

## واکاوی ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق در ایران: رویکرد سرمایه انسانی

سید وحید شالباف یزدی \*

دکتر شمس‌الدین ناظمی \*\*

دکتر سعید مرتضوی \*\*\*

دکتر فریبرز رحیم نیا \*\*\*\*

### چکیده

یکی از چالش‌های جدی در اداره‌ی اثربخش وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، حصول اطمینان از وجود مدیرانی شایسته و متخصص در این نهادها است. وجود چنین مدیرانی می‌تواند منابع سرمایه‌گذاران را به شکل مطلوب اداره کرده و بازدهی مطلوبی را برای صاحبان سرمایه خود به ارمغان آورد. این پژوهش به منظور مطالعه اکتشافی مولفه‌ها و ابعاد مدیران سرمایه‌گذاری موفق با رویکرد سرمایه انسانی انجام گرفته است. از آنجا که کاوش در دنیای ذهنی و تجارب افراد و استخراج نگرش آنها مستلزم بهره‌گیری از روش‌های کیفی پژوهش می‌باشد لذا در این مطالعه با استفاده از رویکرد تحلیل محتوا با ۱۵ نفر از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق که دارای بیشترین نمره ارزیابی عملکرد (معیارهای شارپ و سور تینو) بودند مصاحبه عمیق صورت گرفت. نتایج حاصل از مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته در قالب مضامین دسته‌بندی شدند که با توجه به آنها ابعاد ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق به پنج بعد ویژگی‌های رفتاری، فنی، فردی، مدیریتی و میان فردی طبقه‌بندی شدند که هرکدام از این ابعاد خود از مفاهیم دیگری تشکیل شده‌اند. بر اساس یافته‌های حاصل از این پژوهش، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به منظور دستیابی به سطح مطلوب عملکرد و موفقیت، باید دارای مجموعه‌ای از خصوصیات و ویژگی‌های مشهود و نامشهود باشند. در واقع، این یافته‌ها بیانگر سیمای مدیران سرمایه‌گذاری موفق در بازار سرمایه ایران است که می‌تواند به عنوان یک شاخص برای مدیرانی که قصد دارند به الگوهای مطلوبی در عرصه مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شوند مدنظر قرار گیرد.

**واژه‌های کلیدی:** مدیر سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد، سرمایه انسانی، تحلیل محتوا

\* دانشجوی دکتری مدیریت منابع انسانی، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد

\*\* نویسنده مسئول - استاد گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد nazemi\_shm@um.ac.ir

\*\*\* استاد گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد

\*\*\*\* استاد گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد

## مقدمه

سرمایه انسانی در سازمان یکی از مهمترین عوامل مورد نیاز برای پیشبرد اهداف استراتژیک سازمان قلمداد می‌شود که می‌تواند به عنوان یک نقطه قوت سازمانی، مزیت رقابتی پایدار و بلندمدت را برای سازمان به ارمغان آورد. رهبران سازمانی نیز اغلب تصدیق می‌کنند که منابع انسانی مهمترین دارایی سازمان هستند (Fulmer & Ployhart, 2014) چرا که آنها تنها سرمایه‌هایی هستند که با استفاده بیشتر کاهش نیافته و بصورت فزاینده توسعه پیدا می‌کنند (ضیایی و همکاران، ۱۳۹۱). سرمایه انسانی به عنوان مجموع مهارت‌ها، تجارب، توانایی‌ها و دانش ضمنی افراد تعریف می‌شود (دیگری، ۱۳۸۹). سرمایه انسانی منبعی اقتصادی از سازمان را عرضه می‌کند که انتظار می‌رود جریان‌های درآمدی آینده سازمان را به وجود بیاورد (Fulmer & Ployhart, 2014) و سازمان‌ها باید پس از کسب منابع انسانی کلیدی، سیستم‌های منابع انسانی را برای توسعه ظرفیت این منابع که به سختی قابل تقلید می‌باشند، تعبیه نمایند تا بدین وسیله جلوی مخاطراتی چون ترک خدمت، عدم مسئولیت‌پذیری، کاهش انگیزه، کاهش کارایی عملیاتی و در نهایت کاهش سودآوری سازمان گرفته شود (علی‌خانی و همکاران، ۱۳۹۲).

در ادبیات مدیریت منابع انسانی استراتژیک، روند مفهومی رایج بیشتر به دنبال درک جعبه سیاه<sup>۱</sup> یا مکانیزم‌هایی است که خط‌مشی منابع انسانی را به منظور اثرگذاری بر عملکرد سطح واحدی حاصل نماید (Nyberg et al, 2014)؛ از این رو محققان بیشتر به دنبال درک چگونگی اثرگذاری بر منابع انسانی واحدهای سازمانی به ویژه مدیران توسط مدیریت منابع انسانی هستند بگونه‌ای که بر عملکرد آنها مؤثر واقع شود (Huselid & Becker, 2011) در حالی که محققان کمتر به این موضوع پرداخته‌اند که منبع ویژگی‌های این منابع انسانی در مدیران چیست (Nyberg et al, 2014) یا این منابع به طور خاص چه ویژگی‌هایی دارند. در تحقیقات مختلف مؤلفه‌های نوآوری، رضایت، انگیزش، آموزش و تعهد (علی‌خانی و همکاران، ۱۳۹۲)، دانش، مهارت‌ها، و توانمندی‌ها (Campbell et al, 2009; Marimomuthu et al, 2009)، بصیرت شغلی، گروه‌های حل مسئله، و تیم‌های خودمحور (Liu et al, 2014)، شایستگی نیروی کار (Carmeli & Tishler, 2008)، ظرفیت شناسایی فرصت‌های جدید، مهارت کار تیمی، تلاش‌های تغییر سازمان (Gates & Lengevin, 2010) را به عنوان مؤلفه‌های منابع

1 -Black box

انسانی سازمانی در چارچوب سرمایه‌انسانی معرفی می‌کنند. ضمن اینکه برخی تحقیقات دیگر نیز شاخص‌های کمی نظیر تحصیلات و کارایی سرمایه‌انسانی ناشی از ارزش افزوده ایجاد شده توسط منابع انسانی بر هزینه حقوق و دستمزد پرداختی (عباسی و گلدی، ۱۳۸۹)، توانایی نیروی انسانی برای کاهش هزینه‌ها (گتس و لنگیون، ۲۰۰۸)، سابقه، تجربه سرمایه‌گذاری و جنسیت (Switzer & Huang, 2007)، تجربه مدیریتی و تجربه کارآفرینی (Davidson & Honig, 2003) را در این رابطه در نظر می‌گیرند که البته مهم‌ترین نارسایی این مدل‌ها عدم شفافیت، عدم جامعیت و کلی بودن آن‌ها است. همچنین اکثر این تحقیقات بر ویژگی‌های ملموس این منابع بیشتر توجه داشته‌اند، حال آنکه همه ویژگی‌های منابع قابل لمس نیست چرا که بسیاری از سازمان‌های بزرگ و تعالی یافته بیشترین ارزش خود را از محل ویژگی‌های ناملموس منابع خود کسب کرده‌اند که بعضاً در تحقیقات انجام شده مورد غفلت قرار گرفته است.

یکی از بازارهایی که در کشور به طور خاص، مدیران در آن به ایفای نقش می‌پردازند، بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار تهران است. حضور پررنگ مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در 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 به عنوان دماسنج رشد بازار مورد توجه قرار می‌گیرد رشد چشم‌گیری داشته است؛ این مدیران توانسته‌اند بازده‌های عملکرد بالاتری را نسبت به میانگین بازار برای صاحبان سرمایه خود به ارمغان بیاورند. ضمن اینکه در ماه‌های پایانی سال ۹۲ که با سقوط شاخص و به تبع آن ضرر و زیان‌هایی که برای اکثر سهامداران همراه بود، درصد کاهش و زیان این صندوق‌ها نسبت به میانگین بازار بیشتر نشد. چنین دستاوردهایی دغدغه شناسایی ویژگی‌های ملموس و ناملموسی که منجر به موفقیت (عملکرد مالی بالا) این مدیران شده است را در بستر سرمایه‌های انسانی، در ذهن فعالان بازارهای مالی متبادر می‌سازد. اساساً مدیران موفق دارای توانمندی‌ها و مهارت‌های منحصربفرد هستند و آن ویژگی‌ها (اعم از ملموس و یا ناملموس) هستند که منجر به ایجاد ارزش برای سازمان می‌گردد و لذا احصای اینگونه ویژگی‌ها که مولد ارزش برای سازمان می‌باشند در فضای بازار سرمایه ایران از ضرورت و اهمیت بسزایی برخوردار است.

