	۵	۳۹
انطباق دیرش سهام خریداری شده و فروش رفته (M4)	۴/۱۷۸	۰/۸۴۲	-۰/۶۹۶	-۰/۳۴۳	۲	۳	۵	۳۸
وجود ضامن نقدشوندگی (F1)	۴/۵۶۷	۰/۷۲۰	-۱/۹۰۳	۳/۷۴۴	۲	۳	۵	۶۰
کارمزد ضامن نقدشوندگی (F2)	۴/۰۸۹	۰/۸۸۲	-۰/۶۷۸	-۰/۳۰۵	۲	۵	۵	۳۴
جریان نقد آزاد صندوق (F3)	۴/۰۷۸	۰/۸۷۷	-۰/۸۶۹	۰/۷۴۶	۱	۱	۵	۳۲
قابلیت نقدشوندگی (D1)	۴/۶۷۸	۰/۵۷۷	-۱/۶۳۲	۱/۶۹۶	۳	۵	۵	۶۶
بازده مورد انتظار صندوق (D2)	۴/۲۵۶	۰/۷۷۸	-۰/۷۲۰	-۰/۲۶۴	۲	۳	۵	۳۲
دیرش پرتفوی صندوق (D3)	۴/۳۴۴	۰/۷۳۷	-۰/۸۲۲	-۰/۰۵۶	۲	۱	۵	۴۴

جدول شماره (۵) یک ماتریس ۱۲ در ۱۲ می‌باشد که ارتباط بین مولفه‌های ۴ سازوکار مدیریت دارایی بدهی را باهم می‌سنجد. قطر اصلی ماتریس، یعنی کواریانس هر داده با خودش یا همان واریانس هر مولفه می‌باشد. هزینه کارمزد ضامن نقدشوندگی دارای بیشترین واریانس (۰/۷۷۹) و قابلیت نقدشوندگی کمترین واریانس (۰/۳۳۳) را دارد. کواریانس‌های مثبت بین دو مولفه نشان دهنده ارتباط مستقیم بین آنها و کواریانس‌های منفی نشان از ارتباط معکوس بین آنهاست. به عنوان مثال مقدار کواریانس ۰/۲۵۴ ارتباط مستقیم بین دو مولفه خالص دارایی‌ها و وجود اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد و مقدار کواریانس -۰/۰۷- حاکی از ارتباط معکوس بین مولفه‌های بازده مورد انتظار صندوق سرمایه‌گذاری با هزینه کارمزد ضامن نقدشوندگی است.

جدول شماره (۵) ماتریس کوواریانس مولفه‌های ۴ سازوکار مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام

	T1	T2	M1	M2	M3	M4	F1	F2	F3	D1	D2	D3
T1	۰/۵											
T2	۰/۰۵	۰/۴۷۶										
M1	۰/۲۵۴	۰/۰۸۸	۰/۵۸۰									
M2	۰/۱۶۳	۰/۱۱۷	۰/۱۱۰	۰/۷۲۴								
M3	۰/۱۳۷	۰/۱۰۸	۰/۱۷۱	۰/۱۱۹	۰/۷۰۱							
M4	۰/۱۳۱	۰/۰۵۵	۰/۱۲۸	۰/۰۷۷	۰/۰۵۴	۰/۷۱۰						
F1	۰/۲۱۰	۰/۰۰۲	۰/۱۹۶	۰/۰۸۱	۰/۰۷۶	۰/۱۶۸	۰/۵۱۸					
F2	۰/۰۷۱	۰/۱۴۵	۰/۱۶۰	۰/۰۲۲	۰/۰۳۸	۰/۰۴۰	-۰/۰۱۷	۰/۷۷۹				
F3	۰/۲۲۵	۰/۰۱۲	۰/۲۱۱	۰/۰۱۲	۰/۰۹۷	۰/۱۱۰	۰/۱۴۶	-۰/۰۱۸	۰/۷۶۹			
D1	۰/۱۳۱	-۰/۰۳۵	۰/۱۶۲	۰/۰۶۶	۰/۰۹۹	۰/۱۳۷	۰/۱۴۶	-۰/۰۱۸	۰/۰۸۲	۰/۳۳۳		
D2	۰/۱۱۳	۰/۰۳۵	۰/۰۸۵	۰/۱۰۳	۰/۱۲۶	۰/۲۳۰	۰/۱۴۷	-۰/۰۷۰	۰/۱۷۹	-۰/۰۶۲	۰/۶۰۵	
D3	۰/۱۰۱	۰/۱۱۱	۰/۱۲۸	۰/۰۶۶	۰/۰۹۹	۰/۰۶۲	۰/۰۳۹	۰/۱۱۵	۰/۰۸۵	۰/۰۳۴	۰/۰۹۲	۰/۵۴۳

