



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
دوره ۱۵ / شماره ۲ (پیاپی ۵۸) / تابستان ۱۴۰۵
صفحه ۵۱۹ تا ۵۳۵

بررسی ساز و کارهای مدیریت دارایی - بدهی در صندوق‌های سرمایه گذاری بر مبنای رویکرد داده بنیاد

سیف الدین غلامی

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

نادر رضایی (نویسنده مسئول)

دانشیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
naderrezaeimandoab@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: ۱۴۰۳/۰۹/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۰/۰۲

چکیده

هدف این پژوهش بررسی ساز و کارهای مدیریت دارایی- بدهی در صندوق‌های سرمایه گذاری می‌باشد. این پژوهش از طریق روش گراند تئوری در سال ۱۴۰۳ انجام شده. برای گردآوری اطلاعات در بخش کیفی تحلیل محتوا و مصاحبه و در بخش کمی، پرسشنامه محقق ساخته استفاده شده. برای استاندارد سازی در بخش کمی ابتدا تعیین روایی پرسشنامه از طریق مراجعه به متخصصین و اساتید و روایی محتوایی انجام شده است و سپس تعیین پایایی از طریق آلفای کرونباخ که مقدار آن ۰/۸۷۴ می‌باشد، انجام شده است و استاندارد سازی در بخش کیفی، تعیین روایی از طریق توافق سنجی و پایایی مصاحبه‌ها از طریق معیار شاخص ثبات انجام شده است. جامعه آماری بخش کیفی پژوهش خبرگان دانشگاهی و مدیران صندوق‌های سرمایه گذاری بود که با نمونه گیری هدفمند و با استفاده از مصاحبه‌های فردی نیمه ساختار یافته با تاکید بر رویکردهای اکتشافی و به علت اشباع اطلاعات با ۱۱ نفر از خبرگان دانشگاهی به دست آمد. جامعه آماری بخش کمی شامل مدیران، مدیران اجرایی، مدیران سرمایه‌گذاری و حساب‌رسان صندوق‌ها به تعداد ۲۵۰ نفر می‌باشد که با استفاده از جدول مورگان ۱۵۰ نفر انتخاب شدند. مولفه‌های استخراج شده در بخش کیفی، بوسیله پرسشنامه محقق ساخته توسط جامعه آماری مورد نظر تکمیل و با استفاده از روش مدل‌بندی معادلات ساختاری مدل مورد نظر طراحی شد. با استفاده از روش تحلیل محتوای کیفی مقوله‌ها و مولفه‌های ۴ سازوکار تعیین شده برای مدیریت دارایی و بدهی که شامل تطبیق جریان‌های نقدی، مصون‌سازی، آزمون جریان‌های نقدی و تحلیل مالی پویا استخراج گردید.

واژه‌های کلیدی: مدیریت دارایی- بدهی، تطبیق جریان‌های نقدی، مصون‌سازی، آزمون جریان‌های نقدی و تحلیل مالی پویا.

۱- مقدمه

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. 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 طبقه بندی نمود (خدارحمی و همکاران، ۱۳۹۰). برای درک بهتر مدیریت دارائی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری لازم است شناخت درست و کاملی از انواع صندوق‌ها و بیانیه سیاست‌های سرمایه‌گذاری ۱ (تخصیص سرمایه در دارایی‌های مالی) در آنها حاصل آید. در بین انواع صندوق سرمایه‌گذاری، صندوق‌های 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 صندوق‌های هستند (طاهری، ۱۳۹۶). امروزه، نخستین گام در فرآیند شناخت و ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری برای هر نهاد سرمایه‌گذاری، در نظر گرفتن بایدها و نبایدهای تعیین شده در سند بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری

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 و همکاران، 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 نیاوردن 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 است پیشی بگیرد. یکی از راه‌های تشخیص عملکرد یک مدیر صندوق، نگاه کردن به بازدهی صندوق نسبت به این معیار است (ابراهیم‌نژاد و همکاران، ۱۴۰۱).

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 (بن دیوید، لی، روسی و سانگ، ۲۰۲۲). مشارکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران صندوق انجام می‌گیرد

نهاد مورد نظر است. عدم تعریف منحصر بفرد آن برای هر سازمان و یا فقدان چنین بیانیه‌ای به معنای محدودیت در انتخاب شاخص‌های ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری است، و از طرف دیگر، پیش‌فرض ذهنی هر سرمایه‌گذاری، انتخاب طرح-های سرمایه‌گذاری است که بازدهی بالاتری در آن‌ها وجود دارد. لیکن در طبیعت دنیای سرمایه‌گذاری، همواره ریسک و بازده همراستا با هم حرکت می‌کنند. در واقع، یک فرصت سرمایه-گذاری با سطح ریسک پائین احتمال کسب بازدهی پایین در آن زیاد است و نیز یک فرصت سرمایه‌گذاری با احتمال کسب بازدهی بالا ذاتاً سطح ریسک بالایی خواهد داشت (همتی‌آسیابگری و همکاران، ۱۳۹۹).

اگر چه تعیین سطوح ریسک و بازده، فقط یکی از شروطی است که به عنوان بایدها و نبایدهای مهم، در بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری، راهنمای سرمایه‌گذاران یک مجموعه در مسیر ارزیابی‌های درست و مناسب و اتخاذ رویکردی منسجم، سازمان‌یافته و قابل پیش‌بینی در فرآیند مطالعه امکان‌سنجی و اندازه‌گیری و ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. معیارهایی مثل حداقل و حداکثر میزان سرمایه‌گذاری در هر پروژه (دارائی مالی)، حوزه جغرافیایی، نوع صنعت، تعهدات به سیاست‌های اعلامی و اعمالی مانند میزان اشتغال‌زایی، میزان درگیری مدیریتی مورد نیاز، طول دوره نگهداری و ماندن در هر سرمایه‌گذاری، دوره بازگشت سرمایه، نرخ بازدهی مورد انتظار، چارچوب‌های سیاسی و اجتماعی و غیره از جمله مواردی است که می‌تواند به عنوان شروط اولویت دار در بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری یک نهاد سرمایه‌گذار مطرح شود.

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 بدهی‌های شان 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 تاثیر گذار بر آنها نیز یکسان نمی‌باشد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به نوع و ماهیتشان بخشی از سرمایه خود را در دارائی‌های مالی کم ریسک‌تر مثل سپرده بانکی و اوراق قرضه و بخشی را در دارائی‌های مالی با ریسک بیشتر در بازار سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این مکانیزم هدایت جریان‌های منابع، همواره این سوال مطرح است آیا آنها

توانسته‌اند بازده انتظار سرمایه‌گذار را ایجاد نمایند؟ از سوی دیگر، با توجه به هدف سرمایه‌گذاری حفاظت از سرمایه و منابع مالی تامین و تجمیع شده، آیا نوع چیدمان دارائی‌ها و بدهی‌ها در راستای اهداف 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 ایجاب 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 سرمایه‌مورد 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 سرمایه‌گذاری در سهام 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 ارائه شبیه‌سازی مدیریت دارائی و بدهی در اکوسیستم صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام 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 برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام رسید. پژوهش حاضر سعی در ارائه این مدل با ویژگی‌های منحصر بفرد برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد.

مبانی نظری پژوهش

مدیریت دارائی - بدهی

شیوه‌های مدیریت دارایی بدهی در ابتدا بوسیله موسسات مالی در دهه ۱۹۷۰ شروع شد دلیل این امر نرخ‌های بهره‌ای بود که دارای نوسان زیادی بودند و اثر این نوسانات بر عدم انطباق بین دارائی‌ها و بدهی‌های موسسات منجر می‌شد. مدیریت دارایی بدهی، برنامه‌ریزی همزمان، که همه دارایی‌ها و بدهی‌های نهادهای پولی و 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 (محمودی و همکاران، ۲۰۲۲).

مدیریت دارایی بدهی یک شیوه مدیریت کسب‌وکار است که با بکارگیری آن تصمیمات و عملیات شرکت‌ها براساس وضعیت دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت تنظیم می‌شود و می‌تواند به عنوان فرآیند مستمر طراحی، اجرا، پایش و نظارت بر راهبردهای مربوط به دارایی‌ها و بدهی‌ها، جهت بدست آوردن اهداف مالی سازمان و کاهش سطح ریسک، با توجه به حدود ریسک آن تعریف گردد. در حقیقت، شیوه‌های مدیریت دارایی بدهی تکمیل کننده سیستم مدیریت ریسک بنگاه هست. موسسات و نهادهای مالی که از طریق گردآوری منابع سرمایه‌ای و وجوه به تامین مالی پروژه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها می‌پردازند ابزار مدیریت دارایی بدهی را به عنوان ابزاری جهت تنظیم فعالیت‌های خود در نظر دارند. مدیریت دارایی بدهی شامل مدیریت و تخصیص منابع شامل بدهی‌ها، حقوق صاحبان سهام، مدیریت نرخ بهره و مدیریت ریسک‌های نقدینگی و اعتباری، و تنظیم ابزارهای مالی شرکت در چارچوب‌های بهینه‌سازی و مدیریت دارایی‌ها می‌باشد (محمودی و همکاران، ۲۰۲۲).