از این رو، این مطالعه با توجه به شکاف پژوهشی ذکر شده، کم توجهی بومی به سرمایه‌های انسانی کشور به ویژه مدیران موفق در بازار سرمایه و پیامدهای اثرگذار این

منابع سازمانی در سرنوشت توأم با موفقیت سازمان و دستیابی به مزیت رقابتی پایدار به منظور پرورش، بالنده‌سازی، سرمایه‌گذاری و مدیریت این منابع انسانی به دنبال پاسخ به این سؤال است که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق با رویکرد سرمایه انسانی از چه ویژگی‌هایی برخوردارند؟

### مبانی نظری

#### ➤ مفهوم سرمایه انسانی<sup>۱</sup>

اصطلاح سرمایه انسانی اولین بار توسط شولتز<sup>۲</sup> (۱۹۶۱) یک اقتصاددان مطرح شد. او طی تحقیقاتی که در آمریکا انجام داد ثابت کرد میزان بازدهی که از طریق سرمایه‌گذاری بر آموزش و تربیت نیروی انسانی برای سازمان به دست می‌آید بسیار بیشتر از بازدهی است که از سرمایه‌گذاری بر سرمایه فیزیکی به دست می‌آید. او در سال ۱۹۸۱ دیدگاه خود را با جزئیات بیشتر چنین مطرح کرد: «تمام توانایی‌های بالقوه و بالفعل افراد را در نظر بگیرید، این توانایی‌ها با ارزش هستند و با سرمایه‌گذاری مناسب تقویت می‌شوند و بدین صورت همواره گزینه‌های بیشتری برای افراد فراهم می‌شود» (Shultz, 1961).

گری بکر<sup>۳</sup>، دریافت‌کننده جایزه نوبل سال ۱۹۹۲ در زمینه علوم اقتصادی، استدلال می‌کند که «هزینه‌ی آموزش، یادگیری، مراقبت‌های پزشکی و... نه سرمایه فیزیکی محسوب می‌شود و نه سرمایه مالی، زیرا نمی‌توان یک شخص را از دانش، مهارت، سلامتی و یا از ارزش‌هایش جدا کرد؛ در حالی که دارایی‌های مالی و فیزیکی از دارنده و مالک آن قابل جدا شدن است» (Becker, 1964). در واقع گرچه سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی توسط سازمان‌ها انجام می‌شود و قابل انتقال به غیر نیست و متعلق به سازمان است، اما این کارکنان‌اند که صاحب سرمایه انسانی هستند نه سازمان (Roos et al, 1998). سرمایه انسانی به گونه‌ای ساده بیانگر موجودی دانش هر یک از کارکنان سازمان است (Bontis et al, 2000). سرمایه انسانی یک سازمان شامل مهارت‌ها، تخصص، توانایی حل مسئله و شبکه‌های رهبری می‌باشد. سرمایه انسانی به عنوان مبنای سرمایه فکری منتج به بهبود عملکرد و ایجاد سود برای شرکت می‌شود (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۸۸).

1- Human Capital

2- Shultz

3- Becker

نظریه سرمایه انسانی در راستای این دیدگاه که سازمان را براساس منابع مورد ارزیابی قرار دهیم به وجود آمده است (Barney, 1991). این دیدگاه بیان می‌کند مزیت رقابتی سازمان هنگامی پایدار خواهد بود که ترکیب 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 به عنوان دارایی هستند که سازمان بر روی آنها سرمایه‌گذاری می‌کند و از این طریق بازده قابل توجه عاید سازمان می‌گردد. با توجه به توضیحات فوق، مدیران سرمایه‌گذاری موفق نیز دارای توانمندی‌ها، مهارت‌ها و ویژگی‌هایی هستند که منحصر بفرد بوده و از جمله سرمایه‌های انسانی سازمان-های خود هستند که به راحتی قابل تقلید نبوده و برای سازمان خود مزیت رقابتی ایجاد کرده‌اند و هدف از این مطالعه نیز کشف مولفه‌ها و ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق است که از این منظر سرمایه انسانی بشمار می‌آیند.

با این توضیحات، در این مطالعه، رویکرد سرمایه انسانی مبنای مطالعات نظری، سوالات مصاحبه‌ها و در نهایت احصاء مدل قرار گرفته است.

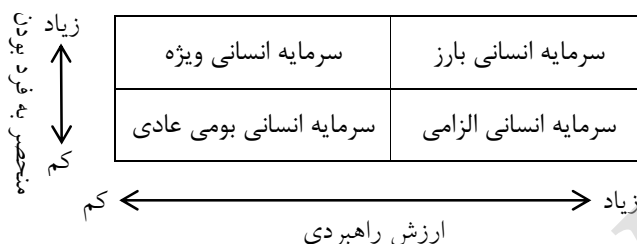
#### • انواع سرمایه انسانی

سرمایه انسانی را می‌توان بر اساس معیارهای مختلف طبقه بندی نمود. از دیدگاه مدیریت منابع انسانی استراتژیک، همه دانش‌ها و مهارت‌ها، راهبردی و استراتژیک محسوب نمی‌شوند. در این رابطه، به استناد اسنل و همکاران (۱۹۹۹) توان راهبردی سرمایه انسانی را می‌توان در دو بعد مد نظر قرار داد: ارزش راهبردی<sup>۱</sup> و منحصر به فرد بودن<sup>۲</sup>. همانگونه که در شکل ۱ مشاهده می‌شود از کنار هم قرار دادن دو عامل منحصر به فرد بودن و ارزش راهبردی سرمایه انسانی ماتریسی تشکیل شده است. این ماتریس، یک چارچوب مفهومی برای طبقه‌بندی شکل‌های مختلف سرمایه انسانی را نشان می‌دهد. اختصاصاً این چارچوب بر آن دلالت دارد که سیستم‌های مختلف مدیریت منابع انسانی مستلزم مدیریت همه نوع سرمایه می‌باشد و استفاده از یک سیستم واحد در کل سازمان، ضد بهره‌وری است (Snell et al, 1999).

1 -Strategic Value

2 -Uniqueness

شکل ۱: شکل‌های مختلف سرمایه انسانی (Snell et al, 1999)



۱- سرمایه انسانی ویژه<sup>۱</sup> (ارزش راهبردی کم، منحصر به فرد بودن زیاد): ربع اول، سرمایه انسانی را با ویژگی منحصر به فرد بودن قوی نشان می‌دهد، اما این سرمایه انسانی برای ایجاد ارزش برای مشتری، مفید نیست. این شکل از سرمایه انسانی، منبع بالقوه برای ایجاد تمایز نسبت به رقباست زیرا منبع انحصاری و ویژه خود سازمان است. پس مهمترین کار، فهم این مطلب است که چگونه سازمان می‌تواند با حفظ منحصر به فرد بودن این سرمایه انسانی آن را توسعه و گسترش دهد. (Snell et al, 1999).

۲- سرمایه انسانی بومی عادی<sup>۲</sup> (ارزش راهبردی کم، منحصر به فرد بودن کم): بخش دوم ماتریس شکل ۱، سرمایه انسانی بومی عادی سازمان را بیان می‌دارد که نه ارزش آفرینی چندانی برای مشتریان دارد و نه در نوع خود برای سازمان منحصر به فرد و خیلی ویژه است. بسیاری از سازمانها اینگونه سرمایه انسانی خود را به راحتی پس از مدتی انجام فعالیت به دست می‌آورند، پس توجه زیادی در زمینه سرمایه‌گذاری بر روی این نوع سرمایه انسانی مبذول نمی‌شود.

۳- سرمایه انسانی بارز<sup>۳</sup> (ارزش راهبردی زیاد، منحصر به فرد بودن زیاد): زمانی که سرمایه انسانی ارزش آفرین و منحصر به فرد باشد برای سازمان منافع استراتژیکی ایجاد می‌کند، که البته توسعه و استقرار این سرمایه انسانی باعث افزایش هزینه‌های اداری و بوروکراتیک می‌شود. انگیزه سازمانها در سرمایه‌گذاری و توسعه این نوع از سرمایه انسانی، بیشینه کردن پتانسیل ارزش آفرینی سازمانی و ایجاد ویژگیهای متمایز کننده در درون سازمان است. بنابراین برای دستیابی به چنین هدفی، سازمانها سیستمهای منابع انسانی

1 -Idiosyncratic HC

2 -Ancillary HC

3 -Core HC

مبتنی بر تعهد را درون خود استقرار می‌دهند. این سیستمها روی توسعه درونی مهارتها و روابط بلند مدت سازمانی تکیه دارند.

۴- سرمایه انسانی الزامی<sup>۱</sup> (ارزش راهبردی زیاد، منحصر به فرد بودن کم): سرمایه انسانی الزامی گرچه ارزش آفرین است ولی منحصر به فرد و ویژه خود سازمان نیست. بنابراین تصمیماتی که برای سرمایه‌گذاری در این نوع از سرمایه انسانی اتخاذ می‌شود با سرمایه بارز و دیگر موارد متفاوت است. سرمایه انسانی الزامی ویژه یک سازمان خاص نبوده و کارکنان (حائز این سرمایه) در یک محدوده معین آزادند و ابتکار عمل دارند تا هر سازمانی که منافع بیشتری بر ایشان ایجاد می‌کند، این استعداد و ارزش آفرینی خود را در آن صرف کنند و در واقع بفروشند. به سبب سهولت و امکان این جابجایی نیروی انسانی، تئوری سرمایه انسانی می‌گوید که سازمان‌ها چندان مایل در سرمایه‌گذاری در این نوع از سرمایه انسانی نیستند (Becker, 1964).

