فصلنامه پژوهش در مدیریت شماره۳- دوره۲-تابستان ۱۴۰۵ صفحا۴۴۷-۴۲۷
Journal of Research in Management
Issn: 3060-6241

بررسی رابطه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا با جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در ایران

سجاد محمدی خرم‌آبادی
پژوهشگر مستقل در حوزه اقتصاد، بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری

چکیده

گسترش صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا در بازار سرمایه ایران، بررسی ارتباط عملکرد این صندوق‌ها با رفتار سرمایه‌گذاران در سایر ابزارهای مالی، به‌ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، را به موضوعی مهم در تحلیل بازار سرمایه تبدیل کرده است. پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا با جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در ایران انجام شده است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش، توصیفی–تحلیلی است. داده‌های مورد استفاده از گزارش‌های صندوق‌ها و اطلاعات منتشرشده در سامانه اطلاعاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار سرمایه ایران (FIPIRAN) گردآوری شده و دو صندوق سرمایه‌گذاری طلای عیار و زرافشان امید ایرانیان (زر) در کنار صندوق درآمد ثابت حامی یکم مفید مورد بررسی قرار گرفته‌اند. برای سنجش عملکرد صندوق‌های طلا، درصد تغییر قیمت هر واحد و برای بررسی جریان سرمایه صندوق درآمد ثابت، خالص تغییرات واحدهای سرمایه‌گذاری بر اساس تفاوت واحدهای صادرشده و ابطال‌شده محاسبه شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد قیمت هر واحد عیار از ۲۲۲,۵۰۲ ریال به ۵۲۷,۲۱۴ ریال افزایش یافته و رشد ۱۳۶.۹۵ درصدی داشته است. همچنین قیمت هر واحد زر از ۳۵۲,۷۹۷ ریال به ۸۰۹,۵۰۳ ریال رسیده و رشد ۱۲۹.۴۵ درصدی ثبت کرده است. در مقابل، جریان خالص واحدهای صندوق حامی در مشاهدات مورد بررسی دارای مقادیر مثبت و منفی بوده و الگوی خروج مستمر و یک‌طرفه مشاهده نشده است. بنابراین، رشد قیمت صندوق‌های طلا به‌تنهایی نمی‌تواند به‌عنوان شواهد انتقال مستقیم سرمایه از صندوق‌های درآمد ثابت به صندوق‌های طلا تفسیر شود. نتایج بر اهمیت تفکیک رشد ارزش دارایی از انتقال واقعی سرمایه و توجه به عواملی مانند نرخ سود، نرخ ارز، انتظارات اقتصادی و تنوع‌بخشی پرتفوی تأکید دارد.

کلیدواژه‌ها: صندوق سرمایه‌گذاری طلا، صندوق درآمد ثابت، جریان سرمایه، بازار سرمایه ایران، رفتار سرمایه‌گذار

۱. مقدمه

بازار سرمایه ایران طی سال‌های اخیر با توسعه و تنوع ابزارهای سرمایه‌گذاری، زمینه انتخاب گسترده‌تری را برای سرمایه‌گذاران فراهم کرده است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین ابزارهای این بازار محسوب می‌شوند و به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند بدون مدیریت مستقیم مجموعه‌ای از دارایی‌ها، از طریق خرید واحدهای صندوق در بازارهای مختلف سرمایه‌گذاری کنند.

در میان انواع صندوق‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. صندوق‌های درآمد ثابت عموماً برای سرمایه‌گذارانی جذاب هستند که بر ثبات نسبی بازده و کنترل ریسک تأکید دارند. در مقابل، صندوق‌های طلا امکان سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در دارایی‌های مرتبط با طلا را فراهم می‌کنند و عملکرد آنها می‌تواند تحت تأثیر قیمت طلا، نرخ ارز، انتظارات تورمی و شرایط بازار قرار گیرد.

رشد قابل توجه قیمت طلا و افزایش جذابیت صندوق‌های مبتنی بر آن، این پرسش را مطرح می‌کند که آیا افزایش عملکرد صندوق‌های طلا با کاهش جریان سرمایه صندوق‌های درآمد ثابت همراه بوده است یا خیر.

از یک سو، می‌توان انتظار داشت افزایش بازده مورد انتظار یک دارایی موجب تغییر ترکیب پرتفوی و انتقال بخشی از منابع سرمایه‌گذاران از دارایی‌های دیگر شود. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران می‌توانند با هدف تنوع‌بخشی، هم‌زمان در صندوق‌های طلا و درآمد ثابت سرمایه‌گذاری کنند. همچنین افزایش قیمت واحدهای صندوق طلا لزوماً به معنای ورود سرمایه جدید یا انتقال منابع از صندوق دیگری نیست؛ زیرا ارزش واحد صندوق می‌تواند تحت تأثیر تغییر ارزش دارایی‌های پایه نیز قرار گیرد.