مدیریت می‌بایست تا حد امکان و بطور مداوم حجم، ترکیب و بازده دارایی‌ها و بدهی‌ها را بطور توأم در کنترل داشته باشد. هماهنگی موثری بین مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها و درآمدها و هزینه‌ها با هدف حداقل کردن فاصله بین درآمد و هزینه وجود داشته باشد با توجه به این نکته که درآمدها و هزینه‌ها از هر دو طرف ترازنامه ایجاد خواهد شد.

راهبردهای مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها

انتخاب راهبردی عملی که ریسک نقدینگی، نرخ بهره، نرخ ارز و اعتباری را کاهش دهد و سودآوری و امنیت مالی را متعادل نماید، برای نهادهای مالی و اعتباری بسیار مهم می‌باشد. توصیه‌های زیادی در جهت بهبود سیستم مدیریت دارایی بدهی توسعه و ارائه شده است که در آنها انتخاب راهبردهای دارایی

- ۱) راهبردهای ایستا: در روش‌های این دسته، پرتفوی در یک زمان خاص بررسی می‌گردد. برای مثال بررسی شکاف سررسید، همزمانی جریان‌های نقدی و غیره.
- ۲) راهبردهای ناشی از بازده: در این رویکرد، مدلسازی‌های مختلفی براساس رفتار اوراق بهادار با توجه به شرایط مختلف نرخ بهره انجام می‌گیرد
- ۳) راهبرد برنامه‌ریزی ریاضی: اهداف و محدودیت‌ها و تمام ابعاد مدیریت دارایی بدهی در قالب مدل ریاضی ارائه می‌گردد.

راهبردی‌های مدیریت دارایی بدهی از نظر یک دوره‌ای یا چند دوره‌ای بودن و همچنین احتمالی یا ایستایی بودن را به چهار دسته می‌توان طبقه بندی کرد (ایزدی‌نیا، قندهاری، عابدینی و عابدینی نایینی، ۱۳۹۶): الگوهای ایستای تک دوره‌ای، الگوهای احتمالی تک دوره‌ای، الگوهای ایستای چند دوره‌ای، الگوهای احتمالی چند دوره‌ای. شکل شماره (۱) این چهار دسته را نشان می‌دهد.

C_{t+1}	الگوهای احتمالی چند دوره‌ای	✓	الگوهای احتمالی تک دوره‌ای
	✓ برنامه ریزی تصادفی ✓ تحلیل مالی پویا	✓	تحلیل ریسک و بازدهی
P_{t+1}	الگوهای ایستای چند دوره‌ای	✓	الگوهای ایستای تک دوره‌ای
	✓ برنامه‌ریزی آرمانی ✓ برنامه‌ریزی پویا	✓	مصون سازی پرتفولیو تحلیل دیرش و تحذب
	چند دوره‌ای		یک دوره‌ای

شکل ۱- طبقه بندی چهارگانه راهبردهای مدیریت دارایی بدهی. منبع (ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۹۶)

همچنان که از عنوان این راهبردها برمی‌آید الگوهای تک دوره‌ای به بهینه‌سازی در یک افق زمانی می‌پردازند اما الگوهای چند دوره‌ای در چند دوره زمانی عملیات متوازن سازی دارایی بدهی را انجام می‌دهند در الگوهای ایستایی پارامترهای مربوط به مدل تصمیم دارایی بدهی قطعی در نظر گرفته می‌شوند در حالی که

در الگوهای احتمالی این پارامترها قطعی نبوده و از توابع احتمالی پیروی می‌کنند (اوسطی و همکاران، ۱۳۹۹).

در یک تقسیم بندی دیگر راهبردهای مدیریت دارایی بدهی، به راهبردهای سود خالص صفر، مثبت، منفی طبقه بندی می‌شوند. موسسات هر راهبردی را بکار بگیرند نه تنها بر عملکرد آنها، بلکه بر سود نیز تاثیر مستقیم خواهد داشت. یکی از مشکلات اساسی در مدیریت دارایی بدهی به این واقعیت برمی‌گردد که دارایی‌های اصلی نهادهای مالی (اعتبارات) همیشه نمی‌تواند نقد شوند، به ویژه اگر اقتصاد کشور در رکود باشد. در

چنین شرایطی نیاز به تجدید ساختار برخی موارد اعتبارات به وجود می‌آید. این امر به نوبه خود لازم به جستجوی منابع جدید می‌باشد. تغییرات در ساختار توام با نوسانات نرخ بهره و رقابت توجه به نظارت بر ارزش و ساختار منابع ناشی از بدهی‌ها را می‌طلبد. از این رو مدیریت دارایی بدهی ارتباط مستقیمی با ارزیابی ریسک نرخ بهره، نظارت و کنترل عملکرد و سیاست تثبیت و افزایش سود خالص دارد. شکل شماره ۲- راهبردهای سه گانه مدیریت دارایی بدهی را در ارتباط با سود خالص نشان می‌دهد (اوسطی و همکاران، ۱۳۹۹).

راهبرد سود خالص صفر		راهبرد سود خالص مثبت		راهبرد سود خالص منفی	
دارایی با نرخ بهره منعطف	بدهی با نرخ بهره منعطف	دارایی با نرخ بهره منعطف	بدهی با نرخ بهره منعطف	دارایی با نرخ بهره منعطف	بدهی با نرخ بهره منعطف
دارایی با نرخ بهره ثابت	بدهی با نرخ بهره ثابت	دارایی با نرخ بهره ثابت	بدهی با نرخ بهره ثابت	دارایی با نرخ بهره ثابت	بدهی با نرخ بهره ثابت

شکل ۲- راهبردهای صفر، مثبت و منفی در مدیریت دارایی بدهی.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

مطابق بند ۲۱ ماده ۱ از فصل ۱، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، صندوق سرمایه‌گذاری از جمله نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه ایران می‌باشد و براساس بند ۲۰ ماده ۱، از همان "قانون صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریکند". صندوق سرمایه‌گذاری، منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نوع، ممکن است وجوه جمع‌آوری شده را در انواع اوراق بهادار با درآمد ثابت، سهام و حق تقدم سهام، پروژه ساختمانی، طلا، ارز و ... که مشخصات آنها در امیدنامه صندوق ذکر شده است سرمایه‌گذاری کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند قابلیت معامله در بورس را داشته باشند یا مبتنی بر صدور و ابطال باشند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱).

صندوق سرمایه‌گذاری یک موسسه مالی است که سرمایه بسیاری از سرمایه‌گذاران را به صورت حرفه‌ای مدیریت می‌کند به طور کلی، سرمایه نقدی سرمایه‌گذاران را به سهام، اوراق قرضه

و سایر ابزارهای سرمایه‌ای تخصیص می‌دهد البته صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند همانگونه که در بالا ذکر گردید در دارایی‌های فیزیکی برای مثال، در املاک و مستغلات یا طلا و غیره نیز سرمایه‌گذاری کنند از آنجایی که یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سرمایه بسیاری از سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند، می‌تواند در طبقات دارایی‌های متنوع و یا اوراق بهادار متنوع در یک طبقه دارایی به طور بهینه‌تر نسبت به یک سرمایه‌گذار منفرد عمل نماید (تهرانی و نوربخش، ۱۳۹۳). از بین عوامل بسیاری که موفقیت در بازار سرمایه را متاثر می‌سازد، به نظر بسیاری از متخصصان بازار سرمایه، الف) دانش، تخصص و مهارت و ب) سرمایه کلان، از جمله مهمترین عوامل موفقیت در سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی می‌باشد (طاهری، ۱۳۹۶). اگر به دقت به ایجاد و کارکرد نهادهای مالی مانند شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نگاه کنیم متوجه می‌شویم این دو عامل دلیل اصلی ایجاد و توسعه این نهادهای مالی و سایر نهادهای مجری سرمایه‌گذاری جمعی می‌باشند این نهادها عملکردی شبیه موسسات اعتباری بازار پول یعنی بانک‌ها دارند با ایجاد انگیزه سودآوری مطمئن، سرمایه‌ها را اقشار مختلف و افراد دارای سرمایه مازاد جمع‌آوری و دریافت می‌کنند و در حوزه تخصصی خود برای بدست آوردن سود سرمایه‌گذاری می‌

- ۴) ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاران علاقمند به سرمایه‌گذاری با قابلیت نقدشوندگی بالا
- ۵) فرهنگ سازی و توسعه سرمایه‌گذاری جمعی با استفاده از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- ۶) ایجاد بستری جهت توسعه و بکارگیری ابزارهای سرمایه‌گذاری نیازمند سرمایه‌گذاری جمعی (طاهری، ۱۳۹۶).

