

تأثیر برخی عوامل و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر بازدهی این صندوق‌ها

مهدی مرادزاده فرد^۱، امیرحسین حسین پور^{۲*}، مهدی مولایی نژاد^۳

۱- هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، کرج، ایران

moradzadehfard@kiau.ac.ir

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران

hossein.accountant@yahoo.com

۳- حسابرس داخلی کارگزاری و صندوق سرمایه‌گذاری بانک سپه و مدرس دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

M_molaeinezhad@yahoo.com

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران انجام شده است؛ این متغیرها عبارت از: تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها؛ بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها؛ رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیران صندوق‌ها)؛ نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌ها؛ اندازه صندوق‌ها؛ عمر صندوق‌ها؛ ارزش صدور و ارزش ابطال صندوق‌ها و بازده بازار است. در این پژوهش اطلاعات ۳۹ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در یک بازه زمانی ۲۴ ماهه از مهر ماه سال ۱۳۹۰ تا شهریور ماه سال ۱۳۹۲ بررسی شده است. برای تخمین پارامترهای الگو از الگوی رگرسیون معمولی (OLS) و داده‌های مختلط (دیتا پانل) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، نسبت فعالیت معاملاتی صندوق، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال، بازده بازار و بازده صندوق رابطه معناداری وجود دارد، ولی بین بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها و بازده صندوق‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین شواهد حاکی از این است که بین رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیران صندوق‌ها) و بازدهی صندوق‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، تعداد واحد سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها، رتبه کارگزاری‌ها، بازدهی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک.

مقدمه

در تمام جوامع امروزی، واحدهای صنعتی، خدماتی و یا بازرگانی برای فعالیت در جامعه نیاز به منابع مالی کافی برای فعالیت دارند و این واحدها به جهت کاهش ریسک فعالیت خود، به انتشار اوراق بهادار مبادرت می‌کنند و از این طریق وجوه مازاد افراد و خانوارها و اشخاص حقوقی را به طرف خود می‌کشانند. با عنایت به این امر که همه سرمایه‌گذاران بازار سرمایه به دنبال افزایش منافع خود هستند و با نگاه به ریسک‌هایی که در صنایع مختلف وجود دارد، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری، خود باید به تجزیه و تحلیل دقیق گزارش‌های مالی و اوراق بهادار اقدام کرده و یا از مشاوران و متخصصان بازارهای مالی و یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۱ برای سرمایه‌گذاری خود استفاده کنند. بر اساس قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، صندوق سرمایه‌گذاری به شرح زیر تعریف شده است؛ نهادی مالی که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک‌اند [۱۲].

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، مجموعه‌ای از وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و اقدام به خرید اوراق بهادار گوناگون طبق اساسنامه و امیدنامه صندوق می‌کند و امکان مدیریت حرفه‌ای و متنوع سازی مناسب را فراهم می‌آورد موضوعی که سرمایه‌گذاران خرد به تنهایی قادر به انجام آن نیستند [۴]. این صندوق‌ها در ایران با مدیریت شرکت‌های کارگزاری اداره می‌شوند و با مقررات خاص خود که تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است؛ فعالیت می‌کنند.

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یکی از انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که با ساختار سرمایه متغیر (به شکل امروزی) برای بار نخست در شهر بوستون آمریکا در سال ۱۹۲۴ ایجاد شد [۲۱]. از آن سال تاکنون صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جهان به ویژه در آمریکا به صورت موفقیت آمیزی فعالیت خود را توسعه داده‌اند، به طوری که طی سالیان گذشته تعداد این صندوق‌ها در دنیا همواره رو به صعود بوده و این تعداد از ۵۱۶۷۱ صندوق در سال ۲۰۰۰ به بیش از ۶۶۳۵۰ صندوق در پایان سال ۲۰۰۷ رسید [۵]. این صندوق‌ها در ایران برای اولین بار در قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ مورد توجه قرار گرفت. از مرداد ماه سال ۱۳۸۷ به بعد تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر افزایش یافت. به طور مثال تا ۳ ماهه اول سال ۱۳۸۹، ۳۷ صندوق سرمایه‌گذاری فعال در ایران فعالیت می‌کردند که از این تعداد ۴ صندوق با درآمد ثابت و ۳۳ صندوق سهام بود [۱۳]. با توجه به عمر کم این صندوق‌ها در ایران، از زمانی که به وجود آمده‌اند تا کنون، شواهد نشان می‌دهد که رشد زیادی کرده‌اند. این رشد نمایانگر اقبال عمومی سرمایه‌گذاران به آن‌ها در عرصه اقتصاد ملی است [۱۴]. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر^۲ و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^۳ دو صندوقی هستند که در زمینه مدیریت سبد سهام مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته‌اند. ساختار صندوق‌ها به صورتی هستند که ۲ گروه ارکان نظارتی و ارکان مدیریتی برای آنها در نظر گرفته شده است. تعبیه ارکان متعدد نظارتی بر عملکرد صندوق‌ها و ایجاد ساز و کار نظارتی مستمر به افزایش سیاست‌های کنترل داخلی، کاهش ریسک دارایی‌ها و کسب بازدهی

2. Open End Funds
3. Closed End Funds

1. Mutual Fund

به این صورت مطرح می‌گردد که آیا تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، رتبه کارگزاری‌ها (مدیران صندوق‌ها) و بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها در کنار متغیرهای دیگر همچون نسبت فعالیت معاملاتی، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر می‌گذارد؟

چارچوب نظری

بررسی رابطه حجم معاملات، تغییر قیمت و بازده سهام از موضوع‌های است که از سال ۱۹۵۹ تا کنون مورد توجه شدید پژوهشگران مالی و اقتصادی قرار گرفته است و اولین پژوهشگری که به ارتباط حجم معاملات و تغییر قیمت پرداخت، آسبورن بود [۲]. از دلایلی که به منظور توجیه ارتباط مثبت بین بازده سهام و حجم معاملات ارائه شده است موضوع یو شکل^۵ بودن تغییرات قیمت و حجم معاملات در طول یک روز معاملاتی است که این کار توسط کالف، لیو و فام با استفاده از تعداد خبرهای وارده به بازار، قدرمطلق بازدهی و حجم معاملات به بررسی نوسان‌های بازده و ورود اطلاعات در طول یک روز معاملاتی (۱۲ دوره نیم ساعته) انجام گرفته است؛ که از مطالعه کالف، لیو و فام می‌توان نتیجه گرفت که فزونی گرفتن حجم معاملات، تغییر قیمت و تعداد اخبار رسیده به بازار در دوره‌های آغاز و پایان معاملات در هر روز، دلیلی برای ارتباط مثبت این متغیرهاست [۲] و در این پژوهش از حجم معاملات برای محاسبه نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک استفاده شده است. جاود (۲۰۰۸) در پژوهشی اندازه صندوق را به عنوان عامل اثرگذار بر بازدهی صندوق‌ها معرفی کرد و

معقول متناسب با سطح ریسک پذیرفته شده منجر می‌شود [۳].