این تمایز مفهومی برای تحلیل رابطه میان دو گروه صندوق اهمیت زیادی دارد. به همین دلیل، پژوهش حاضر به جای فرض انتقال قطعی سرمایه، به بررسی تطبیقی عملکرد صندوق‌های طلا و جریان خالص واحدهای یک صندوق درآمد ثابت می‌پردازد.

۲. بیان مسئله

یکی از موضوعات مهم در تحلیل بازار سرمایه، شناسایی عوامل مؤثر بر جابه‌جایی منابع میان ابزارهای مالی مختلف است. هنگامی که بازده یا جذابیت یک دارایی افزایش می‌یابد، ممکن است بخشی از سرمایه‌گذاران منابع خود را از سایر دارایی‌ها خارج و به سمت دارایی دارای جذابیت بیشتر هدایت کنند.

در بازار سرمایه ایران، صندوق‌های طلا و صندوق‌های درآمد ثابت دارای ویژگی‌های متفاوتی هستند. صندوق‌های طلا بیشتر در معرض تغییرات قیمت طلا و متغیرهای مرتبط با آن قرار دارند، در حالی که صندوق‌های درآمد ثابت عمدتاً بر دارایی‌هایی با درآمد نسبتاً باثبات‌تر تمرکز دارند.

در نتیجه، از نظر نظری می‌توان احتمال وجود نوعی رابطه جایگزینی میان این دو گروه را مطرح کرد. با این حال، چنین رابطه‌ای صرفاً با مشاهده رشد قیمت صندوق‌های طلا قابل اثبات نیست.

برای نمونه، اگر قیمت واحد یک صندوق طلا افزایش یابد، این افزایش می‌تواند ناشی از رشد ارزش دارایی‌های پایه صندوق باشد. در چنین شرایطی، افزایش قیمت واحد صندوق الزاماً به معنای آن نیست که سرمایه‌گذاران منابع خود را از صندوق‌های درآمد ثابت خارج کرده‌اند.

از سوی دیگر، اگر هم‌زمان با رشد صندوق‌های طلا، در صندوق‌های درآمد ثابت نیز ورود منابع مشاهده شود، احتمال انتقال مستقیم سرمایه میان این دو گروه کاهش می‌یابد و نقش عواملی مانند ورود منابع جدید، تنوع‌بخشی و تغییر ارزش دارایی‌ها اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

بر این اساس، مسئله اصلی پژوهش حاضر عبارت است از:

آیا در دوره مورد بررسی، افزایش عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا با الگوی خروج سرمایه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت همراه بوده است؟

۳. اهمیت و ضرورت پژوهش

اهمیت پژوهش حاضر از چند منظر قابل بررسی است.

نخست، شناخت رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند به درک بهتر نحوه تخصیص منابع در بازار سرمایه ایران کمک کند.

دوم، جریان منابع میان صندوق‌های مختلف برای مدیران صندوق‌ها اهمیت دارد؛ زیرا تغییرات صدور و ابطال واحدها بر مدیریت نقدینگی و ساختار دارایی صندوق اثرگذار است.

سوم، صندوق‌های طلا و درآمد ثابت دو ابزار متفاوت از نظر ریسک و بازده هستند و مقایسه رفتار آنها می‌تواند اطلاعات مفیدی درباره نحوه تنوع‌بخشی سرمایه‌گذاران فراهم کند.

چهارم، در شرایطی که تورم، نرخ ارز، نرخ سود و انتظارات اقتصادی دچار تغییر می‌شوند، بررسی رفتار منابع میان ابزارهای سرمایه‌گذاری می‌تواند برای تحلیل بازار سرمایه اهمیت داشته باشد.

از این رو، بررسی رابطه عملکرد صندوق‌های طلا و جریان منابع صندوق‌های درآمد ثابت می‌تواند تصویری روشن‌تر از رفتار سرمایه‌گذاران و نحوه تخصیص منابع در بازار سرمایه ایران ارائه کند.

۴. اهداف پژوهش

۴-۱. هدف اصلی

بررسی رابطه میان عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا و جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در ایران.

۴-۲. اهداف فرعی

۱. اندازه‌گیری رشد قیمت صندوق سرمایه‌گذاری طلای عیار.
۲. اندازه‌گیری رشد قیمت صندوق سرمایه‌گذاری طلای زر.
۳. بررسی الگوی جریان خالص واحدهای صندوق حامی.
٤. مقایسه عملکرد صندوق‌های طلا با جریان سرمایه صندوق درآمد ثابت.
٥. بررسی شواهد مربوط به رفتار جایگزینی سرمایه میان دو گروه صندوق.
٦. ارائه چارچوب تحلیلی برای بررسی دقیق‌تر رفتار جریان منابع در بازار سرمایه.