مدیریت دارائی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ارزش منابع حاصل شده از محل سرمایه‌گذاری‌ها را می‌بایست با مدیریت بهینه، افزایش داده و به سوی دارائی‌ها یعنی مصارف مالی هدایت کنند و در این راستا اقدام به بهینه‌سازی این مصارف نمایند. نمودار شماره (۲) چارچوب و فرایند مدیریت دارائی‌ها بدهی‌ها را برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی نشان می‌دهد. مراحل مدیریت دارائی‌ها بدهی‌ها در این شکل به صورت زیر طبقه بندی می‌شود: (کاوایی و فخر حسینی، ۱۴۰۲).

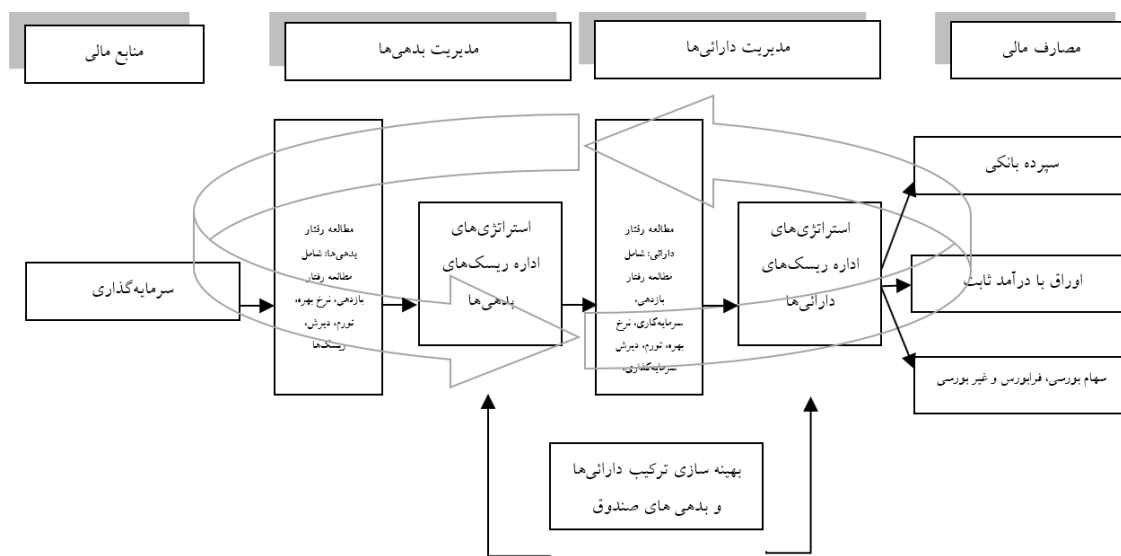
- ۱) مدیریت بدهی‌ها- مطالعه رفتار بدهی‌ها
- ۲) مدیریت دارائی‌ها- مطالعه رفتار دارائی‌ها
- ۳) بهینه‌سازی ترکیب دارائی‌ها و بدهی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری

نمایند در این میان سود کسب شده بین سرمایه‌گذاران تسهیم می‌شود و البته بخشی از سود به نهاد مجری سرمایه‌گذاری تعلق می‌گیرد.

ماموریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری

اهداف هر صندوق در امیدنامه آن مشخص شده است، که سرمایه‌گذاران برای تعیین اینکه آیا صندوق با معیارهای آنها مطابقت دارد یا خیر، از آن استفاده می‌کنند. برای مثال، سرمایه‌گذاری با هدف ایجاد درآمد منظم، می‌تواند صندوقی را انتخاب کند که در این زمینه تخصص داشته باشد، در حالی که در عین حال تنوع در پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری آنها را به روشی محبوب برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های خاص بازار تبدیل می‌کند، که برای یک سرمایه‌گذار منفرد انجام آن به تنهایی بسیار دشوار است. از دیگر اهداف و ماموریت توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- ۱) ایجاد ابزاری برای توسعه سرمایه‌گذاری عموم بطور غیر مستقیم
- ۲) روش سرمایه‌گذاری جهت کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری
- ۳) ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاران علاقمند به کسب بازدهی بدون ریسک و تضمین شده



شکل ۲- مدل مفهومی مدیریت دارائی‌ها و بدهی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری

پیشینه پژوهش

کویانی و فخر حسینی (۱۴۰۲) رویکرد تحلیلی به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها از طریق معیار دیرش و تاثیر آن عملکرد بانک‌ها انجام داده‌اند. روش پژوهش کاربردی است که با استفاده از نتایج تحقیقات بنیادی به منظور بهبود و به‌کمال رساندن رفتارها، روش‌ها، ابزارها، وسایل، تولیدات، ساختارها و الگوهای مورد استفاده جوامع انسانی انجام می‌شود و هدف آن توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. از اینرو این پژوهش ضمن تحلیلی به مدیریت ترانزنامه کلی، مدیریت دارایی و بدهی که شامل برنامه ریزی و اجرای استراتژیک و فرآیندهای کنترلی است به توسعه دانش از طریق تاثیر حجم، ترکیب، سرسید، حساسیت نرخ بهره، کیفیت و نقدینگی بر دارایی‌ها و بدهی‌های بانک پرداخته است. یافته‌ها: یافته‌های نشان می‌دهد که ارزیابی مناسب از وضعیت ALM یک بانک مستلزم درک صحیح از ماهیت دارایی‌ها و بدهی‌ها، مشتریان، اقتصاد و محیط رقابتی حاکم بر آن بانک خواهد بود و معیار دیرش می‌تواند کمک شایانی به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها و هم‌چنین مدیریت ریسک نرخ بهره در سیستم بانکداری کشورمان نماید و هم‌چنین می‌توان با توجه به اهمیت مدیریت این بخش، به نقش آن در عملکرد بانک‌ها پی برد.

امینی (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها با عملکرد مالی و کیفیت گزارشگری مالی در بانک‌های طی سال‌های ۱۳۹۹-۱۴۰۱ پرداخته‌اند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها با نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما بین مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها با کیفیت گزارشگری مالی و ارزش بانک رابطه معناداری یافت نشد. حیدریان یزدلی و همکاران (۱۴۰۱) طی پژوهشی به بررسی اختیار معامله، اختیار فروش تبعی و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با رویکرد تفاوت‌های دوگانه پرداخته‌اند. آنها برای این بررسی و انجام پژوهش از اطلاعات نمونه‌ای از ۳۸ شرکت سرمایه‌گذاری و ۲۴۴ صندوق سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ استفاده کردند روش آماری رگرسیون چند متغیره به روش پانل دیتا برای بررسی داده‌ها و آزمون فرضیات بکار برده شد. نتایج این پژوهش نشان داد انتشار اوراق اختیار فروش تبعی سهام و انتشار اوراق اختیار معامله سهام، عملکرد بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد اگرچه افزایش بازدهی صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سرمایه‌گذاری در اوراق اختیار فروش تبعی

سهام شرکت‌ها نسبت به اوراق اختیار معامله شرکت‌ها بیشتر می‌باشد (حیدریان یزدلی و همکاران، ۱۴۰۱).

ابراهیم نژاد، برکچیان و فراهانی در مقاله‌ای (۱۴۰۰) به بررسی اثر قیمت‌های مانده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداخته‌اند آنها بیان مساله می‌کنند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تعهد نقدشوندگی روزانه دارند، بدین معنی که هر زمان سرمایه‌گذار بخواهد، می‌بایست سرمایه‌گذاری وی مطابق خالص ارزش دارایی هر واحد صندوق پرداخت گردد از آنجایی که گاه خالص ارزش دارایی‌های اعلامی بنابه دلایلی با ارزش ذاتی صندوق مطابقت نیست و قیمت سهام موجود در پرتفوی آن مطابق با آخرین اطلاعات قیمتی موجود در بازار نمی‌باشد و «مانده» است این ماندگی منجر به فرصت آربیتراژی می‌شود که آن انتقال ثروت بین سرمایه‌گذاران صندوق را به همراه دارد. در این پژوهش، با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نشان داده می‌شود با وجود اینکه صندوق‌ها گاهی اوقات اقدام به تعدیل خالص ارزش دارایی می‌کنند، با این حال، در بسیاری از مواقع اختلاف زیادی مابین خالص ارزش دارایی ابطال و واقعی صندوق به وجود می‌آید. در این وضعیت ورود و خروج سرمایه صندوق افزایش پیدا می‌کند و این موجب جابه‌جایی ثروت معادل ۱/۳ درصد دارایی‌های تحت مدیریت صندوق میان سرمایه‌گذاران جدید و قبلی صندوق‌ها برآورد شده است (ابراهیم نژاد و همکاران، ۱۴۰۰).