با توجه به مدل اسنل و همکاران (۱۹۹۹)، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق را می‌توان در دسته سرمایه‌های انسانی بارز جای داد. زیرا این مدیران علاوه بر اینکه منحصر بفرد هستند (با توجه به نمره‌های عملکرد بالایی که بدست آورده‌اند) برای سازمان خود نیز مزیت رقابتی ایجاد کرده و ارزش راهبردی بالایی دارند (بواسطه عملکرد بالای این مدیران سرمایه‌های بیشتری در بازار سرمایه جذب صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت این مدیران می‌شود).

### ➤ معیارهای ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۲</sup>

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<sup>۳</sup> یا نامطلوب<sup>۴</sup> 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 (خدائی و فولادوندنیا، ۱۳۸۹). یکی از مشکلات اصلی در ارزیابی عملکرد، تمایل انسانی به تمرکز بر بازده پرتفوی و عدم توجه

1 -Compulsory HC

2 -Mutual Funds

3 -Superior Performance

4 -Inferior Performance

کافی به ریسک بازده موردنظر است، لذا ارزیابی عملکرد بایستی شامل شناسایی همزمان بازده و ریسک سرمایه‌گذاری باشد.

بطور کلی دو نوع ریسک جهت تخمین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد: (۱) ریسک بازار (یا ریسک سیستماتیک) پرتفوی، که توسط بتا اندازه‌گیری می‌شود و (۲) ریسک کل پرتفوی که از طریق انحراف معیار تعیین می‌گردد. مطالعات نشان می‌دهد که اگر سرمایه‌گذار داراییهای دیگری (به غیر از سهام) داشته باشد، در این صورت ریسک سیستماتیک پرتفوی (ضریب بتا) معیار مناسبی برای نمایش اثر پرتفوی بر سطح ریسک کل سرمایه‌گذار خواهد بود که این معیارها بطور مستقیم توانایی مدیر صندوق را در تنوع بخشی در نظر نمی‌گیرد زیرا که بازدهی را برحسب ریسک سیستماتیک اندازه‌گیری می‌نماید و درباره تنوع بخشی پرتفوی (که بواسطه مهارت مدیر ایجاد می‌شود) مطلبی بیان نمی‌کند؛ لیکن، چنانچه پرتفوی تحت بررسی، تنها سرمایه‌گذاری وی باشد، در این صورت ریسک کلی (انحراف معیار بازدهی) آن، معیار مناسبی خواهد بود که در این حالت توانایی و مهارت مدیر هم دیده می‌شود (راعی و تلنگی، ۱۳۸۷).

بنابراین با توجه به اینکه 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 بایستی از شاخص‌هایی استفاده شود که بر مبنای ریسک کل (انحراف معیار) بنا نهاده شده‌اند نه ریسک سیستماتیک. از طرفی دیگر صاحب نظران و 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 بایستی شاخص‌هایی را در نظر بگیریم که ریسک کل را مبنای محاسبه خود قرار می‌دهند. بنابراین با توجه به استدلال‌های 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 شده است. در ادامه نحوه محاسبه این دو شاخص توضیح داده می‌شود.

(۱) 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

1 - The Sharpe Ratio



«نسبت بازده به تغییرپذیری»<sup>۱</sup> (RVAR) معروف است. این معیار نشان دهنده مازاد بازده پرتفوی در مقابل هر یک واحد از ریسک کل (انحراف معیار بازدهی) است 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 نشان دهنده عملکرد بهتری است (امیری و عابد، ۱۳۹۲) و از رابطه زیر بدست می‌آید:

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

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.

۲) معیار سورتینو: اولین معیار ارزیابی مبتنی بر نظریه فرامردن پرتفوی معیار سورتینو می‌باشد. این معیار نشان دهنده متوسط بازده اضافی پرتفوی نسبت به حداقل بازده قابل قبول (MAR) است که با درجه‌ای از ریسک نامطلوب پرتفوی تعدیل شده است. معیار سورتینو، انحراف نامطلوب (DD) را به عنوان معیار ریسک برای اندازه‌گیری انحرافات کمتر از MAR به کار می‌گیرد. چنانچه MAR را برابر با میانگین نرخ بازده بدون ریسک ( $R_f$ ) در نظر بگیریم آنگاه می‌توان نسبت سورتینو را بصورت رابطه زیر نشان داد (Arugaslan et al, 2007):

$$SO_i = \frac{E(R_i) - R_f}{DD_i}$$

در رابطه فوق، DD انحراف نامطلوب بازده صندوق از متوسط نرخ بازده بدون ریسک می‌باشد که از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$DD_i = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=0}^T (R_i - MAR)^2}$$

1- Reward-to-Variability Ratio

2 -Sortino Measure

## پیشینه تحقیق

پیشینه‌ی تحقیقات گذشته که در مورد موضوع مورد تحقیق در داخل و خارج از کشور انجام شده است در جدول ۱ ارائه و بررسی شده است.

جدول ۱: پیشینه تحقیقات داخلی و خارجی انجام گرفته

محققان	عنوان	نتایج
توکلی (۱۳۸۳)	بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیل گران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران	در این مطالعه به بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران پرداخته شده و نتایج تحقیق که با استفاده از پرسشنامه انجام شده نشان می‌دهد که مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیل‌گران مالی در بورس تهران تاکید بیشتری بر استفاده از تحلیل بنیادی نسبت به تحلیل تکنیکال دارند.
غیور و همکاران (۱۳۹۲)	ارائه الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران خراسان رضوی	به بررسی عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران از قبیل عوامل شناختی، احساسی، شخصیت، فرهنگ و زمان به روش تحقیق آمیخته (کمی و کیفی) پرداختند. در بعد کیفی تحقیق با دوازده تن از خبرگان بازار سرمایه خراسان رضوی مصاحبه عمیق صورت گرفت و داده‌های حاصل از این مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل محتوا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت که ۲۴ مؤلفه در شش مقوله شناسایی گردید و براساس آن پرسشنامه بخش کمی تحقیق طراحی شد. نتایج تحقیق حاکی از این است که سوگیری‌های شناختی مقدم بر سوگیری‌های احساسی هستند که در کنار تأثیر عوامل فرهنگی و شخصیت، موجب بروز رفتارهای توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس خراسان رضوی می‌شود. شواهد نشان داد که سرمایه‌گذاران مطمئن و جسور، رفتارهای توده‌واری کمتری را در تصمیم‌گیری خود بروز می‌دهند.
قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۲)	فرا اعتمادی مدیران سرمایه‌گذاری و شاخص‌های ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	به منظور بررسی رابطه بین فرا اعتمادی مدیران سرمایه‌گذاری و عملکرد صندوق‌ها، نمونه‌ای شامل مدیران سرمایه‌گذاری ۳۷ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحلیل داده‌ها با مدل همبستگی پیرسون نشان داد که بین فرا اعتمادی مدیران سرمایه‌گذاری و ریسک، بازده، تنوع پرتفوی و نسبت فعالیت صندوق‌ها به ترتیب رابطه معنادار مستقیم، معکوس، معکوس و مستقیم وجود دارد. نتایج این مطالعه بیانگر آن است که فرا اعتمادی مردان بیشتر از زنان می‌باشد و با افزایش تجربه، تحصیلات و سن، فرا اعتمادی افراد کاهش می‌یابد.
خواجه سروی و همکاران (۱۳۹۳)	بررسی رابطه بین خبرگان نیروی انسانی (مدیر صندوق) صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با عملکرد آنها	در این مطالعه، ملاک خبرگی مدیر سرمایه‌گذاری، تحصیلات، تجربه، دارا بودن گواهینامه اصول بازار سرمایه در نظر گرفته شده و از متغیر جنسیت نیز به عنوان متغیر میانجی استفاده گردید. 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.
نیکبخت و همکاران (۱۳۹۳)	بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	در این مطالعه با استفاده از روش پرسشنامه از کلیه مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک خواسته شد 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

