مجله علمی پژوهش در علوم انسانی و تحقیقات میان رشته ای ، شماره ۱۹ ، بهار ۱۳۹۹جلد۳، ص ۹۳-۸۲
http://www.jase.ir

اثر پویا صندوق های سرمایه گذاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر

مجله علمی پژوهش در علوم انسانی و تحقیقات میان رشته ای (سال ششم)
شماره ۱۹ / بهار ۱۳۹۹ / ص ۹۳-۸۲

محمدجواد محسنی[۱]، فرشید سپهوند[۲]، حمیدرضا حسن‌زاده کریم‌اباد[۳]

نویسنده مسئول :

محمدجواد محسنی

چکیده

هدف اصلی در این پژوهش بررسی اثر پویا صندوق های سرمایه گذاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر با تاکید بر نظریه های مالی رفتاری میباشد. به این منظور در این پژوهش از روش پرسشنامه ای و با جامعه آماری شامل مدیران شرکت های بورسی که تمایل به تشکیل صندوق سرمایه گذاری دارند استفاده میشود.در مجموع نمونه آماری با توجه به جدول مورگان ۱۲۷ نفر میباشد و پس از بررسی و اطمینان از روایی و پایایی گویه های پایان نامه با استفاده از آزمون تی تک نمونه ای به بررسی فرضیه های پژوهش پرداخته میشود. در این پژوهش نتیجه گیری میگردد که اولا مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.و ثانیا خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی قابل توجیه نمیباشد. همچنین از بین شاخص های مالی رفتاری اثر مالکیت ، شهود نمایندگی ، رفتار توده وار ، محافظه کاری و اثر تمایلی بیشترین اثر را بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارند.

کلید واژگان: سرمایه گذاری مخاطره پذیر ،صندوق سرمایه گذاری ، مالی رفتاری ، روش پرسشنامه ای

مقدمه و بیان مسأله

اهمیت سرمایه‌گذاری خطر پذیر در توسعه تکنولوژی و رشد اقتصادی، بیشتر به ویژگی خطرپذیری باز می‌گردد. کارآفرینانی که طرح و ایده نو در سر دارند و به موفقیت اقتصادی آن باور دارند به سبب عدم دسترسی به منابع مالی کافی در مسیر حرکت خود متوقف می‌شوند. ویژگی های خاص شرکت‌های کوچک و متوسط، دریافت منابع مالی از بانک ها و دیگر کانالهای سنتی تامین مالی را برای پروژه‌های پرخطر مبتنی بر تکنولوژی پیشرفته بسیار دشوار کرده است. خطر پذیری از ویژگی‌های اصلی سرمایه گذاری های خطرپذیر بشمار می‌رود و نقش بسزایی در توسعه تکنولوژی دارد. خطر پذیری به مجموعه شرایط وابسته است که یکی از آنها ایجاد مشوق‌هایی برای کارکنان صندوق‌هاست تا درقبال سرمایه گذاری های مطمئن پاداش دریافت نمایند و در قبال شکست بی تفاوت نباشند. (علی سعیدی و ایمان مقدسدیان (۱۳۸۹))

سرمایه گذاری مخاطره پذیر عبارتست از عرضه وجوه مالی به شرکتهای تازه تاسیس که سابقه تاریخی چندانی برای جذب سرمایه از منابع تامین مالی سنتی مانند بازارهای عمومی یا موسسات وام دهنده ندارند. شرکت های تازه تاسیس کار آفرینانی میباشد که برای توسعه فعالیت تجاری خویش ، نیازمند وجوه مالی بوده و اغلب فاقد دارایی های مشهود هستند. که بتوانند از آنها برای تامین وام استفاده نمایند. علاوه بر این جریان وجه نقد منفی در این شرکتها ، دلیل دیگریست که بانکها و سایر موسسات وام دهنده و همچنین بازار سهام تمایلی برای تامین مالی و پشتیبانی از طرح های این شرکتها ندارند.[۴]