یکی از معیارهای مهم تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، نرخ بازدهی صندوق است. این بازدهی توسط مدیریت صندوق‌ها با استفاده خالص ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری^۱ در پایان هر روز افشا می‌شود. خالص ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری عبارت از ارزش روز دارایی‌های صندوق در پایان آن روز منهای بدهی‌های صندوق در پایان آن روز تقسیم بر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران در پایان همان روز است. قیمت صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری با استفاده از همین نرخ (خالص ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری) پس از منظور نمودن هزینه معامله مشخص می‌شود. این بر خلاف شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که ارزش سهام آنها با توجه به عرضه و تقاضا بازار مشخص می‌شود.

طبق پژوهش‌های انجام شده از جمله جاود^۲ (۲۰۰۹)، تالات و راف^۳ (۲۰۰۹)، کارپوف^۴ (۱۹۸۷)، پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) و سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) تأثیر برخی عوامل و ویژگی‌های صندوق‌ها از جمله حجم معاملات، که بر نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌ها تأثیر می‌گذارد، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار بر بازدهی صندوق‌ها مورد تأیید قرار گرفته است. در این پژوهش نیز در کنار متغیرهای مذکور، در جهت توسعه مدل‌های قبلی، از متغیرهای دیگری همچون تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها و رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیر صندوق‌ها) استفاده شده است. لذا مسأله پژوهش حاضر

1 Net Asset Value (NAV)

2. Javed

3. Talat & Rauf

4. Karpoff

5. U-Shape

طبق منحنی یادگیری^۱، هنگامی که شخصی فعالیتی را به صورت مداوم انجام می‌دهد، آن شخص در انجام آن فعالیت مهارت پیدا می‌کند و به مرور زمان آن فعالیت را با کیفیت بالاتری انجام می‌دهد [۱۷]؛ به همین جهت از عمر صندوق به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌ها، استفاده شده است. در پژوهش‌هایی که در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام شده است اثر متغیرهایی از جمله ارزش صدور، ارزش ابطال و اندازه صندوق بر بازده صندوق تأیید شده است [۱۷، ۲۲]. همچنین با توجه به پژوهشی که سعیدی و همکاران (۱۳۸۹)، در رابطه با عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام، انجام داده است و در پیشینه پژوهش نیز به آن اشاره شده است، بازده بازار به عنوان متغیر اثرگذار بر بازده صندوق در نظر گرفته شده است [۷].

پیشینه پژوهش

استفن و پتریک^۲ (۲۰۱۴)، نشان دادند که تحلیلگران خرید محور به طور قابل توجهی بر تصمیم‌های معاملات تأثیر می‌گذارند. آنها بیان کردند مدیران صندوق‌ها به شدت از پیشنهادهاى تحلیلگران پیروی می‌کنند. بازده‌های غیرعادی نسبت به پیشنهادهاى تحلیلگران خرید محور باعث تأثیر بر عملکرد معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. معاملات انجام شده از طریق پیشنهادهاى تحلیلگران خرید محور نسبت به دیگر معاملات، بازدهی بالاتری دارند. در کل، تأثیر تحلیلگران خرید محور مؤثرتر از تحلیلگران فروش محور است [۲۵]. چن^۳ و همکاران (۲۰۱۳) نیز به تأثیر برون سپاری مدیریت صندوق‌های

استدلال او این بود که هر چه صندوق بزرگتر باشد می‌تواند تنوع بیشتری ایجاد کند و این بر عملکرد صندوق اثر گذار است [۲۲]. متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش براساس مبانی نظری و همچنین براساس پژوهش‌های انجام شده در این حوزه گردآوری شده است.

با توجه به این که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بانکی از بیه و پشتوانه مالی و نقدینگی بالاتری نسبت به صندوق‌های غیر بانکی برخوردار است، در نتیجه می‌توان استنباط کرد که این حجم نقدینگی می‌تواند در میزان سرمایه‌گذاری و حجم معاملات و در نتیجه بازدهی آن‌ها تأثیر بگذارد. همچنین با توجه به این که رتبه‌بندی کارگزاران بر مبنای میزان سرمایه، تعداد مشتریان، دفتر پذیرش فعال و سایر عوامل اعتباری مربوط به کارگزاران از طرف مدیریت نظارت بر کارگزاران سازمان بورس و اوراق بهادار صورت می‌گیرد، می‌توان بیان کرد، کارگزاران، که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، می‌توانند با توجه به رتبه خود به اعتبار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک خود بیفزایند و با توجه به این که یکی از مواردی که سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری خود مدنظر قرار می‌دهند عوامل محیطی صندوق‌هاست [۱۰]، این افزایش اعتبار باعث افزایش مشتریان صندوق‌ها و در نتیجه باعث افزایش حجم معاملات و در نهایت باعث افزایش بازدهی صندوق‌ها می‌شود. همچنین به دلیل این که افزایش تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری در دست سرمایه‌گذاران بر نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌افزاید و این نقدینگی در میزان حجم معاملات صندوق‌ها مؤثر است، بنابراین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری می‌تواند بر بازده صندوق‌ها تأثیر گذار باشد.

1. Learning Curve
2. Stefan & Patrich
3. Chen

این بود که هر چه صندوق بزرگتر باشد، می‌تواند تنوع بیشتری ایجاد کند و این می‌تواند بر عملکرد صندوق اثر گذار باشد و همچنین او گفت پیشینه مدیر صندوق که همان سوابق مدیر سبد و رشته تحصیلی وی است بر بازده صندوق اثر گذار است. در این پژوهش تأثیر سابقه صندوق بر بازدهی آن رد شد [۲۲]. در پژوهشی دیگر وبر^۲ (۲۰۰۷) به بررسی انتخاب بهترین سبد سرمایه‌گذاری با کمترین ریسک، پرداخت. نتایج این پژوهش تأیید کننده نتایج پژوهش‌های قبلی بود که همگی بیان می‌داشتند با افزایش تعداد سهام خریداری شده از شرکت‌های مختلف و ایجاد یک سبد سرمایه‌گذاری می‌توان ریسک سرمایه‌گذاری را به حداقل رساند و وبر این پژوهش را در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام و به نتایج یکسانی رسید [۲۸]. ادیسون وسلی^۳ (۲۰۰۵) در پژوهشی به بررسی نقش مدیران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخت. وی در پژوهش مذکور با توجه به معیارهای از پیش تعیین شده اقدام به تفکیک مدیران حرفه‌ای از غیر حرفه‌ای نمود و سپس به بررسی نقش این مدیران در بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخت. نتایج پژوهش او نشان داد که مدیران حرفه‌ای عملکرد بهتری نسبت به مدیران غیر حرفه‌ای دارند [۱۸]. ماموقلی و دابوسی^۴ (۲۰۰۳) نیز به بررسی بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ریسک این صندوق‌ها پرداخت. نتایج پژوهش او نشان داد با توجه به ریسک صندوق‌ها، بازدهی آنها مناسب بوده است [۲۴]. آرتیکیس^۵ (۲۰۰۳) نیز به بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخت. وی برای این منظور از میزان خرید و فروش واحدهای این

سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد و انگیزه‌های این صندوق‌ها پرداختند. آن‌ها بیان کردند، صندوق‌ها، مدیریت یک قسمت بزرگی از صندوق خود را به شرکت‌های مشاوره‌ای، برون‌سپاری می‌کنند. پژوهشگران مذکور گفتند، بعد از انجام اقدامات اولیه برون‌سپاری در صندوق‌ها، عملکرد صندوق‌ها، به طور تخمینی سه برابر بیشتر از زمان کنونی می‌شود. ضمناً آن‌ها گفتند که صندوق‌های برون‌سپاری شده انگیزه‌های بیشتری در جهت سرمایه‌گذاری دارند، ولی احتمال دارد به سبب عملکرد ضعیف صندوق برون‌سپاری شده و ریسک طلبی بیش از اندازه مدیران صندوق مذکور، باعث شود صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با شکست مواجه شود [۲۰]. ونگ^۱ (۲۰۱۰) نیز به تأثیر برخی از پیش‌بینی‌کننده‌هایی همچون ریسک غیر متعارف (بازده‌های غیر عادی گذشته) بر بازدهی صندوق پرداخت که نتیجه گرفت اگر در گذشته بازده غیر عادی بالا باشد، باعث کاهش بازده مورد انتظار در آینده می‌شود و بر عکس آن نیز صادق است [۲۷]. تالات و راف (۲۰۰۹) در پژوهشی رابطه اندازه صندوق و بازده صندوق را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسید که اندازه صندوق با بازدهی آن ارتباطی ندارد و نتیجه دیگر این پژوهش، تأیید تأثیر عمر صندوق، هزینه صندوق و نسبت فعالیت بر بازده صندوق بود. بنابراین او بیان کرد که صندوق‌های پر سابقه، دارای بازده بیشتری هستند و به صورت کاراتری عمل می‌کنند [۲۶]. جاود (۲۰۰۹) در پژوهشی بیان کرد ریسک (بتا و انحراف معیار) بر عملکرد صندوق‌ها اثر گذار است. به عبارتی، هرچه ریسک بیشتر باشد بازده صندوق بالاتر است. عامل اثر گذار دیگر، اندازه صندوق معرفی کرده است. استدلال پژوهشگر مذکور

2. Weber

3. Addison wesley

4. Mamoghli & Daboussi

5. Artikis

1. Wang

صندوق‌ها تقسیم کردند و نتایج پژوهش آنها نشان داد که در صندوق‌های با درآمد ثابت که عمده سرمایه‌گذاران آن اشخاص حقوقی هستند بازدهی بهتری نسبت به صندوق‌های با درآمد متغیر که عمده سرمایه‌گذاران آن اشخاص حقیقی هستند، دارند و همچنین نتایج بررسی‌های دیگر پژوهشگران نشان داد که در مورد سایر صندوق‌ها نیز سرمایه‌گذاران حقوقی عملکرد بهتری نسبت به سرمایه‌گذاران حقیقی دارند [۱۴]. سعیدی و سعیدی (۱۳۸۷) پژوهشی بر مبنای ارتباط بین جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار انجام دادند و جریان سرمایه را به سه بخش صدور، ابطال و خالص جریان‌های نقدی تقسیم بندی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد، بر اساس اطلاعات ماهانه، ارزش جاری صدور خالص وجه نقد بر بازده بازار اثر گذار است، ولی بر اساس اطلاعات هفتگی تأثیر آن‌ها تأیید نشد [۶]. پور زمانی و همکاران (۱۳۸۹) نیز پژوهشی مبنی بر تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی ۱۳ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در ایران در دوره زمانی ۶۵ هفته‌ای انجام دادند و نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین نوسان‌های بازده صندوق تا دوره قبل، بازده دوره گذشته صندوق، سن صندوق، نرخ گردش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق تا دوره قبل و بازده کسب شده توسط صندوق همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین شواهد حاکی از آن است که میان دارایی‌های تحت مدیریت صندوق در دوره قبل، هزینه‌های صندوق، نرخ رشد پول جدید نسبت به دوره قبل و بازدهی صندوق تفاوت معناداری وجود دارد [۳]. همچنین سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) عوامل مؤثر بر بازدهی ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۵۲ هفته‌ای مورد بررسی قرار دادند؛ پژوهشگران مذکور

صندوق‌های سرمایه‌گذاری و همچنین از بازدهی این صندوق‌ها به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد استفاده نمود [۱۹]. کارپوف^۱ (۱۹۸۷) در یک مطالعه جامع از پژوهش‌های تجربی نظری در رابطه با تغییرات قیمت سهام و حجم معاملات، مشاهده نمود که اغلب مطالعات به بررسی روابط همزمان بین حجم معاملات و تغییر قیمت پرداخته‌اند و اکثراً نیز این ارتباط را مثبت به دست آورده‌اند [۱۹].

قالیباف اصل و کردی (۱۳۹۲)، به بررسی رابطه بین نسبت فعالیت معاملاتی و ریسک، بازده و تنوع سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پرداختند و نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌های دارای مدیر سرمایه‌گذاری مرد، کم تجربه، با تحصیلات پایین‌تر و جوان‌تر بیشتر از صندوق‌های دارای مدیر سرمایه‌گذاری زن، با تجربه، با تحصیلات بالاتر و مسن‌تر است [۱۱]. عزیزی و شریف‌فر (۱۳۹۲) نیز به بررسی عواملی پرداختند که در رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌ها اثرگذار هستند. این دو پژوهشگر در پژوهش خود از دو شاخه کمی - کیفی استفاده کردند. در نهایت به این نتیجه رسیدند که مهمترین عوامل مؤثر بر انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به ترتیب اولویت عبارتند از: بازدهی و عملکرد، دانش و شناخت سرمایه‌گذاران از صندوق، درجه ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار، عوامل محیطی، عمر بالا/حجم و اندازه صندوق، دسترسی و در انتها تبلیغات و اطلاع‌رسانی است [۱۰]. مولایی‌نژاد و عطایی (۱۳۹۱) نیز در پژوهشی نقش سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی را بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بررسی کردند و آنها صندوق‌ها را به دو بخش با درآمد ثابت و سایر

1. Karpoff

بر اساس نتایج به دست آمده بین بازده تعدیل شده بر اساس ریسک صندوق‌ها که بر مبنای ضریب بتا تعدیل شده است، با بازده بازار تفاوت معناداری وجود ندارد و همچنین بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، با توجه به معیارهای شارپ، ترینر، سورتینو، در سال‌های مورد بررسی، تفاوت معناداری وجود ندارد. اما معیار بازده تفاضلی جنسن وجود تفاوت معنادار بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلف را در سال ۱۳۸۷ و در دوره دو سال ۸۸-۱۳۸۷ رد نکرد [۸]. نظرپور و ابراهیمی (۱۳۸۸) نیز پژوهشی در رابطه با طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه انجام دادند که در پژوهش خود به این موضوع اشاره کردند که صندوق ضمن رعایت فقه اسلامی باید به گونه‌ای طراحی شوند که از سوددهی مطلوب برخوردار باشند و در نتیجه باعث استقبال عمومی شوند. در این راستا پژوهشگران ضمن معرفی ویژگی‌ها و بیان کارکرد برخی اوراق بهادار اسلامی، به طراحی و تبیین ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با اوراق بهادار اسلامی پرداختند [۱۶]. در پژوهش دیگری اسلامی بیگدلی و همکاران (۱۳۸۴) به بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس شاخص‌های ترینر، جنسن، شارپ پرداختند؛ نتیجه آن‌ها به این صورت بود که اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و رتبه نقدشوندگی آن‌ها بر عملکردشان تأثیر معناداری ندارد [۱].