<p>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 کمتر از شاخص‌های تحلیل تکنیکی (به خصوص در بلندمدت) و تئوری مدرن پرتفوی (به خصوص در کوتاه‌مدت) استفاده می‌کنند. همچنین مدیران سرمایه‌گذاری در کلیه بازه‌های زمانی تمایلی به استفاده از شایعات و اطلاعات محرمانه ندارند.</p>	<p>در ایران</p>	
<p>نظرات تعداد ۱۸۵ نفر از مدیران سرمایه‌گذاری در آمریکا را مورد مطالعه قرار دادند و دریافتند که از نظر مدیران سرمایه‌گذاری در آمریکا، استفاده از تحلیل فاندamental در رتبه اول، تحلیل تکنیکی در رتبه دوم و تجزیه و تحلیل با استفاده از نظریه مدرن پرتفوی در رتبه سوم قرار دارد. اگرچه استفاده از تجزیه و تحلیل تکنیکی در بازار سرمایه با کارایی ضعیف مورد شک و تردید است، اما در عمل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای علاقه‌ای خاص به استفاده از تحلیل تکنیکی دارند.</p>	<p>تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی مدیران سرمایه‌گذاری</p>	<p>وان آوکن و کارتر<sup>۱</sup> (۱۹۹۰)</p>
<p>طبق نظریه روانشناسی که آنها برای اثرات احساسات ارائه کرده‌اند، افراد در اکثر تصمیماتی که می‌گیرند از احساسات خود بعنوان اطلاعات استفاده می‌کنند. احساسات به تصمیم‌گیرنده باعث می‌شود که او تصمیم خود را محتاطانه‌تر در نظر بگیرد، اما احساسات خوب با تصمیم‌گیری غیرمحتاطانه‌تر ارتباط دارد. بطورکلی احساسات، چه مثبت و چه منفی موجب بروز خطا و اشتباه در تصمیم‌گیری می‌شود.</p>	<p>نقش احساسات سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری</p>	<p>لوسی و دولینگ<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)</p>
<p>آن‌ها از طریق پرسشنامه توسط ۱۱۷ نفر از مدیران صندوق‌ها، اطلاعات را جمع‌آوری کردند و به بررسی همبستگی بین متغیرهای تحقیق پرداختند. روش آزمون کمی بکار رفته در این تحقیق، تحلیل واریانس چندگانه بود. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ریسک‌پذیری بالای مدیران از طریق اعتماد بیش از حد بیشتر، رفتار توده‌وار کمتر و همچنین ریسک‌گریزی کمتر قابل توضیح است. افزایش تجربه افراد موجب کاهش بروز رفتار توده‌وار، کاهش اعتماد بیش از حد و کاهش پذیرش ریسک در آنها می‌شود.</p>	<p>تأثیر تجربه بر ریسک‌پذیری، اعتماد بیش از حد و رفتار توده‌واری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری</p>	<p>منکف<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۶)</p>
<p>داده‌های این پژوهش از ۱۰۰۴ صندوق سرمایه‌گذاری کوچک و متوسط جمع‌آوری شده است. در این پژوهش سرمایه‌انسانی بر مبنای ویژگی‌های سابقه، تجربه سرمایه‌گذاری، تحصیلات، آموزش حرفه‌ای و جنسیت مورد سنجش قرار گرفته است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که برخی تفاوت‌های مقطعی سیستماتیک در عملکرد صندوق وجود دارد که می‌تواند به تفاوت‌های ویژگی‌های سرمایه‌انسانی مدیریتی نسبت داده شود.</p>	<p>بررسی تأثیر سرمایه‌انسانی بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک و متوسط</p>	<p>اسوایتزر و هوانگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۷)</p>
<p>به بررسی عوامل مؤثر بر انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس کوالالامپور پرداختند. ابزار گردآوری اطلاعات، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق بوده و دوازده مصاحبه‌شونده با توجه به ویژگی‌های جمعیت‌شناختی موردنظر، میزان تجربه سرمایه‌گذاری و ارزش معاملات انتخاب شدند. 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 تأثیرگذار است.</p>	<p>مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران خرد در انتخاب سهام</p>	<p>بغدادآباد<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۱)</p>

- 1 - Van Auken & Carter
- 2 - Lucey & Dowling
- 3 - Menkhoff
- 4 - Switzer & Huang
- 5 - Baghdadadab

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر با روش کیفی اجرا شده و برای تحلیل داده‌ها از تحلیل محتوا استفاده شده است. تحلیل محتوا از جمله فنون پرکاربرد تحقیق در علوم اجتماعی است. بر اساس نظریه هسیه و شانن می‌توان رهیافت‌های موجود را به سه دسته تقسیم کرد که عبارت‌اند از: (۱) تحلیل محتوای قرار دادی<sup>۱</sup>؛ (۲) تحلیل محتوای جهت‌دار<sup>۲</sup> و (۳) تحلیل محتوای تلخیصی<sup>۳</sup>.

تحلیل محتوای قراردادی معمولاً در طرحی مطالعاتی به کار می‌رود که هدف آن شرح یک پدیده است. این نوع طرح، اغلب هنگامی مناسب است که نظریه‌های موجود یا ادبیات تحقیق درباره پدیده مورد مطالعه محدود باشد. در این حالت پژوهشگران از به کار گرفتن مقوله‌های پیش‌پنداشته می‌پرهیزند و در عوض ترتیبی می‌دهند که مقوله‌ها از داده‌ها ناشی شوند (Hsieh & Shannon, 2005). در این حالت، محققان خودشان را بر امواج داده‌ها شناور می‌کنند تا شناختی بدیع برایشان حاصل شود. اطلاعات جمع‌آوری شده از طریق مصاحبه و از طریق تداعی معنا تحلیل می‌شوند و نظریه‌های از پیش موجود جایگاهی ندارند. رمزگذاری و مقوله‌بندی مطالب در تحلیل محتوای قراردادی بدون در نظر داشتن هیچ پیشینه تئوریک، همزمان با مطالعه متن یا مصاحبه آغاز می‌شود. مرحله به مرحله به تعیین واحد معنا و فشردن آن تا تعیین رمز پرداخته می‌شود و در صورت داشتن زمینه‌ای مشترک، رمزها ادغام می‌شوند تا مقوله‌ها تعیین گردند و سپس مفهوم کلی که حاصل جمع‌بندی این مقوله‌هاست (تم) حاصل می‌آید (کرپیندورف، ۱۳۷۱).

در این مطالعه، به منظور هدف اصلی تحقیق مبنی بر مطالعه اکتشافی ابعاد و مولفه‌های ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق و روش تحقیق مبنی بر روش تحقیق کیفی، گردآوری داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته عمیق به دست آمده است که هر مصاحبه در حدود دو ساعت به طول انجامید. چند سؤال اصلی به منزله راهنمای مصاحبه وجود داشت که از مصاحبه شونده‌گان (مدیران) سؤال شده است که این سؤالات مبنای شکل‌گیری سؤالات بعدی بود. در این تحقیق از رویکرد تحلیل محتوای قراردادی برای

- 
- 1 -Conventional approach
  - 2 -Directed approach
  - 3 -Summative approach

تجزیه و تحلیل تم‌ها استفاده شد که فرآیند تجزیه و تحلیل داده‌ها در نمودار ۱ نشان داده شده است:



نمودار ۱: فرآیند تجزیه و تحلیل داده‌ها

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مطالعه حاضر کلیه مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. لازم به ذکر است هر صندوق سرمایه‌گذاری را یک شرکت حقوقی به عنوان مدیر صندوق مدیریت می‌کند و در آن صندوق یک فرد حقیقی به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری، سیدگردانی سهام را انجام می‌دهد که جامعه هدف تحقیق حاضر مدیران سرمایه‌گذاری می‌باشند که تعداد آنها حدود ۱۴۳ نفر می‌باشد. با توجه به اینکه مطالعه حاضر به روش کیفی انجام گرفته است، به منظور انجام نمونه‌گیری، از نمونه‌گیری غیر احتمالی هدفمند استفاده شده است. در این راستا جهت انتخاب مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های موفق مراحل زیر طی شده است:

(۱) از میان انواع مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده 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 است، و

دلیل آن هم ترکیب دارایی‌های موجود در صندوق و نقش و اختیاری که مدیر سرمایه‌گذاری در ایجاد بازدهی و عملکرد مطلوب می‌تواند داشته باشد است.

۲) 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) مرتب شدند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای نمره ارزیابی عملکردشان به ترتیب از بهترین به بدترین طبقه‌بندی شده سپس از میان آنها، مدیران صندوق‌های با عملکرد مالی خوب را به عنوان مدیر موفق که به نوعی در این حیطة خبره تلقی می‌شوند شناسایی کرده و فرآیند مصاحبه و انجام تحلیل محتوا شروع گردید.

پس از طی مراحل فوق و مشخص شدن خزانه خبرگان، فرآیند مصاحبه به ترتیب از مدیران موفق‌ترین صندوق‌ها به جریان افتاد و با مصاحبه‌ای که با نفر پانزدهم صورت گرفت پس از آنکه داده‌های مفید دیگری بدست نیامد، اشباع نظری<sup>۱</sup> داده‌ها و کفایت نمونه‌گیری به تأیید محقق رسید. در جدول ۲ مدیران موفق به همراه نمره‌های عملکرد صندوق‌های تحت مدیریت آنها (نسبت شارپ و سورتینو) نشان داده شده است.

برای محاسبه پایایی مصاحبه‌های انجام شده از روش توافق درون موضوعی استفاده شده است. برای محاسبه پایایی با روش توافق درون موضوعی دو کدگذار از یک همکار درخواست شد تا در این بخش مشارکت نماید. پس از آموزش‌های لازم در خصوص تکنیک‌های کدگذاری، تعداد سه مصاحبه به طور همزمان به وسیله محقق و همکار کدگذار، کدگذاری مجدد شوند. ضمن این که از مصاحبه پنجم به بعد با استخراج مدل اولیه، پس از انجام مصاحبه با هر یک از مشارکت‌کنندگان از ایشان خواسته می‌شد که صحت مدل را تأیید و اصلاح نماید. و نهایتاً پس از نهایی شدن مدل استخراج شده مورد تأیید ۵ نفر اول از مشارکت‌کنندگان و ۳ نفر از خبرگان کدگذاری تحلیل محتوا قرار گرفت.