مالی رفتاری رشته‌ای است که در طول دو دهه گذشته، در پاسخ به پدیده‌ای که در بالا توضیح داده شد، رشد کرده است. محققان، با استفاده از متدهای متنوع سوگیری‌های سیستماتیک (نظیر واکنش‌های افراطی و تفریطی) که هم در مورد سرمایه گذاران حرفه‌ای و هم مبتدی رخ می‌دهد، ثبت کرده‌اند. محققان مالی رفتاری، عموماً در نتیجه این سوگیری‌ها، با فرضیه بازار کارا موافق نیستند. هرچند، تئوری پردازان بازار کارا، در مقابل، معتقدند که این فرضیه، می‌تواند بر اساس داده‌ها، پیش بینی‌های دقیقی از بازار را فراهم کند، در حالی که مالی رفتاری، حرف بیشتری درباره اشتباه بودن فرضیه بازار کارا ندارد.لاش برای کمّی کردن سوگیری‌ها و استفاده از آن‌ها در مدل‌های ریاضی، موضوع مالی رفتاری کمی است. گونداز کاگینالپ و همکارانش، به منظور کمی سازی پیش بینی‌ها، از هر دو روش ریاضی و آماری بر روی داده‌های بازار واقعی و داده‌های بازار آزمایشی استفاده کرده‌اند. در یک سری از مقالات مربوط به ۱۹۸۹، کاگینالپ و همکارنش، به منظور مطالعه عوامل پویایی بازار سرمایه، از معادلات دیفرانسیلی که دربردارنده استراتژی‌ها و سوگیری‌های سرمایه گذاران نظیر روند قیمت و ارزش گذاری در داخل یک سیستم با میزان محدود از دارایی و وجه نقد بود، استفاده کردند؛ و این متفاوت از مالی کلاسیک بود که در آن، فرض بر نامحدود بودن دارایی هاست.

در تعریف سرمایه‌گذاری خطر پذیر آمده است(پذیرش خطر بالا که به امید کسب سود فراوان صورت می‌گیرد). مطمئنا، پذیرش خطر باید با انگیزه کسب سود بیشتر همراه باشد، در غیر اینصورت می‌توانند به نرخ بانکی یا دیگر سرمایه‌گذاری‌های مطمئن(مانند اوراق قرضه) بسنده کنند. بنابراین کسانی که سرمایه خود را در طرح‌های نوآورانه و در عرصه تکنولوژی‌های پیشرفته در معرض خطر قرار می دهند، مطمئنا باید برنامه نسبتا طولانی برای کسب سود بیشتر داشته باشند. سود مورد نظر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطر پذیر، از محل افزایش ارزش سهم مالکیت آن‌ها در زمان فروش حاصل می شود نه از راه درآمد جاری شرکت‌ها. با اطمینان می توان گفت که هرگاه، از انگیزه سودآوری صندوق‌های مالی سرمایه‌گذاری چشم پوشی شود، این صندوق‌ها اندک اندک از خطرپذیری فاصله می‌گیرند و درنهایت به پرداخت وام‌های مطمئن می پردازند.

با توجه به مطالب بیان شده در این پژوهش به بررسی عوامل تعیین کننده خروج سرمایه گذاری مخاطره پذیر با در نظر گرفتن نظریه امور مالی رفتاری برای اولین بار در ایران پرداخته میشود.

اهمیت و ضرورت پژوهش

با توجه به ساختار طراحی شدهٔ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و ارتباط مستقیم بین رشد ارزش دارایی‌های صندوق و منتفع شدن مدیر و سایر ارکان صندوق، قابل پیش‌بینی است که مدیر انگیزهٔ کافی برای تشکیل بهترین ترکیب سبد سرمایه‌گذاری را داشته، تلاش

[4] Fabozzi , 2008

نماید تا خالص ارزش دارایی‌های صندوق را به حداکثر ممکن رساند. خطرپذیری برای کسب سود بدون در نظر داشتن دیدگاه بلند مدت امکان پذیر نمی‌باشد . صفری (۱۳۸۱) اساسا دیدگاه کوتاه‌مدت در توسعه تکنولوژی جایی ندارد و اگر دیدگاه کوتاه مدت بر صندوق های سرمایه‌گذار حاکم شود، این صندوق‌ها از مفهوم سرمایه گذاری خطرپذیر دور می‌شوند و در راستای اهداف توسعه تکنولوپی گام بر نخواهند داشت. با توجه به اینکه مالی رفتاری شاخه جدیدی از دانش مالی است. در سطح کلان، مالـی رفتاری نظـریه های مالی کلاسیک به ویـژه تئوری بازار کارآی سرمایه را به چالش می گیرد. در سطح خرد، مالی رفتاری نشان می دهد که در دنیای واقعی، رفتار سرمایه گذاران با فرض بنیادی عقلایـی بودن در مالـی کلاسیک سازگـاری ندارد و تمایلات یا اریب های شناختی و احساسی سرمایه گـذاران که آنها را سوگیـری های رفتاری می نامیـم، نقـش با اهمیتـی در تصمیم گیری های اقتصادی دارد. یکی از دشواری‌های یافتن عوامل پویایی بازارهای مالی، وجود نویز است. رخدادهای تصادفی جهان همواره در حال ایجاد تغییراتی در ارزش‌ها هستند که استخراج آن (رویدادهای تصادفی) از نیروهای قطعی که ممکن است وجود داشته باشند، دشوار است. نتیجتاً، بسیاری از مطالعات آماری، تنها جزء غیر تصادفی ناچیزی را نشان داده‌اند[5] . بنابراین بررسی عوامل تعیین کننده خروج سرمایه گذاری مخاطره پذیر با در نظر گرفتن نظریه امور مالی رفتاری در ایران از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی اول

مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

فرضیه اصلی دوم

خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی قابل توجیه نمیباشد.