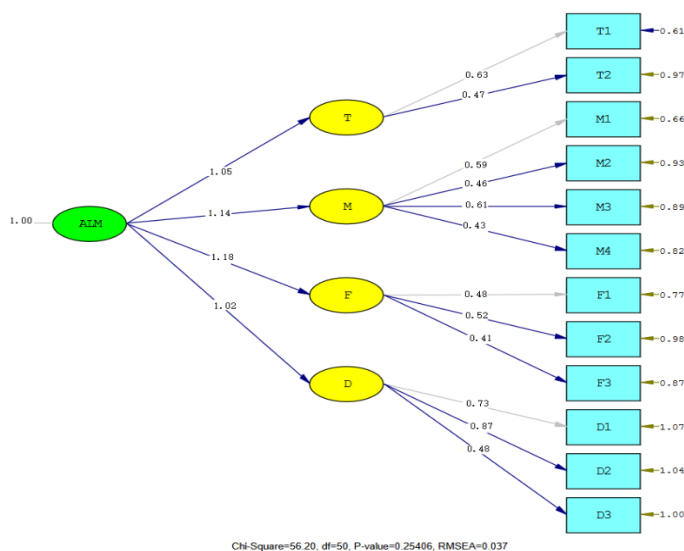
برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش، و سنجش ارتباط گویه‌های حاضر در پرسشنامه با عوامل که با عنوان سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در این مطالعه از آنها نام برده می‌شود آزمون تحلیل عاملی تاییدی مرتبه اول، و برای ارزیابی ارتباط سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی با مفهوم مدیریت دارایی بدهی آزمون تحلیل عاملی مرتبه دوم به کار گرفته شده است. قبل از انجام تحلیل عاملی تاییدی، آزمون بارتلت جهت تایید کفایت نمونه‌گیری برای انجام تحلیل عاملی و همچنین برای اطمینان از مناسب بودن داده‌ها مبنی بر اینکه ماتریس همبستگی‌هایی که پایه تحلیل قرار می‌گیرد در جامعه برابر صفر نیست، انجام می‌شود. در این پژوهش مقدار آماره این آزمون برابر با ۰/۷۸۳ و بزرگتر از ۰/۷ و سطح معنی‌داری آن برابر با صفر و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (جدول شماره (۶)) بنابراین، ساختار داده‌ها برای انجام تحلیل عاملی مناسب است و وجود یک ارتباط مناسب میان ساختار داده‌ها تاییدی می‌شود.

جدول شماره (۶) نتایج آزمون کومو و بارتلت

۰/۷۸۳	مقدار آمار آزمون	
۱۷۱/۷۷۱	کای اسکوئر	آزمون کرویت بارتلت
۶۶	درجه آزادی	
۰/۰۰۰	سطح معنی داری	