تهرانی، شیرازی و میرلوحی در سال ۱۴۰۰ در پژوهشی با عنوان "طراحی موتور استنتاج سیستم خبره جهت ارزیابی و انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری در ایران مبتنی بر ویژگی‌های صندوق: رویکرد تئوری راف" سعی در ارائه مدلی برای کمک به سرمایه‌گذاران جهت انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارند آنها تبیین می‌کنند که تعداد زیاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد و ویژگی‌های متفاوت آنها، انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری مناسب برای سرمایه‌گذاران را دچار مشکل کرده است بطوریکه یک سرمایه‌گذار می‌بایست همه اینها را در نظر داشته باشد. علاوه بر ریسک و بازده که در قالب عملکرد گذشته صندوق قابل بررسی است، عوامل ساختاری و رفتاری دیگری مانند اندازه، هزینه‌های صندوق، حق الزحمه مدیریت، نسبت گردش پرتفولیوی صندوق، جریان نقدینگی، عمر صندوق، میزان تمرکز، موقعیت مکانی، تجربه و مهارت مدیریت، جنسیت مدیریت، حجم معاملات، ساختار حاکمیتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند بر بازدهی آتی صندوق سرمایه‌گذاری اثر گذارد. از دیگر سوی، فرآیند تحلیل و انتخاب صندوق نیز با در نظر گرفتن عوامل اشاره شده موضوعی ناشناخته می‌باشد (تهرانی و همکاران، ۱۴۰۰)

همچنین گویای شکاف منابع و مصارف در سال‌های آغازین (۱۴۰۰) دهه آتی دارد و این نشان از بروز بحران بازنشستگی در آینده نزدیک دارد. نکته مهم دیگر در نتایج، تاثیرات دوگانه افزایش کسورات در کوتاه مدت و بلند مدت است بطوریکه، افزایش میزان کسورات، بر پایداری صندوق در کوتاه مدت تاثیر بیشتری دارد لیکن در بلندمدت، به دلیل اثر معکوس افزایش میزان کسورات، جذابیت صندوق‌ها کاهش خواهد یافت و می‌توان نتیجه گرفت، متغیرهای جمعیتی بالاترین تاثیر را بر پایداری صندوق‌های بازنشستگی دارند.

لبافی، و همکاران (۱۴۰۰) طی پژوهشی با عنوان "بهینه‌سازی مدیریت دارایی-بدهی با رویکرد مدل برنامه‌ریزی کسری" به بررسی و تحلیل مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها در بانک ملی ایران با در نظر گرفتن داده‌های ۱۰ ساله (۹۷-۸۸) پرداختند. در این پژوهش ضمن معرفی مدیریت دارایی بدهی به عنوان یک برنامه‌ریزی مهم استراتژیک در بانک‌ها، مدیریت دارایی بدهی را، بستری برای فعالیت‌های گوناگون مالی به حالت متمرکز جهت برنامه‌ریزی و ارزیابی این فعالیت‌ها می‌دانند. در این پژوهش یک مدل برنامه‌ریزی کسری با محدودیت‌های غیرخطی و در نظر گرفتن ۱۴ قلم موجود در دارایی‌ها و بدهی‌های ترانزنامه برای محاسبه ۹ متغیر مورد استفاده قرار گرفت مدل برنامه‌ریزی کسری توسعه داده شده در نرم‌افزار لینگو پیاده سازی شد نتایج بیانگر آن است که مدیریت دارایی‌ها در بانک ملی وضعیت مناسب‌تری در مقابل مدیریت بدهی‌ها در سال‌های مورد مطالعه داشته است. بعلاوه نتایج گویای آن است بهینه‌سازی در وضعیت موجود نسبت کفایت سرمایه بالاتری تا ۱۶ درصد در قیاس با نسبت مصوب کمیته بال ۳ ارایه می‌دهد (لبافی و همکاران، ۱۴۰۰).

بادکوبه هزازه و اسماعیل زاده مقری (۱۴۰۰) به بازنمایی ایدئولوژیک گزارشگری مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نگاه تحلیل‌گفتمان انتقادی پرداختند. در این راستا تحقیق حاضر با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک کارا و ناکارا را مشخص کرده و به مقایسه بازنمایی ایدئولوژیک گزارشگری مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با نگاه تحلیل‌گفتمان انتقادی در صندوق‌های با کارایی بالا و پایین پرداخته است. دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا پایان فصل بهار سال ۱۳۹۹ می‌باشد و جامعه آماری آن را کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام تشکیل می‌دهد. همچنین نمونه آماری تحقیق شامل ۳۵ صندوق سرمایه‌گذاری می‌باشد. نتایج آزمون‌ها حاکی از تفاوت معنادار میانگین تعداد کلمات مثبت و منفی بین دو گروه صندوق‌های با کارایی بالا و صندوق‌های با کارایی پایین می‌باشد.

مهرانی و گرامی در سال ۱۴۰۰ طی پژوهشی ارزیابی مدیریت دارایی و تعهدات و بهینه‌یابی تخصیص منابع سرمایه‌ای سازمان تامین اجتماعی را به کمک مدل برنامه‌ریزی تصادفی چند مرحله‌ای مقید به ارزش در معرض ریسک هدف‌گذاری کردند. آنها منابع سرمایه‌ای را از طریق صورت‌های مالی سازمان شناسایی نمودند سپس، این منابع را به طبقات دارایی سهام، اوراق مشارکت و زمین-ساختمان با محاسبه بهای تمام شده آنها تفکیک کردند. براساس بازدهی بازارها مختلف ارزش روز هر طبقه منابع سرمایه‌ای برآورد گردید و سناریوهایی آینده بازارها شبیه‌سازی و ارائه شد و با اتکا به این طبقه بندی، محاسبات و سناریونویسی، مدل برنامه‌ریزی تصادفی چندمرحله‌ای طراحی و حل گردید. مهمترین متغیر این پژوهش تحت عنوان متغیر ریسک درماندگی، حاصل نسبت تعداد سناریوهای فاقد جواب به کل سناریوها محاسبه شد و براساس این متغیر یافته‌های پژوهش موید این مطلب است که این سازمان با ریسک درماندگی بالا مواجه خواهد شد و لذا، اصلاحات و بهینه‌سازی سید سرمایه‌گذاری‌های این سازمان جهت کنترل ریسک درماندگی ضروری به نظر می‌رسد. نویسندگان این مقاله معتقدند با انجام اقدامات اصلاحی در منابع و مصارف و تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای در سازمان تامین اجتماعی، امکان کاهش ریسک درماندگی وجود دارد. انجام این مهم، به اصلاح قوانین حاکم و ناظر بر صندوق‌های بازنشستگی وابسته می‌باشد بطوریکه، نهاد ناظر و راهبری مستقلی، سازمان را هدایت نماید و مدیریت بهینه و اجرای سیاست سرمایه‌گذاری متناسب با فعالیت سازمان عملیاتی گردد (مهرانی و گرامی، ۱۴۰۰).

چهارمحالی و همکاران (۱۴۰۰) اظهار می‌کنند تغییر جمعیتی کشور از عوامل تاثیرگذار بر تعادل منابع و مصارف صندوق‌های بازنشستگی می‌باشد صندوق‌های بازنشستگی نیز از نهادهای مهم اقتصادی و اجتماعی جامعه به شمار می‌آید بنابراین ارائه راه‌کارهای مناسب جهت ایجاد تعادل در این صندوق‌ها ضروری است که به شناخت دقیق شرایط و عوامل موثر بر آنها وابسته است در این راستا نویسندگان این مقاله مدلی جهت تعادل منابع و مصارف در صندوق‌های بازنشستگی بر اساس ریسک‌های جمعیتی شبیه‌سازی کرده و ارائه نمودند بدین صورت که نخست عوامل مهم موثر بر وضعیت صندوق شناسایی گردید، سپس با بکارگیری پویاشناسی سیستم، مدل علت و معلولی عدم تعادل منابع و مصارف و موارد بحرانی مازاد مصارف بر منابع ترسیم گردید و در نهایت به کمک نرم‌افزار ونیسم، مدل مزبور شبیه‌سازی و پیش‌بینی‌های لازم انجام شد نتایج حاصل از این شبیه‌سازی نشان از تاثیر مثبت افزایش زاد و ولد بر میزان نقدینگی (۲۳درصد) بلند مدت سازمان دارد

اوسطی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی نقش مدیریت دارایی، بدهی در صنعت بیمه در بهبود پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری پرداختند. در این تحقیق، ابتدا اطلاعات مورد نیاز شرکتهای بیمه‌ای را از صورتهای مالی و اطلاعات موجود در بورس اوراق بهادار برای دوره ۸ ساله ۷۸۸۱ لغایت ۷۸۳۱ استخراج و از مجموع شرکتهای بیمه‌ای، تعداد ۷۱ شرکت را به عنوان نمونه آماری انتخاب نمود، لذا برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده نموده است. نتایج حاصله نشان می‌دهد که برخی از سنجشهای «مدیریت دارایی-بدهی» از جمله نسبتهای نقدینگی، ذخایر حق بیمه و ذخایر معوق بر «پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری» در بهبود پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری تاثیرگذار بوده ولی نسبت دارایی ثابت در آن تأثیرگذار نمی‌باشد.