فرضیه های فرعی

- اثر تمایلی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

- محافظه کاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

- رفتار توده وار بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

- شهود نمایندگی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

- اثر مالکیت بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

پیشینه پژوهش

درمورد عوامل موثر بر صندوق های سرمایه گذاریو البته مباحث مالی رفتاری در داخل و خارج از ایران تحقیقات زیادی صورت گرفته است. به عنوان مثال علی سعیدی و ایمان مقدسدیان (۱۳۸۹) پژوهش را پیرامون ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک در داخل کشور انجام دادند، که نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که بین بازده تعدیل شده بر اساس ریسک صندوق ها بر مبنای ضریب بتا تعدیل شده، با بازده بازار تفاوت معنا داری وجود ندارد .همچنین بین عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک با توجه به معیارهدای شارپ ، ترینر ، سورتینو تفاوت معناداری وجود ندارد؛ اما براساس معیار بازده تفاضلی جنسن بین عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مختلف در

[5] Duran and G. Caginalp (2008)

سال ۱۳۸۷ و در دوره دو ساله ۸۸-۱۳۸۷ تفاوت معناداری وجود دارد. روشنگرزاده و رمضان احمدی(۱۳۸۹) عملکرد چهارده صندوق سرمایه گذاری دربورس اوراق بهادار تهران، طی دوره ۸۸-۸۷ بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن پرتفوی (شامل ، شاخص شارپ ، انحراف معیار و بتای سنتی) و تئوری فرامدرن پرتفوی (شامل شاخص سورتینو، پتانسیل مطلوب ، ریسک نامطلوب و بتاهای نامطلوب) را بررسی و ارتباط میان رتبه بندی های آن ها رابا یکدیگر مقایسه نمودند. بر اساس نتایج این تحقیق ، بین رتبه بندی معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن و فرامدرن پرتفوی ارتباط معناداری وجود دارد که این ارتباط معنا دارن به علت نرمال بودن توزیع بازدهی نبوده بلکه به علت چولگی منفی بازدهی صندوق های سرمایه گذاری است. عبده تبریزی و شریفیان (۱۳۸۷) به بررسی اثر ریسک نامطلوب بر عملکرد تعدیل شده بر اساس ریسک شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. محققان دراین پژوهش به تبیین تفاوت های موجود در معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای نظریه مدرن سبد و نظریه فرامدرن سبد پرداختند. در این تحقیق رابطه ی بین رتبه بندی شرکت ها بر اساس معیار شارپ ونسبت پتانسیل مطلوب بررسی شد و به این نتیجه رسیدند که بین این دو نسبت به واسطه ی وجود چولگی منفی در توزیع بازدهی شرکت های سرمایه گذاری ارتباطی وجود دارد. بر همین مبنا بکارگیری نسبت پتانسیل مطلوب موجه تر تشخیص داده شده است. صفری (۱۳۸۱) به بررسی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس معیارهای شارپ و ترینر پرداخت. یافته های این پژوهش نشان می دهد که با افزایش تعداد سهام در پرتفوی ریسک غیرسیستماتیک کاهش می یابد و هم چنین اگر پرتفویها کاملاً متنوع باشند، رتبه بندی عملکرد، بر مبنای معیار شارپ و ترینر به هم نزدیک خواهند شد.

اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۴) به بررسی رابطه میان شرکتهای سرمایه گذاری بر اساس سه شاخص شارپ، ترینر و جنسن در قلمرو زمانی سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ پرداخته اند و در پایان به این نتیجه رسیده اند که رتبه نقدشوندگی شرکتهای سرمایه گذاری بر عملکردشان بی تاثیر است. هم چنین آنها دریافتند که در طی سال های مورد بررسی عملکرد بعضی از شرکتها بهتر از بازار و بعضی پایینتر از بازار بوده است.

اسلامی بیدگلی و کاظمیان (۱۳۸۴) طی پژوهشی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر را بر پایه سه رکن گرد آوری وجوه ، سرمایه گذاری و استراتژی خروج طراحی نمودند. آنها با توجه به ریسک های فن آوری ، کار آفرینی و نقدینگی شرکت های کار آفرین فناورانه استفاده از عقد جعاله را در شرایط ریسکی بین تامین کنندگان صندوق و صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر مطرح کردند.

