



Shahid Bahonar
University of Kerman



Journal of Development and Capital



Iranian
Electronic Commerce Association

Print ISSN: 2008-2428

Online ISSN: 2645-3606

The Effect of Fundamental Variables of Mutual Funds on the Ability of the Manager to Select the Appropriate Stock and Accurate Market Timing

*Mohsen Hassani**

*Ali Lalbar***

Abstract

Objective: The structure of mutual funds and, of course, other reasons cause the management of these funds to trade based on evaluation criteria. Unexpected cash flows allow managers to constantly maintain the balance of their portfolios to control liquidity. Investment fund managers must provide liquidity to investors; Therefore, they have to make their investment decisions to manage liquidity; The aim of this study was to investigate the effect of fundamental variables of investment funds on the manager's ability to properly select stocks and accurate market timing in investment funds listed on the Tehran Stock Exchange.

Method: The research area was the investment funds listed on the Tehran Stock Exchange and the time period was between 2009 and 2019. In this study, the fundamental variables of mutual funds (Fund Expenditure Ratio, Portfolio Turnover Logarithm, Fund Cash, Mutual Fund Flow), the independent variable and the ability of the manager to properly select stocks and accurate market timing, were considered as dependent variables. The present study is in the category of applied research. If the classification of types of research is considered based on the nature and method, the method of the present research is descriptive in terms of nature and in terms of method is considered in the category of correlational research. In this study, the library method was used to collect data and information. Based on the systematic removal method, 86 boxes were selected as a statistical sample. Descriptive and inferential statistics have been used to describe and summarize the collected data. In order to analyze the data, first F-Leimer F-test, Hausman test and J-b test were used and then multivariate regression test was used to confirm and reject the research hypotheses (Eviews software).

Results: The effect of fundamental variables of investment funds on the manager's ability to properly select stocks and accurate market timing among large and long-term investment funds different from small and long-term investment funds. It is short. The results obtained in this research are consistent with the documents mentioned in the theoretical framework of research and financial literature.

Journal of Development and Capital, Vol. 5, No.2, Ser. 9, 169-191.

* **Corresponding Author**, Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University.
(Email: m_hassani18@yahoo.com).

** Assistant Professor of Accounting, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran.
(Email: a-lalbar@iau-arak.ac.ir).

Submitted: 26 July 2020

Accepted: 26 December 2020

Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

DOI: 10.22103/jdc.2020.16237.1101

©The Authors.

Abstract

Conclusion: As a general conclusion and considering the cases mentioned in the literature section of the research, it is concluded that the fundamental variables of mutual funds affect the manager's ability to properly select stocks and accurate timing of the market. These results can increase the understanding and knowledge of investors and researchers in the field of capital markets, and in light of this, it may be possible to identify other factors that can explain changes in the manager's ability to properly select stocks and accurate market timing.

Keywords: *Fundamental Variables, Mutual Fund, Manager Ability, Accurate Market Timing.*

JEL Classification: G01, G11, G17.

Paper Type: *Research Paper.*

Citation: Hassani, M., Lalbar, A. (2020). The effect of fundamental variables of mutual funds on the ability of the manager to select the appropriate stock and accurate market timing. *Journal of Development and Capital*, 5(2), 169-191 [In Persian].

تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمان سنجی دقیق بازار

محسن حسنی*

علی لعل‌بار**

چکیده

هدف: هدف تحقیق، بررسی تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمانسنجی دقیق بازار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

روش: قلمرو مکانی تحقیق، صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ بوده است. در این تحقیق، متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری (نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، متغیر مستقل و توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمان سنجی دقیق بازار، متغیر وابسته در نظر گرفته شد. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۸۶ صندوق به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمارتوصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون F لیمر^۱، آزمون هاسمن^۲ و آزمون جارک-برآ^۳ و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم افزار ایویوز^۴) استفاده گردیده است.

یافته‌ها: میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ و با عمر طولانی، متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک و با عمر کوتاه است.

توسعه و سرمایه، دوره پنجم، شماره ۲، پیاپی ۹، صص. ۱۶۹ تا ۱۹۱

* نویسنده مسئول، عضو هیئت علمی گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور. (رایانامه: m_hassani18@yahoo.com)

** استادیار گروه حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. (رایانامه: a-lalbar@iau-arak.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۹۹/۵/۵ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۰/۶

دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

نتیجه‌گیری: به عنوان یک نتیجه‌گیری کلی و با در نظر گرفتن موارد اشاره شده در قسمت ادبیات موضوع پژوهش، چنین استنباط می‌شود که متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمانسنجی دقیق بازار تأثیر گذار است.

واژه‌های کلیدی: متغیرهای بنیادی، صندوق سرمایه‌گذاری، توانایی مدیر، زمان سنجی دقیق بازار.
طبقه‌بندی JEL: G01، G11، G17.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: حسنی، محسن. لعل‌بار، علی (۱۳۹۹). تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمان سنجی دقیق بازار. توسعه و سرمایه، ۵(۲)، ۱۹۱-۱۶۹.

مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بسیاری از کشورهای جهان تبدیل به عمده‌ترین مقصد سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خرد شده است. در کشور ایالات متحده بیش از ۵۰ درصد شهروندان در این صندوق‌ها سهام دارند که مجموع ارزش دارایی تحت مدیریت انواع صندوق‌ها در سال ۲۰۰۹ به حدود ۷۴ درصد ارزش بازار رسیده است. بنابراین کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها علاوه بر سرمایه‌گذاران برای کلیت اقتصاد نیز مهم است (هاریس^۵ و همکاران، ۲۰۱۵).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فرصتی برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام با توجه به تخصص حرفه‌ای ارائه می‌دهند. آن‌ها مزایای تنوع ریسک را با حداقل تخصیص بودجه ارائه می‌دهند. سرمایه‌گذاران به طور مداوم در جستجوی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری برای به حداکثر رساندن سود خود هستند. اینکه چرا صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمانی که هیچ اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران ارائه نمی‌دهند، هزینه زیادی را صرف تبلیغ در مورد عملکرد خود می‌کنند به عنوان سؤال باقی مانده است. سرمایه‌گذاران همچنین می‌توانند اطلاعات قابل دسترس در مورد پارامترهای عملیاتی مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری را به دست آورند. آن‌ها ممکن است بخواهند بدانند آیا این اطلاعات می‌تواند شرایطی سودمند برای آنها ایجاد کند یا خیر. تأثیر عملکرد گذشته و دیگر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد به طور گسترده در زمینه کشورهای توسعه یافته مورد بررسی قرار گرفته است و پرداختن به این موضوع در کشور ایران جالب خواهد بود، زیرا استدلال مخالف وجود دارد که با شفافیت و مقررات بسیار محدود، چنین اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران ارزشمند نیست. ارزیابی عملکرد امری است که مورد توجه همه سیستم‌ها است از ادیان و مذاهب گرفته تا سیستم‌های سیاسی، ورزشی، آموزشی و بنگاه‌های اقتصادی و کسب و کار مختلف. در واقع سرمایه‌گذاران با استفاده از معیارهایی که به طور سیستماتیک مرتبط با عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، به دنبال بازده شخصی خود هستند (کائور^۶، ۲۰۱۹).

بازار سرمایه رو به رشد ایران نیازمند توسعه ابزارها و نهادهای مالی است. رشد سریع در گروهی ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در بازار سرمایه، اعتمادسازی نهادهای فعال و اشاعه فرهنگ سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. عملکرد موفق شرکت‌های سرمایه‌گذاری و به ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به منزله داعیان سرمایه‌گذاری

غیرمستقیم در بورس، می‌تواند در این مهم نقش بسزایی داشته باشد. در سال‌های اخیر، تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نقشی هرچند کوچک در هدایت پس اندازهای خرد و متوسط جامعه به سوی بخش‌های مولد اقتصادی داشته است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، واسطه‌های مالی‌اند که به عموم مردم سهام می‌فروشند و وجوه حاصل را در سبدی متنوع از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. کسانی که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وارد شده‌اند، با دریافت حق مالی به صورت واحد سرمایه‌گذاری که در تعهد صندوق‌های سرمایه‌گذاری است، در واقع به صورت غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کرده‌اند و بازده این سرمایه‌گذاران از عملکرد این صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌پذیرد. در سال‌های اخیر بورس اوراق بهادار تهران بیش از گذشته مورد توجه قرار گرفته و نقدینگی بسیاری از سایر بخش‌های اقتصاد کشور روانه این بازار شده است، در این میان، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دلیل امکان بالقوه متنوع کردن سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک، بیشتر مورد توجه سهامداران هستند، و همواره این پرسش را این گروه از ذینفعان مطرح می‌کنند که آیا مدیران شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان یکی از مطرح‌ترین واسطه‌های مالی، توانسته‌اند، بازده مازادی را کسب نمایند؟ (چن و کین، ۲۰۱۷).