با توجه به پژوهش‌هایی که در زمینه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام شده است و همچنین با توجه به مبانی نظری پژوهش حاضر، سعی شده است به این مسأله پاسخ داده شود که آیا تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیر صندوق‌ها) و بانکی بودن یا نبودن صندوق‌های

۱۰ عامل تعداد صنعت موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق، نرخ رشد ارزش صندوق، ارزش صدور، ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق، درصد تملک سهامداران حقیقی، ارزش ابطال، بازده بازار، ریسک (قدر مطلق انحراف از میانگین)، نسبت فعالیت، سرمایه و بازده دوره قبل را بررسی کردند و نتایج پژوهش آن‌ها وجود ارتباط خطی معناداری بین ۶ متغیر: بازده بازار، نرخ رشد ارزش صندوق، قدر مطلق انحراف از میانگین بازده صندوق، ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، نسبت فعالیت صندوق، ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری تایید می‌کند [۷]. شهبازی (۱۳۸۹) نیز پژوهشی بر مبنای مقایسه تطبیقی صندوق‌ها بر اساس رتبه‌بندی معیارهای متفاوت و توسعه معیارهای جدید ارزیابی عملکرد (که مشخصه آنها استفاده از ریسک نامطلوب است) انجام دادند و همچنین به بررسی رابطه بازده بازار و بازده صندوق‌ها پرداختند و در این پژوهش از ۷ متغیر استفاده شد و نتایج آن‌ها نشان داد که رتبه‌بندی‌های حاصل از روش‌های سنتی و مدرن تقریباً مشابه بوده و تفاوت معناداری بین آنها وجود ندارد و همچنین آن‌ها نتیجه گرفتند، رابطه بین میانگین بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار معنادار است [۹]. سعیدی و مقدسیان (۱۳۸۹) عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام را با توجه به بازده تعدیل شده بر اساس ریسک آن‌ها با استفاده از معیارهای شارپ، ترینر، سورتینو و جنسن ارزیابی کردند. در فاصله زمانی سال ۱۳۸۷ تا پایان ۳ ماهه اول سال ۱۳۸۹ به بررسی نتایج پرداختند و همچنین در مورد نسبت‌های محاسبه شده برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلف به بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با عملکرد بازار پرداختند.

نتیجه افزایش حجم معاملات و در نهایت افزایش بازدهی صندوق‌ها می‌شود. همچنین لازم به ذکر است که رتبه‌بندی کارگزاران با توجه به عملکرد کل سال آن‌ها انجام می‌شود، در نتیجه در پژوهش حاضر رتبه‌بندی سالانه مذکور به کل ماه‌های سال تعمیم داده شده است. همچنین با توجه به این که افزایش تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری در دست سرمایه‌گذاران بر نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌افزاید و این نقدینگی در میزان حجم معاملات صندوق‌ها مؤثر است، بنابراین می‌توان گفت تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری بر بازده صندوق‌ها تأثیر گذار است.

بنابراین فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح می‌گردند:

- ۱- بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۲- بین نوع صندوق از نظر بانکی بودن یا نبودن و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۳- بین رتبه کارگزاری و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۴- بین نسبت فعالیت معاملاتی و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۵- بین اندازه صندوق و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۶- بین عمر صندوق و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۷- بین ارزش صدور و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۸- بین ارزش ابطال و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد؛ ۹- بین بازده بازار و بازدهی صندوق رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

جامعه مورد نظر در این پژوهش عبارت است از تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (در سهام) که دارای مجوز فعالیت از سازمان بورس اوراق بهادار هستند. دوره‌های زمانی به صورت ماهانه است که طبق

سرمایه‌گذاری مشترک در کنار متغیرهایی همچون نسبت فعالیت معاملاتی، اندازه صندوق‌ها، عمر صندوق‌ها، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار روی بازدهی صندوق‌ها تأثیر دارد یا خیر؟

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و نظرات برخی پژوهشگران همچون جاود (۲۰۰۹)، تالات و راف (۲۰۰۹)، پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) و سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) تأثیر برخی عوامل و ویژگی‌های صندوق‌ها همچون نسبت فعالیت معاملاتی، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأیید شده است. همچنین با توجه به این که در کشور جمهوری اسلامی ایران بانک‌ها به تشکیل کارگزاری و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مبادرت می‌ورزند و با توجه به این که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بانکی از بنیه و پشتوانه مالی و نقدینگی بالاتری نسبت به صندوق‌های غیر بانکی برخوردار هستند، در نتیجه می‌توان استنباط کرد که این حجم نقدینگی می‌تواند در میزان سرمایه‌گذاری خود و حجم معاملات و در نتیجه بازدهی آن‌ها تأثیر بگذارد. همچنین با توجه به این که رتبه کارگزاران بر مبنای میزان سرمایه، تعداد مشتریان، دفتر پذیرش فعال و سایر عوامل اعتباری مربوط به کارگزاران از طرف مدیریت نظارت بر کارگزاران سازمان بورس و اوراق بهادار به طور سالانه انجام می‌شوند، می‌توان گفت کارگزاران، که به نوعی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، می‌توانند با توجه به رتبه خود به اعتبار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک خود بیفزایند و این افزایش اعتبار باعث افزایش مشتریان صندوق‌ها و در

پژوهش حاضر به دلیل این که به بررسی روابط بین متغیرها می‌پردازد از نوع اثباتی است و همچنین به موجب این که از مدل رگرسیونی در جهت تأثیر متغیرها بر یکدیگر استفاده شده است، پژوهش از نوع همبستگی است.

الگوی تصریح شده بر مبنای عوامل تأثیر گذار بر بازدهی صندوق در دوره مشخص طراحی شده است. عوامل و نماد آن‌ها در الگوی تصریح شده زیر تبیین گردیده است که در این مدل متغیر وابسته، بازدهی صندوق است و متغیرهای مستقل تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها، رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیر صندوق‌ها)، نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌ها، اندازه صندوق و عمر صندوق‌ها، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون معمولی (OLS) استفاده شده است. با توجه به این که پیش فرض استفاده از این رگرسیون انجام آزمون ریشه واحد است، لذا در این پژوهش برای انجام آزمون ریشه واحد، از آزمون ریشه واحد دیکی فولر^۲، ایم، پسران و شین^۳ و فیلیپس پرون^۴ استفاده شده است. همچنین از آزمون هاسمن و آزمون‌هایی برای مفروضات مدل کلاسیک و همچنین از پس آزمون نیز استفاده شده است.

مدل استفاده شده در این پژوهش که در قسمت "چارچوب نظری" توضیح داده شده است به صورت رابطه زیر است:

$$RNAV_{it} = \alpha_{it} + \beta_{18} \text{Log}(Nou_{it}) + \beta_{12} \text{Bank}_{it} + \beta_{13} \text{Rank}_{it} + \beta_{11} \text{Turn}_{it} + \beta_{16} \text{Log}(Size_{it}) + \beta_{11} \text{Log}(Age_{it}) + \beta_{14} \text{Log}(ISS_{it}) + \beta_{15} \text{Log}(RED_{it}) + \beta_{17} Rm_t + \varepsilon_{it}$$

آنچه که گفته شد هر صندوق ۲۴ ماه از ماه مهر سال ۹۰ تا پایان ماه شهریور سال ۹۲ را شامل می‌شود. روش نمونه‌گیری پژوهش حاضر نمونه‌گیری هدفمند یا قضاوتی است. در این نوع نمونه‌گیری، نمونه براساس قضاوت شخصی یا اهداف مطالعه انتخاب می‌شود. بنابراین نمونه آماری در پژوهش حاضر شامل آن دسته صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که:

تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۹ تاسیس شده باشند، به گونه‌ای که حداقل شش ماه از شروع فعالیت آن‌ها گذشته باشد. تا پایان مهر ماه سال ۱۳۹۲ در حال فعالیت باشند. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (در سهام) باشند. اطلاعات مورد نیاز در خصوص این صندوق‌ها تا تاریخ ۱۳۹۲/۰۷/۳۰ در دسترس باشد. مدیر آن‌ها یکی از کارگزاران بورس اوراق بهادار باشد.