بیدگلی و کردلوئی (۱۳۸۸) در مقاله ای با عنوان " مالی رفتاری مرحله ی گذر از مالی استاندارد تا نورو فاینانس " بررسی کرده اند که آنچه در ادبیات مالی و اقتصادی تا کنون به عنوان پایه و اساس تحقیقات وجود داشته به عنوان مالی استاندارد نامبرده میشده است. پس از این در این مقاله مشکلات آن و عدم انطباق با واقعیت ذکر شده است. در نهایت اشاره شده است که آنچه واقعیت را از خود متاثر ساخته است مکتب جدید تری از مالی است که تحت عنوان مالی رفتاری شناخته میشود. وجود تورش هایی باعث شده است که به وجود مالی رفتاری پی برده شود اما از آنجا که این مکتب نیز فقط آثار و علائم را نشان داده و از ذکر علت ها عاجز مانده است محققان مکتب دیگری را یافته اند که علت تورش های رفتاری را بهتر توصیف میکند. این مکتب جدید که بر اساس سیستم عصبی انسانها و تصمیمات آنها به ویژه تصمیمات مالی و اقتصادی استوار است مکتب نورو فاینانس معروف شده است.

سیف اللهی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی" بیان داشتند که از سال ۱۹۸۰ با مطرح شدن ادبیات مالی رفتاری، فرض منطقی بودن سرمایه گذاران و اعتقاد به کارا بودن بازارهای سهام مورد انتقاد قرار گرفته است. ادبیات مالی رفتاری اظهار می دارد که سرمایه گذاران تحت تاثیر سوگیری های رفتاری بوده که در تصمیمات مالی آنها در زمان خرید و فروش سهام بر نحوه تصمیم گیری آنها تاثیر می گذارد. همچنین در این مقاله نتیجه گیری شد نتایج حاصل نشان می دهد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه گذاری تاثیر گذار هستند و میزان این تاثیر برای هریک متفاوت می باشد و رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تاثیر گذاری عبارتند از :سود و زیان نسبی ، اثر تمایلی ، محافظه کاری ، رفتار توده وار ، شهود نمایندگی ، اثر مالکیت و پشیمان گریزی.

در خارج از ایران نیز تحقیقات فراوان در این زمینه انجام گرفته است که می توان به موارد زیر اشاره کرد:

آروگاسلان و همکاران (۲۰۰۷) عملکرد تعدیل شده بر مبنای ریسک ۲۰ صندوق سرمایه گذاری مشترک ایالات متحده در طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۴ را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق یک معیار جدید ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر مبنای ریسک که توسط مودگیلیانی تدوین شده است برای ا رزیابی عملکرد این دسته از صندوق های سرمایه گذاری مشترک مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان می دهد صندوق های سرمایه گذاری مشترک با بازده های بالا ممکن است جذابیت خود را در زمانی که میزان ریسک به تحلیل پیوند خورده است از دست بدهند. بالعکس برخی صندوقهای سرمایه گذاری ممکن است در زمانی که ریسک پایین آنها به عملکردشان پیوند خورده است جذاب به نظر برسند. دریک کلونوسکی (۲۰۰۷) [6] روش گردش کار داخلی و پیچیدگی فرایند تصمیم گیری درونی شرکت را

[6] Klonowski , 2007

مورد مطالعه قرار داد وی برای فرایند سرمایه گذاری مخاطره پذیر یک مدل شش مرحله ای شامل مرحله پیدایش اولیه ، شناخت مقدماتی ، شناخت جامع ، ارزیابی مرحله اول ، ارزیابی مرحله دوم و ارزیابی نهایی را پیشنهاد نمود.

چن و هووانگ (۲۰۰۹) در مطالعه بر روی ۱۲۲ صندوق مشترک سرمایه گذاری در کشور تایوان، ابتدا این صندوق ها را بر اساس چهار معیار نرخ بازده، انحراف استاندارد، نرخ گردش و شاخص ترینر دسته بندی کرده اند و سپس یک مدل بهینه سازی فازی برای تعیین سرمایه بهینه اختصاص داده شده به هر دسته ارائه داده اند. مساله بهینه سازی به دو صورت حل گردیده است: ۱- حداکثر کردن بازده مورد انتظار با محدودیت حداکثر کردن ریسک ۲- حداقل کردن ریسک با محدودیت حداقل بازده مورد انتظار .

سوینکلس و رزینگ زاک (۲۰۰۹) به طور تجربی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترکی که در بازار لهستان به فعالیت می پرداختند را مورد ارزیابی قرار داد. تحقیق آن ها سه طبقه از صندوق های سرمایه گذاری یعنی صندوق های سهام، صندوق های متوازن و صندوق های اوراق قرضه را در بر می گرفت. نتایج این تحقیق حاکی از آن بود که برای هر یک از این سه طبقه بین به گزینی مدیران و مهارت های زمان بندی آن ها رابطه ی مثبت اما بی معنی وجود دارد.