۵. پرسش‌های پژوهش

۵-۱. پرسش اصلی

آیا افزایش عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا در دوره مورد بررسی با خروج سرمایه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت همراه بوده است؟

۵-۲. پرسش‌های فرعی

۱. رشد قیمت صندوق عیار در دوره مورد بررسی چقدر بوده است؟
۲. رشد قیمت صندوق زر در دوره مورد بررسی چقدر بوده است؟
۳. جریان خالص واحدهای صندوق حامی چه الگویی داشته است؟
٤. آیا هم‌زمانی رشد صندوق‌های طلا و خروج سرمایه از صندوق درآمد ثابت مشاهده می‌شود؟
٥. آیا داده‌های موجود برای اثبات انتقال مستقیم سرمایه میان دو گروه کافی است؟

۶. فرضیه پژوهش

فرضیه توصیفی پژوهش به صورت زیر تعریف می‌شود:

افزایش عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا در دوره مورد بررسی با کاهش جریان خالص واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت همراه است.

این فرضیه در پژوهش حاضر در سطح توصیفی و مقایسه‌ای بررسی می‌شود و با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده، درباره معناداری آماری یا وجود رابطه علی میان متغیرها ادعایی مطرح نمی‌شود.

۷. نوآوری پژوهش

نوآوری اصلی پژوهش حاضر در تمرکز هم‌زمان بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا و جریان خالص واحدهای صندوق درآمد ثابت است.

بخش مهمی از مطالعات مرتبط با طلا بر بازده، ریسک، پوشش ریسک، انتقال ریسک یا ارتباط طلا با سایر دارایی‌ها تمرکز دارند. در مقابل، پژوهش حاضر مسئله را از منظر رفتار جریان منابع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بررسی می‌کند.

وجه متمایز دیگر پژوهش، تفکیک دو مفهوم مهم است:

رشد قیمت یا ارزش یک دارایی ≠ انتقال سرمایه از یک دارایی به دارایی دیگر

این تفکیک از نظر روش‌شناسی اهمیت دارد؛ زیرا مانع از آن می‌شود که صرفاً بر اساس رشد قیمت صندوق طلا، خروج سرمایه از صندوق درآمد ثابت نتیجه‌گیری شود.

همچنین پژوهش به صورت هم‌زمان دو صندوق طلای عیار و زر را بررسی می‌کند تا نتیجه صرفاً مبتنی بر رفتار یک صندوق طلا نباشد.

۸. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۸-۱. نظریه انتخاب پرتفوی

نظریه انتخاب پرتفوی مارکویتز یکی از مبانی مهم تحلیل تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. در این چارچوب، سرمایه‌گذار هنگام انتخاب پرتفوی تنها به بازده یک دارایی توجه نمی‌کند، بلکه ریسک و نحوه ترکیب دارایی‌های مختلف را نیز در نظر می‌گیرد .(Markowitz, ۱۹۵۲)

بر اساس این دیدگاه، سرمایه‌گذار می‌تواند به جای انتقال کامل سرمایه از یک دارایی به دارایی دیگر، ترکیبی از دارایی‌ها را در پرتفوی خود نگهداری کند.

این موضوع در رابطه میان صندوق طلا و صندوق درآمد ثابت اهمیت دارد؛ زیرا ممکن است سرمایه‌گذار بخشی از سرمایه خود را در صندوق درآمد ثابت برای کنترل ریسک و بخش دیگری را در صندوق طلا برای مشارکت در رشد قیمت طلا قرار دهد.

۸-۲. نقش طلا در پرتفوی سرمایه‌گذاری

طلا یکی از دارایی‌هایی است که در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تنوع‌بخشی پرتفوی مورد توجه قرار می‌گیرد. در بازار ایران نیز عواملی همچون نرخ ارز، انتظارات تورمی و قیمت جهانی طلا می‌توانند بر جذابیت این دارایی اثرگذار باشند.

از این منظر، تغییرات قیمت طلا و ابزارهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر آن می‌تواند بخشی از رفتار سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد، اما برای بررسی انتقال منابع میان ابزارهای مالی باید جریان صدور و ابطال واحدها نیز مورد توجه قرار گیرد.

۸-۳. صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا

صندوق‌های طلا امکان سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در دارایی‌های مرتبط با طلا را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. بنابراین سرمایه‌گذار به جای خرید و نگهداری مستقیم طلا، می‌تواند از طریق واحدهای صندوق در تغییرات ارزش دارایی‌های مرتبط با طلا مشارکت کند.

کاویانی، فخرالحسینی و نجف‌پور (۲۰۲٤)عملکرد صندوق‌های قابل معامله طلا در بورس اوراق بهادار تهران را از منظر خطای ردیابی و مدل بتای دوگانه بررسی کردند. تمرکز این پژوهش بر ویژگی‌های عملکردی صندوق‌های طلا در بازار سرمایه ایران است.