بدین ترتیب نمونه پژوهش حاضر شامل ۳۹ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک که حایز شروط فوق هستند، بررسی شده و سری زمانی ۲۴ ماهه برای آن‌ها در نظر گرفته شده است و از آن جایی که ساختار داده‌ها به صورت داده‌های تلفیقی متوازن^۱ است، در نتیجه تعداد مشاهده‌ها ۹۳۶ مورد است.

از آنجایی که روش انجام پژوهش به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی صندوق‌ها سر و کار دارد اطلاعات این صندوق‌ها از سایت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سایت اداره نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار جمع‌آوری شده است و جهت تلخیص، طبقه‌بندی داده‌ها و همچنین پردازش و تجزیه و تحلیل آن‌ها از نرم افزارهای Excel، Eviews7 و SPSS21 استفاده شده است.

2. Dickey Fuller
3. Im, Pesaran & Shin
4. Philips Perron

1. Balanced Panel Data

تعداد واحدهای سرمایه گذاری نزد سرمایه گذاران، باید ارزش روز دارایی های صندوق در پایان روز منهای بدهی های صندوق در پایان روز تقسیم بر ارزش روز خالص دارایی ها بکنیم. برای همسان سازی این متغیر نیز از لگاریتم آن استفاده شده است.

بانکی بودن یا نبودن صندوق ها با توجه به بانکی بودن یا نبودن کارگزار صندوق سرمایه گذاری مشترک، که مدیر صندوق هستند، مشخص شده است. رتبه کارگزاری ها با توجه به رتبه بندی سازمان بورس و اوراق بهادار که طبق عملکرد سالانه کارگزاران است و در سایت رسمی این سازمان موجود است، استخراج شده و با توجه به این که رتبه بندی کارگزاران براساس عملکرد سالانه آنهاست، رتبه بندی مذکور به کل ماه های سال تعمیم داده شده اند.

در این پژوهش اندازه صندوق بر اساس میانگین ارزش صندوق در دوره مورد نظر محاسبه شده است، که می تواند مقیاس خوبی برای این متغیر باشد؛ برای همسان سازی این متغیر نیز، از لگاریتم این متغیر استفاده شده است.

نسبت فعالیت معاملاتی صندوق حاصل تقسیم حجم معاملات صندوق بر میانگین سرمایه صندوق است. از آن جا که صندوق های سرمایه گذاری دارای میزان سرمایه متفاوت هستند، از این نسبت برای ایجاد قابلیت مقایسه و بررسی حجم معاملات صندوق ها با اندازه های مختلف (بزرگ و کوچک) استفاده شده است.

نسبت فعالیت معاملاتی به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{نسبت فعالیت معاملاتی صندوق} = \frac{\text{حجم معاملات}}{\text{سرمایه}}$$

منظور از حجم معاملات، مجموع ریالی معاملات انجام شده توسط صندوق های سرمایه گذاری اعم از

در مدل فوق $RNAV_{it}$ بازده صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، Nou_{it} تعداد واحدهای سرمایه گذاری نزد سرمایه گذاران صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، $Bank_{it}$ بانکی بودن یا نبودن صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، $Rank_{it}$ رتبه کارگزار صندوق های سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، $Turn_{it}$ نسبت فعالیت معاملاتی صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، $Size_{it}$ اندازه صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، Age_{it} عمر صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، ISS_{it} ارزش واحدهای سرمایه گذاری صادر شده صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t ، RED_{it} ارزش واحدهای سرمایه گذاری ابطال شده صندوق سرمایه گذاری مشترک i در دوره t و Rm_t بازده بازار در دوره t است.

متغیرهای پژوهش

بازده صندوق سرمایه گذاری مشترک به عنوان متغیر وابسته از رابطه ساده زیر محاسبه شده است: (خالص ارزش هر واحد سرمایه گذاری به صورت روزانه در سایت صندوق های سرمایه گذاری مشترک منتشر می شود و این اطلاع رسانی تحت نظارت سازمان بورس اوراق بهادار است.)

$$RNAV_{it} = \frac{NAV_{it} - NAV_{it-1}}{NAV_{it-1}}$$

در فرمول فوق، $RNAV_{it}$ بازده صندوق i در دوره زمانی t ، NAV_{it} خالص ارزش دارایی های صندوق i در دوره زمانی t و NAV_{it-1} خالص ارزش دارایی های صندوق i در پایان دوره زمانی $t-1$ است.

تعداد واحدهای سرمایه گذاری نزد سرمایه گذاران به دلیل افزودن به نقدینگی صندوق ها ممکن است بر بازدهی صندوق ها تأثیر داشته باشد که برای محاسبه

سرمایه‌گذاری می‌کند پس این متغیرها ممکن است با بازدهی صندوق‌ها رابطه داشته باشد. ارزش صدور و ارزش ابطال صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سایت این صندوق‌ها موجود است و این اطلاعات تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است. در این پژوهش برای همسان‌سازی متغیرهای مذکور از لگاریتم ارزش صدور و لگاریتم ارزش ابطال استفاده شده است.

برای محاسبه بازده بازار نیز از نرخ رشد شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است که این بازده به صورت روزانه در سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گزارش می‌شود.

یافته‌های پژوهش

جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است:

خرید و فروش ماهانه است و سرمایه صندوق نیز میانگین خالص ارزش دارایی‌های صندوق طی دوره مورد بررسی است. برای محاسبه سرمایه صندوق کل ارزش دارایی‌های صندوق در انتهای هر ماه را با کل خالص ارزش دارایی‌های صندوق در ابتدای هر ماه جمع کرده، سپس تقسیم بر کل خالص ارزش دارایی‌های صندوق در ابتدای هر ماه می‌کنیم.