---

1- Theoretical saturation

جدول ۲: نمره های ارزیابی عملکرد ۲۰ صندوق برتر (خزانه خبرگان)

ردیف	نام صندوق سرمایه گذاری	مدیر صندوق	نسبت شارپ	نسبت سورتینو
۱	بورسیران	کارگزاری بورسیران	۰.۰۶۶۴	۰.۰۸۴۱
۲	پویا	کارگزاری نهایت نگر	۰.۰۶۶۳	۰.۰۷۶۳
۳	عقیق	کارگزاری آگاه	۰.۰۵۷۴	۰.۰۵۹۱
۴	سینا	کارگزاری بورس بهگزین	۰.۰۵۱۴	۰.۰۵۲۹
۵	توسعه صادرات	کارگزاری بانک توسعه صادرات	۰.۰۴۴۴	۰.۰۴۲۸
۶	حافظ	کارگزاری حافظ	۰.۰۳۹۱	۰.۰۳۷۸
۷	فیروزه	کارگزاری بانک اقتصاد نوین	۰.۰۳۶۸	۰.۰۴۱۶
۸	آگاه	کارگزاری آگاه	۰.۰۳۶۲	۰.۰۳۵۳
۹	فارابی	کارگزاری فارابی	۰.۰۱۸۵	۰.۰۱۹۳
۱۰	پیشرو	کارگزاری مفید	۰.۰۱۸۳	۰.۰۱۹۹
۱۱	کارگزاری بانک ملی ایران	کارگزاری بانک ملی	۰.۰۱۷۹	۰.۰۱۹۰
۱۲	خوارزمی	کارگزاری آینده نگر خوارزمی	۰.۰۱۴۲	۰.۰۱۵۲
۱۳	پیشناز	کارگزاری مفید	۰.۰۱۳۰	۰.۰۱۴۳
۱۴	بانک مسکن	کارگزاری بانک مسکن	۰.۰۱۲۰	۰.۰۱۲۸
۱۵	نوین پایدار	کارگزاری تأمین سرمایه نوین	۰.۰۰۷۱	۰.۰۰۷۹
۱۶	گنجینه رفاه	کارگزاری بانک رفاه	-۰.۰۰۹۷	-۰.۰۱۲۰
۱۷	صندوق کارگزاری بانک تجارت	کارگزاری بانک تجارت	-۰.۰۱۰۴	-۰.۰۱۱۶
۱۸	تدبیرگران آینده	کارگزاری بانک تات	-۰.۰۱۲۳	-۰.۰۱۳۴
۱۹	شاخصی کارآفرین	کارگزاری بانک کارآفرین	-۰.۰۱۳۱	-۰.۰۱۴۹
۲۰	پیشگام	کارگزاری سرمایه گذاری ملی ایران	-۰.۰۱۵۹	-۰.۰۱۶۸

### یافته های تحقیق

با توجه به اینکه پژوهش دارای رویکرد کیفی است و مصاحبه، روش اصلی گردآوری داده های تحقیق است، بنابراین، داده های گردآوری شده به جای اینکه عدد و رقم باشند، توصیف و شرح ویژگی های مدیران می باشد (زارعی متین و همکاران، ۱۳۹۳). در پژوهش کیفی، داده ها به صورت مخفی هستند. به عبارت دیگر، عناصر و ویژگی های مدیران موفق را

در تجربه مشارکت‌کنندگان مورد مطالعه قرار داده و پژوهشگر تلاش می‌کند جورچین نظریه را از دل مصاحبه‌ها به دست آورد.

برای این منظور مصاحبه‌های صورت گرفته به منظور شناسایی ویژگی‌های مدیران موفق در زمینه سازمانی مورد نظر، 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<sup>۱</sup> تجزیه شد. واحدهای فکر در واقع کوچکترین واحد معنی‌دار و قابل رمزگذاری است که مبنایی جهت درست کردن مقوله‌ها به شمار می‌رود. این واحدها می‌تواند کلمه، جمله، عبارت، پاراگراف و بالاخره سندی باشد که در جنبه‌هایی از زمینه یا محتوایشان با یکدیگر ارتباط دارند به بیان دیگر، هر عبارتی که به نوعی دلالت بر موضوع مورد نظر داشته باشد، خواه یک کلمه یا چند کلمه، و خواه مستقیم یا غیر مستقیم، یک واحد محسوب می‌شود (کریپندروف، ۱۳۷۸). در این مطالعه جمعاً ۱۷۴ واحد فکر شناسایی شد.

در سطح دوم واحدهای فکر طبقه‌بندی و دسته‌بندی شدند تا مقوله‌ها ظهور پیدا کنند. یک مقوله، گروهی از واحدهای فکر است که در یک وجه اشتراک، با یکدیگر اشتراک دارند. مقوله‌ها دارای هماهنگی درونی و ناهمگونی بیرونی‌اند بدین صورت که حداقل تفاوت بین واحدهای فکر درون یک مقوله و حداکثر تفاوت بین واحدهای فکر مقولات دیگر باشد (Butterfield et al, 1996). اگرچه که این مرحله بیشتر حالت استنباطی دارد ولی محقق تا آنجا که ممکن بود، سعی بر آن داشت که اجازه دهد تا داده‌ها خودشان مقوله خود را بسازند. سپس برای هر مقوله نامی انتخاب شد که دربرگیرنده محتوای مشترک همه واحدهای فکر موجود در آن مقوله باشد. در این مطالعه جمعاً ۲۷ مقوله شناسایی شد.

در سطح سوم، مقوله‌ها خودشان مجدد گروه‌بندی شدند تا مضامین اصلی استخراج شوند. مفهوم مضمون دارای معنای چندگانه است و ایجاد مضامین شیوه‌ای است که محتوای اساسی را در مقوله‌ها با هم مرتبط می‌سازد. یک مضمون می‌تواند مبین محتوای پنهان متن در نظر گرفته شود (Butterfield et al, 1996). در این مرحله دقت بیشتری وجود داشت چرا که برخی از مقولات می‌توانستند در مضامین دیگری جای بگیرند و یا ترکیب چند مقوله می‌توانست ساختار مضامین را بگونه‌ای دیگر تغییر دهند. در این مرحله تأکید بر آن بود که گروه‌بندی به گونه‌ای انجام شود که در هر گروه مقولات بیشتری جای بگیرد تا کمترین تعداد مضامین با در نظر گرفتن جامعیت و مانعیت آن مضامین حاصل شود

1 - Thought units



که در نهایت برای ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق ۵ مضمون ظهور پیدا کرد. در ادامه به مصاحبه‌ای جهت نمونه و تشریح مراحل و سطوح طی شده در تحقیق اشاره می‌گردد:

خیلی به این نگاه نمی‌کنم که سهمی تو ضرر هست نفروشمش، منظورم تو جابجایی‌هاست. یه سهم بهتر و مطمئن‌تر پیدا کنم سهام رو جایگزین می‌کنم و اصلاً مشکلی ندارم که سهم رو تو زیان بفروشم مشروط براینکه موقعیت مناسب‌تری برای جایگزینی پیدا کنم. چیزیکه من خودم فکر می‌کنم شاید خیلی مهم میتونه باشه این بوده که من از تحلیل اومدم به مدیریت صندوق، چون من ۳ سال یا ۴ سال تحلیل‌گر بودم صرفاً، تحلیل‌گر بنیادی بودم. 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. این کار در عین حال که کار مشارکتیه، تصمیم‌گیری باید به عهده یک نفر باشه.

برای نمونه در مصاحبه فوق و در سطح اول، خیلی به این نگاه نمی‌کنم که سهمی تو ضرر هست نفروشمش به صورت عبارت "تعیین حد ضرر و زیان" و جمله من از تحلیل اومدم به مدیریت صندوق چون من ۳ سال یا ۴ سال تحلیل‌گر بودم به صورت عبارت "سابقه تحلیل‌گری" و یا جمله تقریباً هرکدوم از این مدیرانی که من می‌شناسم و موفق هستن مستقل عمل میکنند به عبارت "استقلال تصمیم‌گیری" تبدیل شد.

در گام بعدی و سطح دوم واحدهای فشرده‌سازی شده مشابه، در یک مجموعه قرار داده شد. برای مثال کلیه عبارت‌هایی که به استقلال اشاره داشت مانند استقلال تصمیم مدیر صندوق از کارشناسان تحلیل، استقلال تصمیم نسبت به معامله‌گرها، استقلال مدیریت صندوق از کارگزاری‌ها و ... 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" بعنوان مؤلفه مجموعه انتخاب گردید.

در گام آخر و سطح سوم، مؤلفه‌های احصاء شده 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. بعنوان مثال مؤلفه‌های استقلال رأی، آینده‌گرایی، درون‌گرایی، ذهن تحلیل‌گر، ریسک‌پذیری و علاقه به کار در یک مجموعه قرار گرفته و با عنوان "بعد

فردی" به عنوان یکی از ابعاد اصلی انتخاب گردید. در ادامه مضامین و مقوله‌های بدست آمده از مصاحبه‌ها بصورت مختصر توضیح داده می‌شود.