۸-۴. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت

صندوق‌های درآمد ثابت عمدتاً برای سرمایه‌گذارانی جذاب هستند که سطح پایین‌تر نوسان و بازده نسبتاً باثبات‌تر را مدنظر دارند. بنابراین تغییرات نرخ سود، انتظارات اقتصادی و شرایط بازار می‌تواند بر جذابیت این صندوق‌ها اثرگذار باشد.

۵-۸. پیشینه پژوهش

کاویانی، فخرالحسینی و نجف‌پور (۲۰۲٤)در پژوهشی با عنوان «کارایی ردیابی صندوق‌های قابل معامله طلا در بورس اوراق بهادار تهران: تحلیل خطای ردیابی و مدل بتای دوگانه »، عملکرد صندوق‌های قابل معامله طلا را در بازار سرمایه ایران بررسی کردند. این پژوهش از منظر ویژگی‌های عملکردی صندوق‌های طلا با موضوع حاضر ارتباط دارد.

امیدی و مقصودی (۲۰۲۵)نیز در پژوهشی با عنوان « تنوع‌بخشی در شرایط عدم اطمینان: بررسی انتقال ریسک میان بیت‌کوین، طلا، دلار و صندوق‌های درآمد ثابت در ایران با حضور ریسک ژئوپلیتیکی ـ رویکرد» TVP-VAR، ارتباط و انتقال ریسک میان بیت‌کوین، طلا، دلار و صندوق‌های درآمد ثابت را در شرایط عدم اطمینان بررسی کردند.

تفاوت پژوهش حاضر با مطالعات مذکور در تمرکز مشخص بر جریان خالص واحدهای صندوق درآمد ثابت در کنار عملکرد صندوق‌های طلا و تلاش برای تفکیک رشد ارزش دارایی از انتقال واقعی سرمایه است.

۹. روش‌شناسی پژوهش

۱-۹. نوع پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش اجرا توصیفی–تحلیلی است.

۲-۹. جامعه آماری

جامعه مورد مطالعه شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه ایران در دو گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا و صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در دوره مورد بررسی است.

۳-۹. نمونه پژوهش

نمونه پژوهش به صورت هدفمند انتخاب شده و شامل دو صندوق سرمایه‌گذاری طلا و یک صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت است.

جدول ۱. صندوق‌های مورد بررسی

شاخص مورد بررسی	نام صندوق	گروه صندوق
تغییر قیمت هر واحد	سرمایه‌گذاری طلای عیار	صندوق طلا
تغییر قیمت هر واحد	زرافشان امید ایرانیان (زر)	صندوق طلا
جریان خالص واحدهای سرمایه‌گذاری	حامی یکم مفید	درآمد ثابت

منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی و اطلاعات .FIPIRAN

۹-۴. منابع و ابزار گردآوری داده‌ها

داده‌های مورد استفاده از گزارش‌های صندوق‌ها و اطلاعات منتشرشده در سامانه اطلاعاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار سرمایه ایران، از جمله FIPIRAN، گردآوری شده‌اند .(FIPIRAN)

با توجه به اینکه پژوهش از داده‌های ثانویه و رسمی استفاده می‌کند، ابزار پژوهش پرسشنامه نیست؛ بنابراین روایی و پایایی به معنای متعارف ابزارهای پرسشنامه‌ای موضوعیت ندارد. اعتبار داده‌ها بر اساس استفاده از گزارش‌های رسمی صندوق‌ها و اطلاعات سامانه‌های مرتبط بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته است.

۹-۵. متغیر عملکرد صندوق‌های طلا

برای محاسبه رشد قیمت واحدهای صندوق‌های طلا از رابطه زیر استفاده شده است:

رابطه :(۱)

$$\text{Return} = [(PP_0 - {}_1) / P_0] \times ۱۰۰$$

که در آن:

P_0: قیمت هر واحد در ابتدای دوره؛

P_1: قیمت هر واحد در انتهای دوره.

۹-۶. متغیر جریان سرمایه

برای اندازه‌گیری جریان خالص واحدهای صندوق درآمد ثابت از رابطه زیر استفاده شده است:

رابطه :(۲)

$$\text{Net Flow} = \text{Issued Units} - \text{Redeemed Units}$$

در این شاخص، مقدار مثبت نشان‌دهنده بیشتر بودن صدور نسبت به ابطال واحدها و مقدار منفی نشان‌دهنده بیشتر بودن ابطال نسبت به صدور واحدهاست.

۹-۷. ملاحظه روش‌شناختی

در این پژوهش، « جریان سرمایه » بر اساس خالص تغییرات تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری شده است. بنابراین ارقام جریان ارائه‌شده بر حسب تعداد واحد هستند و بدون تبدیل مناسب به ارزش ریالی نباید به عنوان ارزش ریالی جریان سرمایه تفسیر شوند.

همچنین، با توجه به داده‌های مورد استفاده در این نسخه، تحلیل در سطح توصیفی و مقایسه‌ای انجام شده است و از آزمون‌های آماری استنباطی برای ادعای معناداری آماری یا علیت میان متغیرها استفاده نشده است.