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری محیط بهتری برای اندازه‌گیری اینکه آیا عملکرد هیات مدیره در جهت منافع سهامداران است یا خیر، است. برخلاف مجموعه‌های صنعتی که نشان دهنده یک مجموعه ناهمگن طبقه بندی صنعتی هستند، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری هستند تا حدودی گروه بندی صنعتی همگن بیشتری دارند. هیات مدیره صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه محدود مسئول تعیین حق الزحمه سالانه شارژ شده برای سهامداران توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری و برای نظارت بر عملکرد بودجه صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. نتایج حاصل از تعیین هزینه و نظارت بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان با بررسی نسبت صندوق‌های سرمایه‌گذاری هزینه، بازده صندوق، و اضافه پرداخت صندوق‌های سرمایه‌گذاری (یعنی قیمت بازاری یک سهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری منهای ارزش خالص دارایی آن برای هر سهم) اندازه‌گیری کرد. با توجه به رشد انفجاری صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سراسر جهان در سال‌های اخیر نحوه واکنش جریان سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عملکرد گذشته مسئله‌ای است که علاقه زیادی را به خود در ادبیات جلب کرده است، همچنین این سؤال که آیا جریان سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طول زمان اطلاعات در مورد بازده آتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را هدایت می‌کند یا خیر به یک موضوع اصلی در تحقیقات مالی شده است (برگران و لیزارزاورو، ۲۰۱۶).

پژوهش حاضر در پی آن است که به واسطه تجزیه و تحلیل اطلاعات واقعی دریافت شده از بورس اوراق بهادار تهران و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، به بررسی تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمانسنجی دقیق بازار؛ مبادرت به استخراج معیارهایی کند که از این طریق سرمایه‌گذاران با شناخت از آنها برای سرمایه‌گذاری هدایت شوند و آنها سهم مورد نظر خود را با اطمینان بیشتری خریداری کنند. انجام پژوهش‌های مختلف در تمام ابعاد بورس، می‌تواند کم و کاستی‌های آن را مشخص نموده و باعث پویایی و رشد آن شود و هر چقدر اطلاعات مربوط و سودمند پیش‌بینی در بازار سرمایه در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد، موجبات تشویق و ترغیب آنها به سمت سرمایه‌گذاری در سهام فراهم می‌آید.

مبانی نظری تحقیق

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادهای مالی هستند که موضوع اصلی فعالیتشان سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان صندوق شریک‌اند. این نهادها به عنوان یک واسطه مالی میان سرمایه‌گذاران و شرکت‌های منتشرکننده اوراق بهادار عمل می‌کنند. نقش این نهادها در جذب سرمایه‌های خرد و کلان سرمایه‌گذاران و هدایت این منابع به سمت تولید و کاهش نقدینگی بسیار مهم است. این منابع جریان نقدی ورودی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری را شکل می‌دهند که به نوبه خود ارزش بازار سرمایه کشور را از طریق خرید، نگهداری و فروش سهام (توسط صندوق‌ها) می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برای سرمایه‌گذاران مزایای مدیریت حرفه‌ای پرتفوی و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری از طریق تنوع، هزینه پایین، معافیت‌های مالیاتی و سطح بالای شفافیت عملیاتی نسبت به سایر مؤسسات مالی نظیر بانک‌ها، اتحادیه‌های اعتباری، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی دارند که این امر می‌تواند پاسخگوی نیاز خانوارها باشد (سینایی و همکاران، ۱۳۹۵).

از طرفی تجزیه و تحلیل جریان‌ات ورودی/خروجی به صندوق‌ها بسیار مهم است، زیرا جریان‌های خروجی موجب افزایش نیاز شدید مدیران به فروش بیش از جریان‌های خرید می‌شود که اغلب منجر به فرسایش در عملکرد پرتفولیوها می‌شود. خرید یک مقدار مشخص از یک سهام خاص توسط یک مدیر زمانی که صندوق با جریان ورودی خوبی مواجه است بسیار متفاوت از خرید همان سهام در زمانی است که صندوق با جریان خروجی پولی روبه‌رو است. در مورد اول، تصمیم‌گیری درباره خرید می‌تواند با معیارهای ارزشیابی و البته برای کنترل نقدینگی پرتفوی هم تحریک شود. با این حال، در مورد دوم، تصمیم‌گیری خرید به وضوح بر اساس معیارهای ارزشیابی است، زیرا مدیر دارای محدودیت‌های پولی است؛ به گفته الکساندر^۹ و همکاران (۲۰۰۷)، دو موقعیت فوق‌العاده‌ای که می‌توان نتیجه‌گیری نمود که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای معیارهای ارزشیابی معامله می‌کنند، خریدهای بزرگی است که هم‌زمان با جریان‌های خروجی بزرگ و فروش‌های بزرگی است که به طور هم‌زمان با جریان‌های پولی بالا رخ می‌دهند. اگر مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای توانایی گزینش درست سهام باشند، صندوق‌های سرمایه‌گذاری متقابل با بخش بزرگی از معاملات مبتنی بر ارزشیابی باید بسیار بهتر از صندوق‌های دیگر عمل کنند. نتایج مطالعات شواهدی از توانایی گزینش سهام برتر در پرتفولیوها بر مبنای نسبت معاملات مبتنی بر ارزشیابی را، ارائه می‌دهد.

در تلاش برای عملیاتی کردن میزان توفیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پیش‌بینی بازار سهام، ترینر^{۱۰} و همکاران از مدل رگرسیونی استاندارد استفاده نمودند، که در آن با اضافه نمودن متغیر مربع بازده بازار به مدل سه عاملی فاما - فرنچ و محاسبه ضریب آن به عنوان معیاری برای ارزشیابی توانایی زمان سنجی مدیران بهره‌گرفته می‌شد. منشأ این ابتکار آن است که مدیران هنگامی که انتظار بازدهی بالاتری (پایین‌تری برای بازار را دارند، ریسک پرتفوی خود را افزایش (کاهش) می‌دهند. بنابراین توانایی مدیر در زمان سنجی بازار به صورت درون‌زا در بازده‌های تاریخی پرتفوی نهفته است. به طور مشخص، مدیری توانایی زمان سنجی مناسب بازار را دارد که ضریب مربع بازده بازار مثبت باشد. بدیل دیگری که برای ارزشیابی توانایی زمان سنجی مدیر وجود دارد، مطابق تحقیقات هندریکسن^{۱۱} و همکاران (۱۹۸۱)، آن است که در رگرسیون مدل بازار، از متغیری مجازی (به ارزش یک در صورتی که بازده بازار مثبت باشد و در غیر این

صورت به ارزش صفر) برای بازده بازار استفاده می‌شود. بدین طریق بتای بازار تنها در صورتی افزایش می‌یابد که بازده آتی بازار نیز افزایش یابد (رحمانی و حکمت، ۱۳۹۳).

در متون مالی دو نوع راهبرد سرمایه‌گذاری برای ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها پیشنهاد و استفاده شده است: خرید و نگهداری - زمان سنجی.

در راهبرد خرید و نگهداری، مدیر بدون توجه به وضعیت بازار از نظر رکود یا رونق، اقدام به خرید سهام و نگهداری آن‌ها می‌کند. از آنجا که بازار به طور سنتی طی دوره بلندمدت در حال رشد و صعود بوده است، بنابراین کسب بازده مناسب به تشخیص درست زمان رونق یا رکود بازار برای تشکیل پرتفوی بستگی دارد. در این راهبرد، مدیر تلاش می‌کند با ساختار مجدد پرتفوی و تغییر در ترکیب سرمایه‌گذاری، تخصیص بهینه منابع در پرتفوی را حفظ کند. برخلاف راهبرد خرید و نگهداری، در راهبرد زمان سنجی مدیر پرتفوی باید بهترین زمان را برای ورود و خروج از بازار و متعاقب آن خرید - فروش سهام در بازار را پیش‌بینی کند. بر این اساس، با بررسی بازده پرتفوی و تحلیل آن براساس مهارت‌های مختلف مدیریت، می‌توان به ارزیابی عملکرد مدیریت در خصوص دستیابی به بازده مناسب در سطح پرتفوی پرداخت. مهم‌ترین بخش در صندوق یا شرکتهای سرمایه‌گذاری، بخش پرتفوی آنهاست. بر این اساس، ارزیابی عملکرد پرتفوی از اهمیت ویژه‌ای برای نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران بازار برخوردار است. دهه اخیر شاهد تحولی در روشهای ارزیابی عملکرد پرتفوی بوده است، به گونه‌ای که بررسی مطالعات مختلف نشان می‌دهد ارزیابی عملکرد از تفسیر ابتدایی آن به بررسی قابلیت و مهارتهای مدیریت تغییر یافته است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳).

جنسن^{۱۲} (۱۹۶۸) مهارت‌های مدیریت را به قابلیت زمان سنجی بازار و انتخاب سهام مناسب تفکیک کرده است. براساس این دیدگاه، عملکرد مدیر وابسته به توانایی او در انتخاب مناسب پرتفوی، همچنین توان پیش‌بینی حرکات بازار است. از اوایل دهه ۱۹۸۰، استفاده از معیارهای انتخاب پرتفوی و زمان سنجی برای ارزیابی و انتخاب واحدهای سرمایه‌گذاری رایج شده است. از آنجا که عملکرد مدیریت بستگی به توانایی‌های وی دارد، لذا می‌توان به ارزیابی کل مهارتهای مدیریت پرداخت. یکی از الگوهای ارزیابی عملکرد رایج برای ارزیابی این قابلیت‌ها، مدلی است که ترینر و مازوی (۱۹۶۶) مطرح کردند. این مدل براساس پژوهش فاما^{۱۳} و همکاران (۱۹۷۲) گسترش یافته و به منزله اولین قدم در جهت توصیف مدل انتسابی در ارزیابی عملکرد است. از میان الگوهای متعدد انتسابی، مدل بازده مازاد برینسون^{۱۴} و همکاران (۱۹۹۱) بیشتر در پژوهش‌ها استفاده شده است. در این مدل، بازده مازاد پرتفوی به سه بخش تخصیص، حسن انتخاب و تعامل تفکیک می‌شود. بدین صورت که مهارت تخصیص مدیریت، نشان دهنده مازاد بازده ناشی از توزین منابع در دسترس بین واحدهای سرمایه‌گذاری است. مهارت انتخاب، نشانگر بخشی از مازاد بازده است که مربوط به انتخاب سهامی است که در پرتفوی عملکرد بهتری داشته و بازده پرتفوی بر مبنای بنای آن و پاداش ریسک بازار قابل توجیه نباشد. البته، چیدمان پرتفوی دو جنبه انتخاب و تنوع بخشی دارد، زیرا بخشی از مهارت مدیر شامل آگاهی وی از میزان تنوع واحدهای سرمایه‌گذاری در پرتفوی است. تعامل نیز ترکیبی از اثر تخصیص و انتخاب است. بنابراین، می‌توان بیان داشت پژوهشگران از دهه ۱۹۸۰ به بعد، به بررسی عملکرد پرتفوی صندوق‌ها از طریق تفکیک مهارت مدیریت به

حسن انتخاب و زمان سنجی وی پرداختند. در این پژوهش نیز همانند پژوهشهای قبلی، از مدل زمان سنجی بازار ترینر و مازوی برای ارزیابی عملکرد شرکتها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳).

پیشینه تحقیق

حیبی دورکی و بلگوریان (۱۳۹۷)، در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و بازده بازار سهام در دوره‌های رکود و رونق به این موضوع پرداختند. در این تحقیق با استفاده از روش پانل دیتا ارتباط دوره‌های رونق و رکود اقتصاد و بازده بازار سهام با عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داد که دوره رونق تأثیر مثبت بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذار داشته است و دوره رکود تأثیر منفی بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذار داشته است. همچنین نتایج نشان داد که بازدهی بازار سهام تأثیر مستقیم و معناداری بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذار دارد. اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره رکود تأثیر معناداری بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذار ندارد.

نیکومرام و فراهانی (۱۳۹۷)، در پژوهشی با ارزیابی مهارت زمانسنجی بازار و به گزینی اوراق مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران به این موضوع پرداختند. پژوهشی که مهارت‌های به-گزینی اوراق و زمانسنجی بازار مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را در ایران به وسیله ارزیابی عملکرد ۵ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان نمونه، در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ را بررسی می‌کند. الگوهای استفاده شده برای قضاوت در مورد توانایی به-گزینی اوراق، تک عاملی (معیار جنسن) و چهار عاملی کارهارت است. توانایی زمانسنجی بازار نیز با استفاده از مدل ترینر-مازوی مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج نشان داد که در میان صندوق‌های موضوع پژوهش، بر طبق مدل تک عاملی (معیار جنسن)، تنها در یک صندوق آن هم در سطح اطمینان ۹۰٪، به گزینی اوراق به صورت معنادار دیده شد و در سطح اطمینان ۹۵٪، به گزینی اوراق به صورت معنادار در هیچ موردی یافت نشد. بر اساس مدل چهار عاملی کارهارت (۱۹۹۷) نیز، تنها در یک صندوق آن در سطح اطمینان ۹۳٪، به گزینی اوراق به صورت معنادار دیده شد و در سطح اطمینان ۹۵٪ به گزینی اوراق به صورت معنادار در هیچ موردی یافت نشد.

رستمی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان ارزیابی توانایی موقعیت‌سنجی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکردهای شرطی و غیرشرطی به این موضوع پرداختند. در این پژوهش توانایی موقعیت‌سنجی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از الگوهای شرطی و غیرشرطی هنریکسون-مرتون و ترینر-مازوی و همچنین مقایسه دو رویکرد شرطی و غیرشرطی در ارزیابی عملکرد ارزیابی شد. بدین منظور داده‌های مربوط به بیست و سه صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در دوره زمانی سال‌های ۸۸ تا ۹۲ بررسی شد. نتایج نشان‌دهنده ناتوانی موقعیت‌سنجی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از هر دو رویکرد شرطی و غیرشرطی بود. همچنین در مقایسه دو رویکرد، رویکرد شرطی، قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری نسبت به رویکرد غیرشرطی ندارد.

اصولیان و نیکوسخن (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان رابطه جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار و ریسک سرمایه‌گذاران خرد به این موضوع پرداختند. هدف پژوهش تبیین چگونگی ارتباط میان جریان سرمایه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار بورس اوراق بهادار تهران براساس ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران صندوق‌های خرد و نهادی طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ است. نتایج حاصل از نمونه صندوق‌های خرد حاکی از وجود معاملات بازخوردی است، به طوری که ۱ درصد افزایش در بازده بازار سهام منجر به ۲/۸۴ درصد افزایش در جریان سرمایه در دوره‌های پس از آن می‌شود و این نشان‌دهنده وجود ریسک برای سرمایه‌گذاران خرد در کوتاه‌مدت است.

کائور (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان تأثیر ویژگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد و استراتژی معاملاتی: رویکرد پانل به این موضوع پرداختند. داده‌های سرمایه‌گذاری مشترک هند برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۱۳ مورد استفاده قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که عملکرد سال گذشته، جریان به بودجه و نسبت وجه نقد، عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را که با آلفای کارهات مشروط اندازه‌گیری شده است، توضیح می‌دهند. علاوه بر این، بررسی شده است که آیا ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به طور سیستماتیک بر استراتژی‌های معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر می‌گذارد یا خیر. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مانند اندازه، نسبت هزینه، نسبت گردش مالی پرتفوی، و سن بر استراتژی‌های تجاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.

گلدشتاین^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۷)، در تحقیقشان با عنوان بررسی رابطه بین جریان‌های سرمایه‌گذاری و ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری؛ به بررسی روابط بین متغیرهای مذکور پرداختند. این تحقیق الگوهای جریان در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را بر روی صندوق‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال ایالات متحده بین ژانویه ۱۹۹۲ تا دسامبر ۲۰۱۴ را بررسی می‌کند. و نشان داده شده که اوراق قرضه شرکتی بودجه رابطه بین جریان و عملکرد را دارد علاوه بر این، اوراق قرضه شرکتی حساسیت بیشتری به جریان خروجی عملکرد بد دارد. این نتایج نشان می‌دهد که احتمال شکنندگی در بازار سریع اوراق قرضه شرکتی وجود دارد. ناپایداری اوراق قرضه شرکت‌ها می‌تواند مزیت اول را در میان سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق قرضه شرکت ایجاد کند.

بردفورد^{۱۶} (۲۰۱۵)، در تحقیقی با عنوان بررسی نوسانات و مهارت‌های مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک؛ به بررسی روابط بین متغیرهای مذکور در بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری کشور آمریکا در طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ پرداخت. در یک چارچوب چهار عاملی استاندارد، نوسانات بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل اعتماد، مداوم و دارای پیش‌بینی قوی از بازده آینده هستند. به هر حال بازده غیر طبیعی، عامل ناهنجاری نوسانات بالا و پایین بازده سهام است. این موضوع سازگار با تحقیقات **نووی-مارکس^{۱۷} (۲۰۱۳)** و **فاما و فرنچ^{۱۸} (۲۰۱۴)** که می‌گویند: عامل‌های سودآوری و سرمایه‌گذاری به همان اندازه از بین بردن بازده غیر طبیعی مهم هستند.

بودسون^{۱۹} و همکاران (۲۰۱۳) ابعاد مختلف توانمندی بازاریابی در مقیاس جهانی را بررسی کردند. آن‌ها برای بتای صندوق‌ها یک فرآیند گشت تصادفی را متصور شدند و بر اساس این رفتار به نتیجه‌گیری پرداختند. زمانسنجی بازار تلاطم و زمانسنجی بازار نقدشوندگی، دو بعد جدید از زمانسنجی بازار است که در این پژوهش ارزیابی شده‌اند. آن‌ها دریافتند که فقط حدود ۶ درصد صندوق‌ها، بازده‌های ناشی از زمانسنجی بازار مثبت را محقق کرده‌اند. این در حالی

است که در دوره مورد بررسی، نسبت زمانسنجی بازار تلاطم و بازاربینی نقدشوندگی در این صندوق‌ها ۱۳ درصد و ۱۴ درصد بوده است.

روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت، پژوهش توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌نماید. علاوه بر این، در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که طبق شروط زیر همگن شده و جامعه غربال شده مورد بررسی قرار گرفته است:

جدول ۱ انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت‌ها و شرایط جامعه

تعداد	شرایط
۱۹۲ صندوق	تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس تا پایان سال ۱۳۹۷
۸۷ صندوق	تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری که در سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۷ به طور متوالی در بورس حضور نداشته‌اند.
۱۹ صندوق	تعداد صندوق‌هایی که اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی تحقیق، برای آنها در دسترس نباشد.
۸۶ صندوق	تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری (نمونه نهایی)

فرضیه و الگوهای آماری پژوهش

فرضیه اول: میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است. جهت بررسی فرضیه اول پژوهش به پیروی از کائور (۲۰۱۹) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$Y_{1it} = \alpha + \beta_1 ER_{it} + \beta_2 LNPTR_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 FLOW_{it} + \beta_5 Y_{1it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

فرضیه دوم: میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است. جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش به پیروی از کائور (۲۰۱۹) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$Y_{1it} = \alpha + \beta_1 ER_{it} + \beta_2 LNPTR_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 FLOW_{it} + \beta_5 Y_{1it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

فرضیه سوم: میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است. جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش به پیروی از کائور (۲۰۱۹) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$Y_{2it} = \alpha + \beta_1 ER_{it} + \beta_2 LNPTR_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 FLOW_{it} + \beta_5 Y_{2it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

فرضیه چهارم: میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است. جهت بررسی فرضیه چهارم پژوهش به پیروی از کاتور (۲۰۱۹) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$Y_{2it} = \alpha + \beta_1 ER_{it} + \beta_2 LNPTR_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 FLOW_{it} + \beta_5 Y_{2it-1} + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

Y_{1it} : توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری

Y_{1it-1} : توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره قبل

Y_{2it} : زمانسنجی دقیق بازار در دوره جاری

Y_{2it-1} : زمانسنجی دقیق بازار در دوره قبل

ER: نسبت مخارج صندوق (شاخص اندازه‌گیری متغیرهای بنیادی صندوق)

LNPTR: لگاریتم گردش پرتفوی (شاخص اندازه‌گیری متغیرهای بنیادی صندوق)

CR: وجه نقد صندوق (شاخص اندازه‌گیری متغیرهای بنیادی صندوق)

FLOW: جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری (شاخص اندازه‌گیری متغیرهای بنیادی صندوق) (کاتور، ۲۰۱۹)

شیوه اندازه‌گیری متغیرها

متغیر وابسته

Y_{1it} : توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری

در تلاش برای عملیاتی کردن میزان توفیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پیش‌بینی بازار سهام، ترینر و همکاران (۱۹۶۶) از مدل رگرسیونی استاندارد استفاده نمودند، که در آن با اضافه نمودن متغیر مربع بازده بازار به مدل سه عاملی فاما فرنچ و محاسبه ضریب آن به عنوان معیاری برای ارزیابی توانایی زمانسنجی مدیران بهره گرفته می‌شد. منشأ این ابتکار آن است که مدیران هنگامی که انتظار بازدهی بالاتری (پایین‌تری) برای بازار را دارند، ریسک پرتفوی خود را افزایش (کاهش) می‌دهند. بنابراین توانایی مدیر در زمانسنجی بازار به صورت درون‌زا در بازده‌های تاریخی پرتفوی نهفته است. به طور مشخص، مدیری توانایی زمانسنجی مناسب بازار را دارد که ضریب مربع بازده بازار مثبت باشد. در این پژوهش توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام با استفاده از آلفای مدل CAPM به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_f) \quad (۵)$$

$r_{i,t}$: بازده اضافی صندوق i ام نسبت به بازده بازار

$R_{m,t}$: بازده بازار با استفاده از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران

R_f : بازده بدون ریسک بازار؛ در این پژوهش بر مبنای بالاترین نرخ سود اوراق مشارکت و سالانه ۲۰ درصد لحاظ شده است.

Y_{2it} : زمانسنجی دقیق بازار در دوره جاری

بدیل دیگری که برای ارزیابی توانایی زمانسنجی مدیر وجود دارد، مطابق تحقیقات هندریکسن و همکاران (۱۹۸۱)؛ آن است که در رگرسیون مدل بازار از متغیر مجازی I به ارزش یک در صورتی که بازده بازار مثبت باشد و در غیر این صورت به ارزش صفر برای بازده بازار استفاده می‌شود. بدین طریق بتای بازار تنها در صورتی افزایش می‌یابد که بازده آتی بازار نیز افزایش یابد.

در این پژوهش با بهره‌گیری از مدل یک عامله CAPM روش بدیل فوق‌الذکر به شرح زیر به عنوان معیاری برای زمانسنجی مدیر به طور مجزا برای هر صندوق سرمایه‌گذاری لحاظ شده است:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_f) + \gamma_i(IR_{m,t}) \quad (6)$$

بر این اساس مدل CAPM برای هر صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور جداگانه دو مرتبه (یک بار بدون در نظر گرفتن ضریب گاما و بار دیگر با احتساب آن) برآورد شده است و پس از محاسبه الفای جنسن و ضریب گاما با استفاده از فرمول زیر به تعیین زمانسنجی مدیر پرداخته شده است:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i(IR_{m,t}) \quad (7)$$

(رحمانی و حکمت، ۱۳۹۳)

متغیر مستقل

متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشتمل بر:

ER: نسبت مخارج صندوق: برابر است با نسبت کل هزینه سالانه تقسیم بر متوسط ارزش خالص دارایی‌ها (کاتور، ۲۰۱۹)
محاسبه کارمزد ارکان و هزینه‌های مربوط به صندوق سرمایه‌گذاری در اساسنامه و امید نامه آن درج می‌شود.
مهم‌ترین هزینه‌های صندوق و نحوه محاسبه آن‌ها به شرح زیر است:

الف- کارمزد ارکان: مهم‌ترین هزینه مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری کارمزدی است که ارکان اجرایی و نظارتی صندوق (مدیر، متولی، ضامن) بابت ارائه خدمات و تحمل ریسک ضمانت نقدشوندگی دریافت می‌کنند.
ب- هزینه‌های دوره‌ای: هزینه‌هایی که به طور موردی یا مقطعی برای صندوق‌ها ایجاد می‌شود: - هزینه حسابرس - هزینه تأسیس و تسویه - هزینه مجامع و عضویت در کانون‌ها

ج- هزینه‌های صدور و ابطال: این هزینه‌ها به زمان و تعداد فرایند صدور و ابطال سرمایه‌گذار مربوط می‌شوند.
هزینه‌های صدور و ابطال به طور مستقیم به سرمایه‌گذار تحمیل می‌شوند و سرمایه‌گذار با برنامه ریزی صحیح سرمایه‌گذاری خود می‌تواند این گونه هزینه‌ها را به حداقل برساند. هزینه‌های صدور و ابطال با هدف افزایش دوره سرمایه‌گذاری اشخاص و جلوگیری از ورود و خروج‌های مکرر در صندوق وضع می‌شوند.
LNPTR: لگاریتم گردش پرتفوی

بیشتر صندوق‌ها به خرید سهام و اوراق با درآمد ثابت از ده‌ها شرکت می‌پردازند که این کار خود موجب حفظ سرمایه‌گذاری در برابر اخبار بد یک شرکت یا بخش خاص می‌شود. این تنوع بخشی چیزی نیست که یک سرمایه‌گذار عادی بتواند از پس دانش لازم و هزینه آن برآید مگر در صورتی که آن سرمایه‌گذار دارای زمان و درآمد بسیار بالایی باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به سرمایه‌گذاری در حداقل ۱۰ گزینه سرمایه‌گذاری جداگانه می‌پردازند. این تنوع بخشی مناسب موجب کسب بازدهی بالاتر و ریسک کمتر نیز می‌شود. البته در انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری نیز باید دقت کافی به عمل آید، زیرا تمام صندوق‌ها به تنوع بخشی نمی‌پردازند. گردش پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نشان دهنده نسبت حداقل فروش یا خرید سهام بر میانگین دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طی سال است (چامپانگ^{۲۰} و همکاران، ۲۰۱۸).

این متغیر از طریق محاسبه نسبت حجم سهام مبادله شده صندوق سرمایه گذاری در سال به حجم کل سهام منتشر شده در همان سال بدست می آید (کائور، ۲۰۱۹)

CR: وجه نقد صندوق: برابر است با لگاریتم وجه نقد صندوق های سرمایه گذاری در پایان سال مالی (کائور، ۲۰۱۹)

نقدترین دارایی ها، که دارای بازده کم یا بدون بازده کم یا بدون بازده هستند برای خروج احتمالی سپرده ها نگهداری می شوند. نقدترین دارایی ها که توسط بانک یا هر موسسه دیگر نگهداری می شود وجه نقد است. هزینه نگهداری وجوه برابر درآمدی است که می توان از طریق سرمایه گذاری در دیگر گروه دارایی ها کسب کرد. وجه نقد اصولاً برای الزامات ذخیره ای، معاملات روزانه، مبادلات با دیگر بانک ها نگهداری می شود (اریول^{۱۱} و همکاران، ۲۰۰۵).

FLOW: جریان صندوق های سرمایه گذاری

جریان سرمایه صندوق ها عبارت است از ارزش صدور و ارزش ابطال واحدهای سرمایه گذاری و همچنین خالص ارزش صدور و ارزش ابطال که به خالص وجه نقد موسوم است. از خالص وجه نقد به صندوق ها به عنوان شاخصی برای اندازه گیری احساسات بازار استفاده می شود. البته این در شرایطی است که بین خالص وجه نقد و بازده بازار ارتباط معنادار وجود داشته باشد (سعیدی و سعیدی، ۱۳۹۱).

جریان صندوق های سرمایه گذاری، سپرده خالص سالیانه و جریان استهلاک صندوق های سرمایه گذاری در سال t است که به عنوان افزایش نسبی در دارایی صندوقی که مختص به بازده صندوق های سرمایه گذاری نیست تعریف شده است (کائور، ۲۰۱۹):

$$Flow_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}(1 + R_{i,t})}{TNA_{i,t-1}} \quad (8)$$

TNA: کل دارایی خالص

R: بازده صندوق

$$\text{بازدهی سالانه صندوق} = \frac{NAV_1 - NAV_0}{NAV_0} \quad (9)$$

که در آن منظور از TNAit-1 خالص ارزش دارایی صندوق های سرمایه گذاری در ابتدای دوره و منظور از TNAit1 خالص ارزش دارایی صندوق های سرمایه گذاری در پایان دوره است.

متغیر کنترلی

Y_{2it-1} : توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره قبل

Y_{2it-1} : زمانسنجی دقیق بازار در دوره قبل

متغیر تعدیل گر

اندازه صندوق

در این پژوهش اندازه صندوق های سرمایه گذاری براساس میانگین ارزش دارایی صندوق های سرمایه گذاری در دوره مورد نظر محاسبه شده است، که می تواند مقیاس خوبی برای این متغیر باشد؛ همچنین جهت همسان سازی این متغیر نیز، از لگاریتم این متغیر استفاده شده است (کائور، ۲۰۱۹). پس از محاسبه متغیر مذکور براساس خاصیت میانه؛ صندوق های

میانگین شاخصی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست، برای متغیرهای توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری و زمانسنجی دقیق بازار در دوره جاری به ترتیب ۰/۹۷۸- و ۰/۳۷۴- است. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی، نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان دهنده نرمال بودن این متغیر است که برای متغیرهای توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری و زمانسنجی دقیق بازار در دوره جاری به ترتیب ۰/۹۷۰- و ۰/۱۹۰- است. انحراف معیار از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که برای متغیرهای توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری و زمانسنجی دقیق بازار در دوره جاری به ترتیب ۰/۶۱۳ و ۰/۶۱۵ است. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری مثبت و نزدیک صفر است که نشان می‌دهد توزیع نرمال و خیلی کم چوله به راست است. اگر ضریب کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن است که برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت است.

بررسی نرمال بودن متغیرها

در این پژوهش با استفاده از آزمون جک-برا، نرمال بودن متغیر وابسته آزمون شده است. براساس مقادیر ارائه شده در جدول ۲ از آنجایی که مقادیر سطح معناداری، متغیرهای توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره جاری و زمانسنجی دقیق بازار در دوره جاری بیشتر از ۵٪ است، بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن این متغیرها تأیید می‌شود.

مفروضات رگرسیون

برای تعیین روش تخمین، آزمون اف لیمر و هاسمن برای مدل اصلی انجام شده است. نتایج آزمون به شرح زیر است:

جدول ۳ نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

فرضیات	آزمون اف لیمر	سطح معناداری	نتیجه	آزمون هاسمن	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه اول	۱/۴۸۶	۰/۴۱۹	تابلویی	۲۵/۶۷۱	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	۱۰/۲۵۹	۰/۰۰۰	تابلویی	۱۵/۲۵۸	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه دوم	۱۲/۵۴۵	۰/۰۰۰	تابلویی	۱۳/۵۴۵	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	۱/۵۲۵	۰/۰۳۲۶	تابلویی	۳۵/۲۴۵	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه سوم	۱/۷۵۷	۰/۰۰۶۶	تابلویی	۱۱/۰۱۱	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	۱/۴۶۸	۰/۰۴۷۰	تابلویی	۵۵/۴۵۵	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه چهارم	۱/۸۲۵	۰/۰۰۴۱	تابلویی	۱۶/۳۵۵	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	۱/۸۲۵	۰/۰۰۴۱	تابلویی	۱۶/۳۵۵	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

همان‌طور که ملاحظه می‌شود آزمون F لیمر نشان می‌دهد مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارت دیگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین الگو از روش داده‌های تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به نتایج بدست آمده، روش داده‌های تابلویی برای کلیه فرضیه‌ها پذیرفته شده است. روش داده‌های تابلویی خود با استفاده از دو الگوی «اثرات تصادفی» و «اثرات ثابت» می‌تواند انجام گیرد که برای انتخاب آنها، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای

مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است از الگوی اثرات ثابت و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است از الگوی اثرات تصادفی برای تخمین استفاده می‌شود. با توجه به آزمون هاسمن احتمال آزمون کای دو کمتر از ۵٪ شده است بنابراین از اثرات ثابت جهت تخمین و تجزیه و تحلیل مدل کلی استفاده می‌شود.

خلاصه تجزیه و تحلیل‌ها به تفکیک هر فرضیه

آزمون فرضیه اول

میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است.

جدول ۴. تخمین ضرایب فرضیه اول در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۴۳۳	۰/۰۹۵	-۴/۵۶۵	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۲	۱۶/۵۱۸	۰/۰۰۰
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۳	۱۲/۱۱۴	۰/۰۰۰
وجه نقد صندوق	۰/۰۲۴	۰/۰۰۳	۸/۵۱۶	۰/۰۰۰
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۱۵	۰/۰۰۱	۱۱/۷۱۴	۰/۰۰۰
توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره قبل	۰/۵۵۷	۰/۰۸۸	۶/۳۳۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۸۴۶	دوربین واتسون	۲/۱۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۱۷	سطح احتمال	۰۰/۰

جدول ۵. تخمین ضرایب فرضیه اول در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های کوچک

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۶۹۲	۰/۱۰۶	-۶/۵۳۹	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۱۲/۴۵۷	۰/۰۰۰
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	۲/۱۴۲	۰/۰۳۴
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۹	۰/۰۰۳۱	۳/۲۲۴	۰/۰۱۳
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۱	۱۹/۸۳۶	۰/۰۰۰
توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره قبل	۰/۳۰۹	۰/۰۹۸	۳/۱۵۲	۰/۰۰۲
ضریب تعیین		۰/۹۲۶	دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۹۰۷	سطح احتمال	۰۰/۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۰/۸۱ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و به میزان ۰/۹۰ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های کوچک متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است. با توجه به فرضیه چون متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مدل معنادار و مقدار عددی آنها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و کوچک متفاوت است. یعنی میزان تأثیر متغیرهای بنیادی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است.

آزمون فرضیه دوم

میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است.

جدول ۶. تخمین ضرایب فرضیه دوم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های عمر طولانی

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۶۸۹	۰/۰۵۴	-۱۲/۷۹۲	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۶/۴۵۱	۰/۰۰۰
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۲	۱۸/۳۶۷	۰/۰۰۰
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۲/۰۵۵	۰/۰۴۲
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰۶	۲۳/۳۵	۰/۰۰۰
توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره قبل	۰/۲۶۵	۰/۰۵۴	۴/۹۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۸۴۶	دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۲۷	سطح احتمال F	۰۰۰/۰

جدول ۷. تخمین ضرایب فرضیه دوم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های عمر کوتاه

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۶۶۷	۰/۰۵۱	-۱۳/۱۷۵	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۱۳	۰/۰۰۱۶	۸/۰۷۱	۰/۰۰۰
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۸/۰۹	۰/۰۰۰
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱۳	۲/۵۷۷	۰/۰۱۲
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰۶	۱۱/۷۶	۰/۰۰۰
توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در دوره قبل	۰/۲۷۹	۰/۰۵	۵/۵۴۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۹۱	دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۹	سطح احتمال F	۰۰۰/۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۰/۸۲ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمر طولانی و به میزان ۰/۸۹ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمر کوتاه متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است. با توجه به فرضیه چون متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مدل معنادار و مقدار عددی آنها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های عمر طولانی و عمر کوتاه متفاوت است. یعنی میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است.

آزمون فرضیه سوم

میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است.

جدول ۸. تخمین ضرایب فرضیه سوم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۸۳	۰/۰۹۳	-۸/۸۹۱	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۲	۱۵/۹۳۲	۰/۰۰۰
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۱۲	۰/۰۰۵	۲/۷۱۳	۰/۰۰۷
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۲	۱۱/۰۹۶	۰/۰۰۰
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۱	۳۵/۱۸۲	۰/۰۰۰
زمان سنجی دقیق بازار در دوره قبل	۰/۱۳۶	۰/۰۹۱	۱/۵۰۵	۰/۱۳۴
ضریب تعیین		۰/۹۳۶	دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۹۱۷	سطح احتمال F	۰۰۰/۰

جدول ۹. تخمین ضرایب فرضیه سوم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های کوچک

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۸۵۴	۰/۰۴۱	-۲۰/۶۸۲	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۴	۳/۳۳۵	۰/۰۰۱
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۱۷	۰/۰۰۲	۹/۳۳۲	۰/۰۰۰
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۲/۴۷۳	۰/۰۱۴
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۵	۱۰/۵۲	۰/۰۰۰
زمان سنجی دقیق بازار در دوره قبل	۰/۰۹۳	۰/۰۴	۲/۳۱۳	۰/۰۲۲
ضریب تعیین		۰/۸۸۶	دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۷	سطح احتمال F	۰۰۰/۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۰/۹۱ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و به میزان ۰/۸۷ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های کوچک متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است. با توجه به فرضیه چون متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مدل معنادار و مقدار عددی آنها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و کوچک متفاوت است. یعنی میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است.

آزمون فرضیه چهارم

میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است.

جدول ۱۰. تخمین ضرایب فرضیه چهارم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های عمر طولانی

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۹۰۷	۰/۰۷۷	-۱۱/۷۴۵	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۱	۱۶/۹۹۷	۰/۰۰۰
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۱۶/۵۴۹	۰/۰۰۰
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۷/۶۸۹	۰/۰۰۰
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۸	۰/۰۰۱	۷/۳۹۳	۰/۰۰۰
زمان سنجی دقیق بازار در دوره قبل	۰/۰۵۱	۰/۰۷۴	۰/۶۸۳	۰/۴۹۶
ضریب تعیین	۰/۹۲		دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۰۷		سطح احتمال F	۰۰۰/۰

جدول ۱۱. تخمین ضرایب فرضیه چهارم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های عمر کوتاه

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۸۷۵	۰/۰۴۴	-۱۹/۹۵۱	۰/۰۰۰
نسبت مخارج صندوق	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۴	۴/۰۷۹	۰/۰۰۰۱
لگاریتم گردش پرتفوی	۰/۰۱۹	۰/۰۰۲	۹/۵۷۸	۰/۰۰۰
وجه نقد صندوق	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۱	۱۳/۹۰۸	۰/۰۰۰
جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰۵	۱۴/۶۰۷	۰/۰۰۰
زمان سنجی دقیق بازار در دوره قبل	۰/۰۸۳	۰/۰۴۳	۱/۹۱۱	۰/۰۵۸
ضریب تعیین	۰/۹۱		دوربین واتسون	۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۸۷		سطح احتمال F	۰۰۰/۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۰/۹۰ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و به میزان ۰/۸۸ در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های کوچک متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است. با توجه به فرضیه چون متغیرهای نسبت مخارج صندوق، لگاریتم گردش پرتفوی، وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مدل معنادار و مقدار عددی آنها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های عمر طولانی و عمر کوتاه متفاوت است. یعنی میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است.

ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج فرضیه اول

با توجه به آزمون‌ها و تحلیل‌هایی که انجام شد، می‌توان گفت متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طول زمان اطلاعات در مورد گزینش مناسب سهام را هدایت می‌کند؛ لذا صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری محیط مناسبی برای اندازه‌گیری عملکرد هیات مدیره در جهت منافع سهامداران است؛ این گونه استدلال می‌شود که سرمایه‌گذاران بر اساس متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند به ارزیابی توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام

بپردازند؛ به علاوه این نتایج مطابق با مقالاتی است که استدلال می‌کنند صندوق‌های بزرگ‌تر مهارت‌های معاملاتی بیشتری نسبت به صندوق‌های کوچک‌تر از خود نشان می‌دهند.

در این راستا آندره^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که نقش سطوح نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و همچنین وابستگی متقابل بین تصمیمات خرید و فروش را به دست آورده‌اند. علاوه بر این، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که بر مبنای معیارهای ارزش‌گذاری معامله می‌کنند، اغلب بهتر از صندوق‌هایی عمل می‌کنند که از این نوع تجارت به صورت گهگاه پیروی می‌کنند، در ایران نیز **مرادزاده و همکاران (۱۳۹۴)** نشان دادند که برخی عوامل و ویژگی‌های بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر بازدهی تأثیر گذارند؛ که با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا است، البته این نکته نیز گفتمانی است که مقایسه نتایج پژوهش‌های انجام شده در مکانها و زمانهای مختلف، از سوی افراد مختلف، هر چند ممکن است از جنبه علمی چندان مناسب به نظر نرسد؛ اما از جنبه بیان سیر تکامل تدریجی پژوهش‌های انجام گرفته در حیطه موضوعی خاص، این موضوع حائز اهمیت است. نتایج پژوهش‌های انجام شده در مکان‌ها و زمان‌های مختلف به دست افراد مختلف، ناگزیر متأثر از شرایط مختلفی است و همخوانی یا ناهمخوانی نتایج پژوهش‌های با موضوع مشابه نمی‌تواند این شرایط متفاوت را نادیده انگارد.

نتایج فرضیه دوم

بر اساس آزمون‌هایی که انجام شد، متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام با یکدیگر در ارتباط هستند؛ نتایج این تحلیل، اهمیت توجه به میزان متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشتمل بر نسبت مخارج صندوق؛ لگاریتم گردش پرتفوی؛ وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای شناسایی توانایی انتخاب سهام برتر در میان مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال را تأیید می‌نماید؛ لذا تجزیه و تحلیل جریان‌ات ورودی/خروجی وجه نقد؛ جریان صندوق؛ گردش پرتفوی و... به صندوق‌ها بسیار مهم است، زیرا جریان‌های خروجی موجب افزایش نیاز شدید مدیران به فروش بیش از جریان‌های خرید می‌شود، که اغلب منجر به فرسایش در عملکرد پرتفوی‌ها می‌شود.

در این راستا **بردفورد (۲۰۱۵)**، نشان دادند که فاکتورهای نوسانات بر مهارت‌های مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در انتخاب سهام برتر تأثیر گذار است؛ که تا حدودی با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا است.

نتایج فرضیه سوم

با توجه به آزمون‌ها و تحلیل‌هایی که انجام شد، نتایج نشان می‌دهد که خرید یک مقدار مشخص از یک سهام خاص توسط یک مدیر زمانی که صندوق با جریان ورودی خوبی (سطح بالای متغیرهای بنیادی) مواجه است بسیار متفاوت از خرید همان سهام در زمانی است که صندوق با جریان خروجی پولی روبه‌رو است. در مورد اول، تصمیم‌گیری درباره زمان خرید می‌تواند با معیارهای ارزشیابی و البته برای کنترل نقدینگی پرتفوی هم تحریک شود. با این حال، در مورد دوم، تصمیم‌گیری زمان خرید به وضوح بر اساس معیارهای ارزیابی است، زیرا مدیر دارای محدودیت‌های پولی است؛ بر این اساس متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار تأثیر گذارند.

در این راستا کاور (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان تأثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد و استراتژی معاملاتی نشان دادند که عملکرد سال گذشته، جریان به بودجه و نسبت وجه نقد، عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را، توضیح می‌دهند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مانند اندازه، نسبت هزینه، نسبت گردش مالی پرتفوی، و سن بر استراتژی‌های تجاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند؛ که در راستای نتایج پژوهش حاضر است.

نتایج فرضیه چهارم

با توجه به آزمون‌ها و تحلیل‌هایی که انجام شد، می‌توان نتیجه‌گیری نمود که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای فاکتورهای بنیادی صندوق معامله می‌کنند، خریدهای بزرگی است که هم‌زمان با جریان‌های خروجی بزرگ و فروش‌های بزرگی است که به طور هم‌زمان با جریان‌های پولی بالا رخ می‌دهند. اگر مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای توانایی گلچین کردن سهام برتر باشند، صندوق‌های سرمایه‌گذاری متقابل با بخش بزرگی از معاملات مبتنی بر فاکتورهای بنیادی باید بسیار بهتر از صندوق‌های دیگر عمل کند. نتایج این پژوهش از توانایی جمع‌آوری سهام برتر در پرتفولیوها بر مبنای فاکتورهای بنیادی را، ارائه می‌دهد.

در این راستا برگران و لیزارزبورو (۲۰۱۵) نشان دادند که بین متغیر بنیادی جریان سرمایه‌گذاری و عملکرد در میان صندوق‌های سهام نهادی رابطه معناداری وجود دارد، به علاوه سرمایه‌گذاران مهارت‌های انتخابی در زمان تصمیم به خرید و فروش سهام صندوق‌ها را دارند؛ که تا حدودی با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا است.

نتیجه‌گیری

به عنوان یک نتیجه‌گیری کلی و با در نظر گرفتن موارد اشاره شده در قسمت ادبیات موضوع پژوهش، چنین استنباط می‌شود که متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمانسنجی دقیق بازار تأثیر گذار است. این نتایج می‌تواند درک و دانش سرمایه‌گذاران و پژوهشگران حوزه بازار سرمایه را افزایش دهد و در پرتو آن شاید بتوان به شناسایی عوامل دیگری که توانایی توضیح دادن تغییرات توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام و زمانسنجی دقیق بازار را داشته باشند دست یافت. نتایج کاربردی این پژوهش می‌تواند مورد توجه دو گروه کلی قرار گیرد، گروه اول، استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی هستند، این گروه که شامل سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان، مدیران و شرکت‌های حسابرسی است، این گروه در واقع کسانی هستند که مستقیماً با آثار مالی و نتایج حاصل از عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ارتباط هستند. گروه دوم، پژوهشگران، سیاست‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و یا موسساتی همانند بورس اوراق بهادار هستند که به مسائل اقتصادی و مالی علاقمند هستند. بخش عمده‌ای از نتایج این پژوهش در تطابق با مبانی نظری بوده و ضمن پر کردن خلأ تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه می‌تواند به مدیران در مدیریت صحیح و سهامداران در سرمایه‌گذاری و تعیین سیاست و رویه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمک کند.

پیشنهادها

۱- با توجه به نتایج فرضیه اول؛ به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد قبل از سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت، با استفاده از مدل برازش شده در این پژوهش، تأثیرات متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام تشخیص داده و نتایج را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ نمایند. به علاوه به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی و حسابداری تأثیرگذار بر توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام، به متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز توجه شود. استانداردگذاران حسابداری نیز بایستی از طریق افزایش ضرورت‌های افشا، اطلاعات بیشتری نسبت به متغیرهای بنیادی به صورت جداگانه در یادداشتهای همراه صورتهای مالی به عنوان اطلاعات تکمیلی درخواست کنند.

۲- با توجه به نتایج فرضیه دوم؛ باید با گسترش مطالعات و ادبیات نظری فاکتورهای بنیادی، فعالان بورس، اعضای هیئت مدیره شرکت‌های بورسی، سهامداران، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران،... با متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیشتر آشنا شوند، تا از این طریق بتوانند، به نحو مناسبی، در افزایش گزینش مناسب سهام صندوق‌های بورسی، ایفای نقش کنند. همچنین به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر معامله پیشنهاد می‌شود که به میزان ارائه اطلاعات مربوط به متغیرهای بنیادی توجه نمایند، تا آنها نیز دست کم با هدف ایجاد شهرت و تصویر مناسب، اقدام به افشای اطلاعاتی مشابه با بقیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری نمایند.

۳- با توجه به نتایج فرضیه سوم؛ میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک است. نتایج پژوهش حاضر، حاوی اطلاعات مفید و مهمی برای مدیران اقتصادی، تحلیلگران مالی، پژوهشگران و دانشجویان است، به نحوی که در همه ارزیابی‌ها، تصمیم‌گیری‌ها و تحلیل‌های مالی، بادر نظر گرفتن متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند تصمیم‌هایی منطبق بر واقعیات موجود اتخاذ کنند و از مطلوبیت نتایج نهایی تصمیم خود اطمینان بیشتری داشته باشند. لذا سازمان بورس اوراق بهادار باید سیستم منسجمی را برای ارزیابی فاکتورهای بنیادی، اعمال و با شدت بیشتری به الزام صندوق‌ها برای افشای نسبت‌های مذکور نظیر نسبت مخارج صندوق؛ لگاریتم گردش پرتفوی؛ وجه نقد صندوق و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری اقدام کند.

۴- با توجه به نتایج فرضیه چهارم؛ میزان تأثیر متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کوتاه است. لذا سرمایه‌گذاران می‌توانند بر اساس متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری؛ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را اتخاذ می‌کنند، به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که در راستای افزایش دقت زمانسنجی بازار صندوق‌های تحت مدیریت خود هر چه بیشتر بکوشند تا بدین طریق بتوانند در آینده از رشد بهتری برخوردار باشند. تأیید فرضیه فرضیه چهارم؛ حاکی از آن است متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را در سطح صندوق‌ها کاهش داده و تخصیص بهینه منابع (انتخاب درست به جای گزینش نادرست)، و کارایی عملکرد

صندوق (دقت زمانسنجی بازار) را در پی داشته باشد؛ بنابراین متغیرهای بنیادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند معیار کارایی، برای پیش‌بینی زمانسنجی دقیق بازار در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی و کوتاه باشند.

محدودیت‌های تحقیق

۱- مهم‌ترین محدودیت این پژوهش نوپایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران بود که این امر سبب آن شد دوره زمانی نمونه مورد بررسی کوتاه باشد. محدودیت دیگر عدم لحاظ کردن تأثیر جو بازار سرمایه و نوسان شاخص بورس بر جریان وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری است.

۲- درباره این تحقیق عوامل دیگری از جمله عوامل کلان اقتصادی و سیاسی و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی وجود دارد که از دسترس محقق خارج بوده است، این عوامل می‌توانند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشند؛ لکن اثر این عوامل در این تحقیق در نظر گرفته نشده است. با وجود این، اعتقاد بر این است که هیچکدام از محدودیت‌های مزبور به خدشه دار شدن نتایج پژوهش منجر نشده و پژوهش همچنان از روایی داخلی و خارجی مناسبی برخوردار است.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------|-----------------------------|
| 1. F-Limer Test | 2. Hausman Test |
| 3. Jarque-Bera Test | 4. Eviews |
| 5. Harris | 6. Kaur |
| 7. Chen and Qin | 8. Berggrun and Lizarzaburu |
| 9. Alexander | 10. Trainer |
| 11. Hendrixen | 12. Jensen |
| 13. Fama | 14. Brinson |
| 15. Goldstein | 16. Bradford |
| 17. Novy and Marx | 18. French |
| 19. Bodson | 20. Champagne |
| 21. Eriol | 22. Andreu |

منابع

- اصولیان، محمد؛ نیکوسخن، معین. (۱۳۹۶). رابطه جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار و ریسک سرمایه‌گذاران خرد. *مدلسازی ریسک و مهندسی مالی*، ۱(۳)، ۱۱۵-۱۳۲.
- اعتمادی، حسین؛ داغانی، رضا؛ عزیزخانی، مسعود؛ فرهیجش، سارا. (۱۳۹۳). زمان‌سنجی در ارزیابی پرتفوی سرمایه‌گذاری، شواهدی از بازار سرمایه. *تحقیقات مالی*، ۱(۱)، ۲۵-۳۶.
- حبیبی دورکی، مرتضی؛ بلگوریان، میثم. (۱۳۹۷). بررسی ارتباط بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و بازده بازار سهام در دوره‌های رکود و رونق. *نخستین کنفرانس ملی تحقیق و توسعه در مدیریت و اقتصاد مقاومتی، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و هنر*.
<https://civilica.com/doc/787758/>
- رحمانی، علی؛ حکمت، هانیه. (۱۳۹۳). بررسی ثبات در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱(۷)، ۱۱۹-۱۳۳.
- رستمی، محمدرضا؛ انصاری، حجت‌اله؛ محمدعلی، مرضیه. (۱۳۹۶). ارزیابی توانایی موقعیت‌سنجی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکردهای شرطی و غیرشرطی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱(۱۵)، ۴۵-۶۰.
- سعیدی، علی؛ سعیدی، حسین. (۱۳۹۱). ارتباط بین جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲(۹)، ۳۵-۵۶.
- سینایی، حسنعلی؛ محمودی، ادریس؛ ابوعلی، مجید. (۱۳۹۵). بررسی عوامل تأثیرگذار بر جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران. *بررسی‌های حسابداری*، ۱(۴)، ۹۷-۱۱۴.

مرادزاده فرد، مهدی؛ حسین پور، امیر حسین؛ مولایی نژاد، مهدی. (۱۳۹۴). تأثیر برخی عوامل و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر بازدهی این صندوق‌ها. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۷(۵)، ۷۹-۹۶.

نیکومرام، هاشم؛ فراهانی، آزاده. (۱۳۹۷). ارزیابی مهارت زمانسنجی بازار و به‌گزینی اوراق مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۵)، ۶۱-۸۲.

References

- Alexander, G., Cici, J.G., Gibson, S. (2007). Does motivation matter when assessing trade performance? An analysis of mutual funds. *The Review of Financial Studies*, 20(1), 125-50.
- Andreu, L., Mateos, L., Sarto, J. L. (2017). The Value Added by Trading Based on Valuation Criteria. *International Review of Finance*, 17(3), 327-352.
- Berggrun, L., Edmundo Lizarzaburu, (2015). Fund flows and performance in Brazil. *Journal of Business Research*, 68(1), 199-207.
- Bodson, L., Cavenaile, L. (2013). A global approach to mutual funds market timing ability. *Journal of Empirical Finance*, 20(c), 96-101.
- Bradford, D, Timothy, J., Riley, B. (2015). Volatility and mutual fund manager skill". *Journal of Financial Economics*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.012>.
- Brinson, G.P., Hood, L.R, Beebower, G.L. (1991). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, Retrieved from: https://www.williamblairdas.com/resource/s/docs/articles_and_books/Determinants_Article.pdf. 39-44.
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Champagne, C., Karoui, A., Patel, S. (2018). Portfolio turnover activity and mutual fund performance. *Managerial Finance*, 44(3), 326-356.
- Chen, Y., Qin, N. (2017). The Behavior of investor flows in corporate bond mutual funds. *Management Science*, 63(1), 1365-1381.
- Etemadi, H; Daghani, R; Azizkhani, M; Farrah bakhsh, S. (2014). Timing in investment portfolio valuation, evidence of the capital market. *Financial Research*, 16(1), 25-36 [In Persian].
- Fama, E. F., French, K. R. (2014). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457-472.
- Fama, E. F, Merton H. Miller. (1972). *The theory of finance*, Holt, Holt Rinehart & Winstopublication, New York, USA.
- Goldstein Itay , Jiang ,Hao.Ng ,David (2017). Investor Flows and Fragility in Corporate Bond Funds. *Journal of Financial Economics* doi: 10.1016/j.jfineco.2016.11.007
- Habibi Duraki, M; Belgurian, M. (2019). Investigating the relationship between the performance of mutual funds and stock market returns during periods of recession and boom, the first national conference on research and development in management and resistance economics, Tehran, *Institute of Culture and Arts* [In Persian].
- Harris L.E., Samuel M., Hartzmark, D., Solomon, H. (2015). Juicing the dividend yield: Mutual funds and the demand for dividends. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 433-451.
- Hendriksen, E., Van Breda, M. (1981). *Accounting Theory*, Southern Methodist University; Illinois USA.
- Jensen, M. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945- 1964. *Journal of Finance*, 23(2): 389-416.
- Kaur Inderjit. (2019). Effect of mutual funds characteristics on their performance and trading strategy: A dynamic panel approach. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1-32.
- Moradzadeh Fard, M; Hosseinpour, A; Molainejad, M. (2015). The effect of some factors and characteristics of mutual funds on the return of these funds. *Asset management and financing*, 17(5), 79-96 [In Persian].
- Nicoumaram, H., Farahani, A. (2018). Assessing the skills of market timing and selecting the papers of the managers of mutual funds in Iran. *Investment Knowledge*, 7(25), 61-82 [In Persian].

- Novy, R.M. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108 (1), 1-28.
- Oriol ,A., Erlend, N., Muniel, T.F. (2005). Liquidity, banking regulation and the macroeconomy. Jel& classification: G21,G28,E58.
- Osulian, M; Nikou sokhan, M. (2017). Relationship between mutual funds' capital flow, market return and risk of micro investors. *Risk Modeling and Financial Engineering*, 1(3), 115-132 [In Persian].
- Rahmani, A; Hekmat, H. (2014). Investigating the stability in the performance of stock exchange investment funds. *Stock Exchange*, 14(7), 119-133 [In Persian].
- Rostami, M; Ansari, H; Mohammad Ali, M (2017). Assessing the positioning ability of managers of mutual funds listed on the Tehran Stock Exchange using conditional and unconditional approaches. *Asset Management and Financing*, 5(1), 45-60 [In Persian].
- Saeedi, A; Saeedi, H (2012). Relationship between investment funds' capital flow and market returns: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 9(2), 35-56 [In Persian].
- Sinai, H., Mahmoudi, I., Abu Ali, M. (2016). Investigating the factors affecting the capital flow of mutual funds in Iran. *Accounting Reviews*, 4(1), 97-114 [In Persian].
- Treynor, J.L. Mazuy, J. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business Review*, 44(4), 131-136.