### مضمون اول: ویژگی‌های رفتاری

ویژگی‌های رفتاری اشاره به فعالیت‌هایی دارد که مدیران موفق در یک اقدام و عمل انجام داده‌اند که منجر به موفقیت آنان گردیده است. این ویژگی‌ها در واقع بعد نامشهود رفتار مدیران سرمایه‌گذاری را که در تصمیم‌گیری آنها تاثیرگذار است به نمایش می‌گذارد. این مضمون شامل مقوله‌هایی چون غلبه بر سوگیری‌های فراتمادی، نماگری، زیان‌گریزی، داشته بیش نگری و رفتارهایی چون کنترل هیجانات، عدم توجه به شایعات و چیرگی بر حرص و طمع می‌باشد.

افراد در معرض سوگیری داشته‌بیش نگری<sup>۱</sup> زمانی که از حقوق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند ارزش بیشتری را برای آن در مقایسه با زمانیکه آن دارایی مایملک آنها نیست، قائل می‌شوند. به عبارتی دیگر افراد وزن متفاوتی به ارزش یک شیء واحد می‌دهند و این ارزش تابع آن است که آیا شیء موردنظر مایملک فرد است و می‌خواهد آن را از دست بدهد یا اینکه شیء را در اختیار نداشته و می‌خواهد آنرا بدست آورد. یکی از ویژگی‌های مدیران موفق صندوق، غلبه بر این سوگیری<sup>۲</sup> رفتاری می‌باشد. در این خصوص یکی از مدیران سرمایه‌گذاری اشاره می‌کند که:

"یه اتفاق خیلی ویژه‌ای که می‌فته اینه که برنده شدن و سود کردن توی بورس ممکنه یه غروری به آدم بده و این غروره بعضی وقتا آدم رو به اشتباهات اساسی مبتلا میکنه. اینکه آدمها اسیر اون غرور نشن و اشتباهات خودشون رو ببینن و اصلاح کنن خیلی مسئله مهمیه."

زیان‌گریزی<sup>۳</sup> به مفهومی اطلاق می‌شود که افراد در هنگام زیان تمایلی به فروش سهام را ندارند بعضاً نسبت به شناسایی ضرر و زیان به لحاظ رفتاری مقاومت می‌کنند. یکی از ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری، غلبه بر این سوگیری رفتاری می‌باشد. در این خصوص یکی از مدیران در مصاحبه بیان می‌دارد که:

1- Endowment  
2- Bias  
3- Loss Aversion

"اگر جایی احساس کردم جواب نمی‌ده به هردلیلی، نترسیدم که بگم روی این مورد زیان کردم، گفتم سودم رو یه جای دیگه می‌برم چون اعتقاد داشتم که پرتفوی باید سرجمعش مثبت باشه."

فرا اعتمادی<sup>۱</sup> به مفهومی اطلاق می‌شود که فرد خود را بالاتر از آن که هست نشان می‌دهد. به عبارت دیگر فرد به دانش، تحلیل و دانسته‌های خودش بیشتر از آن چیزی که هست تکیه می‌کند. در این خصوص یکی از مدیران سرمایه‌گذاری اشاره می‌کند که:

"یکی از این چیزایی که اصلاً نباید تعصب داشته باشیم اعتماد بیش از حد به تحلیله، من هیچوقت معتقد نیستم تحلیلی که انجام میدم قطعاً درست هست، البته نمیگم به کارم اعتماد ندارم بلکه اعتماد کاذب ندارم."

همچنین یکی دیگر از ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری به لحاظ رفتاری، کنترل هیجانات می‌باشد. شواهد این مقوله از رفتارهایی چون عدم تبعیت از جو بازار، استفاده از استراتژی معکوس، نداشتن رفتار توده‌وار<sup>۲</sup> تشکیل شده است. در این خصوص یکی از مدیران سرمایه‌گذاری اشاره می‌کند که:

"در صف خرید معمولاً سهم نخریدم. تاحالا یادم نمیاد تو این سه چهار ساله همچین کاری کرده باشم. یعنی برم عملاً صف خرید بزنم یا مثلاً با این پولی که داریم یه سهم رو گرم کنیم. تو صف فروش هم خیلی نفروختم."

#### مضمون دوم: ویژگی‌های فردی

بر اساس ویژگی‌های فردی، در افراد خصوصیات و صفات گسترده‌ای وجود دارد. منظور از «ویژگی فردی» نیز یک خصوصیت نسبتاً پایدار است که باعث می‌شود افراد به شیوه‌های خاصی رفتار کنند. ویژگی‌های فردی برای هر شخص، یگانه و منحصر به فرد است. مضمون ویژگی‌های فردی از مؤلفه‌هایی چون آینده‌گرایی، درون‌گرایی، ریسک‌پذیری، علاقه به کار، ذهن تحلیل‌گر و استقلال رأی تشکیل شده است.

منظور از آینده‌گرایی همان دوراندیشی مدیران سرمایه‌گذاری در خصوص رسالت و مسیر استراتژیک آینده صندوق سرمایه‌گذاری می‌باشد. همچنین آینده‌گرایی، مدیران سرمایه‌گذاری را قادر به پیش‌بینی آینده و نتایج تصمیمات خود می‌نماید. در این خصوص یکی از مدیران اشاره می‌کند که:

1 -Over Confidence

2 -Herding Behavior

"کلاً صبر می‌کنم و انتظار ندارم که حتماً سهم تو همون مدت کوتاه رشد کنه. معاملات کوتاه مدت نباشه مثلاً حداقل چند ماه سهمی رو نگه داریم و تا سهم دو تا مثبت خورد نفروشیم."

واژه‌ی ذهن تحلیل‌گر برای مدیران سرمایه‌گذاری، به مجموعه‌ای از تجزیه و تحلیل‌ها با یک فرماندهی واحد بنام مغز اطلاق می‌شود. در این خصوص یکی از مدیران اشاره می‌کند که:

"نکته دیگری که به نظر خودم در من وجود دارد داشتن ذهن تحلیلی و قدرت تحلیل مالی (تحلیل صنایع، شرکت‌ها و تحلیل کلان اقتصادی) است."

درون‌گرایی، به ویژگی شخصیتی مدیران سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که آمادگی بیشتری برای خودداری و تسلط بر نفس از خود نشان می‌دهند. معمولاً مدیرانی که دارای این ویژگی شخصیتی هستند آدم‌های توداری هستند که از احساسات و هیجان‌هایشان فقط برای دوست‌های معدود حرف می‌زنند. در این خصوص یکی از مدیران اشاره می‌کند که:

"در بحث ارتباطات تو این کار، افراد برونگرا خیلی هم موفق نیستن بنظرم. چون شما باید خیلی از تایمتون رو درگیر باشید وقت بذارید روی سیستم و اطلاعات رو جمع کنی. بازارباب‌ها باید آدم برونگرایی باشن. چون تو توی سیستم چیزی نمیتونی در بیاری."

#### مضمون سوم: ویژگی‌های فنی

ویژگی‌های فنی از شغلی به شغل دیگر متفاوت بوده و پایه و اساس انجام صحیح یک شغل را تشکیل می‌دهند. مقوله‌های این مضمون عبارتند از تحلیل جامع، تحلیل سطح خرد، تحلیل سطح کلان، تجربه مالی، دانش تخصصی و دانش عمومی.

منظور از تحلیل جامع به تحلیلی اطلاق می‌شود که در آن مدیران سرمایه‌گذاری از جنبه‌ها و زوایای مختلف، شناخت کافی از بازار سرمایه و اجزای تشکیل دهنده آن را دارند و قادر به تجزیه و تحلیل آن به صورت کلی و جامع می‌باشند. تحلیل سطح خرد به سطحی از تحلیل اشاره دارد که در آن مدیران سرمایه‌گذاری به تجزیه و تحلیل سهام با توجه به تحلیل بنیادی و تکنیکال می‌پردازند. تحلیل سطح کلان به سطحی از تحلیل اشاره دارد که در آن مدیران سرمایه‌گذاری به تجزیه و تحلیل سهام با توجه به شرایط بازار در داخل و خارج کشور می‌پردازند. که برخی از شواهد بدست آمده از مصاحبه‌ها عبارتند از:

"با این جمله که بازار سرمایه تحلیل بردار نیست اصلاً موافق نیستم. اگر بازار تحلیل بردار نباشه و تصادفی باشه، یک سال یک صندوق باید بره بالا، یک سال صندوق بیاد پایین. یه مقدار عملکردها تاثیرگذار هست. یه دوره مدیر پورترفوی تصمیمات بهتری میگیره، یه

دوره‌های به‌یادماندنی اشتباه می‌کنه. ولی وقتی ۲۰ ساله نگاه می‌کنی، به‌سری بهتر کار میکنی"

"در حوزه تخصصی تحلیل تکنیکال و بنیادی را مدنظر قرار میدم، عموماً برخی اوقات از تکنیکال می‌رسم به بنیادی و بعضی اوقات از بنیادی به تکنیکال. استراتژی من ترکیبی از بنیادی و تکنیکال هست. در بنیادی تسلط کامل دارم و در تکنیکال هم تقریباً همین‌طور. دیگه اینکه تحلیل بنیادی و تکنیکال رو با هم باید داشته باشم و بتونم خوب ترکیب کنم."