عمر صندوق‌ها براساس روز ازمون روز تأسیس به صورت ماهانه برای بازه زمانی پژوهش محاسبه شده است و همچنین برای همسان‌سازی عمر صندوق‌ها از لگاریتم این متغیر استفاده شده است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری براساس درخواست سرمایه‌گذاران به صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری می‌پردازند. بازده بیشتر، سرمایه‌گذاران را تشویق به سرمایه‌گذاری می‌کند و بازده کمتر سرمایه‌گذاران را تشویق به ابطال واحدهای

جدول (۱) آمار توصیفی پارامترهای الگوی پژوهش

تعداد داده‌ها	بازده (مقیاس نسبی)	لگاریتم تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری (مقیاس نسبی)	نسبت فعالیت معاملاتی (مقیاس نسبی)	لگاریتم عمر صندوق (مقیاس نسبی)	لگاریتم ارزش صدور (مقیاس نسبی)	لگاریتم ارزش ابطال (مقیاس نسبی)	لگاریتم اندازه صندوق (مقیاس نسبی)
۹۳۶	۹۳۶	۹۳۶	۹۳۶	۹۳۶	۹۳۶	۹۳۶	۹۳۶
میانگین	۰/۰۳۲	۴/۴۰۴۰	۰/۰۰۴۲	۲/۹۹۰۱	۶/۳۴۶۳۵	۶/۳۴۰۶۳	۱۰/۲۷۱۲۴
میانه	۰/۰۲۱	۴/۳۶۶۲	۰/۰۰۴۰	۰/۰۲۹۷۱	۶/۳۱۵۳۵	۶/۳۰۹۵۵	۱۰/۲۲۱۲
مد	-۰/۰۳	۳/۷۱۶۳	۰/۰۰۱	۲/۷۵	۶/۱۵	۶/۱۸	۹/۹۹
انحراف معیار	۰/۰۷۲	۰/۳۴۹۴	۰/۰۰۲۱	۰/۱۸۸۶۹	۰/۲۳۷۱۸	۰/۲۳۶۷۳	۰/۳۸۶۸۶
چولگی	۰/۴۹۴	۰/۱۷۸۹	۰/۴۵۵	-۰/۴۴۹۳	۰/۴۳۴۱۸	۰/۴۳۸۵۸	۰/۱۴۰۰۷
کشدگی	۰/۴۲۰	-۰/۴۷۹۲۳	۰/۱۱۹	۰/۱۵۹۲۸	۰/۴۴۶۹۵	۰/۴۵۲۸۸	۰/۳۶۵۲۲
کمترین داده	-۰/۱۵	۳/۶۷۵	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۶۵	۵/۸۵۴۸	۵/۸۵۳۳	۹/۶۶۶
بیشترین داده	۰/۳۴	۵/۲۹۰۸	۰/۰۱۲	۰/۰۰۰۹۹	۷/۱۷۶۱	۷/۱۷۰۱	۱۲/۰۶۵۶

علاوه بر آزمون هاسمن باید از آزمون ریشه واحد که پیش فرضی برای استفاده از رگرسیون OLS است استفاده کرد؛ متغیر سری زمانی، هنگامی ایستا (مانا) است که میانگین، واریانس و ضرایب خود همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بمانند. اهمیت این آزمون هنگامی است که پژوهشگر بخواهد از ایستایی سری زمانی در داده‌های مختلط الگو خود آگاهی یابد. وجود نایستایی در سری‌های مورد استفاده در یک مدل می‌تواند موجب استنباط‌های غلط آماری و در نتیجه رگرسیون کاذب شود. آزمون ریشه واحد در جدول ۲ نشان داده شده است:

با توجه به این که ساختار داده‌ها تلفیقی است، برای بررسی ترکیب پذیری باید آزمون اثرات ثابت و تصادفی انجام شود. در این خصوص از آزمون هاسمن استفاده شده است. در آزمون هاسمن فرضیه صفر این است که هیچ همبستگی بین اجزای اخلاص و متغیرهای توضیحی وجود ندارد. پس از آن که نتایج آزمون نمایش داده شد، در صورتی که احتمال آماره آزمون از $1/0$ کوچک تر باشد مدل اثرات ثابت پذیرفته می‌شود [۱۵].

با استفاده از آزمون هاسمن، کای مربع $26/276820$ و احتمال $0/0004$ به دست آمد. پس فرض صفر به نفع فرض یک رد می‌شود. در نتیجه باید از رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت استفاده کرد.

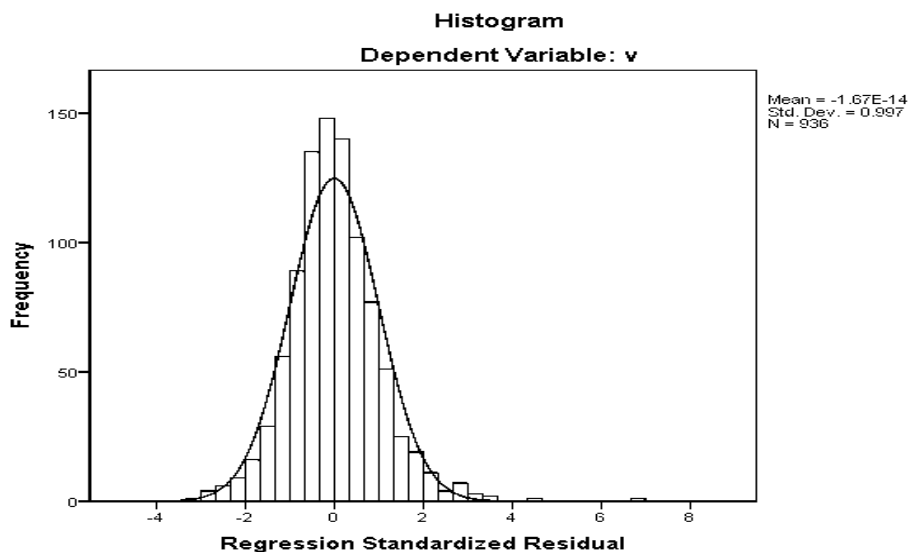
جدول (۲) آزمون ریشه واحد متغیر وابسته

تعداد مشاهده‌ها	داده‌های عرض از مبدا	احتمال	آماره t	روش آماری
۹۳۶	۳۹	۰/۰۰	۱۰/۰۲۸۳	روش ایم - پسران و شین
۹۳۶	۳۹	۰/۰۰	۲۴۰/۰۹۸	دیکی فولر تعمیم یافته
۹۳۶	۳۹	۰/۰۰	۳۱۶/۴۴۱	فیلیس پرون

$1/00$ به دست آمد و فرض صفر مبنی بر صفر بودن میانگین پسماندها رد نمی‌شود. برای نرمال بودن جمله خطاها، از نمودار توزیع فراوانی خطاها استفاده شده است و با مقایسه نمودار توزیع فراوانی خطا و نمودار توزیع نرمال، که در شکل ۱ نشان داده شده است، با توجه به اینکه مقدار میانگین ارایه شده در سمت راست نمودار بسیار کوچک (نزدیک به صفر) و انحراف معیار نزدیک به یک است نیز می‌توان استنباط کرد که توزیع خطاها نرمال است، پس می‌توان از رگرسیون برای آزمون مدل آماری پژوهش استفاده کرد.

با توجه به نتایج مشخص شده همه احتمال‌ها زیر $05/0$ هستند، در نتیجه فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و از این رو سری زمانی متغیر وابسته ایستا است؛ بر این اساس در جدول ۳ نتایج حاصل از اجرای مدل رگرسیون معمولی (OLS) با اثرات ثابت و با تصحیح وایت برای رفع ناهمسانی ارایه گردیده است و در جدول ۴ نیز مدل نهایی پس از حذف متغیرهای بی‌تأثیر، نشان داده شده است.