ویجاچا در سال ۲۰۲۴ در پژوهشی تحت عنوان «استراتژی مدیریت دارایی و بدهی در مؤسسات مالی خرد برای ثبات مالی بلندمدت»، ضمن تاکید بر اهمیت مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها در یک موسسه مالی و اعتباری مانند بانک، کارکرد آن را بهینه‌سازی وجوه جمع‌آوری شده برای کسب سود می‌داند. او مدیریت دارایی بدهی را فرآیندی از برنامه ریزی، سازماندهی و نظارت معرفی می‌کند که به عنوان کنترل یکپارچه دارایی‌ها و بدهی‌هایی عمل می‌کند که در تلاش برای دستیابی به سود برای مؤسسات مالی هست. در این مطالعه مروری با بررسی مفاهیم اساسی و اهمیت مدیریت دارایی بدهی، بر نقش مدیریت دارایی بدهی بر ثبات مالی بلندمدت شرکت‌ها تاکید می‌گردد. کوماری و سینگ در سال ۲۰۲۴ در مقاله‌ای با عنوان «دانشی جامع در ارتباط با مدیریت دارایی بدهی»، ایده‌های اساسی فرآیند مدیریت و چارچوب مدیریت دارایی بدهی را پوشش داده‌اند. علاوه بر این، در این مقاله، الزامات، اهداف و ساختار سازمانی کمیته مدیریت دارایی بدهی به تفصیل مورد بحث قرار گرفته است، که برای کاهش ریسک برای هر موسسه ضروری است. این مطالعه به طور کلی تأکید زیادی بر کاربرد نظری مؤلفه‌های مدیریت دارایی بدهی دارد که سازمان‌ها برای کاهش پیامدهای منفی ریسک به کار می‌گیرند. این مطالعه در تلاش است درک بهتری از چارچوب و روش‌های مورد استفاده در مدیریت بدهی دارایی به دانشجویان و متخصصان این حوزه ارائه دهد.

یان و همکاران در سال ۲۰۲۳ در مطالعه‌ای با عنوان «موانع مدیریت دارایی بدهی پویا»، به بررسی مشکل مدیریت دارایی بدهی یک شرکت با موانع بازار پرداختند. در این مطالعه، به طور خاص، قیمت دارایی‌ها و بدهی‌ها براساس تابع هندسی براونی چند متغیره مدل‌سازی شدند. با توجه به تأثیرات قیمت، شرکت

باید یک استراتژی جهت بدست آوردن هدف اتخاذ نماید که در آن هدف بر حسب بازده پیش‌بینی شده و بدهی تحقق‌یافته براساس آن تعیین می‌شود. نتایج عددی شبیه‌سازی مدل آنها نشان می‌دهد که تأثیرات موقت و مداوم قیمت، پیامدهای متضادی بر رفتار معاملاتی شرکت خواهد گذاشت. تأثیر مداوم قیمت ممکن است شرکت را تشویق کند تا با شدت بیشتری معاملات خود را انجام دهد تا بازده مورد انتظار را افزایش دهد. کرابیچلر و تیچمن در سال ۲۰۲۳ در مقاله‌ای با عنوان «استفاده از پتانسیل یادگیری عمیق در مدیریت دارایی بدهی»، با اشاره به کاربرد گسترده روش‌های یادگیری عمیق در زمینه مدیریت ریسک، مفاهیم کلیدی مدیریت دارایی بدهی با استفاده از روش‌های یادگیری عمیق را ارائه می‌دهد. براساس پیشنهادات نویسندگان، این رویکرد طیف گسترده‌ای از کاربردها مانند تصمیم‌گیری بهینه برای استفاده‌کنندگان به همراه خواهد داشت.

لین و همکاران در سال ۲۰۲۴ طی مقاله با عنوان «مدیریت دارایی بدهی سرمایه‌گذاران بیمه عمر با نرخ بهره منفی»، به بررسی مدیریت دارایی بدهی بیمه‌گران عمر در بازارهایی با نرخ بهره منفی می‌پردازند. با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های بیمه عمر ژاپنی بین سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۲۰، نشان می‌دهند محیط نرخ بهره منفی پیامدهای بسیار جدی‌تری نسبت به محیط نرخ بهره مثبت بر بیمه‌گران دارد. با توجه به اینکه مدت زمان و تحذب دو معیار متداولی هستند که به طور گسترده برای مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها استفاده می‌شوند، فرض منحنی بازدهی یکنواخت به عنوان زیربنای معیارهای سنتی (به عنوان مثال، مدت زمان‌ها و تحذب‌های مکالی و اصلاح‌شده) مشکل‌ساز است. برای پرداختن به این موضوع، در این پژوهش یک چارچوب مدیریت دارایی بدهی بر اساس مدل تصادفی واسیچک (Vasicek) پیشنهاد می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که استراتژی مبتنی بر این مدل از استراتژی‌های دیگر بهتر عمل می‌کند.

سوالات پژوهش

- ۱) ابزارهای مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در چارچوب مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها کدام هستند؟
- ۲) سازوکارهای چارچوب مدیریت دارایی بدهی چگونه بر اداره مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام موثر هستند؟

روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر هدف اکتشافی می باشد زیرا به دنبال بررسی سازو کارهای مدیریت دارایی- بدهی در صندوقهای سرمایه گذاری است و با دیدمان آمیخته (کیفی - کمی) اکتشافی انجام شد. در بخش کیفی با استفاده از روش نظریه پایه ور ۱ به بررسی سازو کارهای مدیریت دارایی- بدهی در صندوقهای سرمایه گذاری پرداخته شد. نظریه پایه ور به عنوان یکی از روش های تحقیق کیفی است که به پژوهشگر امکان می دهد تا با رویکردی استقرایی و اکتشافی، به جای اتکاء به تئوری های موجود، مفاهیم و قضایا را به طور مستقیم از واقعیت کشف نماید و خود به تدوین تئوری پردازد. پرکاربردترین روش های نظام مند تجزیه و تحلیل دادههای کیفی است که قادر است تا مفاهیم نهفته در ورای دادهها را استخراج کرده و با کشف روابط بین آنها به نظریههایی که چگونگی و چرایی پدیده ها را توضیح میدهد، دست یابد روش پژوهش در بخش کمی علی- رابطه ای بود. جامعه آماری بخش کیفی پژوهش خبرگان دانشگاهی، کارشناسان خبره و مدیران صندوقهای سرمایه گذاری بود که با نمونه گیری هدفمند و با استفاده از مصاحبههای فردی نیمه ساختار یافته با تاکید بر رویکردهای اکتشافی و به علت اشباع اطلاعات با ۱۱ نفر از خبرگان دانشگاهی، کارشناسان خبره و مدیران صندوقهای سرمایه گذاری با رسیدن به آستانه سودمندی به دست آمد. جامعه آماری بخش کمی شامل مدیران، مدیران اجرایی، مدیران سرمایه گذاری و حسابرسان صندوقها به تعداد ۲۵۰ نفر می باشد که با استفاده از جدول مورگان و روش نمونه گیری هدفمند ۱۵۰ نفر انتخاب شدند. ابزار جمع آوری داده ها در بخش کیفی مصاحبه نیمه ساختار یافته و در بخش کمی پرسشنامه محقق ساخته بود برای استاندارد سازی در بخش کمی ابتدا تعیین روایی پرسشنامه از طریق مراجعه به متخصصین و اساتید و از طریق روایی محتوایی انجام شده است و سپس تعیین پایایی از طریق آلفای کرونباخ که مقدار آن ۰/۸۷۴ می باشد، انجام شده است و استاندارد سازی در بخش کیفی، تعیین روایی از طریق توافق سنجی و پایایی مصاحبه ها از طریق معیار شاخص ثبات انجام شده است. برای پردازش داده ها در بخش کیفی از روش تحلیل محتوا برای بررسی سوال های مصاحبه استفاده شد. در بخش کمی برای جمع آوری اطلاعات از دو نوع پرسشنامه استفاده شد. بطوریکه پرسشنامه شماره (۱) که در راستای تکمیل مطالعه شاخص های بدست آمده برای هر کدام از سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی، (چهار سازوکار اصلی آن تطبیق جریانهای نقدی، مصون سازی، آزمون جریانهای

نقدی و تحلیل مالی پویا) به جهت توسعه و استفاده این شاخصها در صندوقهای سرمایه گذاری در سهام قابل معامله تنظیم گردید هدف از این پیمایش، سنجش میزان موافقت یا عدم موافقت کارشناسان و دست اندرکاران حوزه صندوقهای سرمایه گذاری با شاخصهای بدست آمده در جهت توضیح هر یک از سازوکارها می باشد. این پرسشنامه در دو بخش تنظیم گردید بخش اول مربوط به سوالات دموگرافیک شامل، طبقه سنی، میزان تحصیلات و سابقه امور سرمایه گذاری است و بخش دوم در چهار قسمت، میزان موافقت یا عدم موافقت پرسش شونده با شاخص ارائه شده برای سازوکار مورد پرسش قرار می گیرد. سوالات با طیف لیکرت ۵ گزینه ای، ۱ تنظیم گردیده است و ۱۵۰ پرسشنامه بین نمونه آماری توزیع گردید که ۹۰ پرسشنامه قابل تجزیه و تحلیل بود که نرخ برگشت پرسشنامه تقریباً معادل ۶۰ درصد می باشد.