#### مضمون چهارم: ویژگی‌های مدیریتی

منظور از ویژگی‌های مدیریتی مدیران سرمایه‌گذاری، ویژگی‌هایی است که از حیث مدیریتی به فرآیند بکارگیری مؤثر و کارآمد منابع مادی و انسانی منجر خواهد شد. مقوله‌های این مضمون شامل برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی، سازماندهی، رهبری و قدرت تصمیم‌گیری می‌باشد. برخی از شواهد این مقوله‌ها عبارتند از:

"مهم‌ترین چیزی که مدیر صندوق با رفتنش از سازمان با خودش می‌بره اینه که اون الگو و استراتژی‌ای که از روز اول داره پیگیری میکنه دیگه از بین میره، صندوق بیشتر مبتنی بر شخسه تا اینکه مبتنی بر سازمان باشه رو همین حساب ممکنه استراتژی‌ای که بنیان نهاده شده بوده پیگیری از بین بره و واحد تحلیل هم شاید برنامه و مسیر حرکتیش رو از دست بده."

"یک ویژگی‌ای که شاید تو وجود من باشه اینه که من به بچه‌های تحلیل خوب آموزش می‌دادم، مدیر صندوق علاوه بر اینکه باید خرید و فروش سهام رو انجام بده میتونه نیروهای تحلیلش رو هم ارتقا بده به لحاظ تحلیلی و فنی، شاید این ویژگی در من برجسته بوده چون من همیشه نیروی صفر گرفتم تربیت کردم که بعضیاشون هم از اینجا رفتن و موفق شدن."

"همیشه سعی کردم تو حوزه کاری خودم نقش رهبری داشته باشم یعنی خودم هم درگیر کار باشم. درواقع به کسانی که زیردست من کار می‌کنند هم انگیزه لازم رو ایجاد بکنم و خودم بالاسرشون بودم و راهنماییشون کردم و حتی خودم مثل یک کارشناس کار انجام دادم."

#### مضمون پنجم: ویژگی‌های میان فردی

ویژگی‌های میان فردی به ویژگی‌هایی اطلاق می‌گردد که در آن مدیران سرمایه‌گذاری، با بقیه افراد چه در داخل محیط کار و یا چه در خارج از محیط کار در تعامل و ارتباط

می‌باشند. مقوله‌های این مضمون عبارتند از اطلاع‌یابی، مهارت‌های ارتباطی و مسئولیت در قبال ذینفعان.

اطلاع‌یابی به مفهومی اطلاق می‌شود که در آن مدیران سرمایه‌گذاری نیازهای اطلاعاتی خود را به منظور تصمیم‌گیری در امور، مشخص نموده و به جستجوی هدفمند می‌پردازند. مدیران سرمایه‌گذاری برای اطلاع‌یابی منبعی را انتخاب می‌کنند که با بیشترین احتمال، حاوی اطلاعات مربوط و مفید باشد. یکی از مدیران بیان می‌کند:

"اطلاعات، لازمه استفاده از دانش و تجربه است. ما دیتابیس خوبی از اطلاعات در شرکت داریم که داینامیکه و خیلی سریع میتونیم اثر تغییر متغیرهای مختلف رو بسنجیم. جامعیت اطلاعاتی که داشتیم باعث شد استرسمون مدیریت شه."

مهارت‌های ارتباطی به مهارت‌هایی اطلاق می‌گردد که مدیران سرمایه‌گذاری توانایی برقراری ارتباط بطور موثر و کارآمد با دیگران در جهت برآورده کردن خواسته‌ها و یا نیازها را داشته باشند. در این خصوص یکی از مدیران اشاره می‌کند که:

"هرچه ارتباطات بیشتر باشه به لحاظ تحلیلی میتونید احاطه بیشتری داشته باشید. در مدیریت صندوق ارتباطات بیرون سازمانی پررنگه بخصوص هم اگر بتونی ارتباطاتی رو ایجاد کنی با صاحب‌نظرهای اقتصادی. سعی می‌کنم با کسی ارتباط برقرار کنم که اونهم استراتژی‌ش و دیدگاهش شبیه دیدگاه من باشه نه اینکه مثلاً پیام ببینم کی داره چی می‌خره."

مسئولیت‌پذیری به معنای ضمانت و تعهد می‌باشد. مسئولیت‌پذیری مدیران سرمایه‌گذاری همان تعهدی است که آنها در قبال کاری که به عهده آنها گذاشته شده است و در حقیقت مسئولیت انجام آن کار را پذیرفته‌اند صورت می‌پذیرد. در این خصوص یکی از مدیران سرمایه‌گذاری اشاره می‌کند که:

"صندوق چون همه طیف توش سرمایه‌گذاری می‌کنن. سهمایی مثل این قندیها، سهمیه که هیچی داخلش نداره. نه بنیادی، نه تکنیکال، همیشه ورود کرد. چون چندوقت دیگه باید جواب چند مشتری که پس اندازش رو آورده رو داد."

با توجه به تحلیل مصاحبه‌ها به روش کیفی که توضیحات آن گذشت، مدل پژوهش که شامل مضامین و مقوله‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق می‌باشد در شکل ۲ ارائه شده است.



شکل ۲: الگوی مفهومی ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری موفق

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

آنچه به عنوان دستاورد این پژوهش مطرح شده، پاسخ به این پرسش محوری است که مختصات مدیران سرمایه‌گذاری موفق از منظر سرمایه‌انسانی در بازار سرمایه ایران چگونه است؟ در واقع این نظریه به دنبال آن است تا مجموعه ویژگی‌های رفتاری، فردی، میان‌فردی، فنی و مدیریتی یک مدیر موفق سرمایه‌گذاری را که توانسته است به گونه‌ای اثربخش در بازار سرمایه ایران فعالیت کند را تبیین نماید.

در این مطالعه با بهره‌گیری از روش تحلیل محتوای قراردادی، ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری در پنج بعد ویژگی‌های رفتاری، فردی، میان‌فردی و مدیریتی معرفی شده‌اند. اول آنکه مدیران موفق به لحاظ رفتاری و هیجانی دارای ویژگی‌ها و خصوصیات بارزی می‌باشند که از مهم‌ترین آن‌ها می‌توانیم به غلبه بر تعدادی از سوگیری‌ها (تمایلات) رفتاری که در میان سرمایه‌گذاران بازارهای مالی بسیار شایع و متداول بوده و اثر معکوس بر عملکرد داشته و تحقیقات بسیاری نیز این موضع را تأیید کرده‌اند اشاره کرد. سوگیری‌های فراعتمادی، نماگری،

زیان‌گریزی و داشته‌بیش‌نگری نمونه‌ای از آنها هستند که مدیران سرمایه‌گذاری موفق توانسته‌اند بر آنها غلبه کنند. از دیگر مقولات این مضمون، رفتارهایی چون کنترل هیجانات، عدم توجه به شایعات و چیرگی بر حرص و طمع می‌باشد. دوم آنکه مدیران سرمایه‌گذاری موفق بر اساس ویژگی‌های فردی دارای خصوصیات و صفات نسبتاً پایداری هستند که یگانه و منحصر بفرد است و از مؤلفه‌هایی چون آینده‌گرایی، درون‌گرایی، ریسک‌پذیری، علاقه به کار، ذهن تحلیل‌گر و استقلال رأی تشکیل شده است. سوم آنکه مدیران موفق به لحاظ فنی دارای خصوصیات منحصر بفردی هستند. ویژگی‌های فنی از شغلی به شغل دیگر متفاوت بوده و پایه و اساس انجام صحیح یک شغل را تشکیل می‌دهند. مقوله‌های این مضمون عبارتند از تحلیل جامع، تحلیل سطح خرد، تحلیل سطح کلان، تجربه مالی، دانش تخصصی و دانش عمومی. چهارمین مورد به ویژگی‌های مدیریتی مدیران سرمایه‌گذاری اشاره دارد که شامل مفاهیمی چون برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی، سازماندهی، رهبری و قدرت تصمیم‌گیری می‌باشد. و در نهایت، مدیران سرمایه‌گذاری موفق در زمینه‌هایی چون اطلاع‌یابی و مهارت‌های ارتباطی دارای توانمندی‌ها و قابلیت‌های بالایی هستند که تحت عنوان ویژگی‌های میان‌فردی نامگذاری شدند. می‌توان اینگونه جمع‌بندی کرد که میزان توجه به انتخاب نوع مدیران در هر صندوق سرمایه‌گذاری می‌تواند تا حد زیادی موفقیت یا عدم موفقیت آن صندوق را قابل پیش‌بینی کند. آنچه مسلم است موفقیت در بازارهای مالی صرفاً از طریق کسب دانش و معلومات حرفه‌ای حاصل نمی‌شود بلکه این امر مستلزم توسعه همه جانبه در ابعاد مهارتی، شخصیتی و تحول در نگرش و رفتار مدیر است. یافته‌های این پژوهش که کاملاً برخاسته از داده‌های واقعی و در نتیجه‌ی ساعت‌ها گفتگو با مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد برتر و ساعت‌های طولانی پایش و تحلیل داده‌ها و بررسی ادبیات موجود است، حکایت از این دارد که سیمای مدیران سرمایه‌گذاری موفق در بازار سرمایه ایران بر اساس کدهای استخراج شده از مصاحبه‌ها و داده‌ها در پنج بعد ویژگی‌های رفتاری، فردی، فنی، مدیریتی و میان‌فردی قابل تبیین است؛ که البته یک نفر به تنهایی نخواهد توانست از مجموعه این خصوصیات در یک زمان و یکجا برخوردار باشد، بلکه مدیرانی که قصد دارند به الگوهای مطلوبی در عرصه مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شوند و همچنین شرکت‌های کارگزاری و تأمین سرمایه که قصد دارند نسلی از مدیران توانمند را در بازار سرمایه تربیت کنند، شایسته است این مشخصات را مدنظر قرار دهند و برای نزدیک شدن به این الگو برنامه‌ریزی کنند.