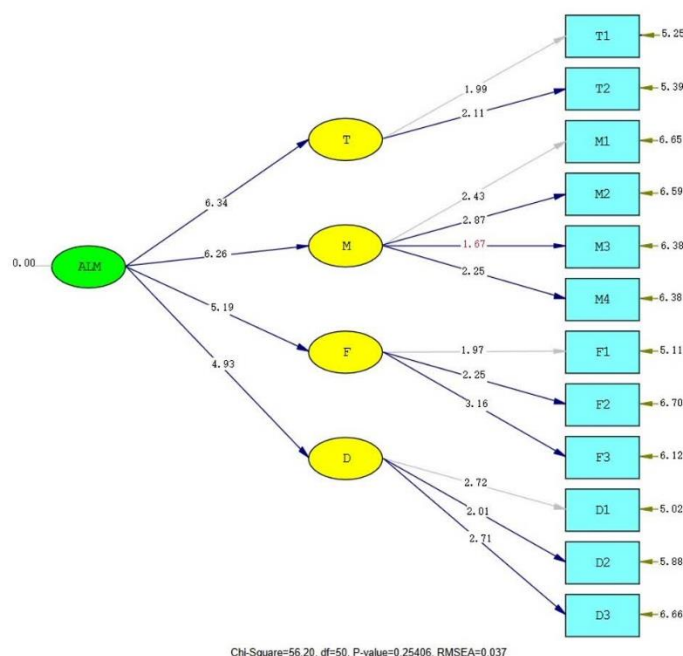
در این پژوهش برای هر کدام از ابزار مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مولفه‌هایی تعریف گردید بطوریکه تطبیق جریان‌های نقد را ۲ مولفه، مصون سازی را ۴ مولفه، آزمون جریان‌های نقد را ۳ مولفه و تحلیل مالی پویا را ۳ مولفه توضیح می‌دهند ساختار فرضیه‌های این پژوهش بر مبنای ارتباط بین مولفه‌های تعریف شده با ابزارهای مدیریت دارایی بدهی می‌باشد بر این اساس جهت آزمون فرضیات و اینکه بتوان مدیریت دارایی بدهی را از طریق یک مدل عملیاتی تایید شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری کاربردی نمود روش تحلیل عاملی تاییدی بکار گرفته شد تحلیل عاملی تاییدی این موضوع را مورد آزمایش قرار می‌دهد که آیا مولفه‌های انتخاب و تعریف شده که برای هر سازوکار ارائه شده‌اند واقعا معرف آنها می‌باشند. و اینکه این مولفه‌ها با چه دقتی برازنده سازوکار خودش می‌باشد. در این پژوهش همچنان که مولفه‌ها نشان دهنده گویه‌ها و سوالات پرسشنامه می‌باشند سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی نیز به عنوان متغیرهای پنهان عمل می‌کنند البته در تحلیل عاملی مرتبه دوم نیز خود این متغیرهای پنهان برای توضیح خود مفهوم مدیریت دارایی بدهی به عنوان مولفه بکار گرفته می‌شوند. شکل شماره (۱) مدل تحلیل عاملی تاییدی را نشان می‌دهد. همانگونه که در شکل مشخص است بارهای عاملی بدست آمده از برازش مدل همگی از ۰/۴ بیشتر هستند بارهای عاملی از طریق محاسبه مقدار ارتباط مولفه‌های یک سازه با آن سازه محاسبه می‌گردد مقادیر بالاتر از ۰/۴ موید این نکته می‌باشد که واریانس بین سازه و مولفه‌های آن از واریانس خطای اندازه‌گیری آن سازه بیشتر می‌باشد و پایایی در مورد آن مدل مورد قبول است.

شکل شماره (۱) مدل تحلیل عاملی تاییدی به همراه بارهای عاملی



شکل شماره (۱) مدل تحلیل عاملی تاییدی

در کنار بررسی بارهای عاملی می‌بایست ضرایب آزمون T نیز مورد بررسی قرار بگیرد. این ضرایب می‌بایست بالای ۱/۹۶ باشند تا تایید کننده این مطلب باشند که رابطه بین مولفه و سازه مهم می‌باشد اگر ضریب آزمون T زیر مقدار ۱/۹۶ قرار گیرد یعنی رابطه مهمی بین آنها موجود نیست. مقادیر ضرایب آزمون T برای روابط مولفه‌ها-سازه‌های مدل بدست آمده بر روی شکل شماره (۲) مشخص می‌باشد. کلیه روابط به غیر از رابطه سازه مصون‌سازی با مولفه درصد مجموع اوراق مشتقه در پرتفوی صندوق که با رنگ قرمز در مدل مشخص شده است از ضرایب قابل قبولی برخوردار هستند مقدار ضریب این رابطه برابر با ۱/۶۷ می‌باشد که به مقدار بحرانی ۱/۹۶ نزدیک و قابل اغماض می‌باشد.