کارولین بوک و همکاران (۲۰۱۵) در مقاله ای تحت عنوان چگونه پویایی صندوق تحت تاثیر تصمیم گیری خروج سرمایه قرار میگیرد بیان داشته اند که مالی رفتاری و نظریه چشم انداز مالی مهمترین عوامل موثر در سرمایه گذاری های مخاطره پذیر صندوق های سرمایه گذاری هستند و بدین وسیله، مقاله، بر رابطه تحت تحقیق بین مدیران صندوق و شرکای محدود سرمایه گذاری در این وجوه بررسی خود را انجام میدهد. در حالت کلی در این مقاله اشاره شده است که سرمایه گذاری صندوق ها برای شرکتهای نوظهور و در جاهایی که سرمایه گذاری مخاطره پذیر میباشد بسیار متاثر از مالی رفتاری میباشد و کمتر با قواعد و قوانین مالی کلاسیک قابل توجیه میباشد که این مهم خود بر مخاطره ی سرمایه گذاری در شرکتهای تازه تاسیس و تامین مالی کارآفرینان نو ظهور اضافه میکند.

ابزار جمع آوری داده ها

جهت جمع آوری اطلاعات در این تحقیق از روش های کتابخانه ای و میدانی استفاده گردید. از مطالعات کتابخانه ای به عنوان شالوده ای جهت تدوین چارچوب نظری تحقیق استفاده کردیم و از روش میدانی نیز جهت دریافت اطلاعات از مدیران صندوق های بورس اوراق بهادار تهران و سرمایه گذاران عمده آنها از طریق پرسشنامه بهره گرفتیم. بنابراین ابزار گردآوری اطلاعات در این تحقیق، پرسشنامه می باشد.

در این پژوهش برای بررسی فرضیه ها از پرسشنامه ای شامل ۲۱ سوال استفاده شد که توسط آن به بررسی اثر پویا صندوق های سرمایه گذاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر پرداخته میشود. ۳ سوال از ۲۱ سوال این پرسشنامه برای بررسی فرضیه اصلی اول و سه سوال برای بررسی فرضیه اصلی دوم میباشد و برای هر کدام از فرضیه های فرعی نیز ۳ سوال در نظر گرفته شده است

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق مدیران شرکت های بورسی که تمایل به تشکیل صندوق سرمایه گذاری دارند میباشد.تعداد این مدیران ۲۰۰ نفر میباشد. که داده های مورد نیاز به وسیله ابزار پرسشنامه محقق ساخته است .زمانی که نه از واریانس جامعه و نه از احتمال موفقیت یا عدم موفقیت متغیر اطلاع دارید و نمی توان از فرمولهای آماری برای براورد حجم نمونه استفاده کرد از جدول مورگان استفاده می کنیم. و با استفاده از جدول مورگان حجم نمونه ۱۲۷ نفر می شود.

ساختار پرسشنامه و بررسی پایایی و روایی

قابلیت اعتماد و پایایی یکی از ویژگی‌های فنی ابزار اندازه‌گیری است. پایایی با این امر سروکار دارد که ابزار اندازه‌گیری در شرایط یکسان تا چه اندازه نتایج یکسانی را به‌دست می‌دهد. به عبارت دیگر، پایایی ثبات و سازگاری مفهوم مورد سنجش را نشان می‌دهد (سرمد و همکاران، ۱۳۸۳). چندین معیار پایایی می‌توانند جهت ایجاد پایایی یک ابزار سنجش مورد استفاده قرار گیرند که عبارتند از: روش آزمون

۱-بازآزمون [۷]

۲-فرم‌های معادل

۳- روش دو نیمه کردن

[7]. Test-Retest Method

۴-روش سازگاری درونی

در میان روش‌های فوق، روش سازگاری درونی نیازمند یک بار اجرا بوده و معمولاً پرکاربردترین است، به‌ویژه در مطالعه‌های میدانی (سرمد و همکاران، ۱۳۸۳). هرچند این روش به عنوان کلی‌ترین شکل برآورد در نظر گرفته می‌شود.

در این روش، پایایی به عنوان سازگاری درونی عملیاتی می‌گردد، که میزان همبستگی درونی که یک مقیاس را تشکیل می‌دهند، می‌باشد. سازگاری درونی با استفاده از یک ضریب پایایی به نام آلفای کرونباخ[8]محاسبه می‌گردد. یک آلفا با مقدار ۰.۶ و ۰.۷ و بالاتر معیار خوبی برای نشان دادن سازگاری درونی یک مقیاس جدید در نظر گرفته می‌شود. نتایج مربوط به پایایی ابزار پژوهش در ادامه تشریح شده‌اند.