برای آزمون صفر بودن میانگین جمله خطا، با توجه به محاسبات آماری انجام شده، آماره t $3/06$ و احتمال



شکل (۱) آزمون نرمال بودن خطاها

جدول (۳) نخستین تخمین الگو با تمامی پارامترها با تصریح وایت

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
متغیر ثابت	-۰/۲۰۵۸۰۷	۰/۰۳۵۰۱۷	-۰/۱۷۷۲۷۲	۰/۷۸۷
LOG(NU)	۰/۰۱۱۲۷۵	۰/۰۰۴۸۸۴	۲/۳۰۸۷۲۲	۰/۰۲۱۲
BANK	۰/۰۰۱۲۵۴	۰/۰۰۲۸۳	۰/۳۴۳۱۲۷	۰/۱۵۷۸
RANK	۰/۰۰۰۸۴۴	۰/۰۰۲۹۷۱	۰/۲۸۴۲۰۷	۰/۱۷۶۳
TURN	۲۸/۵۷۶۰۱	۲۵/۷۳۵۱۸	۲/۹۳۶۶۸۱	۰/۰۰۳۴
LOG(SIZE)	۰/۰۱۷۷۸۹	۰/۰۰۴۶۳۲	۳/۸۴۰۶۶۳	۰/۰۰۰۱
LOG(AGE)	۰/۰۳۱۶۵۱	۰/۰۱۲۵۳۹	۲/۹۲۳۰۲۶	۰/۰۰۳۶
LOG(ISS)	-۲/۲۱۸۲۰۲	۱/۱۳۰۰۵۶	-۲/۰۵۱۴۰۵	۰/۰۴۰۵
LOG(RED)	۲/۲۴۸۴۸۲	۱/۱۳۱۵۹۴	۲/۰۷۵۳۷۵	۰/۰۳۸۲
RM	۰/۹۷۳۹۵۷	۰/۰۳۱۹۱۳	۳۰/۵۱۸۹	۰/۰۰۰

نسبت فعالیت معاملاتی، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار) روی بازدهی صندوق‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪، تأثیر معناداری دارند. بهترین تخمین از الگو نیز در جدول ۴ نشان داده شده است.

همان‌طور که از آماره t و مقادیر سطح معناداری جدول ۳ مشخص است برخی متغیرها هستند که با بازدهی صندوق‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ ارتباط معناداری ندارند که می‌توان به بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها و رتبه کارگزاری صندوق‌ها اشاره کرد، ولی بقیه متغیرها (تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها،

جدول (۴) بهترین تخمین از الگو

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
متغیر ثابت	-۰/۲۰۸۴۶۶	۰/۰۳۱۹۸۹	-۰/۱۱۶۷۹۲	۰/۷۹۱
LOG(NU)	۰/۰۱۱۲۰۴	۰/۰۰۴۸۰۲	۲/۳۳۳۰۷۹	۰/۰۱۹۹
TURN	۳۳/۷۲۶۲۵	۲۶/۵۶۲۹۳	۳/۱۵۱۹۹۶	۰/۰۰۱۷
LOG(SIZE)	۰/۰۱۷۹۰۰	۰/۰۰۴۶۷۶	۳/۸۲۸۲۱۳	۰/۰۰۰۱
LOG(AGE)	۰/۰۳۴۰۱۳	۰/۰۱۲۴۰۶	۲/۹۸۳۴۶۳	۰/۰۰۲۹
LOG(ISS)	-۲/۳۱۱۲۵۱	۱/۰۸۹۰۸۴	-۲/۱۲۳۱۱۵	۰/۰۰۰۱
LOG(RED)	۲/۳۱۲۱۸۶	۱/۰۹۰۵۰۱	۲/۱۴۸۲۶۶	۰/۰۳۴۰
RM	۰/۹۷۴۰۵۵	۰/۰۳۱۸۲۵	۳/۰۶۰۶۹۲	۰/۰۳۲۰

پژوهش حاضر با پژوهش تالات و راف (۲۰۰۹) مطابقت دارد، چرا که در هر دو تأثیر متغیر مذکور بر روی بازدهی صندوق‌ها تأیید شده است. همچنین تالات و راف (۲۰۰۹) تأثیر نسبت فعالیت را بر بازدهی صندوق تأیید کردند، در پژوهش حاضر نیز با توجه به آزمون‌های آماری انجام گرفته، رابطه نسبت فعالیت معاملاتی بر بازدهی صندوق‌ها تأیید شد. همچنین پژوهش حاضر همانند پژوهش سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) تأثیر ارزش صدور، ارزش ابطال، بازده بازار، نسبت فعالیت بر بازدهی صندوق مورد تأیید قرار گرفت و همچنین پژوهش حاضر با پژوهش پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) در رابطه با تأثیر مثبت عمر صندوق بر بازدهی صندوق مطابقت دارد.

از پس آزمون برای اطمینان نسبت به تخمین زندگی مدل رگرسیون استفاده می‌شود. روند کار به این صورت است که ابتدا با استفاده از مدل رگرسیون نهایی به دست آمده و ضرایب متغیرهای این الگو، بازدهی مهر ماه سال ۱۳۹۲ صندوق‌ها را تخمین زده و سپس با بازدهی واقعی مهر ماه سال ۱۳۹۲ که در سایت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک وجود دارد، با استفاده از آزمون مقایسه زوجی مقایسه کرده و همبستگی آن دو را مورد آزمون قرار می‌دهیم. با توجه

همچنین با توجه به این که ضریب دوربین -واتسون ۱/۹۱ است و با عنایت به این که ضریب مذکور بین ۱/۵ و ۲/۵ است در نتیجه پسماندهای مدل دارای خود همبستگی نیستند و همچنین ضریب همبستگی و ضریب تعیین بین متغیرهای مستقل و وابسته نیز به ترتیب ۰/۸۳ و ۰/۶۹ است. برای فرضیه‌های پژوهش می‌توان به این نتیجه رسید که بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها و رتبه کارگزاری‌ها روی بازدهی صندوق‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیری معنا داری ندارند، ولی تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، نسبت فعالیت معاملاتی صندوق، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار در سطح اطمینان ۹۵٪ بر بازدهی صندوق‌ها رابطه معنا داری دارند. در رابطه با مقایسه نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهشگران دیگر می‌توان گفت که پژوهش حاضر با پژوهش جاوید و همکاران (۲۰۰۹) در رابطه با تأثیر اندازه صندوق بر بازدهی صندوق مطابقت دارد چرا که در هر دو پژوهش تأثیر اندازه صندوق بر بازدهی صندوق‌ها تأیید شده است، ولی در این مورد پژوهش حاضر با پژوهش تالات و راف (۲۰۰۹) مطابقت ندارد، چرا که تالات و راف (۲۰۰۹) تأثیر اندازه صندوق را بر روی بازدهی صندوق‌ها نپذیرفت. در رابطه با عمر صندوق‌ها نیز،

ابطال و بازده بازار بر بازدهی صندوق‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری دارند و طبق شواهد به دست آمده و آزمون‌های انجام گرفته مشخص شد که بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها و همچنین رتبه کارگزاری‌ها بر بازدهی صندوق‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری ندارند؛ یعنی پشتوانه مالی صندوق‌های بانکی و همچنین اعتبار کارگزار صندوق‌ها، که مدیر آن‌ها هستند، روی بازدهی آن‌ها تأثیر معناداری ندارند.

محدودیت‌های پژوهش

با توجه به این که نمونه انتخاب شده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از بین صندوق‌هایی که بین مهر ماه سال ۱۳۹۰ و شهریور سال ۱۳۹۱ فعالیت می‌کردند، انتخاب شده است. در نتیجه در نمونه آماری از همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک استفاده نشده است، لذا نتایج آماری پژوهش حاضر را نمی‌توان به همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تعمیم داد.