شکل شماره (۲) مدل تحلیل عاملی تاییدی به همراه ضرایب آزمون T

بعد از بررسی بارهای عاملی و ضرایب آزمون T، می‌بایست نسبت به برازش مدل مفهومی پژوهش با داده‌های گردآوری شده نیز اطمینان حاصل گردد. از این جهت، توجه به شاخص‌های ثبت شده در زیر مدل ضرورت دارد. در زیر مدل برازش شده شاخص کای اسکوئر، درجه آزادی، سطح معنی‌داری و جذر برآورد واریانس خطای تقریب نشان داده شده است و مقادیر آنها در جدول شماره (۷) آمده است. با توجه به مقدار نسبت کای اسکوئر به درجه آزادی برابر با ۱/۱۲۴ و سطح قابل قبول آن که کمتر از ۴ می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۲۵۴ با سطح قابل قبول

بزرگتر از ۰/۰۵ و همچنین مقدار جذر برآورد واریانس خطای تقریب برابر با ۰/۰۳۷ با سطح قابل قبول کوچکتر از ۰/۰۸، می‌توان ادعا کرد مدل بدست آمده از برازش مناسبی برخوردار است.

جدول شماره (۷) شاخص برازش مدل

شاخص	مقدار مدل	مقدار قابل قبول
نسبت کای اسکوئر به درجه آزادی	۱/۱۲۴	کوچکتر از ۴
سطح معنی‌داری	۰/۲۵۴	بزرگتر از ۰/۰۵
جذر برآورد واریانس خطای تقریب	۰/۰۳۷	کوچکتر از ۰/۰۸
شاخص نیکویی برازش	۰/۹۴	بزرگتر از ۰/۹۰
شاخص برازش تطبیقی	۰/۹۷۱	بزرگتر از ۰/۹۰
شاخص برازش نرمال شده	۰/۹۰۷	بزرگتر از ۰/۹۰

علاوه بر موارد فوق، شاخص‌هایی نیز برای اندازه‌گیری کیفیت تحلیل عاملی تاییدی وجود دارد که در جدول شماره (۶) آورده شده است که در بازه قابل قبولی می‌باشند. شاخص نیکویی برازش، شاخص برازش تطبیقی و شاخص برازش نرمال شده، شاخص‌هایی هستند که برازش مدل پیشنهاد شده به مدل مستقل را می‌سنجند و در این مدل به ترتیب برابر با ۰/۹۴، ۰/۹۷۱ و ۰/۹۰۷ می‌باشند که با توجه به سطح قابل قبول ۰/۹۰، این اندازه‌ها نیز نشان‌دهنده برازش قابل قبول مدل می‌باشند.

با توجه به نتایج مدل تحلیل عاملی تاییدی تمام فرضیات پژوهش که براساس رابطه مولفه‌های تعریف شده برای سازوکارهای مدیریت دارایی و بدهی تنظیم شده بود به غیر از فرضیه شماره ۲-۳، مورد تایید قرار می‌گیرد. اگرچه با توجه به بار عاملی بدست آمده برای این فرضیه و همچنین مقدار ضریب ۱/۶۷ که به سطح بحرانی ۱/۹۶ نزدیک می‌باشد می‌توان این فرضیه را هم با اغماض قبول کرد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

مدیریت دارایی بدهی، برنامه‌ریزی همزمان، که همه دارایی‌ها و بدهی‌های نهاد‌های مالی یعنی ترکیب ترازنامه آن را تشکیل می‌دهد می‌باشد، هدف این برنامه‌ریزی کاهش ریسک نرخ بهره، تامین نقدینگی و تقویت ارزش نهاد می‌باشد. مدیریت دارایی بدهی، شامل مجموعه ابزارها و روش‌های فنی است که برای سهامداران ایجاد ارزش نموده و نیز کنترل و نظارت بر ریسک را مدنظر قرار داده و تضمین می‌کند. مدیریت دارایی بدهی رویه‌ای برای مدیریت ریسک‌های مالی می‌باشد که به دلیل عدم انطباق دارایی‌ها و بدهی‌ها به عنوان بخشی از مدیریت راهبردی سرمایه‌گذاری مطرح است. مدیریت دارایی بدهی رابط بین مدیریت ریسک و برنامه‌ریزی راهبردی است که مدیریت ریسک را بر یک چشم‌انداز بلندمدت متمرکز می‌سازد. آن فرآیندی را برای به حداکثر رساندن سودآوری با قرار دادن دارایی‌ها در مقابل بدهی‌ها طراحی می‌کند.