۱۰. یافته‌های پژوهش

۱۰-۱. عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری طلای عیار

قیمت هر واحد صندوق سرمایه‌گذاری طلای عیار در ابتدای دوره مورد بررسی برابر با ۲۲۲,۵۰۲ریال بوده است.

این قیمت در ابتدای اسفند ۱۴۰۴به ۵۲۷,۲۱۴ریال رسیده است.

بر اساس رابطه :(۱)

[(۵۲۷,۲۱٤ −۲۲۲,۵۰۲) / ۲۲۲,۵۰۲] ×۱۰۰ = ۱۳۶.۹۵درصد

بنابراین قیمت هر واحد صندوق عیار در دوره مورد بررسی ۱۳۶.۹۵ درصد افزایش داشته است.

جدول ۲. عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری طلای عیار

مقدار	شاخص
۲۲۲,۵۰۲ریال	قیمت در ابتدای دوره
۵۲۷,۲۱۴ریال	۱۴۰۴قیمت در ابتدای اسفند
۳۰۴,۷۱۲ریال	میزان افزایش قیمت
۱۳۶.۹۵درصد	رشد قیمت

منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی.

۲-۱۰. عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری طلای زر

قیمت هر واحد صندوق سرمایه‌گذاری طلای زر در ابتدای دوره ۳۵۲,۷۹۷ریال بوده است.

این قیمت در ابتدای اسفند ۱۴۰۴به ۸۰۹,۵۰۳ریال رسیده است.

بر اساس رابطه :(۱)

درصد ۱۲۹.۴۵ = ۱۰۰× [(۳۵۲,۷۹۷ / (۳۵۲,۷۹۷– ۸۰۹,۵۰۳)]

بنابراین قیمت هر واحد صندوق زر در دوره مورد بررسی ۱۲۹.۴۵درصد افزایش داشته است.

جدول ۳. عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری طلای زر

مقدار	شاخص
۳۵۲,۷۹۷ریال	قیمت در ابتدای دوره
۸۰۹,۵۰۳ریال	قیمت در ابتدای اسفند ۱۴۰۴
۴۵۶,۷۰۶ریال	میزان افزایش قیمت
۱۲۹.۴۵درصد	رشد قیمت

منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی.

۳-۱۰.مقایسه عملکرد دو صندوق طلا

نتایج محاسبات نشان می‌دهد هر دو صندوق طلای مورد مطالعه در دوره مورد بررسی رشد قیمتی قابل توجهی داشته‌اند.

جدول ۴. مقایسه عملکرد صندوق‌های عیار و زر

صندوق	قیمت ابتدای دوره	قیمت ابتدای اسفند ۱۴۰۴	رشد قیمت
عیار	۲۲۲,۵۰۲ریال	۵۲۷,۲۱۴ریال	۱۳۶.۹۵درصد
زر	۳۵۲,۷۹۷ریال	۸۰۹,۵۰۳ریال	۱۲۹.۴۵درصد

منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی.

مطابق جدول ۴، رشد قیمت عیار برابر با ۱۳۶.۹۵ درصد و رشد قیمت زر برابر با ۱۲۹.۴۵ درصد بوده است. اختلاف رشد دو صندوق برابر با ۷.۵۰ واحد درصد است.

شکل ۱. مقایسه رشد قیمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلای عیار و زر در دوره مورد بررسی

(%)رشد قیمت

عیار





منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی.

۴-۱۰. بررسی جریان سرمایه صندوق حامی یکم مفید

در کنار عملکرد صندوق‌های طلا، جریان خالص واحدهای صندوق حامی یکم مفید مورد بررسی قرار گرفت.

بر اساس نقاط داده گردآوری‌شده، مجموع خالص جریان واحدهای ثبت‌شده در مشاهدات مورد استفاده برابر با:

۸۷۷,۴۶۱,۴۴۹واحد سرمایه‌گذاری بوده است.

این رقم مجموع خالص جریان در نقاط مشاهده‌شده است و نباید به عنوان جریان خالص کل سال یا کل دوره تفسیر شود.

نمونه‌ای از مشاهدات جریان خالص واحدهای صندوق حامی در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نمونه‌ای از مشاهدات جریان خالص واحدهای صندوق حامی

جریان خالص واحدها	تاریخ مشاهده
-۲۳,۷۲۷,۶۲۲	۵شهریور ۱۴۰۴
۱۶۳,۴۵۲,۷۴۹	۵دی ۱۴۰۴

۸۷۷,۴۶۱,۴۴۹	مجموع نقاط مشاهده‌شده

منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی.

مطابق جدول ۵، جریان خالص واحدهای صندوق حامی در نقاط مورد بررسی دارای مقادیر مثبت و منفی بوده است. برای نمونه، در ۵ شهریور ۱۴۰۴جریان خالص برابر با ۲۳,۷۲۷,۶۲۲-واحد و در ۵ دی ۱۴۰۴برابر با ۱۶۳,۴۵۲,۷۴۹+واحد بوده است.