پرسشنامه شماره (۲) برای اجرای مرحله دوم پژوهش در بخش کمی و اولویت بندی مولفه های بدست آمده از مرحله مصاحبه با خبرگان می باشد. اگرچه ما در این پژوهش جهت سنجش مولفه های بدست آمده از طریق مصاحبه، به نظرسنجی کارشناسان پرداختیم لیکن به نظر می رسید نیاز به تاییدی دوباره و اولویت بندی با استفاده از نظرات خبرگان موضوع تحقیق باشد بنابراین تصمیم بر این قرار گرفت پرسشنامه شماره (۲) که به نوعی پرسشنامه خبره سنجی می باشد تنظیم گردد و از این طریق یافته های مصاحبه های خبره سنجی مورد آزمون قرار گیرد. پرسشنامه خبره سنجی مشتمل بر چند قسمت می باشد در بخش اول مولفه های سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی و توضیح مختصری برای هر کدام طی یک جدول ارائه شد. در بخش دوم، یک جدول راهنما برای کمک به پرسش شوندها در ارزش گذاری مولفه ها نسبت به هم، براساس مقیاس نه درجه ساعتی آورده شد. بخش سوم مربوط به سوالات دموگراف می باشد که شامل طبقه سنی، میزان تحصیلات، نوع شغل و سابقه کار است. در بخش بعدی، جدول ترجیحات سازوکارها و مولفه های سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی آمده است که پرسش شوندها می بایست براساس مقیاس نه درجه ساعتی اقدام به ترجیح دهی مولفه ها نسبت به هم نمایند. در بخش انتهایی، جدول ضرورت یا عدم ضرورت هر کدام از مولفه های سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در مدیریت صندوق سرمایه گذاری توسط پرسش شوندها مشخص می گردد.

برای توزیع پرسشنامه های پژوهش، بسته به تمایل پاسخ دهنده ها چند روش بطور موازی استفاده شد. به عنوان

Grounded Theory^۱

به خالص دارایی‌ها و تفاضل واحدهای صادر شده و ابطال شده اشاره کرد.

جدول ۱- آمار جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان

ردیف	متغیر	سطوح	فراوانی	درصد فراوانی
۱	جنسیت	زن	۳	۲۵٪
		مرد	۸	۷۵٪
		جمع	۱۱	۱۰۰٪
۲	سابقه شغلی	زیر ۱۰ سال	۲	۱۷٪
		۱۰-۱۵	۳	۲۵٪
		بالتر از ۱۵ سال	۶	۵۸٪
		جمع	۱۱	۱۰۰٪
۳	محل فعالیت	دانشگاه	۴	۳۳٪
		صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۷	۶۷٪
		جمع	۱۱	۱۰۰٪
۴	سن	پایین تر از ۴۰ سال	۴	۴۲٪
		بالتر از ۴۵ سال	۷	۵۸٪
		جمع	۱۱	۱۰۰٪

در این پژوهش، با توجه به پیشینه تحقیق و نتایج حاصل از مرحله کیفی پژوهش، یک دسته از عواملی که نقش مهمی در مدیریت دارایی- بدهی در صندوقهای سرمایه‌گذاری دارند، تحت عنوان مصون‌سازی نامیده شد که شامل مولفه‌های وجود اوراق مشتقه در پرتفوی، تنوع اوراق مشتقه در پرتفوی، درصد مجموع اوراق مشتقه از پرتفوی صندوق و انطباق دیرش سهام خریداری شده و فروش رفته است. همچنین در این پژوهش، یکی دیگر از سازوکارهایی که با استفاده از تحلیل محتوا و مصاحبه شناسایی شد، آزمون جریان‌های نقدی بود که شامل مولفه‌های وجود ضامن نقدشوندگی، کارمزد ضامن نقدشوندگی و جریان نقد آزاد صندوق است.

در این پژوهش، با توجه به پیشینه تحقیق و نتایج حاصل از مرحله کیفی پژوهش، یک دسته از سازوکارها که نقش مهمی در مدیریت دارایی- بدهی دارند، تحت عنوان تحلیل مالی پویا نامیده شد. در این پژوهش برای سازوکار تحلیل مالی پویا مؤلفه‌ها (متغیر) یعنی شناسایی گردید که عبارتند از: قابلیت نقدشوندگی، بازده مورد انتظار صندوق و دیرش پرتفوی صندوق. در بخش کمی برای پاسخ به سوالات پژوهش، و سنجش ارتباط مولفه‌های ارائه شده با عوامل که با عنوان سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در بخش کیفی 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.

مثال برای تعدادی از جامعه آماری از طریق پست الکترونیکی ارسال شد برای برخی دیگر از مخاطبین، نسخه چاپی پرسشنامه ارسال گردید و پاسخ‌ها شخصاً توسط پژوهشگر از آنها دریافت شد و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از تحلیل عاملی تاییدی با استفاده از نرم افزارهای SPSS و SMART pls استفاده شد.

یافته‌ها

در اولین گام بخش تحلیل یافته‌های پژوهش، اقدام به ارائه ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان جدول شماره (۱) می‌شود.

همانطور که در جدول شماره (۱) مشخص شده است، ۷۵ درصد از مصاحبه‌شوندگان پژوهش به عنوان اعضای جامعه هدف در بخش کیفی، مرد و ۲۵ درصد آنان زن بودند. همچنین مشخص شد، سابقه شغلی مشارکت‌کنندگان پژوهش به ترتیب زیر ۱۰ سال برابر با ۱۷ درصد؛ ۲۵ درصد بین ۱۰ تا ۱۵ سال، و ۵۸ درصد بالاتر از ۱۵ سال دارای سابقه شغلی بودند. همچنین مشخص شد ۳۳ درصد مشارکت‌کنندگان در دانشگاه به عنوان عضو هیات علمی و ۶۷ درصد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بودند. از نظر سن نیز ۴۲ درصد پایین تر از ۴۰ سال سن داشتند و ۵۸ درصد نیز بالای ۴۰ سال سن داشته‌اند.

با توجه به هدف تحقیق در این قسمت ابتدا به یافته‌های بخش کیفی بر اساس تحلیل محتوا پرداخته شد. در طبقه بندی مولفه‌های مدیریت دارایی- بدهی در صندوقهای سرمایه‌گذاری، چهار دسته اصلی از سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی شناسایی شد که عبارتند از: ۱. تطبیق جریان‌های نقدی، ۲. مصون‌سازی، ۳. آزمون جریان‌های نقدی و ۴. تحلیل مالی پویا. هر کدام از این دسته عوامل خود دارای متغیرهای اندازه پذیر جزئی هستند. این متغیرها به مولفه‌های مدیریت دارایی- بدهی در صندوقهای سرمایه‌گذاری اشاره دارد.

پس از تحلیل مصاحبه‌های صورت گرفته با استفاده از رویکرد کدگذاری پس از استفاده از نظر خبرگان در نهایت ۱۲ دسته از متغیرهای اندازه پذیر در قالب این چهار دسته کلی از مؤلفه‌ها شناسایی و تعریف شد. در ادامه، پس از بحث در مورد متغیرهای اندازه پذیر هر یک از مؤلفه‌ها، به بررسی نقش آن مؤلفه در مدیریت دارایی- بدهی در صندوقهای سرمایه‌گذاری با مقایسه پژوهش‌های گذشته پرداخته شد. بر مبنای یافته‌های پژوهش در این مطالعه، یکی از سازوکارهایی که برای مدیریت دارایی- بدهی شناسایی شد، سازوکار تطبیق جریان‌های نقدی است. از جمله مهم‌ترین سازوکار تطبیق جریان‌های نقدی که در مرحله کیفی این پژوهش شناسایی گردید می‌توان

برای هر سازوکار ارائه شده‌اند واقعا معرف آنها می‌باشند. و اینکه این مولفه‌ها با چه دقتی برازنده سازوکار خودش می‌باشد. در اینجا همچنان که مولفه‌ها نشان دهنده مولفه‌ها 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 ۴- 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.