نتایج حاصل از آزمون آلفای کرونباخ برای سوالات پرسشنامه آورده شده است:

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون آلفای کرونباخ برای پرسشنامه

گویه ها	ضریب آلفا
گویه های مربوط به فرضیه اصلی اول	**۰/۸۵**
گویه های مربوط به فرضیه اصلی دوم	**۰/۹۵**
گویه های مربوط به فرضیه فرعی اول	**۰/۸۵**
گویه های مربوط به فرضیه فرعی دوم	**۰/۹۳**
گویه های مربوط به فرضیه فرعی سوم	**۰/۹۷**
گویه های مربوط به فرضیه فرعی چهارم	**۰/۹۶**
گویه های مربوط به فرضیه فرعی پنجم	**۰/۹۷**

آماره آلفای کرونباخ نمایش دهنده مناسب بودن روایی و پایایی در تمام گویه های پرسشنامه حاضر میباشد.

همچنین در جدول ذیل متغیرهای پژوهش و سوالات مربوطه مشخص شده است:

جدول ۳: فرضیه ها و سوالات پرسشنامه

شماره فرضیه	گویه مورد نظر	تعداد سوالات	شماره سوالات
اصلی اول	بررسی اثر مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری	۳	۱-۳
اصلی دوم	بررسی توجیه پذیری خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی	۳	۴-۶
فرعی اول	بررسی اثر اثر تمایلی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری	۳	۷-۹
فرعی دوم	بررسی اثر محافظه کاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری	۳	۱۰-۱۲
فرعی سوم	بررسی اثر رفتار توده وار بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری	۳	۱۳-۱۵
فرعی چهارم	بررسی اثر شهود نمایندگی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری	۳	۱۶-۱۸
فرعی پنجم	بررسی اثر اثر مالکیت بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری	۳	۱۹-۲۱

[8] . Cronbach alpha

بررسی فرضیه ها

آزمون tروش آزمون فرضیه درباره محل میانگین جامعه را بررسی می کند. این آزمون ممکن است به این شرح اجرا شود که ابتدا عددی را برای میانگین جامعه فرض کنیم. سپس از طریق آزمون t تعیین کنیم که این فرضیه صحیح است یا خیر. از این آزمون می توان برای مقایسه میانگین یک نمونه با یک عدد ثابت یا ادعا نیز استفاده کرد. پس از صورت بندی کردن فرضیه صفر و خلاف، این آزمون شامل مراحل زیر است:

۱- محاسبه t برای داده های جمع آوری شده.

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{S_{\bar{x}}}$$

$$S_{\bar{x}} = \frac{S}{\sqrt{n}}$$

$$S = \sqrt{\frac{\Sigma(x - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

۲- محاسبه درجات آزادی با استفاده از فرمول ۱ -df=n

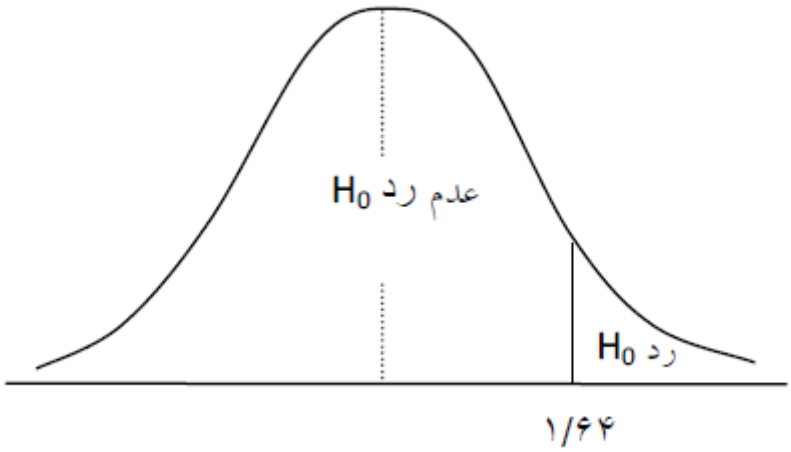
۳- تعیین سطح اطمینان یا سطح معنادار بودن

۴- مراجعه به جدول های t که در مراجع مختلف وجود دارد و استخراج t جدول

۵- مقایسه t محاسبه شده و t جدول

۶- تصمیم گیری در مورد رد یا تایید فرضیه صفر

در نمودار ذیل سطح معنی داری برای رد یا پذیرش آماره آزمون تی آورده شده است:



شکل ۱ مقدار آماره آزمون برای در فرض صفر در توزیع تی

برای طراحی این بخش از طیف پنج گزینه‌ای لیکرت استفاده گردیده است که یکی از رایج‌ترین مقیاسهای اندازه‌گیری به شمار می‌رود. با توجه به انتخاب طیف لیکرت ۵ گزینه ای برای بررسی فرضیه ها آزمون تی با مقایسه میانگین ها با عدد سه انجام خواهد شد. شکل کلی و امتیاز بندی این طیف برای سئوالات به صورت ذیل می‌باشد:

جدول(۴):امتیازات پرسشنامه بر اساس طیف لیکرت

شمای کلی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد
امتیاز بندی	۱	۲	۳	۴	۵

.