نقش‌های مدیریت دارایی بدهی می‌تواند به طور قابل توجهی از یک شرکتی (نهاد یا موسسات مالی) به شرکتی دیگر بسته به مدل کسب‌وکار اتخاذ شده، متفاوت باشد و محدوده وسیعی از ریسک‌ها را دربرگیرد. در حالیکه، برنامه‌های مرسوم مدیریت دارایی بدهی بر ریسک نرخ بهره و ریسک نقدینگی تمرکز دارند، زیرا آنها برجسته‌ترین ریسک‌هایی هستند که بر ترازنامه سازمان تاثیر می‌گذارند (هماهنگی بین دارایی‌ها و بدهی‌ها نیاز دارند) رویکردهای جدید مدیریت دارایی بدهی به دنبال گسترش وظایف مدیریت سرمایه و مدیریت ریسک سازمانی می‌باشد. عملکرد مدیریت دارایی بدهی در یک سازمان هم یک نقش کاهش ریسک (مدیریت تمام ریسک‌های ممکن و مدیریت انطباق با قوانین و مقررات) و هم نقش بهینه‌سازی (مدیریت هزینه‌های تامین مالی، مدیریت سودآوری دارایی‌ها)، را دربر می‌گیرد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ارزش منابع حاصل شده از محل سرمایه‌گذاری‌ها را می‌بایست با مدیریت بهینه، افزایش داده و به سوی دارایی‌ها یعنی مصارف مالی هدایت کنند و در این راستا اقدام به بهینه‌سازی این مصارف نمایند. ابزارها و سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در این راه می‌تواند نقش اساسی ایفا نماید توصیه‌های زیادی در جهت بهبود سیستم مدیریت دارایی بدهی توسعه و ارائه شده است که در آنها انتخاب سازوکارهای دارایی بدهی بطور عموم با هدف کاهش ریسک‌های ذکر شده در بالا بوده است. لیکن با توجه به ویژگی‌های خاص صندوق‌های سرمایه‌گذاری عملیاتی کردن این سازوکارها نیاز به تعریف شاخص‌ها و مولفه‌های خاص آن صندوق سرمایه‌گذاری را دارد. در واقع عملی کردن مفهوم مدیریت دارایی بدهی با شناسایی، تعریف و رسیدن به یک اشتراک نظر در خصوص مقبولیت این مولفه‌ها در فضای کسب و کاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری میسر خواهد بود.

از این نظر، در این مطالعه چهار سازوکار مدیریت دارایی بدهی انتخاب و مولفه‌هایی جهت عملیاتی نمودن آنها تعریف و جهت اعتباری‌سنجی در قالب پرسشنامه در اختیار افراد دارای دانش و سابقه شغلی بالا در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفت. آزمون تحلیل عاملی تاییدی جهت ارزیابی نظرات پاسخ‌دهندگان پرسشنامه‌ها انجام گرفت. نتایج تحلیل نشان می‌دهد این افراد مولفه‌های انتخابی در راستای اجرای سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام را مناسب می‌دانند. بدین صورتکه مولفه‌های خالص دارایی‌ها و تفاضل واحدهای صادر شده با ابطال شده می‌تواند توضیح دهنده سازوکار انطباق جریان‌های نقد باشد. وجود اوراق مشتقه، تنوع آنها و درصد مجموع آنها از پرتفوی صندوق و همچنین انطباق دیرش سهام خریداری شده و فروش رفته، می‌تواند به عنوان مولفه‌های سازوکار مصون‌سازی به حساب آید. برای سازوکار آزمون جریان‌های نقد، مولفه‌های وجود ضامن نقدشوندگی در صندوق، هزینه کارمزد ضامن نقدشوندگی و همچنین جریان نقد آزاد صندوق سرمایه‌گذاری معرفی و مورد تایید قرار گرفت و مولفه‌های قابلیت نقدشوندگی، بازده مورد انتظار و همچنین دیرش پرتفوی صندوق جهت پوشش تحلیل مالی پویا مقبول پاسخ‌دهندگان بود.