## فهرست منابع و مآخذ

- ۱- امیری، غلامرضا و عابد، آمنه. (۱۳۹۲). «ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری در ایران»، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، ۴۱-۲۱.
- ۲- توکلی، محمد (۱۳۸۳)، «بررسی روش مدیران سرمایه گذاری و تحلیل گران مالی در مورد پیش بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران»، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی مدیریت، جلد اول، تهران، مرکز فرهنگی و هنری آبتین.
- ۳- خدائی وله زافرد، محمد و فولادوندنیا، الهام. (۱۳۸۹) «ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی با تاکید بر چارچوب ریسک نامطلوب در شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله مطالعات مالی، شماره پنجم، بهار ۱۳۸۹، ۹۰-۶۷.
- ۴- خواجه سروی، محمد؛ ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن و اسلامی، سعید. (۱۳۹۳)، «بررسی رابطه بین خبرگی نیروهای انسانی (مدیر صندوق) صندوق های سرمایه گذاری مشترک با عملکرد آنها»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.
- ۵- ذیگلری، ف.، قنادان، م.، قورچیان، ن. ق.، و نادری، ا. (۱۳۸۹). «بررسی نقش دانشگاه در ایجاد سرمایه انسانی و ارائه مدل مناسب برای ارتقاء نظام آموزش عالی کشور». برنامه ریزی درسی- دانش و پژوهش در علوم تربیتی، ۲۷: ۱۵۳-۱۷۶.
- ۶- راعی، رضا؛ تلنگی، احمد. (۱۳۸۷). «مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته»، چاپ دوم، تهران، انتشارات سمت.
- ۷- زارعی متین، حسن؛ رحمتی، محمدحسین؛ موسوی، محمد مهدی و ودادی، احمد. (۱۳۹۳). «طراحی مدل شایستگی های مدیران در سازمان های فرهنگی ایران». فصلنامه مدیریت سازمان های دولتی، سال دوم، شماره ۸، ۳۶-۱۹.
- ۸- ضیایی، م. ص.، حسنقلی پور، ط.، عباسپور، ع. و یاراحمدزهی، م. ح. (۱۳۹۱). «تبیین مدل توسعه قابلیت های فردی سرمایه انسانی با هدف چابک سازی بنگاه های کوچک و متوسط (مطالعه ای در شرکت های مستقر در پارک علم و فناوری دانشگاه تهران)». پژوهش های مدیریت عمومی، ۵ (۱۵): ۲۷-۴۴.
- ۹- عباسی، ا. و گلدی صدقی، ا. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر کارایی عناصر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت ها در بورس تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۶۰): ۷۴-۵۷.

۱۰- علی‌خانی، م.، زنگنه، م.، عمرانی، ا.، ...، نورمحمدی، ع. (۱۳۹۲). «رابطه مؤلفه‌های سرمایه انسانی و مؤلفه‌های سازمان یادگیرنده در اعضای هیات علمی مجتمع بیمارستانی امام خمینی (ره) تهران در سال ۱۳۹۰». مجله علمی پژوهشی دانشگاه علوم پزشکی ایلام، ۲۱ (۷): ۲۱۵-۲۲۴.

۱۱- غیور، سید مرتضی؛ ناظمی، شمس‌الدین؛ رحیم‌نیا، فریبرز و لگزیان، محمد (۱۳۹۲). «ارائه الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران خراسان رضوی»، رساله دکتری دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه فردوسی مشهد، دی ماه ۹۲.

۱۲- قالیباف اصل، حسن؛ کردی، ملیحه و اژدری، فاطمه. (۱۳۹۲). «فرا اعتمادی مدیران سرمایه‌گذاری و شاخص‌های ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک»، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، سال اول، شماره ۱، تابستان ۹۲، ۲۲-۱.

۱۳- کرپندورف، کلوس. (۱۳۷۸). «تحلیل محتوا». ترجمه هوشنگ نایب، تهران: انتشارات روش.

۱۴- نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۸۸). «بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی جاری و آینده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری، شماره چهارم، زمستان ۱۳۸۸، ۲۵-۴.

۱۵- نیکبخت، محمدرضا؛ کارگری، یاسر و داووزاده، مهتاب. (۱۳۹۳) «بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران (با رویکردی بر تحلیل‌های تکنیکی، بنیادی و نظریه مدرن پرتفولیو)»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۳، ۱۷۸-۱۶۵.

16-Arugaslan, O., Edwards, E. & Samant, A. (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

17-Baghdadabad, M. Habibi, F. & Halid, N. (2011), "A study on small investors behavior in choosing stock, case study: Kuala-Lumpur stock market", African Journal of Business Management, Vol. 5 (27), PP. 11082-11092.

18-Barney, J.B. (1991), "Firms resources and sustainable competitive advantage", Journal of Mananagement, No.17,pp. 99-120

19-Becker, G. S. (1964) "Human capital: National Bureau of Economic Research between intellectual capital and firms market value and

- financial performance", *Journal of Intellectual Capital*, 6, No. 2, PP. 159-176
- 20-Bontis, N., Keow, W. C.C. & Richardson, S. (2000) "Intellectual capital and business performance in Malaysian industries", *Journal of Intellectual Capital*, 1, No. 1, PP. 85-100
- 21-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.
- 22-Campbell, B. A., Saxton, B. M., & Banerjee, P. M. (2014). "Resetting the Shot Clock: The Effect of Comobility on Human Capital". *Journal of Management*, 40(2): 531– 556.
- 23-Carmeli, A. & Tishler, A. (2008). "The relationship between organizational intangible elements and organizational performance". *Strategic Management Journal*, 25(13). 1257-1278.
- 24-Davidsson, Per & Honig, Benson. (2003). "The role of social and human capital among nascent entrepreneurs". *Journal of Business Venturing*, 18(3): 301-331.
- 25-Fulmer, I. S., & Ployhart, R. E. (2014). "Our Most Important Asset: A Multidisciplinary/ Multilevel Review of Human Capital Valuation for Research and Practice". *Journal of Management*, 40(1): 161-192.
- 26-Gates, S., & Langevin, P. (2010). "Human capital measures, strategy, and performance: HR managers perceptions". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.23, Iss:1, pp.111 - 132.
- 27-Hsieh, H.F., and Shannon, S.E. (2005). "Three approaches to qualitative content analysis". *Qualitative Health Research*, 15. No. 9, 1277-1288.
- 28-Huselid, M., A., & Becker, B. E. (2011). "Bridging Micro and Macro Domains: Workforce Differentiation and Strategic Human Resource Management". *Journal of Management*, 37 (2): 421-428.
- 29-Liu, X., van Jaarsveld, D. D., Batt, R., & Frost, A. C. (2014). "The Influence of Capital Structure on Strategic Human Capital: Evidence From U.S. and Canadian Firms". *Journal of Management*, 40: 422-450.
- 30-Lucey, B. & Dowling, M. (2005), "The role of feelings in investor decision-making", *Journal of Economic Surveys*, 19 (2), 211-237.
- 31-Marimomuthu, M., Arokiasamy, L., & Ismail, M. (2009). "Human Capital Development and its impact on firm performance: Evidence from Developmental Economics". *Journal of International Social Research*, 2(8):265-272.

- 32-Menkhoff, L. Schmidt, U. & Brozynski, T. (2006), "The impact of experience on risk taking, overconfidence and herding of fund managers", *Complementary survey evidence. Eur. Econ. Rev.* 50: 1753-1766.
- 33-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.
- 34-Roos, J., Roos, G., Dragonetti, N.C., and Edvinsson, L. (1998) "Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape", New York: New York University Press
- 35-Schultz, T. W. (1961). "Investment in human capital", *American Economic Review*, 51, March, 1-17.
- 36-Snell, S. A., Lepak, D. P. and Youndt, M. A. (1999). "Managing the architecture of intellectual capital: implications for strategic human resource management", in Ferris, G. R. (ED). *Research in Personnel and Human Resources Management*, 4, 175-93
- 37-Switzer, L. N., & Huang, Y. (2007). "How does human capital affect the performance of small and mid-cap mutual funds?". *Journal of Intellectual Capital*, 8 (4), 666-681.
- 38-Van Auken H. E. & Carter, R. B. (1990). "Security analysis and portfolio management: a survey and analysis", *The Journal of Portfolio Management*. Vol.16, No.3, pp 81-85.