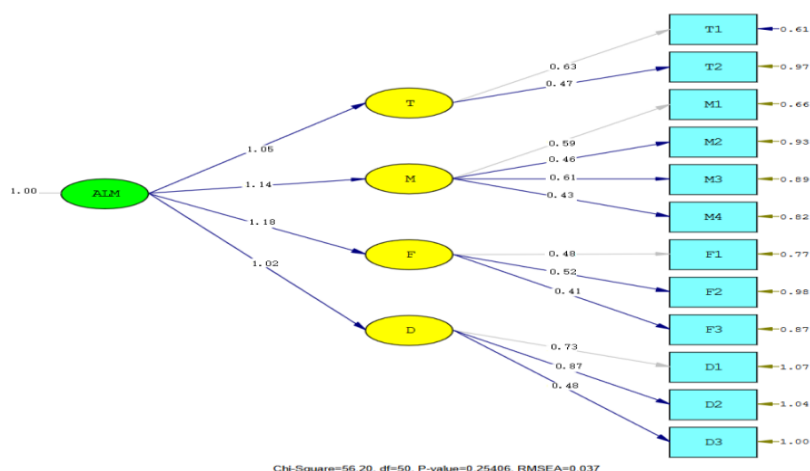
در کنار بررسی بارهای عاملی می‌بایست ضرایب آزمون T نیز مورد بررسی قرار بگیرد. این ضرایب می‌بایست بالای ۱/۹۶ باشند تا تایید کننده این مطلب باشند که رابطه بین مولفه و سازه مهم می‌باشد اگر ضریب آزمون T زیر مقدار ۱/۹۶ قرار گیرد یعنی رابطه مهمی بین آنها موجود نیست. مقادیر ضرایب آزمون T برای روابط مولفه‌ها - سازه‌های مدل بدست آمده بر روی شکل شماره ۵- 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.

قبل از انجام تحلیل عاملی تاییدی، جهت تایید کیفیت 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، آزمون بارتلت 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 (۱) بنابراین، ساختار داده‌ها برای انجام تحلیل عاملی مناسب است و وجود یک ارتباط مناسب میان ساختار داده‌ها تایید می‌شود.

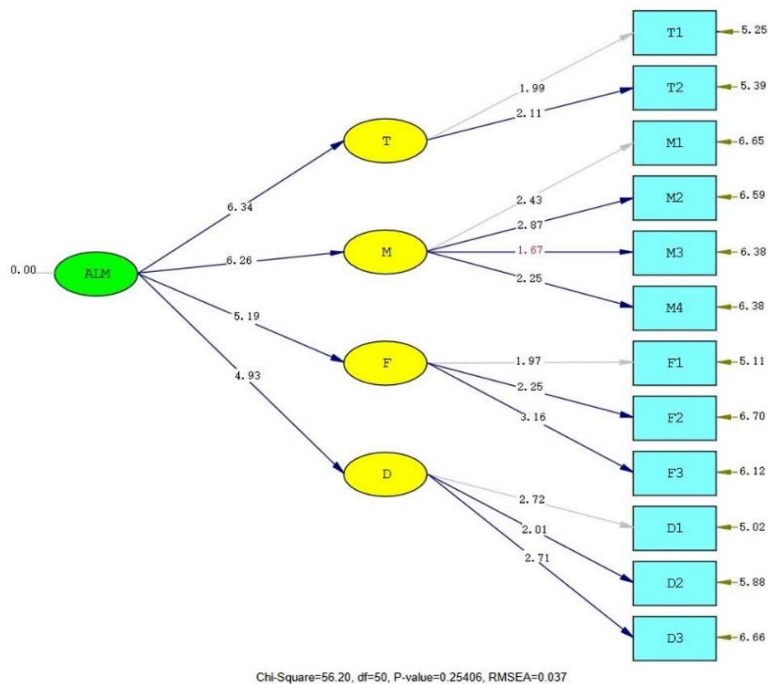
جدول شماره ۱- نتایج آزمون کومو و بارتلت

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 سوالات بخش اول این پژوهش بر مبنای ارتباط بین مولفه‌های تعریف شده با ابزارهای مدیریت دارایی بدهی می‌باشد بر این اساس جهت پاسخ به سوالات 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



شکل ۴- مدل تحلیل عاملی تاییدی به همراه بارهای عاملی



شکل ۵- مدل تحلیل عاملی تاییدی به همراه ضرایب آزمون T

برابر با $0/037$ با سطح قابل قبول کوچکتر از $0/08$ ، می‌توان ادعا کرد مدل بدست آمده از برازش مناسبی برخوردار است. علاوه بر موارد فوق، شاخص‌هایی نیز برای اندازه‌گیری کیفیت تحلیل عاملی تاییدی وجود دارد که در جدول شماره ۲- 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 $0/94$ ، $0/971$ و $0/907$ می‌باشند که با توجه به سطح قابل قبول $0/90$ ، این اندازه‌ها نیز نشان‌دهنده برازش قابل قبول مدل می‌باشند.

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 ۲- آمده است. با توجه به مقدار نسبت کای اسکوئر به درجه آزادی برابر با $1/124$ و سطح قابل قبول آن که کمتر از 4 می‌باشد و سطح معنی‌داری $0/254$ با سطح قابل قبول بزرگتر از $0/05$ و همچنین مقدار جذر برآورد واریانس خطای تقریب

جدول شماره ۲- شاخص برازش مدل

شاخص	مقدار مدل	مقدار قابل قبول
نسبت کای اسکوئر به درجه آزادی	$1/124$	کوچکتر از 4
سطح معنی‌داری	$0/254$	بزرگتر از $0/05$
جذر برآورد واریانس خطای تقریب	$0/037$	کوچکتر از $0/08$
شاخص نیکویی برازش	$0/94$	بزرگتر از $0/90$
شاخص برازش تطبیقی	$0/971$	بزرگتر از $0/90$
شاخص برازش نرمال شده	$0/907$	بزرگتر از $0/90$

بحث و نتیجه گیری

هدف پژوهش بررسی ساز و کارهای مدیریت دارایی- بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد که با استفاده از رویکرد کمی - کیفی (آمیخته) انجام شد. عامل اصلی موفقیت یک صندوق سرمایه‌گذاری مدیریت آن است. مدیر صندوق جهت اتخاذ تصمیمات، نحوه خدمات و ارتباطی که با مشتریان دارد باید دارای درایت و مهارت کافی بوده و با ابزارهای مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق آشنا باشد تا بتواند به بهترین نحو به اداره امور صندوق بپردازد. مدیر صندوق باید این توانمندی را دارا باشد که تصمیمات مهمی چون خرید و فروش را در زمان مناسب و با روشی سنجیده اتخاذ کند و اداره بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق را در راستای درآمدزایی برای صندوق و دارندگان واحد سرمایه‌گذاری صندوق بکار بگیرد. مدیریت دارایی و بدهی رویه‌ای است که توسط مؤسسات مالی برای کاهش ریسک‌های مالی ناشی از عدم تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها بکار گرفته می‌شود. استراتژی‌های مدیریت دارایی بدهی ترکیبی از مدیریت ریسک و برنامه‌ریزی مالی را به کار می‌گیرند و اغلب توسط سازمان‌ها برای مدیریت ریسک‌های بلندمدت، که می‌توانند به دلیل تغییر شرایط ایجاد شوند، استفاده می‌شوند. عملکرد مدیریت دارایی بدهی می‌تواند شامل عوامل بسیاری از جمله تخصیص راهبردی دارایی‌ها، کاهش ریسک و اجرای چارچوب‌های نظارتی باشد. با تطبیق موفقیت‌آمیز دارایی‌ها در برابر بدهی‌ها، موسسات مالی با مزادای مواجه می‌شوند که می‌توان به طور فعال مدیریت کرد تا بازده سرمایه‌گذاری خود را به حداکثر رساند. این مطالعه تلاشی است در این زمینه و سعی می‌نماید راهکارها و سازوکارهای مدیریت دارایی و بدهی را در نوع دیگر موسسات مالی یعنی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توسعه دهد.

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 ارایه 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 استخراج، 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.

استقرار سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی (تطبیق 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 پیاده سازی 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 پیاده سازی سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در ذیل نظام حاکمیت شرکتی و مکمل مدیریت ریسک بنگاه اصلاح کننده فرایند تصمیم‌گیری مدیران ارشد صندوق خواهد بود.