این تفاوت جهت در مشاهدات نشان می‌دهد جریان واحدهای صندوق مورد مطالعه دارای جهت ثابت و یک‌طرفه نبوده است.

۱۱. تحلیل تطبیقی یافته‌ها

نتایج پژوهش سه یافته اصلی را نشان می‌دهد.

نخست، هر دو صندوق طلای مورد مطالعه رشد قیمتی قابل توجهی داشته‌اند؛ به‌گونه‌ای که عیار ۱۳۶.۹۵ درصد و زر ۱۲۹.۴۵ درصد رشد قیمت را ثبت کرده‌اند.

دوم، جریان خالص واحدهای صندوق حامی در نقاط مورد بررسی دارای مقادیر مثبت و منفی بوده است.

سوم، بر اساس داده‌های موجود، شواهد کافی برای نتیجه‌گیری درباره خروج مستمر و یک‌طرفه سرمایه از صندوق درآمد ثابت به سمت صندوق‌های طلا وجود ندارد.

از این رو، نمی‌توان صرفاً بر اساس رشد قیمت صندوق‌های طلا، انتقال مستقیم سرمایه از صندوق درآمد ثابت به صندوق طلا را نتیجه گرفت.

۱۲. تمایز میان رشد قیمت و انتقال سرمایه

یکی از مهم‌ترین نتایج مفهومی پژوهش حاضر، ضرورت تفکیک دو متغیر زیر است.

۱-۱۲. رشد قیمت دارایی

افزایش قیمت واحد صندوق طلا می‌تواند ناشی از افزایش ارزش دارایی‌های پایه صندوق باشد.

در نتیجه، افزایش قیمت واحد صندوق لزوماً به معنای ورود سرمایه جدید به صندوق نیست.

۲-۱۲. انتقال سرمایه

انتقال سرمایه زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذار منابع خود را از یک ابزار سرمایه‌گذاری خارج کرده و به ابزار دیگری اختصاص دهد.

بنابراین:

رشد قیمت صندوق طلا به‌تنهایی اثبات‌کننده خروج سرمایه از صندوق درآمد ثابت نیست.

این نکته از نظر تحلیل اقتصادی اهمیت زیادی دارد؛ زیرا ممکن است صندوق طلا در اثر افزایش قیمت دارایی‌های پایه رشد کند، در حالی که صندوق درآمد ثابت نیز هم‌زمان ورود سرمایه داشته باشد.

۱۳. تفسیر اقتصادی نتایج

۱-۱۳. تنوع‌بخشی

سرمایه‌گذار ممکن است به جای انتقال کامل منابع، بخشی از پرتفوی خود را در صندوق طلا و بخش دیگری را در صندوق درآمد ثابت نگهداری کند. این رفتار با چارچوب نظری انتخاب پرتفوی و توجه هم‌زمان به ریسک و بازده سازگار است (Markowitz, ۱۹۵۲).

۲-۱۳. ورود منابع جدید

افزایش منابع صندوق طلا ممکن است ناشی از ورود سرمایه جدید به بازار باشد، نه الزاماً خروج سرمایه از صندوق درآمد ثابت.

۳-۱۳. تغییر ارزش دارایی پایه

افزایش قیمت دارایی‌های پایه صندوق طلا می‌تواند باعث افزایش قیمت واحدهای صندوق شود. بنابراین رشد قیمت واحدها لزوماً نشان‌دهنده تغییر حجم منابع سرمایه‌گذاری‌شده نیست.

۱۳-۴. تفاوت اهداف سرمایه‌گذاری

صندوق طلا و صندوق درآمد ثابت ممکن است توسط سرمایه‌گذارانی با اهداف متفاوت مورد استفاده قرار گیرند. در نتیجه، افزایش جذابیت یکی از این ابزارها الزاماً به کاهش استفاده از ابزار دیگر منجر نمی‌شود.

۱۳-۵. نقش نرخ سود و انتظارات اقتصادی

تغییر نرخ سود، انتظارات تورمی، نرخ ارز و شرایط کلی بازار می‌تواند هم‌زمان بر جذابیت نسبی صندوق‌های طلا و درآمد ثابت اثرگذار باشد.

۱۴. بحث

نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد عملکرد قیمتی صندوق‌های طلا و جریان سرمایه صندوق‌های درآمد ثابت باید در یک چارچوب چندمتغیره بررسی شوند.

رشد ۱۳۶.۹۵ درصدی عیار و ۱۲۹.۴۵درصدی زر نشان‌دهنده افزایش قابل توجه قیمت واحدهای این دو صندوق در دوره مورد بررسی است. با این حال، داده‌های صندوق حامی نشان می‌دهد جریان خالص واحدها در نقاط مشاهده‌شده صرفاً نزولی نبوده و مقادیر مثبت و منفی در آن مشاهده شده است.