فرضیه اصلی اول :

H_0: مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار ندارد.

H_0: مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه اصلی اول خلاصه شده است.

جدول ۵ : بررسی فرضیه اصلی اول

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۳/۲۸	۰/۰۰۰	تایید فرضیه اصلی اول

با توجه به تایید فرضیه اصلی اول میتوان بیان داشت :

مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

فرضیه اصلی دوم :

H_0: خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی قابل توجیه میباشد.

H_0: خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی قابل توجیه نمیباشد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه اصلی دوم خلاصه شده است.

جدول ۶ : بررسی فرضیه اصلی دوم

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۸/۴۱	۰/۰۰۰	تایید فرضیه اصلی دوم

با توجه به تایید فرضیه اصلی دوم میتوان بیان داشت :

خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی قابل توجیه نمیباشد.

فرضیه فرعی اول:

H_0: اثر تمایلی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار ندارد.

H_0: اثر تمایلی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه فرعی اول خلاصه شده است.

جدول ۷ : بررسی فرضیه فرعی اول

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۰/۹۲	۰/۰۰۰	تایید فرضیه دوم

با توجه به تایید فرضیه فرعی اول میتوان بیان داشت :

اثر تمایلی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

فرضیه فرعی دوم:

H_0: محافظه کاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار ندارد.

H_0: محافظه کاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه فرعی دوم خلاصه شده است.

جدول ۸ : بررسی فرضیه فرعی دوم

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۲/۱۹	۰/۰۰۰	تایید فرضیه سوم

با توجه به تایید فرضیه فرعی دوم میتوان بیان داشت :

محافظه کاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

فرضیه فرعی سوم:

H_0: رفتار توده وار بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار ندارد.

H_0: رفتار توده وار بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه فرعی سوم خلاصه شده است.

جدول ۹ : بررسی فرضیه فرعی سوم

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۳/۸۳	۰/۰۰۰	تایید فرضیه سوم

با توجه به تایید فرضیه فرعی سوم میتوان بیان داشت :

رفتار توده وار بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

فرضیه فرعی چهارم:

H_0: شهود نمایندگی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار ندارد.

H_0: شهود نمایندگی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه فرعی چهارم خلاصه شده است.

جدول ۱۰ : بررسی فرضیه فرعی چهارم

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۱/۰۹	۰/۰۰۰	تایید فرضیه سوم

با توجه به تایید فرضیه فرعی چهارم میتوان بیان داشت :

شهود نمایندگی بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

فرضیه فرعی پنجم:

H_0: اثر مالکیت بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار ندارد.

H_0: اثر مالکیت بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

در جدول ذیل بررسی فرضیه فرعی پنجم خلاصه شده است.

جدول ۱۱ : بررسی فرضیه فرعی پنجم

آماره تی	سطح معنی داری	نتیجه
۶۲/۶۸	۰/۰۰۰	تایید فرضیه سوم

با توجه به تایید فرضیه فرعی پنجم میتوان بیان داشت :

اثر مالکیت بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.

نتیجه گیری و بحث

هدف اصلی در این پژوهش بررسی اثر پویا صندوق های سرمایه گذاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر با در نظر گرفتن شاخص های مالی رفتاری میباشد. با توجه به اینکه مالی رفتاری رشته‌ای است جدید که از متدلوژی ریاضی و آماری، به منظور درک سوگیری‌های رفتاری مرتبط با ارزش‌گذاری استفاده می‌کند. برخی تلاش‌های صورت گرفته در این زمینه با هدایت گونداز کاگینالپ در طول سال‌های(۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴) و همکاری افرادی چون ورنون اسمیت، دیوید پورتر، دون بالنوویچ، ولادیمیرا لیبوا، احمت دوران و مطالعات جف مدورا، ری استورم و دیگران، نشان از وجود اثرات رفتاری قابل توجهی بر روی سهام و صندوق‌های قابل معامله دارد. در این پژوهش نتیجه گیری گردید که اولا مالی رفتاری بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارد.و ثانیا خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری با نظریه های کلاسیک مالی قابل توجیه نمیباشد. همچنین از بین شاخص های مالی رفتاری اثر مالکیت ، شهود نمایندگی ، رفتار توده وار ، محافظه کاری و اثر تمایلی بیشترین اثر را بر خروج سرمایه مخاطره پذیر از صندوق های سرمایه گذاری اثر معنی دار دارند.