تلاش این مطالعه در جهت عملیاتی‌سازی مدیریت دارایی بدهی و سازوکارهای آن در صندوق‌های سرمایه‌گذاری رویکردی مناسب در جهت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اختیار قرار می‌دهد. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری با اجرای مدیریت دارایی بدهی در قالب مراحل تفکیک‌بندی ترازنامه، محاسبه و

پیش‌بینی بازده، ریسک و دیرش دارایی‌ها و بدهی‌ها، برآورد شکاف مبتنی بر دیرش دارایی‌ها و بدهی‌ها، بکارگیری ابزار مدیریت دارایی و بدهی و استخراج ترازنامه مصون‌سازی شده نقش اثربخشی در بهینه‌سازی هزینه‌های تامین مالی و مدیریت سودآوری دارایی‌ها ایفا می‌کنند. پیشنهاد می‌شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کنار سایر ابزار معمول مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی را بکار گیرند و مولفه‌های پیشنهاد شده را بطور منظم اندازه‌گیری نمایند و آنها را با عملکرد صندوق (ریسک و بازدهی) مرتبط سازند

اگرچه این پژوهش برخی مولفه‌ها برای سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی با توجه به ویژگی‌ها و محدودیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام معرفی و در معرض آزمون دست اندرکاران این صندوق‌ها قرار داد لیکن بدیهی است در جهت پوشش دادن اهداف کلان مدیریت دارایی بدهی می‌توان موارد دیگری را نیز در نظر گرفت. در این راستا پیشنهاد می‌شود برای انطباق جریان‌های نقد، ابزار صورت گردش و جوه نقد با ویژگی‌های مطابق با صندوق‌های سرمایه‌گذاری طراحی و اجرا گردد. یک سطح دیگر مصون‌سازی راه، در استفاده از ابزارهای مالی جدید که قادر به کاهش ریسک باشند و تنوع بخشی در تامین منابع مالی صندوق، مورد آزمون قرار داد. یک برنامه زمانبندی شده از ورود و خروج وجوه و منابع و مصارف جهت آزمون جریان‌های نقد ایجاد کرد و همچنین یک داشبورد مدیریتی مالی پویا با ابزارهای سنجش سناریوهای مختلف برای صندوق در افق‌های زمانی مختلف طراحی نمود.

فهرست منابع

- احمدیان، ا. (۱۳۹۶). اهمیت ترکیب دارایی و بدهی بانک‌ها در تعیین رتبه نظارتی بانک‌ها. پژوهشنامه اقتصادی، ۱۷(۶۵)، ۱۱۵-۱۴۲. doi:10.22054/joer.2017.7848
- ایزدی‌نیا، ن.، قندهاری، م.، عابدینی، ا.، و عابدینی نایینی، م. (۱۳۹۶). مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها در بانک با به‌کارگیری تحلیل شبکه‌ای فازی و الگوی آرمانی (مطالعه موردی: بانک تجارت). نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۵(۴)، ۱۵۵-۱۶۶. doi:10.22108/amf.2017.21178
- آقاسی، ا.، مهرگان، ن.، و آسیما، م. (۱۳۹۸). مدل پویای ارزشیابی سهام بانک‌ها؛ مورد مطالعه: بانک‌های ملت، تجارت، اقتصاد نوین و کارآفرین. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۱)، ۱۱۳-۱۳۴.
- بادیزی، م.، سوری، ناجی، و بهرادمهر. (۱۴۰۲). ساز و کار سرایت ریسک سیستمی در نظام مالی ایران: بازار پول و سرمایه. اقتصاد مالی، ۱۷(۶۲)، ۴۹-۷۰.
- خداپرست سالک معلمی، ع.، رضایی، ف.، خردیار، س.، و وطن‌پرست، م. (۱۳۹۸). آزمون تجربی مقایسه کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی تحت ابهام اطلاعاتی و ارتباط ارزشی سود. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۶(۴)، ۴۹۹-۵۱۶.
- خدارحمی، ب.، احمدی‌نیا، ح.، و داغانی، ر. (۱۳۹۰). مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری با نگاهی به ارزیابی عملکرد پرتفوی. تهران: ترمه.