این موضوع با منطق تنوع‌بخشی پرتفوی نیز سازگار است. نظریه انتخاب پرتفوی مارکویتز بر این نکته تأکید دارد که تصمیم سرمایه‌گذار می‌تواند بر مبنای ترکیب دارایی‌ها و رابطه میان ریسک و بازده اتخاذ شود، نه صرفاً انتخاب یک دارایی و حذف دارایی دیگر .(Markowitz, ۱۹۵۲)

یافته‌های مطالعات داخلی نیز نشان می‌دهد صندوق‌های طلا و صندوق‌های درآمد ثابت را می‌توان در چارچوب گسترده‌تری از عملکرد و انتقال ریسک در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار داد)کاویانی و همکاران، ۲۰۲۴؛ امیدی و مقصودی، .(۲۰۲۵

۱۵. چارچوب اقتصادسنجی پیشنهادی

برای توسعه تحلیل رابطه مورد مطالعه، می‌توان جریان سرمایه صندوق درآمد ثابت را به عنوان متغیر وابسته و بازده صندوق‌های طلا را به عنوان متغیر توضیحی در نظر گرفت.

مدل پیشنهادی به صورت زیر است:

رابطه :(۳)

$$Flow_t = \alpha + \beta_1 GoldReturn_t + \beta_2 GoldReturn_{t-1} + \beta_3 FX_t + \beta_4 InterestRate_t + \beta_5 MarketReturn_t + \varepsilon_t$$

در این مدل:

$Flow_t$: جریان سرمایه صندوق درآمد ثابت در زمان t

$GoldReturn_t$: بازده صندوق طلا در زمان t

$GoldReturn_{t-1}$: بازده صندوق طلا با یک دوره وقفه

FX_t : نرخ ارز

$InterestRate_t$: نرخ سود

$MarketReturn_t$: بازده بازار

ε_t: جمله خطا

در صورت دسترسی به داده‌های زمانی کامل، می‌توان آزمون‌های همبستگی پیرسون یا اسپیرمن، رگرسیون خطی، آزمون‌های ایستایی، مدل‌های دارای وقفه، آزمون علیت گرنجر، مدل VARو در صورت وجود شرایط لازم آزمون هم‌انباشتگی را اجرا کرد.

این چارچوب به عنوان مسیر توسعه تحلیل ارائه شده و نتایج آماری این آزمون‌ها در پژوهش حاضر ادعا نشده است.

۱۶. نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا با جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در ایران انجام شد.

نتایج نشان داد قیمت هر واحد صندوق سرمایه‌گذاری طلای عیار در دوره مورد بررسی از ۲۲۲,۵۰۲ریال به ۵۲۷,۲۱۴ریال افزایش یافته و رشد ۱۳۶.۹۵ درصدی داشته است. همچنین قیمت هر واحد صندوق زر از ۳۵۲,۷۹۷ریال به ۸۰۹,۵۰۳ریال رسیده و رشد ۱۲۹.۴۵درصدی را ثبت کرده است.

در مقابل، جریان خالص واحدهای صندوق حامی در نقاط مورد بررسی دارای مقادیر مثبت و منفی بوده است. بنابراین، الگوی خروج مستمر و یک‌طرفه سرمایه از صندوق حامی هم‌زمان با رشد صندوق‌های طلا مشاهده نشده است.

بر این اساس، رشد قابل توجه قیمت صندوق‌های طلا را نمی‌توان به‌تنهایی به عنوان شواهد انتقال سرمایه از صندوق‌های درآمد ثابت به صندوق‌های طلا تفسیر کرد.

یافته مهم دیگر پژوهش آن است که تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران باید میان افزایش ارزش دارایی و انتقال واقعی منابع سرمایه‌گذاری تمایز قائل شود. ممکن است افزایش قیمت صندوق‌های طلا ناشی از افزایش ارزش دارایی‌های پایه باشد، در حالی که جریان سرمایه در صندوق‌های درآمد ثابت نیز تحت تأثیر عوامل دیگری قرار داشته باشد.

۱۷. کاربردهای پژوهش

یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای گروه‌های مختلف فعال در بازار سرمایه مورد استفاده قرار گیرد.

۱-۱۷. سرمایه‌گذاران

نتایج پژوهش می‌تواند به سرمایه‌گذاران در درک بهتر تفاوت میان رشد قیمت صندوق‌های طلا و انتقال واقعی سرمایه کمک کند. رشد قیمت یک صندوق طلا به‌تنهایی نباید به عنوان نشانه خروج منابع از صندوق‌های درآمد ثابت تفسیر شود. این تمایز می‌تواند در تصمیم‌گیری درباره ترکیب دارایی‌های پرتفوی و توجه هم‌زمان به ریسک و بازده مورد استفاده قرار گیرد.