پیشنهاد ها

با توجه به نتایج حاصله از تجزیه و تحلیل آماری در این مقاله پیشنهاد میگردد متولیان بازار مالی و تصمیم گیران ارشد مالی کشور با توجه به نیاز به وجود صندوق های سرمایه گذاری با در نظر گرفتن شرایطی برای شرکت ها و افرادی که قصد تشکیل دادن صندوق سرمایه گذاری دارند ، ساز و کارهای تشویقی را برای افراد ذی صلاح فراهم آورد تا در طول زمان اثر نامناسب مالی رفتاری بر سرمایه گذاری در شرایط مخاطره آمیز کاهش یابد و بازار بورس و صندوق های سرمایه گذاری بتوانند با جسارت بیشتری از کارآفرینان جدید حمایت و تامین مالی کنند.

با توجه به مخاطرات سرمایه گذاری در شرکت های نو پایه و تازه تاسیس پیشنهاد میشود که مدیران شرکتهای بورسی و سرمایه گذاران ضمن مطالعه ایده های کار آفرینانه و آینده ی کاری احتمالی شرکت های نوپا ، خطر اینگونه سرمایه گذاری ها و تامین مالی را تا حد امکان کاهش دهند ، و با دقت نظر از ایده های کار آفرینانه حمایت مالی به عمل آورند.

همچنین به عنوان پیشنهاد برای پژوهش های آتی میتوان پیشنهاد داد که با استفاده از روش هایی همچون تحلیل سلسله مراتبی عوامل موثر بر انجام سرمایه گذاری مخاطره پذیر بر صندوق سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را رتبه بندی کنند تا جایگاه هر کدام از شاخص های مورد بررسی در این پژوهش و همچنین سایر شاخص های مربوط به مالی رفتاری در میان عوامل انگیزشی مدیران برای سرمایه گذاری های مخاطره پذیر در صندوق سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران مشخص گردد.

منابع

۱- سعیدی، علی. مقدسیان، ایمان (۱۳۸۹)، ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری سهام در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۹، سال سوم، صفحات ۵ تا ۲۴

۲- بیدگلی و کردلوئی (۱۳۸۸) " مالی رفتاری مرحله ی گذر از مالی استاندارد تا نورو فاینانس "مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی ، سال اول ، شماره اول ، بهار ۱۳۸۹

۳- اسلامی بیدگلی، غلامرضا. تهرانی، رضا. شیرازیان، زهرا (۱۳۸۴)، تحقیقات مالی، شماره ۱۹، صفحات ۳ تا ۲۴

۴- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و کاظمیان مهدی (۱۳۸۴) ، طراحی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر با توجه به فقه امامیه ، فصلنامه تحقیقات مالی شماره ۲۰

۵- روشنگر زاده، امین و احمدی، محمد رمضان. (۱۳۹۰). بررسی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی و ارتباط بین رتبه بندی آن ها با معیارهای مدرن پرتفوی، مجله پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۱ (۷)، صفحات ۱۴۳ تا ۱۶۰

۶- عبده تبریزی، حسین. شریفیان، روح الله (۱۳۸۷)، بررسی اثر ریسک نامطلوب بر عملکرد تعدیل شده بر اساس ریسک شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، سال اول، شماره ۱، صفحات ۳۵ تا ۷۰

۷- صفری، محسن. (۱۳۸۱)، ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری فعال در بورس تهران بر اساس شاخص های شارپ و ترینر، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۸- سیف اللهی و همکاران (۱۳۹۴) " بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی" فصل نامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری ، سال چهارم ، شماره پانزده ، پائیز ۹۴

9- Arugaslan, O., E. Edwards, and A. Samant (2007), “Evaluating Large US Based Equity Mutual Funds Using Risk-Adjusted Performance Measures,” International Journal of Commerce and Management Vol. 17, No. 1/2, pp 6-24.

10- Chen, L. H., Huang, L., (2009). Portfolio optimization of equity mutual funds with fuzzy return rates and risks, expert systems with applications, 36, 3720-3727.

11- Klonowski, Darek (2007), "The venture capital investment process in emerging markets Evidence from Central and Eastern Europ", International Journal of Emerging Markets, Vol. 2 No. 4, 2007, pp. 361-382

12- Fabozzi , Frank.J (2008) , "Handbook of Finance , Volume 1 , Financial Markets and Instrument' , Jong Wiley & Sons , Inc. PP. 561-573

13- Swinkels, L., P.Rzezniczak, (2009),”Performance Evaluation of Polish Mutual Funds Managers”, International Journal of Emerging Markets, Vol.4, No.1, pp: 26-42

14- Caginalp and D. Balenovich (1999). "Asset Flow and Momentum: Deterministic and Stochastic Equations". Philosophical Transactions of the Royal Society A 357 (1758):

15- A. Duran and G. Caginalp (2008). "Parameter optimization for differential equations in asset price forecasting". Optimization Methods & Software. 23, 2008 (4): 551–574. doi:10.1080/10556780801996178.