- سپاسی، س.، حسنی، ح.، و سلمانیان، ل. (۱۳۹۶). مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت‌های تأمین مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۵(۴)، ۹۹-۱۱۶. doi:10.22108/amf.2017.21187
- ستایش، م.، و فتحه، م. ح. (۲۰۱۷). بررسی تاثیر شاخص‌های سلامت نظام بانکی در تعیین راهبرد مدیریت دارایی و بدهی (ALM)؛ با نگاه ویژه به شاخص کیفیت سرمایه (CAR) دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۴)، ۱۳۹-۱۵۰.
- شیرزادی، ی.، متینفرد، م.، و حسنی، م. (۱۴۰۲). آزمون تجربی تغییر طبقه‌بندی جریانهای نقدی: شواهدی از عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. Journal of Accounting Knowledge، 14(۲).
- طاهری، ب. (۱۳۹۶). حسابداری صندوق سرمایه‌گذاری با رویکرد عملیاتی. تهران: کیومرث.
- عادلی، ا. ع. (۱۳۹۵). ارزیابی رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران. اقتصاد مالی، ۱۰(۳۶)، ۸۷-۱۰۴.
- علیرضایی، م.، محق‌نیا، م.، و یوسفی، ص. (۱۳۹۷). مطالعه تطبیقی بانکداری اسلامی و متعارف بحرین و بانکداری بدون ربای ایران (بارویکرد سودآوری). اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۲۳(۷)، ۷-۳۰.
- فخرحسینی، فخرالدین، س.، و کاویانی. (۲۰۲۲). رتبه بندی روش‌های بهبود مدیریت دارایی-بدهی در بانک‌های تجاری ایران با استفاده از رویکرد MCDM هیبریدی (مطالعه موردی: شعب بانک سپه شهر تهران). تصمیم‌گیری و تحقیق در عملیات .
- فرنیان، هادی، رودپشتی، ر.، و ترابی. (۲۰۲۱). تاثیر بکارگیری مدیریت دارایی-بدهی بر ریسک اعتباری بانک. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰(۳۸)، ۴۲۹-۴۵۳.
- فلاح، م. ف.، و شماعتی، زاده، ا. (۱۴۰۰). بررسی روابط متقابل پویا بین روند شاخص بورس تهران و جریان نقدی تجمعی صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲(۴۸)، ۴۴-۶۰.
- قاسمی، ع.، عبدالرسول بهرامی، ج.، و شعبانی جفرودی، ث. (۱۳۹۷). پیش‌بینی شکاف دارایی-بدهی پویا در صنعت بانکداری ایران کاربرد الگوی عصبی-فازی تطبیقی و الگوی حافظه بلندمدت (مطالعه موردی: یک بانک خصوصی). اقتصاد مالی financial Economics، 12(45)، 93-126.
- کاویانی، فخرحسینی، و الدین، س. ف. (۲۰۲۳). رویکرد تحلیلی به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها از طریق معیار دیرش و تاثیر آن بر عملکرد بانک‌ها. پژوهش‌های نوین در ارزیابی عملکرد .
- کرزبر، ش. (۱۳۹۶). ارائه مدل پیشنهادی صورت جریان‌های نقدی بر اساس منطق صوری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲۴(۶)، ۸۹-۱۲۵.
- گرکز، م.، قربانی، ع. ا.، و رضائی پیتته نوئی، ی. (۱۳۹۴). رابطه سود خالص و معیارهای سنجش وجه نقد در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۲)، ۱۶۱-۱۷۶.
- لبافی، م.، دارابی، ر.، و صراف، ف. (۱۳۹۹). مدل‌سازی مدیریت دارایی‌ها-بدهی‌ها در بانک ملی ایران تحت شرایط عدم اطمینان: رویکرد مدل برنامه‌ریزی کسری. تصمیم‌گیری و تحقیق در عملیات، ۵(۴)، ۴۴۶-۴۶۱. doi:10.22105/dmor.2020.255392.1252

محمدپورزندى، م. ا.، البرزى، م.، حسين زاده لطفى، ف.، و شهريارى، م. (۲۰۱۳). به كارگيرى تئورى مطلوبيت در حل مسأله بهينه‌سازى ساختار دارايى و بدهى هاى بانك ها. دانش سرمايه‌گذارى، ۲(۸)، ۱۹۹-۲۱۲. منصورى، درودى، و سعادتى. (۱۳۹۵). به كارگيرى اميد رياضى رشد صندوق هاى سرمايه‌گذارى در سنجش رشد خالص شاخص هاى بهره‌ورى كل با رويكرد شاخص بهره‌ورى مالم كوئيست. مديريت بهره‌ورى، ۱۰(۳) (۳۸) پاييز، ۱۴۷-۱۸۰.