با توجه به این که در پژوهش حاضر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (در سهام) استفاده شده است، لذا نتایج این پژوهش را نمی‌توان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت تعمیم داد.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

با توجه به این که در پژوهش حاضر عمر صندوق‌ها بر روی بازدهی صندوق‌ها تأثیر معناداری دارد، پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی تأثیر عمر کارگزاری‌ها، که مدیران صندوق‌ها هستند، بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بررسی کنند. همچنین با توجه به شرایط سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران، پیشنهاد می‌شود تأثیر

به آزمون صورت گرفته مقدار آماره t ، $۲/۸۷۷$ ، درجه آزادی ۳۸ و مقدار معناداری $۰/۰۰۷$ است. در نتیجه بین مقدار بازدهی تخمین زده شده و مقدار بازدهی واقعی صندوق‌ها تفاوت معناداری وجود ندارد و می‌توان از مدل پژوهش در جهت تخمین و پیش‌بینی بازدهی صندوق‌ها استفاده کرد.

بحث و نتیجه‌گیری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یکی از نهادهای مالی است که در آن‌ها با جمع‌آوری وجوه نقد سرمایه‌گذاران اقدام به خرید اوراق بهادار مختلف می‌کنند و در حقیقت به ایجاد سبد سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند و با توجه به تخصصی بودن این صندوق‌ها و همچنین ریسک پایین آن‌ها سرمایه‌گذاران زیادی از آن‌ها استقبال می‌کنند و افزایش ثروت سرمایه‌گذاران نیز با توجه به افزایش NAV (ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری) این صندوق‌هاست.

با توجه به پژوهش‌های اخیر، پژوهشگران برخی از پارامترها را از قبیل تأثیر ترکیب سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، بازده بازار و نرخ رشد ارزش صندوق، ارزش صدور و ابطال و... روی بازدهی صندوق‌ها آزمون و بررسی کرده‌اند. در پژوهش حاضر نیز رابطه بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها و همچنین رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیر صندوق‌ها) در کنار نسبت فعالیت معاملاتی، اندازه صندوق‌ها، عمر صندوق‌ها، ارزش صدور، ارزش ابطال و بازده بازار بر بازدهی صندوق‌ها بررسی شده است. نتیجه آزمون‌ها و محاسبات آماری به این صورت بود که تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری، نسبت فعالیت معاملاتی، اندازه صندوق‌ها، عمر صندوق‌ها، ارزش صدور، ارزش

[۶] سعیدی، علی؛ سعیدی، حسین. (۱۳۸۷). ارتباط بین جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۳: ۳۲.

[۷] سعیدی، علی؛ محسنی، قاسم؛ مشتاق، سعید. (۱۳۸۹). عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۰، ۳: ۱۴۱-۱۲۳.

[۸] سعیدی، علی؛ مقدسیان، ایمان. (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۹، ۳: ۲۴-۵.

[۹] شهبازی، داود. (۱۳۸۹). سنجش عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام با استفاده از روش‌های نوین، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اقتصادی.

[۱۰] عزیزی، شهریار؛ شریف‌فر، امیر. (۱۳۹۲). عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱، ۲: ۱-۷.

[۱۱] قالیباف اصل، حسن؛ کردی، ملیحه. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین نسبت فعالیت معاملاتی و ریسک بازده و تنوع پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۲، ۵.

[۱۲] قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ماده ۱، بند ۲۰.

[۱۳] گزارش‌های سازمان بورس و اوراق بهادار www.seo.ir

[۱۴] مولایی‌نژاد، مهدی؛ عطایی، ابوذر. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ترکیب سرمایه‌گذاران حقیقی و

میزان سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در اوراق و صنایع مختلف را روی بازدهی این صندوق‌ها بررسی شود. همچنین با توجه به این که اشتغال در هر کدام از نهادهای سرمایه‌گذاری ایران منوط به داشتن گواهی نامه‌های بورس اوراق بهادار است، می‌توان تأثیر مدارک و گواهی نامه‌های مدیران صندوق‌ها، را بر روی بازدهی این صندوق‌ها بررسی کرد.

منابع

[۱] اسلامی بیگدلی، غلامرضا؛ تهرانی، رضا؛ شیرازیان، زهرا. (۱۳۸۴). بررسی رابطه میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری براساس سه شاخص ترینر، جنسن و شارپ با اندازه (ارزش بازاری) و نقد شوندگی آن‌ها، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۹: ۳-۲۴.

[۲] امید قائمی، مصطفی. (۱۳۷۹). بررسی رابطه بین حجم معاملات و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.

[۳] پور زمانی، زهرا؛ روحی، علی؛ صفری، امیر محمد. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، مجله پژوهش‌های مدیریت، ۸۶: ۴ [۴] جعفری، علی. (۱۳۹۰). اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، انتشارات کیومرث، ۷۴-۷۶.

[۵] سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۹). نهادهای مالی، راهنمای قانون بازار اوراق بهادار، انتشارات شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس، ۵۲.

- and Performance, *The Journal of Finance*,: 1-5.
- [21] Gremillion, Lee; Khand, boo. (2005). Mutual Fund Industry,:4-6.
- [22] Javed, A. (2008). Swedish Mutual Funds Performance, *Master Degree Project*,: 55, 10-35.
- [23] Karpoff, j.m. (1987). The Relation between Price Changes and Trading Volume, *journal of financial and quantitative analysis*, march,. 22.,102-126.
- [24] Mamoghli, Ch., Daboussi, S., (2003). Performance Measurement of Hedge Funds Portfolio in a Downside Risk Framework, 1-7.
- [25] Stefan, F. Patrick, H. (2014). The Influence of Buy-Side Analysts on Mutual Fund Trading, *journal of banking & finance*,: 1-8.
- [26] Talat, A and Rauf, A (2009), Performance Evaluation of Pakistani Mutual Funds, *Pakistan Economic and Social Review*,: 47, 199-214.
- [27] Wang, G. (2010). Idiosyncratic Risk And Risk Taking Behavior of Mutual Funds Managers, *Degree of Science in Finance*, 1-3
- [28] Weber, S. (2007). Optimal Portfolio Choise with Limited Downside Risk. 1-9.
- حقوقی بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری،
اولین همایش ملی حسابداری یزد.
- [۱۵] مهرگان، نادر؛ رضایی، روح‌الله. (۱۳۹۰). راهنمای
ایوبوز ۷ در اقتصاد سنجی، انتشارات دانشگاه علوم
اقتصادی، ۱۰۷-۱۱۹.
- [۱۶] نظریور، محمد تقی؛ ابراهیمی، محبوبه. (۱۳۸۸)،
طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در
بازار سرمایه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد
اسلامی، ۹، ۳۳.
- [۱۷] نیکبخت، محمد رضا؛ دیبانتی دیلمی، زهرا.
(۱۳۹۰). حسابداری مدیریت، انتشارات مهربان،
۱۷۶-۱۸۳.
- [18] Addison-Wesley, P. (2005). Mutual Fund, Professionally Managed Portfolios,: 1-8.
- [19] Artikis, P. George,. (2003). Performance Evaluation: A Case Study of the Greek Balanced Mutual Fund, *Journal of Managerial Finance*,: 1-8.
- [20] Chen, j. hong, H. jiang, W. and Jeffrey d. (2013). Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives,