

Designing a Model of Fund Investment Strategies During the COVID-19 Crisis Using a Grounded Theory Approach

1. Foroogh Jahanbazi Goojani : Ph.D.Student, Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

2. Saeid Aliahmadi *: Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran. Email: saeidaliahmadi@iau.ac.ir (Corresponding Author)

3. Mehdi Aghabeikzadeh : Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

Article history



Received: 04 May 2026

Revised: 14 September 2026

Accepted: 21 September 2026

Initial Publish: 25 September 2026

Final Publish: 20 February 2028

Abstract:

COVID-19 crisis and to identify the conditions, strategies, and consequences associated with investment decision-making in crisis environments. This applied study was grounded in a pragmatic philosophical paradigm and employed a qualitative grounded theory approach based on the Strauss and Corbin framework. The participants comprised senior managers of investment funds and faculty members specializing in investment management. Participants were selected through snowball sampling, which continued until theoretical saturation was achieved. In total, nine semi-structured interviews were conducted. The collected data were analyzed using MAXQDA software through open, axial, and selective coding. The analysis generated 30 initial codes and 15 axial categories organized into five paradigmatic dimensions. The causal conditions consisted of intensified investment risk and uncertainty and disruption of asset valuation. Contextual conditions included liquidity characteristics and portfolio structure, differences in investment opportunities across industries, and the logic of asset selection and value assessment. The fund's analytical and technological capacity and the cost requirements of implementing investment decisions were identified as intervening conditions. The principal strategies comprised portfolio holding and restructuring, stock valuation and selection, timing and trading strategies, and technology-driven strategies. The identified consequences included changes in the risk–return balance, changes in portfolio composition and liquidity position, changes in strategy implementation costs, and shifts in strategic orientation in response to changing conditions. Selective coding ultimately identified “strategic investment adaptation through dynamic management of the risk–return–value relationship” as the central category integrating the dimensions of the proposed model. Investment fund strategies under crisis conditions represent a dynamic and adaptive process rather than a static choice. Their effectiveness depends on managers' ability to continuously reassess the relationship among risk, return, and value, restructure portfolios, and utilize analytical and technological capabilities in response to changing environmental conditions.

Keywords: Investment Fund, COVID-19 Crisis, Investment Strategy, Portfolio Management, Grounded Theory.

Citation: Jahanbazi Goojani, F., Aliahmadi, S., & Aghabeikzadeh, M. (2027). Designing a Model of Fund Investment Strategies During the COVID-19 Crisis Using a Grounded Theory Approach. *Accounting, Finance and Computational Intelligence*, 5(6), 1-20.



Copyright: © 2027 by the authors. Published under the terms and conditions of Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

Extended Abstract**Introduction**

Investment decision-making becomes substantially more complex when financial markets are exposed to abrupt shocks, heightened uncertainty, and rapid changes in asset prices. Under normal market conditions, investment fund managers can rely on historical information, established valuation models, anticipated returns, liquidity characteristics, and relatively stable relationships between risk and return when allocating financial resources. During systemic crises, however, many of these assumptions lose part of their explanatory and predictive power. Investment strategy therefore shifts from a relatively stable asset-allocation framework to a dynamic process requiring continual reassessment of market conditions, portfolio structure, risk exposure, asset value, and the timing of investment decisions. Portfolio optimization itself involves managing multiple sources of risk simultaneously, indicating that investment strategy cannot be reduced to maximizing expected returns independently of environmental conditions (Su et al., 2025).

Investment funds are important financial intermediaries that pool investors' resources and allocate them across financial assets through professional management. Their performance is affected not only by market conditions but also by fund characteristics, governance arrangements, managerial capabilities, and portfolio decisions. Evidence from mutual funds indicates that structural characteristics of funds can influence their performance (Rahmani et al., 2016), while the quality of fund governance and the reliability of managerial decision-making are also central to understanding how investment resources are allocated (He et al., 2018). Consequently, analyzing fund investment strategies requires attention to both external market conditions and the internal decision-making capabilities of fund managers.

A major distinction in investment management concerns active versus passive strategies. Active managers continuously analyze market information and alter portfolio positions in an effort to outperform benchmark indices, whereas passive management seeks to replicate benchmark performance with fewer portfolio adjustments. Despite the substantial expansion of passive investment products, actively managed mutual funds remain prominent in financial markets (Gruber, 2025). The rise of passive investing has nevertheless changed the institutional and epistemic environment in which active fund managers operate (Millo et al., 2023), and movement from active toward passive strategies may also have broader implications for financial stability (Anadu et al., 2020). Evidence from the Tehran Stock Exchange similarly suggests that active management can be associated with mutual fund performance (Nabizadeh & Sepahvand, 2020).

Investment strategies may also differ according to the underlying logic of asset selection. Value strategies emphasize securities considered undervalued relative to their fundamental value, whereas growth strategies prioritize companies expected to exhibit superior future earnings or expansion. Research has demonstrated that value investing and alternative investment strategies differ in terms of volatility transmission and their ability to hedge portfolio risks (Papathanasiou et al., 2022). Moreover, the distinction between value and growth stocks can be influenced by market mispricing and behavioral biases (Mazaheri et al., 2025). Risk-based allocation represents another approach in which portfolio weights are determined primarily by the contribution of individual assets to overall portfolio risk. Evidence on equal-risk allocation illustrates the relevance of risk distribution in portfolio construction (Dolo et al., 2021), while more recent optimization approaches demonstrate the applicability of dynamic risk-based portfolio allocation in highly volatile environments (Lorenzo & Arroyo, 2023).

Managerial characteristics further complicate investment decisions. Risk-taking may vary according to management characteristics and financial strategies (Karami & Asghari, 2023), while mutual fund managers may alter portfolio risk differently across bullish and bearish market conditions (Tehrani et al., 2024). Behavioral factors can also affect these decisions. Fund managers displaying stronger self-attribution tendencies may become more inclined toward excessive trading and risk-taking following favorable performance (Wang, 2024). Thus, investment strategy emerges from an interaction among quantitative market information, organizational capabilities, managerial judgment, and behavioral responses.

The COVID-19 pandemic intensified all of these challenges. Severe uncertainty, interruptions in economic activity, changes in investor sentiment, and heterogeneous effects across industries altered both market valuation and portfolio decision-making. Evidence from Iran shows that the pandemic had significant but unequal effects on the price indices of different industries (Dehbashi, 2024), while corporate disclosures related to COVID-19 were associated with changes in sales, profitability, operating cash flows, and abnormal stock returns (Bazrafshan, 2022). International evidence similarly shows that COVID-19 affected mutual fund performance (Alqadhib et al., 2022) and encouraged funds to favor larger, financially more flexible, and relatively lower-risk firms during the initial stages of the crisis (Jacob et al., 2024).

Market timing also became particularly important under crisis conditions. Research on Islamic equity funds demonstrated that managers' market-timing abilities differed across geographical regions during the COVID-19 outbreak (Ben Khelifa & Arsi, 2024). At the same time, active management did not necessarily guarantee superior outcomes, as sustainable active equity funds did not consistently outperform passive counterparts during the pandemic (Fang & Parida, 2025). Technological capacity may therefore represent another important source of strategic differentiation. Artificial intelligence, algorithmic approaches, and advanced quantitative techniques increasingly contribute to the assessment of systematic risk and risk-adjusted mutual fund performance (Pandey et al., 2025). Moreover, the actual investment behavior of funds may not always correspond perfectly to their formally stated strategic orientation, as demonstrated in research on ESG funds (Raghunandan & Rajgopal, 2022).

Although previous studies provide substantial evidence concerning fund performance, asset allocation, risk shifting, active and passive management, market timing, and pandemic-related changes, much of this literature relies on secondary quantitative data. Such studies can identify changes in portfolio weights, returns, risk, or trading behavior but provide more limited insight into how managers interpret crisis conditions and how causal, contextual, technological, and cost-related considerations interact to produce specific strategic choices. Accordingly, the present study aimed to design a model of investment fund strategies during the COVID-19 crisis using a grounded theory approach.

Methods and Materials

The study was applied in purpose and based philosophically on pragmatism. An inductive qualitative design using grounded theory was adopted because the objective was not to test a predetermined model but to develop a conceptual explanation of investment fund strategies from the experiences and perceptions of individuals directly involved in investment decision-making. The analytical procedure followed the Strauss and Corbin grounded theory framework, consisting of open, axial, and selective coding.

The participants comprised two groups: senior managers working in investment funds and university faculty members specializing in investment management. Snowball sampling was employed and continued until theoretical saturation was reached. Eligibility criteria for investment professionals included at least five years of relevant professional experience and

experience as an investment manager, portfolio manager, or fund manager during the period corresponding to the COVID-19 crisis. For academic participants, expertise in investment funds, portfolio management, investment strategy, or investment management and publication of at least two relevant scientific articles were required. Nine participants were ultimately interviewed, including four investment fund executives and five university faculty members.

Data were collected through semi-structured interviews. The interview protocol was reviewed by two university professors specializing in investment management and capital markets, and modifications were made to improve its content adequacy. Data collection and analysis proceeded iteratively until no meaningful new theoretical concept emerged. Interview data were analyzed using MAXQDA software. Open coding was first used to identify meaningful concepts and initial codes. Conceptually related codes were subsequently grouped through axial coding, and selective coding was then used to integrate the resulting categories and identify the central category capable of explaining the relationships among the dimensions of the emerging model.

Findings

Open coding of the nine interviews generated 30 initial codes. The most frequently observed codes were the use of news-based investment strategies and balancing risk and return, each appearing six times. Capital rotation toward industries benefiting from crisis conditions, market timing, and selection of value stocks for optimizing the risk–return relationship each appeared five times. Other important initial concepts included intensified investment risk and uncertainty, increased weighting of liquid assets, movement toward large and liquid stocks, identification of undervalued securities, algorithmic trading, artificial intelligence in risk management, acceptance of transaction costs associated with portfolio restructuring, and strategic revision in response to changing environmental conditions.

Axial coding organized the 30 initial codes into 15 axial categories distributed across five paradigmatic dimensions. The causal conditions consisted of two categories: intensified investment risk and uncertainty and disruption of asset valuation. The first captured increased uncertainty, weakening of the conventional risk–return relationship during crisis conditions, and greater portfolio risk resulting from correlations among assets. The second reflected the effects of emotional market behavior and the widening divergence between intrinsic value and market prices.

The contextual conditions comprised three categories: liquidity characteristics and portfolio structure, differences in investment opportunities across industries, and the logic of asset selection and value assessment. These categories reflected increasing the weight of liquid assets, preference for large and liquid stocks, dynamic portfolio management, concentration on crisis-resistant or crisis-benefiting industries, rapid responses to sectoral opportunities, reduction in high-P/E positions, identification of undervalued stocks, asset-based valuation, and value-stock selection.

Two intervening categories were identified: the analytical and technological capacity of the fund and the cost requirements of implementing investment decisions. Technological capacity incorporated smart beta, algorithmic trading, technology-based reduction of operational risk, and artificial intelligence in risk management. Cost requirements included transaction costs resulting from portfolio restructuring and increased expenditures on analysis and valuation.

Four strategic categories were identified: portfolio holding and restructuring strategies, valuation and stock-selection strategies, timing and trading strategies, and technology-driven strategies. The resulting consequences were grouped into four categories: changes in the risk–return balance, changes in portfolio composition and liquidity position, changes in strategy implementation costs, and changes in strategic orientation in response to evolving conditions.

Selective coding integrated these dimensions and identified the central category as “strategic investment adaptation through dynamic management of the risk–return–value relationship.” This category represented the underlying logic connecting changing crisis conditions with portfolio responses, technological and analytical capabilities, strategic choices, and their resulting consequences.

Discussion and Conclusion

The findings indicate that investment strategy during a severe crisis should not be conceptualized as a fixed selection among predefined styles. Rather, it is an adaptive process in which managers continually reassess risk, expected return, asset value, liquidity, transaction timing, and portfolio structure. The COVID-19 crisis disrupted conventional relationships between risk and return and increased uncertainty regarding asset valuation. Consequently, the preservation of capital and management of downside risk became more prominent considerations alongside the pursuit of returns.

The findings also demonstrate that strategic responses were strongly conditioned by portfolio liquidity and differences in sectoral opportunities. Funds increased their attention to liquid securities and large stocks that facilitated faster entry and exit, while reallocating capital toward sectors considered more resilient or better positioned to benefit from crisis conditions. At the same time, mispricing and emotional market behavior created circumstances in which fundamental valuation, identification of undervalued securities, and careful timing of transactions became complementary rather than competing activities.

A further implication concerns the importance of analytical and technological capacity. Algorithmic trading, artificial intelligence, smart-beta techniques, and technology-supported risk management enhanced the ability of some funds to process information and react more rapidly. However, strategic adaptation was not costless. Portfolio restructuring generated trading expenses, while more intensive valuation and analytical activities increased implementation costs. Effective crisis management therefore requires managers to evaluate not only the expected advantages of strategic adjustment but also the costs associated with moving from an existing portfolio position to a new one.

Overall, the proposed model demonstrates that crisis-period investment management is characterized by continuous interaction among environmental pressures, portfolio characteristics, analytical capabilities, implementation constraints, strategic responses, and resulting changes in risk, return, liquidity, and cost. The central concept of strategic investment adaptation through dynamic management of the risk–return–value relationship captures this interaction. The study therefore concludes that the effectiveness of investment funds during periods of systemic disruption depends less on rigid adherence to a single investment style and more on their capacity to identify meaningful environmental changes, reassess underlying assumptions, dynamically restructure portfolios, combine valuation with market timing, employ technological capabilities appropriately, and continuously revise investment strategies as crisis conditions evolve.

Authors’ Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

طراحی الگوی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در دوران بحران کرونا با به‌کارگیری رویکرد نظریه داده‌بنیاد



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۱۴ اردیبهشت ۱۴۰۵

تاریخ بازنگری: ۲۳ شهریور ۱۴۰۵

تاریخ پذیرش: ۳۰ شهریور ۱۴۰۵

تاریخ چاپ اولیه: ۳ مهر ۱۴۰۵

تاریخ چاپ نهایی: ۱ اسفند ۱۴۰۶

۱. فروغ جهانبازی گوجانی¹: دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

۲. سعید علی احمدی²: گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران، ایمیل: saeidaliahmadi@iau.ac.ir (نویسنده مسئول)

۳. مهدی آقاییک زاده³: گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

چکیده

پژوهش حاضر با هدف طراحی الگویی برای تبیین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در دوران بحران کرونا و شناسایی شرایط، راهبردها و پیامدهای مرتبط با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در محیط‌های بحرانی انجام شد. پژوهش از نظر هدف کاربردی، از منظر فلسفی مبتنی بر عمل‌گرایی و از نظر رویکرد، کیفی بود و با استفاده از روش نظریه داده‌بنیاد و الگوی استراوس و کوربین انجام شد. جامعه مشارکت‌کنندگان شامل مدیران ارشد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اعضای هیئت علمی متخصص در حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری بود. مشارکت‌کنندگان به روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی انتخاب شدند و نمونه‌گیری تا دستیابی به اشباع نظری ادامه یافت. در مجموع، ۹ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته انجام شد. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار MAXQDA و طی سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی تحلیل شدند. تحلیل مصاحبه‌ها به استخراج ۳۰ کد اولیه و ۱۵ مقوله محوری در پنج بعد منجر شد. شرایط علی شامل تشدید ریسک و عدم اطمینان سرمایه‌گذاری و اختلال در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بود. شرایط زمینه‌ای شامل ویژگی‌های نقدشوندگی و ساختار پرتفوی، تفاوت فرصت‌های سرمایه‌گذاری میان صنایع و منطق انتخاب دارایی و ارزیابی ارزش شناسایی شد. ظرفیت تحلیلی و فناوریانه صندوق و الزامات هزینه‌ای اجرای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز شرایط مداخله‌گر بودند. راهبردهای اصلی شامل نگهداری و بازآرایی پرتفوی، ارزش‌گذاری و انتخاب سهام، راهبردهای زمانی و معاملاتی و راهبردهای فناوری‌محور بودند. پیامدها شامل تغییر موازنه ریسک و بازده، تغییر ترکیب و موقعیت نقدینگی پرتفوی، تغییر هزینه‌های اجرای استراتژی و تغییر جهت‌گیری استراتژیک متناسب با شرایط بود. در نهایت، «تطبیق راهبردی سرمایه‌گذاری از طریق مدیریت پویای رابطه ریسک، بازده و ارزش» به‌عنوان مقوله مرکزی شناسایی شد. یافته‌ها نشان داد که استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در شرایط بحران فرایندی پویا و تطبیقی است و کارایی آن به توانایی مدیران در بازنگری مستمر رابطه ریسک، بازده و ارزش، تنظیم ترکیب پرتفوی و بهره‌گیری از ظرفیت‌های تحلیلی و فناوریانه متناسب با تحولات محیطی وابسته است.

کلیدواژگان: صندوق سرمایه‌گذاری، بحران کرونا، استراتژی سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی، نظریه داده‌بنیاد.

شیوه استناددهی: جهانبازی گوجانی، فروغ، علی احمدی، سعید، و آقاییک زاده، مهدی. (۱۴۰۶). طراحی الگوی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در دوران بحران کرونا با به‌کارگیری رویکرد نظریه داده‌بنیاد. *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۵(۶)، ۲۰-۱.



بازارهای مالی در معرض مجموعه‌ای از عدم قطعیت‌ها، نوسانات و شوک‌هایی قرار دارند که می‌توانند الگوهای متعارف تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را دستخوش تغییر سازند. در شرایط عادی، مدیران سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات تاریخی، انتظارات مربوط به بازده، ارزیابی ریسک، وضعیت نقدشوندگی و چشم‌انداز صنایع و شرکت‌ها درباره ترکیب دارایی‌های پرتفوی تصمیم‌گیری می‌کنند، اما وقوع بحران‌های گسترده اقتصادی، مالی یا بهداشتی می‌تواند اعتبار بخشی از این مفروضات را کاهش داده و ضرورت بازنگری در منطق تخصیص منابع را ایجاد کند. در چنین شرایطی، مدیریت سرمایه‌گذاری از یک فرایند نسبتاً باثبات برای انتخاب دارایی‌ها به فرایندی پویا برای انطباق با تغییرات محیطی تبدیل می‌شود. استراتژی سرمایه‌گذاری در این چارچوب صرفاً به انتخاب چند دارایی یا تعیین نسبت سهام و اوراق بهادار محدود نیست، بلکه مجموعه‌ای از تصمیم‌های مرتبط با سطح ریسک‌پذیری، افق سرمایه‌گذاری، زمان ورود و خروج، میزان نقدشوندگی، شیوه ارزش‌گذاری دارایی‌ها و چگونگی واکنش به تغییرات بازار را در بر می‌گیرد. مطالعات مربوط به ساختار سرمایه‌گذاری نشان داده‌اند که رابطه میان ریسک، بازده و ترکیب دارایی‌ها باید در چارچوبی چندبعدی تحلیل شود، زیرا تخصیص منابع در عمل تحت تأثیر هم‌زمان انواع مختلف ریسک و محدودیت‌های تصمیم‌گیری قرار دارد (Su et al., 2025). بر این اساس، شناخت استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، به‌ویژه در دوره‌هایی که ساختار متعارف بازار با اختلال مواجه می‌شود، از اهمیت نظری و عملی قابل توجهی برخوردار است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی، منابع تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران را تجمیع کرده و با بهره‌گیری از مدیریت حرفه‌ای، این منابع را در مجموعه‌ای از دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. وجود تخصص مدیریتی، امکان تنوع‌بخشی، کاهش هزینه‌های مبادلاتی و دسترسی سرمایه‌گذاران خرد به بازارهای گسترده‌تر از مهم‌ترین مزیت‌های این نهادها محسوب می‌شود. با این حال، عملکرد صندوق تنها تابع شرایط بازار نیست، بلکه خصوصیات ساختاری، نحوه مدیریت، ترکیب دارایی‌ها و تصمیم‌های مدیر صندوق نیز در نتایج آن نقش تعیین‌کننده دارد. شواهد نشان داده‌اند که ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند بر عملکرد آنها اثرگذار باشند و تفاوت در ساختار و مدیریت صندوق‌ها ممکن است به نتایج متفاوتی در بازده و ریسک منجر شود (Rahmani et al., 2016). افزون بر این، کیفیت سازوکارهای حاکمیتی و میزان قابلیت اعتماد به تصمیم‌های مدیران صندوق از موضوعاتی است که در ارزیابی رفتار و عملکرد این نهادها اهمیت دارد، زیرا سرمایه‌گذاران منابع خود را در اختیار مدیرانی قرار می‌دهند که درباره نحوه تخصیص سرمایه تصمیم‌گیری می‌کنند (He et al., 2018). بنابراین، درک استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها مستلزم توجه هم‌زمان به شرایط بازار، ساختار صندوق و منطق رفتاری و مدیریتی تصمیم‌گیرندگان است.

یکی از تقسیم‌بندی‌های اصلی در حوزه استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، تمایز میان مدیریت فعال و غیرفعال است. در مدیریت فعال، مدیر صندوق با تحلیل مستمر اطلاعات و انجام معاملات هدفمند تلاش می‌کند بازدهی بالاتر از شاخص معیار کسب کند؛ در حالی که در مدیریت غیرفعال، هدف عمدتاً دنبال کردن عملکرد یک شاخص مشخص و کاهش تعداد معاملات و هزینه‌های ناشی از مدیریت فعال است. بررسی رشد صندوق‌های دارای مدیریت فعال نشان می‌دهد که با وجود توسعه گسترده ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرفعال، مدیریت فعال همچنان جایگاه مهمی در بازارهای مالی دارد و انتخاب آن با انتظارات مربوط به توانایی مدیر در شناسایی فرصت‌های بازار ارتباط دارد (Gruber, 2025). با این حال، گسترش سرمایه‌گذاری غیرفعال باعث شده است نقش مدیران فعال و مبانی دانشی تصمیم‌گیری آنان نیز مورد بازاندیشی قرار گیرد و پرسش‌هایی درباره مزیت واقعی مدیریت فعال در برابر پیروی از شاخص‌های بازار مطرح شود (Millo et al., 2023). در بازار سرمایه ایران نیز شواهدی درباره اثر مدیریت فعال بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ارائه شده است و نتایج نشان داده‌اند که نحوه مدیریت می‌تواند با کیفیت عملکرد صندوق مرتبط باشد (Nabizadeh & Sepahvand, 2020). همچنین مطالعات مرتبط با تغییر ساختار سرمایه‌گذاری از فعال به غیرفعال نشان داده‌اند که این تحول صرفاً موضوعی مرتبط با عملکرد صندوق نیست، بلکه می‌تواند پیامدهایی برای ساختار بازار و ثبات مالی نیز داشته باشد (Anadu et al., 2020).