۲-۱۷.مدیران صندوق‌ها

بررسی جریان خالص واحدهای سرمایه‌گذاری می‌تواند برای مدیران صندوق‌ها در تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران، مدیریت نقدینگی و ارزیابی تغییرات منابع تحت مدیریت کاربرد داشته باشد. همچنین مقایسه رفتار صندوق‌های مختلف می‌تواند به شناخت بهتر عوامل مؤثر بر ورود و خروج منابع کمک کند.

۳-۱۷.تحلیلگران بازار سرمایه

تحلیلگران می‌توانند از چارچوب ارائه‌شده برای تفکیک میان تغییر ارزش دارایی‌ها و جابه‌جایی واقعی منابع استفاده کنند. این موضوع از تفسیر نادرست افزایش قیمت صندوق‌های طلا به عنوان انتقال قطعی سرمایه از صندوق‌های درآمد ثابت جلوگیری می‌کند.

۴-۱۷. سیاست‌گذاران و نهادهای بازار سرمایه

شناخت الگوی جریان منابع میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند برای تحلیل ساختار بازار سرمایه، بررسی رفتار سرمایه‌گذاران و ارزیابی تحولات بازار مورد استفاده قرار گیرد. همچنین این اطلاعات می‌تواند در شناخت بهتر نحوه واکنش منابع سرمایه‌گذاری به تغییرات شرایط اقتصادی مفید باشد.

۵-۱۷. پژوهشگران و مطالعات اقتصادی

چارچوب مفهومی و شاخص‌های مورد استفاده در این پژوهش می‌تواند مبنایی برای تحلیل‌های اقتصادی و مالی مرتبط با رفتار سرمایه‌گذاران، صندوق‌های طلا و صندوق‌های درآمد ثابت قرار گیرد. همچنین تفکیک میان رشد ارزش دارایی و انتقال سرمایه، امکان طراحی مطالعات دقیق‌تر درباره جریان منابع در بازار سرمایه را فراهم می‌کند.

۱۸. خلاصه یافته‌های اصلی پژوهش

جدول ۶. خلاصه یافته‌های اصلی پژوهش

شاخص	نتیجه
رشد قیمت عیار	۱۳۶.۹۵درصد
رشد قیمت زر	۱۲۹.۴۵درصد
اختلاف رشد عیار و زر	۷.۵۰واحد درصد
جریان خالص مشاهده‌شده حامی	۸۷۷,۴۶۱,۴۴۹+واحد
جریان حامی در ۵ شهریور ۱۴۰۴	۲۳,۷۲۷,۶۲۲-واحد
جریان حامی در ۵ دی ۱۴۰۴	۱۶۳,۴۵۲,۷۴۹+واحد
الگوی خروج مستمر از حامی	مشاهده نشد
اثبات انتقال مستقیم سرمایه	امکان‌پذیر نیست
سطح تحلیل	توصیفی–تحلیلی

منبع: محاسبات پژوهشگر بر اساس داده‌های مورد بررسی.

منابع

منابع انگلیسی

۱. Markowitz, H. (۱۹۵۲). Portfolio Selection. *The Journal of Finance, 7*(۱), ۷۷–۹۱. https://doi.org/۱۰,۱۱۱۱/j.۱۵٤۰-٦۲٦۱,۱۹۵۲.tb۰۱۵۲۵.x

۲. Markowitz, H. (۱۹۵۹). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons.

۳. Rubinstein, M. (۲۰۰۲). Markowitz's "Portfolio Selection": A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance, 57*(۳), ۱۰٤۱–۱۰٤۵. https://doi.org/۱۰,۱۱۱۱/۱۵٤۰-٦۲٦۱,۰۰٤۵۳

منابع فارسی

٤. کاویانی، م.، فخرالحسینی، س‌و نجف ،.پور، م) .۱۴۰۳ .(کارایی ردیابی صندوق‌های قابل معامله طلا در بورس اوراق بهادار تهران :تحلیل خطای ردیابی و مدل بتای دوگانه .پژوهش‌های تصمیم‌گیری و عملیات، ۹)۳(، ۷۴۷–۷۵۹ . https://doi.org/۱۰,۲۲۱۰۵/dmor.۲۰۲٤,٤۷۵۹۰۸,۱۸٦۷

۵. امیدی، م.، و مقصودی، م) .۱۴۰۴تنوع .(بخشی در شرایط عدم اطمینان :بررسی انتقال ریسک میان بیت‌کوین، طلا، دلار و صندوق‌های درآمد ثابت در ایران با حضور ریسک ژئوپلیتیکی ـ رویکرد .TVP-VARراهبرد مدیریت مالی، ۱۳)۱(، ۴۹–۷۴ . https://doi.org/۱۰,۲۲۰۵۱/jfm.۲۰۲٤,٤٦۵٦٤,۲۹۰٦

٦. فیپیران) .۱۴۰۴ .(سامانه پردازش اطلاعات مالی ایران *(FIPIRAN):* اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری . تهران :شرکت مدیریت فناوری بورس تهران.