از این نظر، در این مطالعه چهار سازوکار مدیریت دارایی بدهی انتخاب و مولفه‌هایی جهت عملیاتی نمودن آنها استخراج و جهت اعتباری‌سنجی در قالب پرسشنامه در اختیار افراد دارای دانش و سابقه شغلی بالا در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفت. نتایج تحلیل نشان می‌دهد مولفه‌های استخراج شده در راستای اجرای سازوکارهای مدیریت دارایی بدهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام مناسب است. بدین صورت که 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 است و مولفه‌های قابلیت نقدشوندگی، بازده مورد انتظار و همچنین دیرش پرتفوی صندوق جهت پوشش تحلیل مالی پویا مقبول می‌باشد. نتایج این پژوهش با نتایج تهرانی، شیرازی و میرلوحی (۱۴۰۰)، حیدریان یزدلی، فدایی‌نژاد و حجازی (۱۴۰۱)، چهارمحالی، ایزدبخش و فلاح شمس (۱۴۰۰) و لین و همکاران (۲۰۲۴) مطابقت دارد.

پیشنهادات کاربردی

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

این مساله موجب گردید که مقایسه جامع پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌ها امکان‌پذیر نباشد.

فهرست منابع

ابراهیم‌نژاد، برکچیان، فراهانی، ع. آ. (۱۴۰۰). بررسی اثر قیمت‌های مانده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۹(۴)، ۴۷-۶۸.

ابراهیم‌نژاد، برکچیان، فراهانی، ع. آ. (۱۴۰۱). بررسی اثر قیمت‌های مانده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۹(۴)، ۴۷-۶۸.

امینی، رضا، ۱۴۰۲، مدیریت دارایی و بدهی‌ها (ALM) با رویکرد تاثیر بر بازدهی و گزارشات مالی، نهمین کنفرانس بین‌المللی مطالعات نوین مدیریت و حسابداری در ایران، تهران، <https://civilica.com/doc/1796836> اوسطی، م.، طالب‌نیا، ق. ا.، وکیلی‌فرد، ح. ر. (۲۰۲۰). نقش مدیریت دارایی، بدهی (ALM) در صنعت بیمه در بهبود پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۹(۳۳)، ۲۲۳-۲۳۸.

ایزدی‌نیا، ن.، قندهاری، م.، عابدینی، ا.، و عابدینی‌نایینی، 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. تهران، ر.، نوربخش، ع. (۱۳۹۳). بازارها و نهادهای مالی. تهران: دانشگاه تهران.

تهرانی، شیرازی، م. ک.، میرلوحی. (۱۴۰۰). طراحی موتور استنتاج سیستم خبره جهت ارزیابی و انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری در ایران مبتنی بر ویژگی‌های صندوق: رویکرد تئوری راف. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰(۳۷)، ۱۳۹-۱۰۳.

چهارمحالی، ح.، ایزدبخش، ک.، فلاح‌شمس، م. (۱۴۰۰). شبیه‌سازی تعادل منابع و مصارف در صندوق‌های بازنشستگی بر اساس ریسک‌های جمعیتی. فصلنامه علمی مطالعات منابع انسانی، ۱۱(۳)، ۷۱-۹۶.

حیدریان یزدلی، ا.، فدایی‌نژاد، م. ا.، حجازی، ر. (۱۴۰۱). اختیار معامله، اختیار فروش تبعی و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با رویکرد

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 استخراج، 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 صورت‌گردش وجوه 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.

محدودیت‌های پژوهش

در فرآیند انجام یک مطالعه و پژوهش علمی، مجموعه‌ای از شرایط بر پژوهشگر تحمیل می‌شود و مواردی وجود دارد که در کنترل آن نمی‌باشد. این پژوهش نیز از این قاعده مستثنی نیست. از محدودیت‌های موجود می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

۱) با توجه به این که این پژوهش در ابعاد محدود به اجرا درآمده است به این صورت که گروهی از افراد، نمونه مورد بررسی را تشکیل داده‌اند، بنابراین نظرات این گروه می‌بایست با احتیاط به کل افراد جامعه تعمیم داده شود. لازم به توضیح است که این محدودیت یک محدودیت ذاتی بوده و در سایر پژوهش‌های کیفی نیز وجود دارد.

۲) در ادبیات پژوهش این مطالعه، پژوهشی که به طور مشابه به مساله و موضوع مورد نظر بپردازد مشاهده نگردید و پژوهش‌های انجام شده در این زمینه تشابهات کمی با مساله، روش و نتایج پژوهش حاضر داشته‌اند.

- performance assessment for startups. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 71(7), 2723-2742.
- 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.
- Blum, P., & Dacorogna, M. (2014). *DFA-Dynamic Financial Analysis*. Wiley StatsRef: Statistics Reference Online.
- Kusuma, T., & Kumar, J. S. (2022). Analysis Of Risk and Return in Terms of Microeconomic Factors of Selected Mutual Funds Schemes in India. *Specialis Ugdymas*, 1(43), 2365-2374.
- 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
- Vidal-García, J., & Vidal, M. (2022). *Management Efficiency in the Mutual Fund Industry*. Available at SSRN 4046257.
- تفاوت‌های دوگانه. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۴(۵۲)، ۴۹-۶۲.
- خدارحمی، ب.، احمدی نیا، ح.، و داغانی، ر. (۱۳۹۰). مدیریت صندوق سرمایه گذاری با نگاهی به ارزیابی عملکرد پرتفوی. تهران: ترمه.
- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۴۰۱). *صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک*.
- طاهری، ب. (۱۳۹۶). *حسابداری صندوق سرمایه گذاری با رویکرد عملیاتی*. تهران: کیومرث.
- قاسمی، ع.، عبدالرسول بهرامی، ج.، و شعبانی جفودی، ث. (۱۳۹۷). پیش بینی شکاف دارایی-بدهی پویا در صنعت بانکداری ایران کاربرد الگوی عصبی-فازی تطبیقی و الگوی حافظه بلندمدت (مطالعه موردی: یک بانک خصوصی). *اقتصاد مالی*
- کاویانی، میثم و فخرحسینی، سید فخر الدین، ۱۴۰۲، رویکرد تحلیلی به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها از طریق معیار دیرش و تاثیر آن عملکرد بانک ها، <https://civilica.com/doc/1901454>
- لبافی، م.، دارایی، ر.، و صراف، ف. (۱۴۰۰). 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.
- محرابی، ل. (۱۳۹۲). *مدیریت دارایی و بدهی در بانکهای اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه محمودی، و. عباسیان، ع. ا.، فلاح‌پور، س.، امامدوست، م. (۲۰۲۲). ارائه مدلی جهت مقایسه ساختار بهینه و واقعی دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌های تجاری در ایران. فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی*، ۲۹(۱۰۰)، ۳۰-۲۱.
- مهرانی، ک.، گرامی، ا. (۱۴۰۰). *مدیریت دارایی/ تعهدات (ALM) با مدل برنامه‌ریزی تصادفی چندمرحله‌ای* مقید به ارزش در معرض ریسک در سازمان تأمین اجتماعی. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۱)، ۶۴-۸۶.
- همتی آسیابریگی، م.، قلی‌زاده، م.، میربرگ‌کار، س. م. (۱۳۹۹). توسعه مدل ریسک همبستگی دارایی‌ها (ACR) با رویکرد مدیریت دارایی-بدهی (ALM) با استفاده از مدل VECM. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۱(۴۲).
- 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*



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 15/ No. 58/ Summer 2025

Investigation of asset and debt management mechanisms in investment funds based on the foundation's data approach

Safaddin Gholami

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

Nader Rezaei Miandoab

Associate Professor, Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
(corresponding author)
naderrezaemiandoab@gmail.com

Rasool Abdi

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

Vahid Aghapouramin

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

Abstract

The main objective of this research is to investigate the mechanisms of asset-liability management in investment funds. A qualitative and quantitative (mixed) research approach was used. Content analysis and interviews were used to collect information in the qualitative part, and a researcher-made questionnaire was used in the quantitative part. For standardization in the quantitative part, the validity of the questionnaire was first determined by referring to experts and professors and content validity, and then the reliability was determined through Cronbach's alpha, which is 0.874, and standardization in the qualitative part was determined by determining validity through agreement measurement and the reliability of the interviews through the stability index criterion. The statistical population of the qualitative part of the research was academic experts and investment fund managers, which was obtained through purposive sampling and using semi-structured individual interviews with an emphasis on exploratory approaches and due to information saturation with 11 academic experts. The statistical population of the quantitative section includes managers, executive managers, investment managers and auditors of funds, totaling 250 people, of whom 150 were selected using the Morgan table. The extracted components in the qualitative section were completed by the target statistical population using a researcher-made questionnaire and the desired model was designed using the structural equation modeling method. Using the qualitative content analysis method, the categories and components of the four mechanisms determined for asset and liability management, including cash flow matching, hedging, cash flow testing and dynamic financial analysis, were extracted.

Keywords: Asset-debt management, cash flow matching, hedging, cash flow testing, dynamic financial analysis