در کنار تقسیم‌بندی فعال و غیرفعال، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان بر اساس منطق انتخاب دارایی نیز دسته‌بندی کرد. استراتژی‌های ارزشی بر شناسایی دارایی‌هایی تمرکز دارند که قیمت بازار آنها کمتر از ارزش بنیادی یا ذاتی برآورد می‌شود، در حالی که استراتژی‌های رشدی معمولاً بر شرکت‌هایی متمرکزند که انتظار می‌رود درآمد، سودآوری یا سهم بازار آنها در آینده افزایش یابد. مقایسه سرمایه‌گذاری ارزشی با سایر استراتژی‌ها نشان داده است که تفاوت میان این رویکردها را باید نه تنها از منظر بازده مورد انتظار، بلکه

از نظر سرریز نوسانات و قابلیت پوشش ریسک پرتفوی نیز بررسی کرد (Papathanasiou et al., 2022). از سوی دیگر، اثر ارزشی - رشدی می‌تواند تحت تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بازار و سوگیری‌های رفتاری قرار گیرد و انتخاب میان راهبردهای سازگار و معکوس را به مسئله‌ای مرتبط با رفتار سرمایه‌گذاران تبدیل کند (Mazaheri et al., 2025). این موضوع در شرایط بحرانی اهمیت بیشتری می‌یابد، زیرا افزایش هیجان، تغییر سریع انتظارات و فاصله گرفتن قیمت‌ها از ارزش‌های بنیادی می‌تواند منطق معمول ارزش‌گذاری و انتخاب سهام را تضعیف کند.

رویکرد دیگری که در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته، تخصیص دارایی مبتنی بر ریسک است. در این رویکرد، به جای تمرکز صرف بر بازده پیش‌بینی‌شده، نحوه توزیع ریسک میان دارایی‌های مختلف مورد توجه قرار می‌گیرد. در شرایطی که برآورد بازده با خطای قابل توجه همراه است، استفاده از ریسک به‌عنوان محور اصلی تخصیص می‌تواند به ایجاد ساختار باثبات‌تری برای پرتفوی کمک کند. مطالعات داخلی درباره استراتژی تخصیص سهام بر اساس رویکرد ریسک برابر نیز نشان داده‌اند که وزن‌دهی به دارایی‌ها با تمرکز بر سهم آنها در ریسک کل پرتفوی می‌تواند چارچوب متفاوتی برای مدیریت سرمایه‌گذاری فراهم کند (Dolo et al., 2021). در همین راستا، توسعه روش‌های نوین محاسباتی و الگوریتم‌های تخصیص آنلاین نیز امکان طراحی پرتفوی‌های مبتنی بر ریسک را در مجموعه‌های متنوعی از دارایی‌ها فراهم کرده است (Lorenzo & Arroyo, 2023). این رویکردها نشان می‌دهند که رابطه ریسک و بازده در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ثابت و یک‌بعدی نیست و با تغییر شرایط بازار، ضرورت بازتنظیم پرتفوی افزایش می‌یابد.

علاوه بر عوامل کمی، ویژگی‌های مدیریتی و انگیزه‌های تصمیم‌گیرندگان نیز می‌تواند سطح ریسک‌پذیری صندوق‌ها را تغییر دهد. بررسی ویژگی‌های مدیریت و استراتژی‌های مالی نشان داده است که تصمیم‌های مدیریتی با میزان ریسک‌پذیری بنگاه‌ها و نهادهای مالی ارتباط دارند (Karami & Asghari, 2023). در سطح صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز مدیران ممکن است در واکنش به عملکرد گذشته، شرایط صعودی یا نزولی بازار و فشار برای جبران نتایج نامطلوب، سطح ریسک پرتفوی را تغییر دهند. نتایج پژوهش درباره انگیزه‌های تغییر ریسک مدیران صندوق‌های مشترک نشان داده است که رفتار مدیران در بازارهای صعودی و نزولی یکسان نیست و تغییر سطح ریسک می‌تواند با بازده دوره‌های بعد ارتباط داشته باشد (Tehrani et al., 2024). افزون بر این، عوامل رفتاری مانند خودانتسابی مدیران می‌تواند بر معاملات آتی و میزان ریسک‌پذیری آنان اثر بگذارد؛ به‌گونه‌ای که نسبت دادن موفقیت‌های گذشته به توانایی فردی ممکن است زمینه معاملات بیش از حد و پذیرش ریسک بیشتر را در دوره‌های بعد فراهم سازد (Wang, 2024). از این منظر، استراتژی سرمایه‌گذاری را نمی‌توان صرفاً نتیجه محاسبات مالی دانست، بلکه ادراک، تجربه و سوگیری‌های تصمیم‌گیرندگان نیز بخشی از سازوکار شکل‌گیری آن محسوب می‌شوند.

پیچیدگی این فرایند در زمان وقوع بحران‌های فراگیر به‌طور محسوس‌تری افزایش می‌یابد. همه‌گیری کووید-۱۹ یکی از مهم‌ترین شوک‌های غیرمنتظره چند دهه اخیر بود که به‌طور هم‌زمان بخش‌های اقتصادی، اجتماعی و مالی را تحت تأثیر قرار داد. اعمال محدودیت‌های تردد، کاهش فعالیت بسیاری از صنایع، اختلال در زنجیره‌های تأمین، افزایش عدم قطعیت درباره آینده بنگاه‌ها و تغییر رفتار مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران باعث شد بازارهای مالی با نوسانات چشمگیری مواجه شوند. در چنین فضایی، اطلاعات تاریخی برای پیش‌بینی آینده تا حدی کارایی خود را از دست داد و مدیران سرمایه‌گذاری ناچار شدند در مدت کوتاهی درباره حفظ یا تغییر ترکیب دارایی‌ها تصمیم بگیرند. شواهد بازار سرمایه ایران نشان داده است که همه‌گیری کرونا بر شاخص قیمت بسیاری از گروه‌های صنعتی اثر منفی و معناداری داشته است، هرچند شدت و جهت اثرگذاری میان صنایع مختلف یکسان نبوده و برخی صنایع وضعیت متفاوتی را تجربه کرده‌اند (Dehbashi, 2024). همچنین بررسی افشای آثار مالی کرونا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داده است که آثار این بحران با تغییرات در فروش، سود عملیاتی، سود خالص، جریان نقد عملیاتی و بازده غیرعادی سهام همراه بوده است (Bazrafshan, 2022). تفاوت شدت تأثیر بحران بر صنایع مختلف، مدیران صندوق‌ها را با مسئله بازتخصیص منابع مواجه ساخت. در چنین شرایطی، حفظ ترکیب پیشین پرتفوی ممکن بود سطح ریسک را افزایش دهد و در مقابل، جابه‌جایی سریع سرمایه میان صنایع نیز هزینه‌های معاملاتی و ریسک تصمیم‌گیری را بالا ببرد. شواهد بین‌المللی نشان داده است که صندوق‌های مشترک در دوره کووید-۱۹ به سمت شرکت‌هایی با ریسک کمتر، انعطاف‌پذیری مالی بالاتر و اندازه بزرگ‌تر متمایل شدند و در برخی بازارها شرکت‌های رشدی بیش از شرکت‌های ارزشی مورد توجه قرار گرفتند (Jacob et al., 2024). مطالعه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در عربستان سعودی نیز نشان داد که بحران کووید-۱۹ توانسته است عملکرد صندوق‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و نوع و ساختار صندوق در نحوه مواجهه با این شوک اهمیت داشته است (Alqadhib et al., 2022). این یافته‌ها بر این نکته تأکید دارند که

واکنش صندوق‌ها به بحران صرفاً کاهش یا افزایش حجم سرمایه‌گذاری نیست، بلکه می‌تواند با تغییر جهت تخصیص سرمایه، انتخاب صنایع مقاوم‌تر و بازنگری در سطح نقدشوندگی همراه باشد.

یکی دیگر از جنبه‌های مهم تصمیم‌گیری در شرایط بحران، توانایی مدیران در زمان‌بندی بازار است. هنگامی که تغییرات قیمت سریع و جهت حرکت بازار نامطمئن است، انتخاب زمان مناسب برای ورود و خروج می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در نتیجه استراتژی داشته باشد. بررسی صندوق‌های سهام اسلامی در دوره شیوع کووید-۱۹ نشان داده است که رابطه میان صندوق‌ها و بازار سهام در این دوره پویا بوده و توانایی زمان‌بندی بازار در میان مدیران مناطق مختلف یکسان نبوده است (Ben Khelifa & Arsi, 2024). این مسئله نشان می‌دهد که برخورداری از اطلاعات، مهارت تحلیلی و ظرفیت واکنش سریع می‌تواند در محیط‌های بحرانی به یک مزیت استراتژیک تبدیل شود. در عین حال، پژوهش درباره صندوق‌های سهام پایدار فعال و غیرفعال در دوران کووید-۱۹ نشان داده است که مدیریت فعال لزوماً در همه دوره‌ها مزیت معناداری نسبت به مدیریت غیرفعال ایجاد نمی‌کند و حتی در شرایط بحرانی نیز برتری یک استراتژی بر دیگری وابسته به ویژگی‌های صندوق و محیط بازار است (Fang & Parida, 2025). بنابراین، بحران نه تنها اهمیت انتخاب استراتژی را افزایش می‌دهد، بلکه کارایی قواعد ثابت و ازپیش‌تعیین‌شده سرمایه‌گذاری را نیز زیر سؤال می‌برد.

تحولات فناورانه نیز در سال‌های اخیر بعد جدیدی به مدیریت صندوق‌ها افزوده است. توسعه هوش مصنوعی، تحلیل کلان‌داده، معاملات الگوریتمی و مدل‌های پیش‌بینی باعث شده است مدیران بتوانند حجم بیشتری از اطلاعات را در زمان کوتاه تحلیل کرده و واکنش سریع‌تری به تغییرات بازار داشته باشند. اهمیت این قابلیت‌ها در دوره‌هایی که نوسانات شدید و جریان اطلاعات شتاب بیشتری دارد دوچندان می‌شود. مطالعات مربوط به صندوق‌های کمی مبتنی بر هوش مصنوعی نشان داده‌اند که ارزیابی بازده و ریسک سیستماتیک در این صندوق‌ها می‌تواند با عملکرد تعدیل‌شده برحسب ریسک ارتباط داشته باشد و فناوری‌های تحلیلی در نحوه مدیریت رابطه پاداش و ریسک نقش پیدا کرده‌اند (Pandey et al., 2025). بنابراین، ظرفیت فناورانه صندوق را می‌توان یکی از عوامل مداخله‌گر در اجرای استراتژی‌های سرمایه‌گذاری دانست؛ زیرا حتی در صورت شناسایی فرصت بازار، توانایی تحلیل و اجرای سریع تصمیم‌ها می‌تواند میان صندوق‌ها متفاوت باشد.

از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در سال‌های اخیر تنها تحت تأثیر شاخص‌های سنتی مالی قرار ندارد و ملاحظات مربوط به پایداری و مسئولیت‌پذیری نیز در انتخاب دارایی‌ها اهمیت یافته است. گسترش صندوق‌های مبتنی بر معیارهای محیط‌زیستی، اجتماعی و حاکمیتی نشان می‌دهد که مدیران در کنار اهداف ریسک و بازده، ممکن است مجموعه‌ای از اولویت‌های غیرمالی را نیز وارد فرایند انتخاب دارایی کنند. با این حال، شواهد نشان داده‌اند که نام‌گذاری یا جهت‌گیری یک صندوق به‌عنوان صندوق ESG لزوماً به معنای سرمایه‌گذاری کاملاً همسو با منافع ذی‌نفعان نیست و رفتار واقعی پرتفوی باید به‌صورت تجربی بررسی شود (Raghu­nandan & Rajgopal, 2022). این مسئله بار دیگر نشان می‌دهد که برای فهم استراتژی سرمایه‌گذاری، بررسی عنوان رسمی یا چارچوب اعلام‌شده صندوق کافی نیست و باید تصمیم‌های واقعی مدیران، محدودیت‌های اجرایی و نحوه تطبیق آنها با شرایط محیطی مورد مطالعه قرار گیرد.

در مجموع، ادبیات موجود ابعاد متنوعی از رفتار صندوق‌های سرمایه‌گذاری را آشکار ساخته است؛ برخی مطالعات بر عملکرد و ویژگی‌های ساختاری صندوق‌ها تمرکز داشته‌اند (Rahmani et al., 2016)، برخی مسئله مدیریت فعال و غیرفعال را بررسی کرده‌اند (Anadu et al., 2020; Gruber, 2025; Millo et al., 2023)، گروهی دیگر به تخصیص دارایی بر مبنای ریسک، ارزش‌گذاری و انتخاب سبک‌های سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند (Dolo et al., 2021; Lorenzo & Arroyo, 2023; Mazaheri et al., 2022; Papathanasiou et al., 2022; al., 2025) و بخش دیگری از پژوهش‌ها آثار بحران کرونا بر عملکرد بازار و تصمیم‌های صندوق‌ها را ارزیابی کرده‌اند (Alqadhib et al., 2022; Ben Khelifa & Arsi, 2024; Fang & Parida, 2025; Jacob et al., 2024). با وجود این، بخش قابل‌توجهی از این مطالعات بر داده‌های ثانویه، سنجش بازده، ریسک یا تغییرات مشاهده‌شده در پرتفوی متکی هستند. چنین رویکردهایی نشان می‌دهند که چه تغییری در عملکرد یا ترکیب دارایی‌ها رخ داده است، اما لزوماً توضیح نمی‌دهند که مدیران صندوق چگونه شرایط بحران را تفسیر کرده‌اند، چه عوامل علّی و زمینه‌ای بر تصمیم آنان اثر گذاشته است، چه محدودیت‌ها یا ظرفیت‌هایی انتخاب استراتژی را تسهیل یا محدود کرده‌اند و چگونه مجموعه‌ای از راهبردهای نگهداری، بازآرایی، ارزش‌گذاری، زمان‌بندی و استفاده از فناوری در یک فرایند منسجم شکل گرفته است.

این خلأ در بستر بحران کرونا اهمیت بیشتری پیدا می کند، زیرا در محیطی با عدم اطمینان بالا، استراتژی سرمایه گذاری نمی تواند به عنوان یک انتخاب ثابت و مستقل از شرایط محیطی در نظر گرفته شود. مدیر صندوق ممکن است هم زمان مجبور باشد سطح نقدینگی را افزایش دهد، وزن برخی صنایع را کاهش یا افزایش دهد، شیوه ارزش گذاری دارایی را تغییر دهد، نقطه ورود و خروج را بازتنظیم کند و ابزارهای فناورانه جدیدی را برای کنترل ریسک به کار گیرد. در چنین وضعیتی، آنچه اهمیت دارد صرفاً شناسایی یک استراتژی «برتر» نیست، بلکه فهم سازوکاری است که از طریق آن مجموعه ای از شرایط علی، زمینه ای و مداخله گر به انتخاب راهبردهای خاص و در نهایت به پیامدهای متفاوت منجر می شوند. از این رو، استفاده از رویکردی اکتشافی مانند نظریه داده بنیاد می تواند امکان بازسازی این فرایند را از تجربه مستقیم مدیران و متخصصان فراهم کرده و الگویی را ارائه دهد که به جای تحمیل طبقه بندی های ازپیش تعریف شده، منطق واقعی شکل گیری تصمیم های سرمایه گذاری را در دوره بحران منعکس سازد.

بنابراین، پژوهش حاضر با هدف طراحی الگوی استراتژی های سرمایه گذاری صندوق ها در دوران بحران کرونا با به کارگیری رویکرد نظریه داده بنیاد انجام شد.

روش پژوهش و مواد

پژوهش حاضر از منظر فلسفه مبتنی بر الگوی عمل گرایی است با منطق استدلال استقرایی زیرا فرایند تحلیل از مفاهیم و شواهد حاصل از داده های میدانی آغاز می شود و از طریق مقایسه، جمع و ارتباط دهی مفاهیم به شکل گیری مقوله ها و در نهایت استخراج الگوی نظری منتهی خواهد شد. از نظر طرح اجرا رویکرد کیفی و با بهره گیری از نظریه داده بنیاد انجام خواهد شد. انتخاب نظریه داده بنیاد به این دلیل صورت می گیرد که هدف پژوهش، آزمون یا اعتبارسنجی یک الگوی ازپیش تعیین شده نیست و تلاش می شود الگوی استراتژی های سرمایه گذاری صندوق ها در دوران بحران کرونا از خلال تجربه و ادراک افرادی که با فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاری درگیر بوده اند کشف و تبیین شود. داده های پژوهش از طریق مصاحبه های نیمه ساختاریافته گردآوری می شود. اصلاحات لازم در نحوه طرح سوالات و شیوه بیان آنها پس از بررسی و دریافت نظر دو نفر از اساتید دانشگاهی متخصص در حوزه مدیریت سرمایه گذاری و بازار سرمایه اعمال گردید تا اعتبار محتوایی راهنمای مصاحبه ارتقا یابد.

جامعه مشارکت کنندگان شامل دو گروه مدیران ارشد صندوق های سرمایه گذاری و اعضای هیئت علمی متخصص در حوزه مدیریت سرمایه گذاری است. نمونه گیری به روش گلوله برفی انجام گردید و تا زمانی دنبال شد که ورود مشارکت کنندگان جدید، مفهوم یا ویژگی نظری معناداری به مقوله های شکل گرفته اضافه نکرد و اشباع نظری حاصل شد. در فرایند نمونه گیری معیارهای ورود به نمونه در گروه نخست برخورداری از حداقل پنج سال سابقه فعالیت حرفه ای در صنعت صندوق های سرمایه گذاری و داشتن سابقه فعالیت در سمت های مدیر سرمایه گذاری، مدیر پرتفوی یا مدیر صندوق طی دوره ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۱ در نظر گرفته شد. در گروه اعضای هیئت علمی نیز انتشار حداقل دو مقاله علمی در زمینه صندوق های سرمایه گذاری، مدیریت پرتفوی، استراتژی های سرمایه گذاری، مدیریت سرمایه گذاری ملاک ورود است. در مجموع ۹ مصاحبه انجام شد و از مصاحبه نهم به بعد مفهوم جدیدی به داده ها افزوده نشد و اشباع نظری حاصل گردید. تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از نظریه داده بنیاد و بر اساس الگوی استراوس و کوربین در سه مرحله کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی توسط نرم افزار مکس کیودا انجام گردید.

یافته ها

به منظور احراز تناسب مشارکت کنندگان با موضوع پژوهش ویژگی های حرفه ای و علمی آنان بر اساس سابقه مرتبط، جایگاه حرفه ای یا دانشگاهی، تجربه مستقیم در حوزه سرمایه گذاری و سوابق حرفه ای یا پژوهشی به شرح جدول ۱ بررسی شد. ترکیب مشارکت کنندگان شامل ۴ نفر از مدیران اجرایی صنعت صندوق های سرمایه گذاری و ۵ نفر از اعضای هیئت علمی متخصص در حوزه سرمایه گذاری بود.

جدول ۱- ویژگی‌های دموگرافیک مشارکت‌کنندگان

ردیف	سمت	سابقه مرتبط	حوزه تخصص	صلاحیت حرفه‌ای یا علمی
۱	مدیر صندوق	۱۲	مدیریت سرمایه‌گذاری	تحلیل‌گری بازار
۲	مدیر سرمایه‌گذاری	۱۰	مدیریت پرتفوی	مدیریت سبد
۳	مدیر صندوق	۹	مدیر پرتفوی	مدیریت سبد
۴	مدیر سرمایه‌گذاری	۱۰	مدیریت سرمایه‌گذاری	ارزشیابی اوراق بهادار
۵	استادیار	۹	مدیریت ریسک و سرمایه‌گذاری	۲ مقاله مرتبط
۶	استادیار	۱۱	بازارها و نهادهای مالی	۲ مقاله مرتبط
۷	دانشیار	۱۸	مدیریت ریسک و سرمایه‌گذاری	۴ مقاله مرتبط
۸	استادیار	۷	مالی شرکتی	۳ مقاله مرتبط
۹	دانشیار	۱۵	مالی رفتاری و مالی شرکتی	۳ مقاله مرتبط

بر اساس جدول ۱ از مجموع ۹ مشارکت‌کننده، ۴ نفر یا ۴۴/۴ درصد در سمت‌های اجرایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ۵ نفر یا ۵۵/۶ درصد در سمت‌های دانشگاهی قرار داشتند. در گروه اجرایی دو نفر مدیر صندوق و دو نفر مدیر سرمایه‌گذاری بودند و سابقه مرتبط آنان بین ۹ تا ۱۲ سال متغیر بود. حوزه تخصص این گروه شامل مدیریت سرمایه‌گذاری و مدیریت پرتفوی بود و صلاحیت‌های حرفه‌ای آنان به‌ترتیب در زمینه‌های تحلیل‌گری بازار، مدیریت سبد و ارزشیابی اوراق بهادار قرار داشت. در گروه دانشگاهی ۳ نفر استادیار و ۲ نفر دانشیار بودند و سابقه مرتبط آنان در محدوده ۷ تا ۱۸ سال قرار داشت. حوزه‌های تخصصی این گروه شامل مدیریت ریسک و سرمایه‌گذاری، بازارها و نهادهای مالی، مالی شرکتی، مالی رفتاری و مالی شرکتی بود. همچنین مشارکت‌کنندگان دانشگاهی ۲ تا ۴ مقاله علمی مرتبط با حوزه پژوهش را دارا بودند.

پس از مشخص شدن ویژگی‌های توصیفی مشارکت‌کنندگان، نخستین گام در تحلیل داده‌ها بر اساس نظریه داده‌بنیاد کدگذاری باز است. انجام این مرحله که در جدول ۲ صورت گرفت متن مصاحبه‌ها با هدف شناسایی مفاهیم مرتبط با نحوه انتخاب و به‌کارگیری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در دوران بحران کرونا بررسی گردید تا مفاهیم اولیه استخراج، موارد مشابه با یکدیگر مقایسه و در قالب مقوله‌های مفهومی طبقه‌بندی شوند.

جدول ۲- فرآیند کدگذاری باز مصاحبه‌های انجام شده

ردیف	گزاره منتخب از مصاحبه	کد اولیه	فراوانی کد
۱	عدم اطمینان سرمایه‌گذاری قبل و بعد بیماری کووید ۱۹ با یکدیگر قابل مقایسه نیست و ریسک سرمایه‌گذاری به شدت در دوران بیماری افزایش یافت.	تشدید ریسک و عدم اطمینان سرمایه‌گذاری	۴
۲	صندوق‌ها برای حفظ عملکرد مجبور شدند مدیریت لحظه‌ای پرتفوی و کنترل جریان نقدینگی را در اولویت قرار دهند.	مدیریت پویای پرتفوی	۲
۳	اولویت از کسب سودآوری بر حفظ ارزش صندوق به دلیل حجم فروش بالا توسط سرمایه‌گذاران صندوق تغییر پیدا کرد.	تقدم حفظ ارزش سرمایه بر کسب بازده	۲
۴	وزن بیشتری را به خرید سهام‌هایی با نقدشوندگی بیشتر اختصاص داده شد.	افزایش وزن دارایی‌های نقدشونده	۴
۵	صندوق‌ها عمدتاً به سمت سهام بزرگ و نقدشونده حرکت کردند تا در مواقع اضطراری امکان ورود و خروج سریع فراهم باشد.	گرایش به سهام بزرگ و نقدشونده	۳
۶	شرکت‌های صنعت رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن به عنوان یک اولویت برای خرید در نظر گرفته شد.	تمرکز بر صنایع مقاوم در برابر بحران	۲
۷	استراتژی که این صندوق برگزید خرید و نگهداری شرکت‌های فعال در صنعت رایانه بود.	استراتژی خرید و نگهداری	۱
۸	وزن شرکت‌های با نسبت پی به ای بالا در پرتفوی صندوق روند کاهشی به خود گرفت.	کاهش وزن سهام با P/E بالا	۱
۹	خرید سهام شرکت‌هایی که در صنعت دارو فعالیت داشتند... از رشد سودآوری ملموسی برخوردار گردید.	چرخش سرمایه به سمت صنایع برخوردار از مزیت بحرانی	۵
۱۰	در ابتدای موج اول کرونا صندوق سریعاً نسبت به خرید سهام شرکت‌های دارویی اقدام نمود.	واکنش سریع به فرصت‌های بخشی	۱

جهانبازی گوجانی و همکاران

۱۱	به دلیل هیجانات ایجاد شده در بازار سهام... ارزش گذاری غیر واقعی قیمت ها را شاهد بودیم.	اثر رفتار هیجانی بر ارزش گذاری	۲
۱۲	تفاوت قابل توجهی بین ارزش ذاتی و تعیین شده توسط مکانیزم بازار بود.	فاصله ارزش ذاتی و قیمت بازار	۲
۱۳	تیم های تحلیلی صندوق ما توانستند سهام های مختلفی را شناسایی کنند که قیمت آنها کم ارزش گذاری شده بود.	شناسایی سهام کم ارزش گذاری شده	۴
۱۴	برای این کار از روش مبتنی بر دارایی استفاده کرد.	ارزش گذاری مبتنی بر دارایی	۱
۱۵	استراتژی ما مبتنی بر یافتن سهام ارزنده بود تا از این طریق بازده با کمترین ریسک را بدست آورد.	انتخاب سهام ارزنده با هدف بهینه سازی ریسک - بازده	۵
۱۶	در بخش محدود استفاده از استراتژی بتای هوشمند کمک کرد تا ترکیب پرتفوی... بهینه شود و ریسک سیستماتیک کاهش یابد.	استفاده از بتای هوشمند برای کنترل ریسک	۱
۱۷	برخی صندوق ها از معاملات الگوریتمی استفاده کردند تا سرعت واکنش به نوسانات افزایش یابد.	استفاده از معاملات الگوریتمی	۲
۱۸	معاملات الگوریتمی به مدیریت این جابه جایی ها کمک کرد و ریسک عملیاتی کاهش یافت.	کاهش ریسک عملیاتی از طریق فناوری	۱
۱۹	استفاده از ابزار های مبتنی بر تکنولوژی مانند هوش مصنوعی... توانست دقت پیش بینی های صندوق را در مدیریت ریسک بهبود بخشد.	به کار گیری هوش مصنوعی در مدیریت ریسک	۳
۲۰	با پذیرش هزینه های معامله و کارمزد باید بخشی از صنایع موجود در سبد صندوق را حذف کنند.	پذیرش هزینه معاملاتی برای باز آرای پرتفوی	۲
۲۱	هزینه هایی که برای ارزیابی به تیم های تحلیل گری صندوق پرداخت می شود روند افزایش داشت.	افزایش هزینه تحلیل و ارزیابی	۱
۲۲	استراتژی زمان بندی را جهت بهینه سازی سبد سرمایه گذاری صندوق برگزید.	زمان بندی بازار	۵
۲۳	صندوق با فروش این سهم از بازار خارج می شد قبل از اینکه با صف فروش مواجه شود.	تعیین نقطه خروج بر مبنای روند قیمت	۲
۲۴	استراتژی مبتنی بر خبر افزایش یافت تا صندوق بتواند از روندهای جدید بازار بهره ببرد.	استفاده از استراتژی مبتنی بر خبر	۶
۲۵	از استراتژی معاملاتی معکوس یعنی اقدام به خرید سهام شرکت های بازنده و فروش سهام شرکت های برنده نمودند.	استراتژی معاملاتی معکوس	۳
۲۶	استراتژی استفاده شده برای دوران کرونا را باید تغییر داد.	بازنگری در استراتژی متناسب با تغییر شرایط	۴
۲۷	صرف به کار گیری استراتژی ارزش گذاری برای شناسایی سهم ارزنده بازار کافی نیست و باید نقاط ورود و خروج بهینه به سهم را... تشخیص داد.	ترکیب ارزش گذاری و زمان بندی بازار	۱
۲۸	داشتن یک تعادل مناسب بین سطح پذیرش ریسک و کسب بازدهی... نیاز هر واسطه مالی یا شرکت بورسی است.	موازنه ریسک و بازده	۶
۲۹	در شرایط بیماری پذیرش ریسک بیشتر نمی تواند به بازدهی بیشتر منجر شود.	تضعیف رابطه ریسک - بازده در بحران	۲
۳۰	همبستگی بیش از متوسط بین سرمایه گذاری هایی که در سهام شرکت ها انجام می شود... می توانست ریسک صندوق را افزایش دهد.	افزایش ریسک ناشی از همبستگی دارایی ها	۱

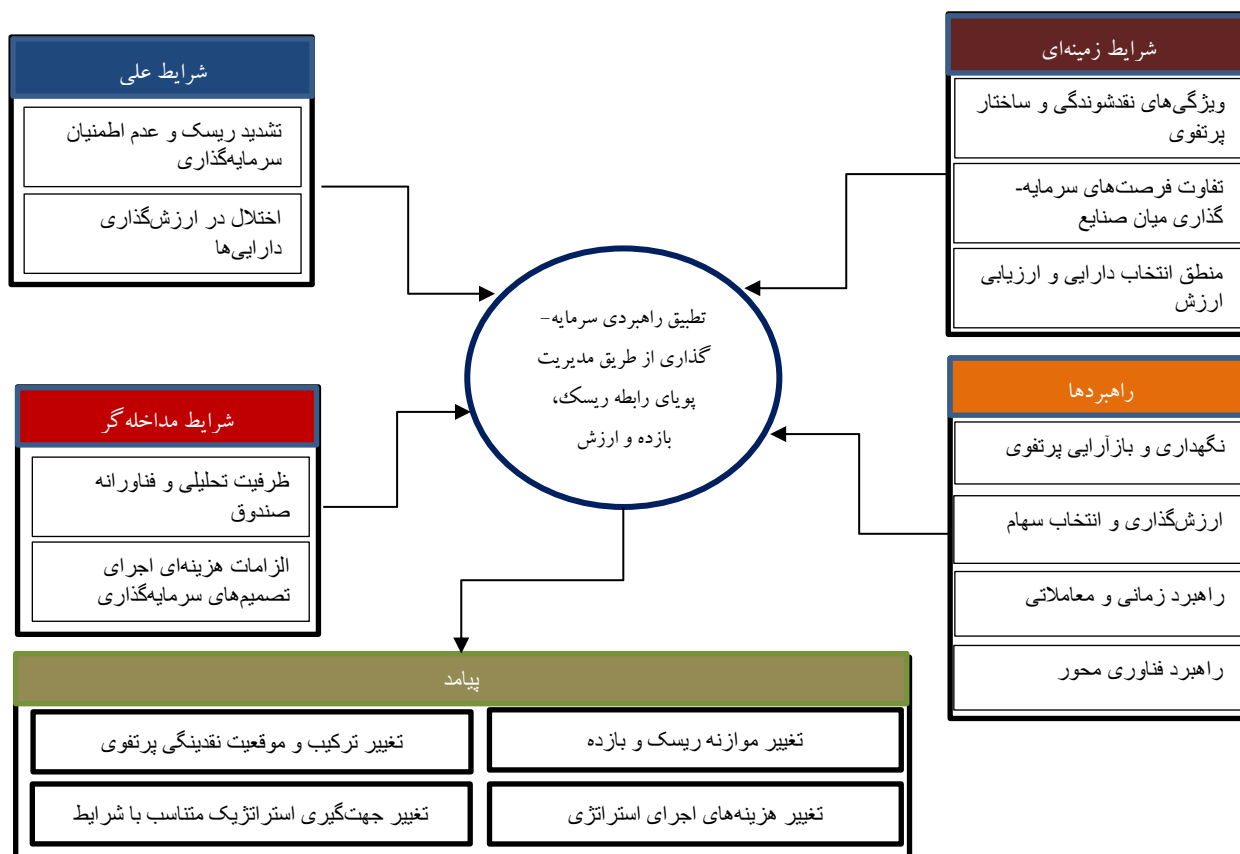
نتایج جدول ۲ نشان می دهد از تحلیل نه مصاحبه در مرحله کدگذاری باز ۳۰ کد یا مفهوم اولیه از گزاره های معنادار استخراج شد. این کدها طیفی از مفاهیم مرتبط با ریسک و عدم اطمینان، حفظ ارزش سرمایه، نقدشوندگی، ارزش گذاری، باز آرای پرتفوی، انتخاب دارایی و شیوه های مختلف استراتژی سرمایه گذاری را دربر می گیرند. بیشترین فراوانی مربوط به کد اولیه استفاده از استراتژی مبتنی بر خبر و کد اولیه موازنه ریسک و بازده است که هر یک ۶ بار در داده های مصاحبه ها تکرار شده اند. همچنین کدهای اولیه چرخش سرمایه به سمت صنایع برخوردار از مزیت بحرانی، زمان بندی بازار و انتخاب سهام ارزنده با هدف بهینه سازی ریسک - بازده هر یک با ۵ بار تکرار از کدهای پرتکرار در میان داده های مورد بررسی بودند. در مرحله کدگذاری محوری کدهای دارای هم پوشانی و پیوند مفهومی با یکدیگر مقایسه و در قالب مقوله های مرتبط سازمان دهی می شوند. جدول ۳ حاصل این مرحله را نشان می دهد.

جدول ۳- نتایج کدگذاری محوری نظریه داده‌بنیاد

بعد	مقوله محوری	کدهای اولیه
شرایط علی	تشدید ریسک و عدم اطمینان سرمایه‌گذاری	تشدید ریسک و عدم اطمینان سرمایه‌گذاری، تضعیف رابطه ریسک - بازده در بحران، افزایش ریسک ناشی از همبستگی دارایی‌ها
شرایط زمینه‌ای	ویژگی‌های نقدشوندگی و ساختار پرتفوی	اختلال در ارزش‌گذاری دارایی‌ها افزایش وزن دارایی‌های نقدشونده، گرایش به سهام بزرگ و نقدشونده، مدیریت پویای پرتفوی
شرایط مداخله‌گر	ظرفیت تحلیلی و فناوریانه صندوق	تمرکز بر صنایع مقاوم در برابر بحران، چرخش سرمایه به سمت صنایع برخوردار از مزیت بحرانی، واکنش سریع به فرصت‌های بخشی
	الزامات هزینه‌ای اجرای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	منطق انتخاب دارایی و ارزیابی ارزش کاهش وزن سهام با P/E بالا، شناسایی سهام کم‌ارزش‌گذاری‌شده، ارزش‌گذاری مبتنی بر دارایی، انتخاب سهام ارزنده با هدف بهینه‌سازی ریسک - بازده
راهبردها	راهبردهای نگهداری و بازآرایی	استفاده از بتای هوشمند برای کنترل ریسک، استفاده از معاملات الگوریتمی، کاهش ریسک عملیاتی از طریق فناوری، به‌کارگیری هوش مصنوعی در مدیریت ریسک
	راهبردهای ارزش‌گذاری و انتخاب سهام	پذیرش هزینه معاملاتی برای بازآرایی پرتفوی، افزایش هزینه تحلیل و ارزیابی
	راهبردهای زمانی و معاملاتی	استراتژی خرید و نگهداری، مدیریت پویای پرتفوی، افزایش وزن دارایی‌های نقدشونده
	راهبردهای فناوری محور	کاهش وزن سهام با P/E بالا، شناسایی سهام کم‌ارزش‌گذاری‌شده، ارزش‌گذاری مبتنی بر دارایی، انتخاب سهام ارزنده با هدف بهینه‌سازی ریسک - بازده
پیامدها	تغییر موازنه ریسک و بازده	زمان‌بندی بازار، تعیین نقطه خروج بر مبنای روند قیمت، استفاده از استراتژی مبتنی بر خبر، استراتژی معاملاتی معکوس، ترکیب ارزش‌گذاری و زمان‌بندی بازار
	تغییر ترکیب و موقعیت نقدینگی پرتفوی	استفاده از بتای هوشمند برای کنترل ریسک، استفاده از معاملات الگوریتمی، کاهش ریسک عملیاتی از طریق فناوری، به‌کارگیری هوش مصنوعی در مدیریت ریسک
	تغییر هزینه‌های اجرای استراتژی	تقدم حفظ ارزش سرمایه بر کسب بازده، موازنه ریسک و بازده، تضعیف رابطه ریسک - بازده در بحران
	تغییر جهت‌گیری استراتژیک متناسب با تحول شرایط	افزایش وزن دارایی‌های نقدشونده، گرایش به سهام بزرگ و نقدشونده، چرخش سرمایه به سمت صنایع برخوردار از مزیت بحرانی

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که ۳۰ کد اولیه استخراج‌شده از مصاحبه‌ها در قالب ۱۵ مقوله محوری و در پنج بعد پارادایمی سازمان‌دهی شده‌اند. توزیع مقوله‌های محوری حاکی است که بخش عمده داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها به نحوه واکنش و انتخاب راهبردهای سرمایه‌گذاری و آثار حاصل از آنها مربوط بوده است. در بعد شرایط علی دو مقوله تشدید ریسک و عدم اطمینان سرمایه‌گذاری و اختلال در سازوکار ارزش‌گذاری بازار قرار گرفته‌اند. در بعد شرایط زمینه‌ای سه مقوله ویژگی‌های نقدشوندگی و ساختار پرتفوی، تفاوت فرصت‌های سرمایه‌گذاری میان صنایع و منطق انتخاب دارایی و ارزیابی ارزش شناسایی شد. در بعد شرایط مداخله‌گر دو مقوله ظرفیت تحلیلی و فناوریانه صندوق و الزامات هزینه‌ای اجرای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفته‌اند. این مقوله‌ها نقش عوامل تعدیل‌کننده را در نحوه واکنش صندوق‌ها نشان می‌دهند. چهار مقوله راهبردهای نگهداری و بازآرایی پرتفوی، راهبردهای ارزش‌گذاری و انتخاب سهام، راهبردهای زمانی و معاملاتی و راهبردهای فناوری محور مقوله‌های بعد راهبردها را تشکیل می‌دهند. این بعد بیشترین تنوع مفهومی را در داده‌ها دارد و نشان می‌دهد مدیران صندوق در مواجهه با شرایط جدید تنها یک شیوه تصمیم‌گیری را دنبال نکرده‌اند. در بعد پیامدها نیز چهار مقوله تغییر موازنه ریسک و بازده، تغییر ترکیب و موقعیت نقدینگی پرتفوی، تغییر هزینه‌های اجرای استراتژی و تغییر جهت‌گیری استراتژیک متناسب با تحول شرایط شناسایی شد. این نکته حائز اهمیت است که تکرار برخی کدهای اولیه در بیش از یک مقوله محوری، ناشی از تفاوت نقش مفهومی آنها در روابط الگو است و به معنای تکرار داده یا اشتباه در کدگذاری نیست.

در مرحله کدگذاری انتخابی، مقوله‌های محوری با استفاده از مقایسه مستمر و بررسی روابط میان آنها یکپارچه می‌شوند تا مقوله‌ای که از بیشترین قدرت تبیین‌کنندگی و ظرفیت ارتباطی میان ابعاد الگوی برخوردار است به‌عنوان مقوله مرکزی شناسایی شود. براین اساس مقوله مرکزی این پژوهش تطبیق راهبردی سرمایه‌گذاری از طریق مدیریت پویای رابطه ریسک، بازده و ارزش شناسایی می‌گردد. این مقوله از آن جهت به‌عنوان مقوله مرکزی انتخاب شد که می‌تواند منطق مشترک میان مقوله‌های محوری را در یک چارچوب منسجم توضیح دهد. حاصل این چارچوب یکپارچه الگویی است که نشان می‌دهد تغییر در شرایط محیطی و ویژگی‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری چگونه بر نحوه مواجهه صندوق با ریسک، بازده و ارزش اثر می‌گذارد و این مواجهه چگونه به انتخاب و به‌کارگیری راهبردهای متفاوت سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. بر مبنای این روابط الگوی مفهومی پژوهش در شکل ۱ ارائه می‌شود:



شکل ۱- الگوی مفهومی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در دوران بحران کرونا

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر ضریب کارایی سرمایه‌گذاری و ابعاد آن بر اجتناب از مالیات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج حاصل از برآورد مدل اثرات ثابت نشان داد که ضریب کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری بر اجتناب از مالیات دارد ($\beta = -0.168$, $t = -3.42$, $p = .001$) و مدل پژوهش توانسته است ۳۷ درصد از تغییرات اجتناب پژوهش حاضر با هدف طراحی الگوی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در دوران بحران کرونا با استفاده از رویکرد نظریه داده‌بنیاد انجام شد. یافته‌های حاصل از تحلیل مصاحبه‌ها به استخراج ۳۰ کد اولیه و ۱۵ مقوله محوری در پنج بعد شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها منجر شد. در نهایت نیز «تطبیق راهبردی سرمایه‌گذاری از طریق مدیریت پویای رابطه ریسک، بازده و ارزش» به‌عنوان مقوله مرکزی پژوهش شناسایی شد. این یافته نشان می‌دهد که مدیریت سرمایه‌گذاری در شرایط بحران را نمی‌توان به انتخاب یک سبک ثابت یا یک واکنش منفرد تقلیل داد، بلکه مدیران صندوق در مواجهه با تغییرات محیطی ناچارند هم‌زمان

برداشت خود از ریسک، ارزش دارایی‌ها، فرصت‌های بازار، ساختار پرتفوی و زمان اجرای تصمیم را بازنگری کنند. بنابراین، الگوی حاصل بیانگر نوعی فرایند انطباق مستمر است که در آن راهبردهای سرمایه‌گذاری متناسب با تحول شرایط بازار تغییر می‌کنند و پیامد این تغییر نیز به‌صورت هم‌زمان در سطح ریسک، بازده، نقدینگی و هزینه اجرای استراتژی منعکس می‌شود.

نخستین یافته پژوهش در بعد شرایط علی نشان داد که تشدید ریسک و عدم‌اطمینان سرمایه‌گذاری یکی از عوامل اصلی شکل‌دهنده به تغییر استراتژی‌های صندوق‌ها در دوران کرونا بوده است. بر اساس داده‌های پژوهش، مدیران در دوره بحران با محیطی مواجه شدند که در آن رابطه متعارف میان پذیرش ریسک و دستیابی به بازده بیشتر از قطعیت پیشین برخوردار نبود و افزایش ریسک الزاماً به افزایش بازده منجر نمی‌شد. در نتیجه، حفظ ارزش سرمایه و جلوگیری از زیان شدید در مواردی نسبت به جست‌وجوی بازده بالاتر اولویت یافت. این یافته با نتایج تهرانی و همکاران همسو است که نشان دادند مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شرایط متفاوت بازار، سطح ریسک پرتفوی را به‌صورت یکسان مدیریت نمی‌کنند و انگیزه تغییر ریسک به شرایط بازار و وضعیت عملکرد صندوق وابسته است (Tehrani et al., 2024). همچنین یافته حاضر با مطالعه کرمی و اصغری نیز سازگار است؛ زیرا آنان نشان دادند ویژگی‌های مدیریتی و استراتژی‌های مالی می‌توانند بر میزان ریسک‌پذیری تأثیرگذار باشند (Karami & Asghari, 2023). از این منظر، افزایش عدم‌اطمینان ناشی از کرونا صرفاً یک افزایش کمی در نوسان بازار نبود، بلکه باعث تغییر در منطق تصمیم‌گیری مدیران و بازتعریف محدوده قابل‌قبول ریسک شد.

در تبیین این یافته می‌توان گفت که در شرایط بحران، بخش مهمی از اطلاعاتی که معمولاً مبنای پیش‌بینی ریسک و بازده قرار می‌گیرند، قدرت توضیح‌دهندگی خود را از دست می‌دهند. زمانی که تغییرات قیمت‌ها تحت تأثیر اخبار سلامت عمومی، محدودیت‌های اقتصادی، تصمیم‌های دولتی و رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، برآورد بازده آینده با خطای بیشتری همراه می‌شود. در چنین محیطی، استفاده از رویکردهای مبتنی بر کنترل توزیع ریسک می‌تواند نسبت به تمرکز صرف بر بیشینه‌سازی بازده اهمیت بیشتری پیدا کند. این برداشت با نتایج پژوهش دولو و همکاران درباره تخصیص سهام بر اساس رویکرد ریسک برابر همخوان است که بر اهمیت توزیع مناسب ریسک در ساختار پرتفوی تأکید داشتند (Dolo et al., 2021). همچنین پژوهش لورنزو و آرویو نشان داد که تخصیص پرتفوی مبتنی بر ریسک می‌تواند در محیط‌های دارای دارایی‌های پرنوسان چارچوبی برای بازتنظیم ساختار سرمایه‌گذاری فراهم کند (Lorenzo & Arroyo, 2023). بنابراین، افزایش اهمیت کنترل ریسک در یافته‌های پژوهش حاضر را می‌توان واکنشی عقلانی به کاهش قابلیت اتکای پیش‌بینی‌های بازده در شرایط بحران دانست.

دومین مقوله اصلی در شرایط علی، اختلال در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بود. یافته‌ها نشان داد رفتارهای هیجانی بازار و افزایش فاصله میان قیمت بازار و ارزش ذاتی موجب شد مدیران صندوق‌ها در ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با پیچیدگی بیشتری مواجه شوند. در نتیجه، شناسایی سهام کم‌ارزش‌گذاری‌شده، استفاده از ارزش‌گذاری مبتنی بر دارایی و انتخاب سهام ارزنده با هدف بهینه‌سازی رابطه ریسک و بازده اهمیت بیشتری یافت. این یافته با نتایج مظاهری و همکاران همسو است که نشان دادند اثر ارزشی - رشدی و انتخاب میان راهبردهای مختلف می‌تواند از قیمت‌گذاری نادرست بازار و سوگیری‌های رفتاری تأثیر بپذیرد (Mazaheri et al., 2025). همچنین پاپاثاناسیو و همکاران بر تفاوت میان راهبردهای ارزشی و سایر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و نقش آنها در مواجهه با نوسانات و پوشش ریسک تأکید کرده‌اند (Papathanasiou et al., 2022). بنابراین، زمانی که بحران موجب فاصله گرفتن قیمت‌ها از ارزش بنیادی می‌شود، توانایی مدیر در تشخیص این فاصله می‌تواند به بخشی از مزیت تصمیم‌گیری صندوق تبدیل شود.

یافته دیگر پژوهش در بعد شرایط زمینه‌ای نشان داد که ویژگی‌های نقدشوندگی و ساختار پرتفوی نقش تعیین‌کننده‌ای در نحوه انتخاب استراتژی داشتند. مدیران صندوق‌ها در دوره کرونا وزن بیشتری به دارایی‌ها و سهام دارای نقدشوندگی بالاتر اختصاص دادند و مدیریت پویای پرتفوی را در اولویت قرار دادند. این تغییر را می‌توان ناشی از افزایش احتمال خروج سرمایه‌گذاران، ضرورت پاسخ‌گویی به درخواست‌های ابطال و نیاز به انعطاف بیشتر در اصلاح ترکیب دارایی‌ها دانست. یافته حاضر با نتایج جیکوب و همکاران همخوان است که نشان دادند صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره کووید-۱۹ بیشتر به سمت شرکت‌های کم‌ریسک‌تر، دارای انعطاف‌پذیری مالی بالاتر و اندازه بزرگ‌تر حرکت کردند (Jacob et al., 2024). همچنین یافته‌های الرحمانی و همکاران مبنی بر ارتباط ویژگی‌های صندوق با عملکرد آن تأکید می‌کند که ساختار و ویژگی‌های درونی صندوق می‌تواند در نحوه مواجهه آن با شرایط متغیر بازار نقش داشته باشد (Rahmani et al., 2016). به بیان دیگر، نقدشوندگی در بحران از یک ویژگی جانبی پرتفوی به یکی از مؤلفه‌های اصلی انعطاف‌پذیری استراتژیک تبدیل می‌شود.

تفاوت فرصت‌های سرمایه‌گذاری میان صنایع نیز یکی دیگر از شرایط زمینه‌ای شناسایی شده بود. یافته‌ها نشان داد صندوق‌ها در جریان بحران سرمایه را به سمت صنایعی منتقل کردند که یا از پیامدهای بحران کمتر آسیب دیده بودند یا حتی از شرایط ایجادشده منتفع می‌شدند؛ از جمله صنایع دارویی، فناوری و فعالیت‌های مرتبط با خدمات غیرحضور. این یافته با نتایج دهباشی مطابقت دارد که نشان داد اثر همه‌گیری کرونا بر شاخص قیمت صنایع مختلف در بازار سرمایه ایران یکسان نبوده و برخی گروه‌های صنعتی نسبت به سایر صنایع عملکرد متفاوتی داشته‌اند (Dehbashi, 2024). یافته‌های بذرافشان نیز نشان داد که آثار مالی کرونا در عملکرد شرکت‌های بورسی به شکل تغییر در فروش، سودآوری، جریان نقد عملیاتی و بازده سهام منعکس شده است (Bazrafshan, 2022). همچنین مطالعه القاذیب و همکاران نشان داد همه‌گیری کووید-۱۹ توانسته است عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (Alqadhib et al., 2022). بنابراین، انتقال سرمایه میان صنایع را می‌توان نه صرفاً یک واکنش معاملاتی کوتاه‌مدت، بلکه نوعی انطباق ساختاری با توزیع نامتقارن آثار بحران در بخش‌های مختلف اقتصاد در نظر گرفت.

در بعد شرایط مداخله‌گر، ظرفیت تحلیلی و فناوریانه صندوق از مهم‌ترین عوامل شناسایی شده بود. داده‌ها نشان دادند که استفاده از معاملات الگوریتمی، بتای هوشمند و ابزارهای مبتنی بر هوش مصنوعی می‌تواند به افزایش سرعت واکنش، بهبود ارزیابی ریسک و کاهش بخشی از ریسک عملیاتی کمک کند. این یافته با نتایج پاندی و همکاران همسو است که نقش ابزارهای مبتنی بر هوش مصنوعی و ارزیابی ریسک سیستماتیک را در عملکرد تعدیل‌شده برحسب ریسک صندوق‌های کمی مورد توجه قرار دادند (Pandey et al., 2025). در شرایط بحرانی که حجم اطلاعات و سرعت تغییرات بازار افزایش می‌یابد، توان پردازش سریع اطلاعات می‌تواند اهمیت بیشتری نسبت به شرایط عادی داشته باشد. در واقع، فناوری به خودی خود یک استراتژی سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شود، بلکه ظرفیت اجرایی صندوق برای پیاده‌سازی سریع‌تر و دقیق‌تر سایر استراتژی‌ها را تقویت می‌کند. بنابراین، تفاوت میان صندوق‌ها از نظر زیرساخت تحلیلی و فناوری می‌تواند باعث شود دو صندوق در مواجهه با شرایط محیطی مشابه، واکنش‌های متفاوت و نتایج متفاوتی تجربه کنند.

در کنار ظرفیت فناوریانه، الزامات هزینه‌ای اجرای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز به‌عنوان شرایط مداخله‌گر شناسایی شد. بازآرایی پرتفوی، افزایش حجم معاملات، استفاده از تیم‌های تحلیل تخصصی و بهره‌گیری از فناوری‌های پیشرفته همگی هزینه‌بر هستند. بنابراین، تصمیم برای تغییر استراتژی تنها به جذابیت یک فرصت جدید بستگی ندارد، بلکه باید هزینه انتقال از وضعیت موجود به وضعیت جدید نیز در نظر گرفته شود. این یافته از نظر مفهومی با تمایز میان مدیریت فعال و غیرفعال مرتبط است. مدیریت فعال معمولاً مستلزم تحلیل مستمر و تعداد معاملات بیشتر است، در حالی که مدیریت غیرفعال بر کاهش تغییرات پرتفوی و دنبال کردن شاخص تمرکز دارد. بررسی‌های انجام‌شده نشان داده‌اند که با وجود گسترش سرمایه‌گذاری غیرفعال، مدیریت فعال همچنان در بازارهای مالی حضور پررنگی دارد (Gruber, 2025) و نحوه مواجهه مدیران فعال با رشد سرمایه‌گذاری غیرفعال نیز به تحول در منطق تصمیم‌گیری آنها منجر شده است (Millo et al., 2023). همچنین انتقال گسترده از مدیریت فعال به غیرفعال می‌تواند پیامدهایی فراتر از سطح یک صندوق و حتی برای ثبات بازار مالی داشته باشد (Anadu et al., 2020). در نتیجه، انتخاب میزان فعالیت در بازآرایی پرتفوی در دوره بحران باید در چارچوب موازنه میان منافع واکنش سریع و هزینه اجرای آن تحلیل شود.

یافته‌های مربوط به بعد راهبردها نشان داد که مدیران صندوق‌ها از مجموعه‌ای متنوع از رویکردها شامل نگهداری و بازآرایی پرتفوی، ارزش‌گذاری و انتخاب سهام، زمان‌بندی بازار، استراتژی مبتنی بر خبر، معاملات معکوس و راهبردهای فناوری محور استفاده کرده‌اند. این تنوع نشان می‌دهد که در دوره بحران هیچ راهبرد واحدی پاسخ‌گوی تمامی شرایط نبوده است. یافته مربوط به زمان‌بندی بازار با نتایج بن خلیفه و ارسی همسو است؛ آنان نشان دادند که در جریان شیوع کووید-۱۹ توانایی زمان‌بندی بازار در میان مدیران صندوق‌های اسلامی مناطق مختلف متفاوت بوده و برخی مدیران توانسته‌اند از این قابلیت در دوره بحران استفاده کنند (Ben Khelifa & Arsi, 2024). همچنین یافته‌های نبی‌زاده و سپهوند درباره ارتباط مدیریت فعال با عملکرد صندوق‌های مشترک از اهمیت تصمیم‌گیری فعال در تنظیم پرتفوی حمایت می‌کند (Nabizadeh & Sepahvand, 2020). با این حال، نتایج فنگ و پاریدا نشان داده است که صندوق‌های فعال پایدار الزاماً در دوره کووید-۱۹ برتری معناداری نسبت به صندوق‌های غیرفعال نداشته‌اند (Fang & Parida, 2025). این تفاوت بیانگر آن است که فعال بودن به خودی خود تضمین‌کننده عملکرد بهتر نیست و کیفیت تحلیل، زمان تصمیم و انطباق راهبرد با وضعیت واقعی بازار اهمیت بیشتری دارد.

استفاده از استراتژی مبتنی بر خبر که یکی از پرتکرارترین کدهای اولیه پژوهش بود، نیز می‌تواند در چارچوب ویژگی خاص بحران کرونا تبیین شود. در این دوره، انتشار اخبار مربوط به میزان ابتلا، محدودیت‌های اقتصادی، واکسیناسیون، سیاست‌های حمایتی و بازگشایی فعالیت‌ها می‌توانست به سرعت انتظارات بازار را تغییر دهد. بنابراین، مدیران ناچار بودند علاوه بر اطلاعات مالی سنتی، به جریان اطلاعات جدید نیز توجه کنند. با این حال، اتکای شدید به اخبار می‌تواند زمینه رفتارهای هیجانی و تصمیم‌های بیش‌واکنشی را نیز فراهم سازد. یافته وانگ درباره خودانتسابی مدیران صندوق و ارتباط آن با معاملات بیش از حد و ریسک‌پذیری بیشتر نشان می‌دهد که تصمیم‌های مدیران همیشه صرفاً تابع تحلیل عینی اطلاعات نیست و سوگیری‌های رفتاری نیز می‌توانند بر آنها اثرگذار باشند (Wang, 2024). از این رو، استفاده مؤثر از راهبرد مبتنی بر خبر نیازمند ترکیب سرعت واکنش با سازوکارهای تحلیلی برای کنترل خطاهای رفتاری است.

در بعد پیامدها، یافته‌ها نشان داد که اجرای راهبردهای فوق به تغییر در موازنه ریسک و بازده، ترکیب و موقعیت نقدینگی پرتفوی، هزینه‌های اجرای استراتژی و جهت‌گیری استراتژیک صندوق منجر شده است. مهم‌ترین نکته آن است که این پیامدها مستقل از یکدیگر نیستند. برای مثال، افزایش نقدشوندگی ممکن است انعطاف صندوق را بهبود بخشد، اما در عین حال فرصت کسب بازده از برخی دارایی‌های کم‌نقدشونده را کاهش دهد؛ افزایش معاملات می‌تواند امکان واکنش سریع‌تر را فراهم کند، اما هزینه اجرا را بالا ببرد؛ و انتقال به صنایع مقاوم‌تر می‌تواند ریسک را کاهش دهد، اما ساختار تنوع‌بخشی پرتفوی را تغییر دهد. پژوهش سو و همکاران نیز نشان می‌دهد که بهینه‌سازی پرتفوی در محیط‌های دارای ریسک‌های متعدد مستلزم در نظر گرفتن هم‌زمان مجموعه‌ای از ریسک‌ها و ملاحظات تخصیص دارایی است (Su et al., 2025). این نتیجه با یافته مرکزی پژوهش حاضر سازگار است که مدیریت رابطه ریسک، بازده و ارزش را نه یک تصمیم مقطعی، بلکه یک فرایند پویا و به‌هم‌پیوسته در نظر می‌گیرد.

در نهایت، مقوله مرکزی «تطبیق راهبردی سرمایه‌گذاری از طریق مدیریت پویای رابطه ریسک، بازده و ارزش» بیانگر جمع‌بندی مفهومی یافته‌های پژوهش است. این مقوله نشان می‌دهد که مدیران صندوق در شرایط بحران باید به جای تداوم مکانیکی یک استراتژی از پیش تعیین‌شده، به‌طور مستمر اعتبار مفروضات خود درباره ریسک، بازده و ارزش را ارزیابی کنند. این تفسیر با یافته‌های مربوط به رفتار صندوق‌های ESG نیز قابل ارتباط است، زیرا راغوناندان و راجگوپال نشان دادند که عنوان یا جهت‌گیری اعلام‌شده یک صندوق لزوماً بیانگر رفتار واقعی سرمایه‌گذاری آن نیست و ارزیابی تصمیم‌های واقعی پرتفوی اهمیت دارد (Raghu­nandan & Rajgopal, 2022). همچنین کیفیت حاکمیت و نقش مدیران صندوق در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری از عواملی است که می‌تواند بر نحوه اجرای این سازگاری اثر بگذارد (He et al., 2018). بنابراین، نتیجه کلی پژوهش حاضر این است که کارایی صندوق در محیط‌های بحرانی بیش از آنکه به پایداری به یک طبقه‌بندی ثابت از استراتژی‌ها وابسته باشد، به ظرفیت آن برای تشخیص تغییر شرایط، تفسیر درست اطلاعات، بازتنظیم ساختار پرتفوی و ترکیب انعطاف‌پذیر ابزارهای مختلف تصمیم‌گیری بستگی دارد.

پژوهش حاضر با چند محدودیت همراه بود که باید در تفسیر نتایج مورد توجه قرار گیرد. نخست، ماهیت کیفی پژوهش و استفاده از نظریه داده‌بنیاد موجب می‌شود یافته‌ها بیشتر بیانگر تجربه و ادراک مشارکت‌کنندگان باشند و تعمیم آماری آنها به همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری امکان‌پذیر نباشد. دوم، نمونه پژوهش شامل ۹ نفر از مدیران صندوق‌ها و اعضای هیئت علمی متخصص بود؛ اگرچه نمونه‌گیری تا دستیابی به اشباع نظری ادامه یافت، حضور مدیران صندوق‌های بیشتر، تحلیلگران مستقل، مدیران ریسک و سایر فعالان بازار می‌توانست تنوع دیدگاه‌ها را افزایش دهد. سوم، داده‌های پژوهش بر بازخوانی تجربه مدیران از دوره بحران کرونا متکی بود و فاصله زمانی میان وقوع برخی رویدادها و انجام مصاحبه ممکن است بر نحوه یادآوری جزئیات اثر گذاشته باشد. همچنین تفاوت میان انواع صندوق‌ها از نظر اندازه، ترکیب دارایی‌ها، درجه ریسک‌پذیری و محدودیت‌های اجرایی به‌طور مستقل در مدل بررسی نشد و احتمال دارد برخی راهبردهای شناسایی‌شده در انواع مختلف صندوق‌ها از اهمیت متفاوتی برخوردار باشند.

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده الگوی استخراج‌شده در این مطالعه با استفاده از روش‌های کمی و در نمونه‌ای گسترده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری آزمون و اعتبارسنجی شود تا قدرت تبیین روابط میان شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها مشخص شود. همچنین می‌توان پژوهش‌های مقایسه‌ای میان صندوق‌های سهامی، مختلط، درآمد ثابت و سایر انواع صندوق‌ها انجام داد و بررسی کرد که ساختار دارایی‌ها و محدودیت‌های هر صندوق چگونه بر انتخاب راهبرد در دوره بحران اثر می‌گذارد. بررسی تطبیقی رفتار صندوق‌ها در بحران کرونا با سایر شوک‌های اقتصادی و مالی نیز می‌تواند مشخص کند کدام عناصر مدل ماهیت عمومی و کدام عناصر وابسته به ویژگی خاص بحران‌های سلامت هستند. افزون بر این، پیشنهاد می‌شود نقش متغیرهایی مانند کیفیت حاکمیت صندوق، تجربه مدیر، سطح سواد فناورانه، ظرفیت تحلیل داده، اندازه صندوق و میزان خروج

یا ورود سرمایه‌گذاران به‌عنوان عوامل تعدیل‌کننده بررسی شود. استفاده از طرح‌های طولی و ترکیب داده‌های مصاحبه با داده‌های واقعی معاملات و ترکیب پرتفوی نیز می‌تواند تصویری دقیق‌تر از چگونگی تغییر استراتژی در طول مراحل مختلف یک بحران ارائه دهد.

بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری فرایندی رسمی و ازپیش‌تعریف‌شده برای بازنگری استراتژی در شرایط بحرانی طراحی کنند تا در صورت افزایش معنادار نوسانات، تغییر رابطه ریسک و بازده، اختلال در ارزش‌گذاری یا کاهش نقدشوندگی بازار، مدیران ملزم به ارزیابی مجدد استراتژی جاری شوند. همچنین مناسب است ارزش‌گذاری دارایی، زمان‌بندی بازار، مدیریت نقدینگی و کنترل ریسک به‌صورت اجزای یک فرایند یکپارچه تصمیم‌گیری طراحی شوند، نه فعالیت‌هایی مستقل از یکدیگر. تقویت تیم‌های تحلیل داده، توسعه زیرساخت‌های معاملات الگوریتمی و ابزارهای هوش مصنوعی، طراحی سناریوهای بحران، تعیین حداقل‌های نقدشوندگی برای پرتفوی و تعریف نقاط مشخص برای ورود، خروج و بازآرایی دارایی‌ها می‌تواند آمادگی صندوق را برای شوک‌های آینده افزایش دهد. علاوه بر این، مدیران باید پیش از اجرای تغییرات گسترده در پرتفوی، هزینه‌های معاملاتی و تحلیلی ناشی از تغییر استراتژی را در کنار منافع مورد انتظار آن ارزیابی کنند و سازوکاری برای کنترل اثر سوگیری‌های رفتاری و واکنش‌های هیجانی به اخبار ایجاد نمایند. در سطح حاکمیتی نیز تدوین دستورالعمل‌های مشخص برای نحوه واکنش به بحران و ثبت دلایل تغییر استراتژی می‌تواند شفافیت و انسجام تصمیم‌گیری را افزایش دهد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

موازین اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازین و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Alqadhib, H., Kulendran, N., & Seelanatha, L. (2022). Impact of COVID-19 on Mutual Fund Performance in Saudi Arabia. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 64-89. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2056361>
- Anadu, K., Kruttli, M., McCabe, P., & Osambela, E. (2020). The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability? *Financial Analysts Journal*, 76(4), 23-39. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1779498>
- Bazrafshan, A. (2022). Examining the Disclosure of the Financial Effects of COVID-19 and the Performance of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Torbat Heydariyeh University of Medical Sciences*, 10(2), 74-83.
- Ben Khelifa, S., & Arsi, S. (2024). Islamic Equity Funds and Stock Market: Dynamic Relation and Market Timing during the COVID-19 Outbreak. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 40(4), 837-850. <https://doi.org/10.1108/JEAS-08-2021-0173>

- Dehbashi, M. (2024). Testing the Impact of the COVID-19 Pandemic on the Capital Market Price Index in Iran. *Investment Knowledge*, 13(51), 301-318.
- Dolo, M., Fadaei Moloudi, H., & Safari Taherkhani, A. (2021). Examining the Stock Allocation Strategy Based on the Equal Risk Approach. *Financial Management Strategy*, 9(1), 25-53.
- Fang, F., & Parida, S. (2025). Do Active Sustainable Equity Funds Outperform Their Passive Peers? Evidence from the COVID-19 Pandemic. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(10), 530. <https://doi.org/10.3390/jrfm18100530>
- Gruber, M. J. (2025). Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *Annals of Operations Research*, 346, 15-39. <https://doi.org/10.1007/s10479-024-06247-3>
- He, Z., Kusy, M., Singh, D., & Trabelsi, S. (2018). Should We Trust Fund Managers? A Close Look at the Canadian Mutual Fund Governance. In (Vol. 20, pp. 105-130). <https://doi.org/10.1108/S1569-373220180000020005>
- Jacob, J., Gupta, N. K., & Gopalakrishnan, B. (2024). Mutual Fund Asset Allocation during COVID-19: Evidence from an Emerging Market. *Applied Economics*, 56(13), 1545-1563. <https://doi.org/10.1080/00036846.2023.2176458>
- Karami, G., & Asghari, A. (2023). Examining the Impact of Management Characteristics and Financial Strategies on the Risk-Taking of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 25(4), 529-556.
- Lorenzo, L., & Arroyo, J. (2023). Online Risk-Based Portfolio Allocation on Subsets of Crypto Assets Applying a Prototype-Based Clustering Algorithm. *Financial Innovation*, 9, 25. <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00438-2>
- Mazaheri, S., Ebrahimi Kahriz Sangi, K., & Aghaei Chadgani, A. (2025). The Value-Growth Effect as an Artificial Construct of Market Mispricing Based on Behavioral Biases: Contrarian and Consistent Strategies. *Investment Knowledge*, 14(54), 83-106.
- Millo, Y., Spence, C., & Valentine, J. J. (2023). Active Fund Managers and the Rise of Passive Investing: Epistemic Opportunism in Financial Markets. *Economy and Society*, 52(2), 227-249. <https://doi.org/10.1080/03085147.2023.2172252>
- Nabizadeh, A., & Sepahvand, F. (2020). The Impact of Active Management on the Performance of Mutual Funds Active on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 22(3), 366-387.
- Pandey, K., Gautam, I., Arora, B., Wasade, S., Singh, P., & Sharma, T. (2025). Statistical Assessment of Inception Return and Systematic Risk on the Reward-Risk Performance of Artificial Intelligence-Based Quant Mutual Funds in India. *International Insurance Law Review*, 33(S5), 822-836.
- Papathanasiou, S., Dokas, I., & Koutsokostas, D. (2022). Value Investing versus Other Investment Strategies: A Volatility Spillover Approach and Portfolio Hedging Strategies for Investors. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101764. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101764>
- Raghuandan, A., & Rajgopal, S. (2022). Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments? *Review of Accounting Studies*, 27, 822-863. <https://doi.org/10.1007/s11142-022-09693-1>
- Rahmani, A., Hosseini, S. A., & Kashef, M. (2016). Examining the Impact of Mutual Fund Characteristics on Their Performance. *Asset Management and Financing*, 4(2), 15-28.
- Su, Q., Zhou, P., & Ding, H. (2025). Portfolio Optimization of Diversified Energy Transition Investments with Multiple Risks. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 219, 115844. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2025.115844>
- Tehrani, R., Bigdeli, J., & Erfani, M. (2024). Examining the Risk-Shifting Motives of Mutual Fund Managers in Bull and Bear Markets and Their Impact on Returns. *Financial Management Strategy*, 12(1), 139-160.
- Wang, M. (2024). Heads I Win, Tails It's Chance: Mutual Fund Performance Self-Attribution.