ميرزايى باديلى، و.، سورى، ع.، ناجى، م.، و بهراممهر، ن. (۱۴۰۲). ساز و كار سرايت ريسك سيستمي در نظام مالى ايران: بازار پول و سرمايه. اقتصاد مالى، ۱۷(۶۲)، ۴۹-۷۰.

ميرزايى نژاد، رادفر، فلاح‌شمس، و فتحى‌هفشجاني. (۱۴۰۰). طراحي مدل پويا بازارهاى مالى ايران با استفاده از پويابى شناسى سيستم. دانش مالى تحليل اوراق بهادار (مطالعات مالى)، ۵۲(۱۴)، ۱-۱۸.

نچار فيروزجائى، م. (۱۳۹۰). صندوق‌هاى سرمايه‌گذارى مشترك. مجله اقتصادى-ماهانامه بررسى مسايل و سياست‌هاى اقتصادى، ۱۱(۳)، ۱۳۵-۱۶۶.

Adam, A. (2008). Handbook of asset and liability management: from models to optimal return strategies: John Wiley & Sons.

Antunes, L. G. R., Vasconcelos, F. F., Oliveira, C. M. d., & Corrêa, H. L. (2022). Dynamic framework of performance assessment for startups. International Journal of Productivity and Performance Management, 71(7), 2723-2742.

Blum, P., & Dacorogna, M. (2014). DFA-Dynamic Financial Analysis. Wiley StatsRef: Statistics Reference Online.

Ben-David, I., Li, J., Rossi, A., & Song, Y. (2022). What do mutual fund investors really care about? The Review of Financial Studies, 35(4), 1723-1774.

Labbafi, M., Darabi, R., & Sarraf, F. (2021). Optimizing Asset and Liability Management with Fractional Planning Model Approach (Case Study: Melli Bank of Iran). Journal of Operational Research and Its Applications, 18(3), 93-109. doi:10.52547/jamlu.18.3.93

Mahmoudi, v., abbasian, e., emamdoost, m., & emamdoost, m. (2022). Provide a model to compare the optimal and real structure of assets and liabilities of commercial banks in Iran. Quarterly Journal of Economic Research and Policies, 29(100), 65-103. doi:10.52547/qjerp.29.100.65

Conceptualization and operationalization of asset debt management mechanisms in equity investment funds

Seyfaddin Gholami

PhD. Student, Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
Safaddin.golami@yahoo.com

Nader rezaee

Associate Professor, Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
"Corresponding Author"
naderrezaeimandoab@gmail.com

Rasool Abdi

Associate Professor, Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
abdi_rasool@yahoo.com

Vahid Aghapoor Amin

Associate Professor, Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
Vah_50@yahoo.com

Abstract

Funds, by collecting financial resources and investing those amounts in all kinds of financial assets, as an intermediary, have the potential to participate in the country's economy, so that by developing and increasing the penetration rate, they cause an increase in productive investment. In this regard, their growth and development in terms of number and portfolio has made the importance of financial management and supervision of the funds' activities to be more visible. For this purpose, the debt asset management process can normally be applied to portfolios and investment plans, but so far, its mechanisms have not been conceptualized and operationalized in investment funds. By introducing four debt asset management mechanisms in investment funds, this research exposes components to their evaluation in these funds. In this applied, descriptive and survey research, to evaluate the proposed components, the opinions of people with knowledge and experience in stock investment funds were used in the form of a researcher-made questionnaire. The results of the questionnaire were evaluated with the confirmatory factor analysis method. The mechanisms of matching cash flows are hedging, dynamic financial analysis and cash flow testing.

Key words: Cash flow matching, Hedging, Dynamic financial analysis, Cash flow test and Equity investment funds.

