

بررسی تأثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد آن‌ها

علی رحمانی^{۱*}، سید علی حسینی^۲، معصومه کاشف^۳

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا^(س)، تهران، ایران

rahmani@alzahra.ac.ir

۲- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا^(س)، تهران، ایران

hosseinira@yahoo.com

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه الزهرا^(س)، تهران، ایران

mkashef.6886@yahoo.com

چکیده

فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، به‌طور رسمی پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار، از سال ۱۳۸۶ آغاز شده است و طی چند سال اخیر رشد چشمگیری داشته است. عملکرد و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به‌عنوان یکی از نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه، همواره مدنظر سرمایه‌گذاران بوده است؛ از طرفی، مدیران صندوق‌ها نیز به دنبال افزایش بازده و بهبود عملکرد صندوق‌های تحت مدیریت خود هستند. در این پژوهش، تأثیر عوامل مختلف و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل: عملکرد گذشته، اندازه، نسبت هزینه‌ها، نسبت گردش، تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق و نوع مؤسس صندوق، بر عملکرد آن‌ها بررسی می‌شود. به این منظور، از اطلاعات هفتگی ۴۳ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، طی بازه زمانی ابتدای تیرماه سال ۱۳۹۰ لغایت ۳۱ شهریورماه سال ۱۳۹۲ استفاده شده است. یافته‌های پژوهش، حاکی از تأثیرگذاری دو متغیر عملکرد گذشته و نوع مؤسس صندوق بر عملکرد جاری آن است.

واژه‌های کلیدی: صندوق‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

مقدمه

سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت و سهام شرکت‌ها، یکی از راه‌های تجهیز سرمایه‌های اندک در بازار سرمایه و سوق دادن آن‌ها به سوی فعالیت‌های تولیدی، خدماتی و بازرگانی است. اما چنین سرمایه‌گذاری مستلزم تخصص و تخصیص زمان کافی است؛ در حالی که بسیاری از افراد و یا بنگاه‌ها، تخصص کافی در این زمینه و وقت لازم را ندارند. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بازار سرمایه، با توجه به دانش تخصصی، مهارت و تجربه خود، اقدام به جمع‌آوری اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها و تجزیه و تحلیل آن‌ها می‌کنند و سپس بر مبنای شناخت کافی، دست به خرید و فروش اوراق بهادار می‌زنند. اما سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای که دانش لازم و مهارت کافی برای ورود به بازار سرمایه را ندارند، ممکن است صرفاً بر اساس شنیده‌ها، صف‌های خرید و فروش، توصیه دوستان و آشنایان و یا شایعات، به خرید و فروش اوراق بهادار بپردازند که گاهی آنان را با ریسک بالایی روبه‌رو می‌سازد. این گروه از سرمایه‌گذاران می‌توانند با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، این امر را به مدیران صندوق واگذار کنند. مدیران صندوق‌ها نیز با تنوع‌بخشی به سبد سرمایه‌گذاری، از ریسک خرید تک سهمی و یا چند سهمی توسط سرمایه‌گذار جلوگیری نموده و زمینه را برای سرمایه‌گذاری مطمئن فراهم می‌آورند [۴]. صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به‌عنوان یکی از واسطه‌های مالی، از بهترین روش‌های سرمایه‌گذاری برای افراد غیر حرفه‌ای و نیز افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه هستند که با فراهم کردن مزایایی از جمله؛ تنوع‌بخشی به سبد سرمایه‌گذاری، امکان مدیریت حرفه‌ای، کاهش ریسک غیر سیستماتیک، ایجاد صرفه‌جویی‌های ناشی

از مقیاس، نقد شوندگی بالا، کاهش هزینه معاملات و سادگی، می‌توانند در توسعه سرمایه‌گذاری غیر مستقیم در بورس اوراق بهادار، نقش اساسی داشته باشند. عملکرد و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری و هم‌چنین عوامل مؤثر بر عملکرد آن‌ها، همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران، مدیران صندوق‌ها و نیز مقررات‌گذاران بوده است. با توجه به رشد روزافزون تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شکل‌گیری انواع مختلف آن‌ها در بازار سرمایه ایران، آگاهی از عوامل مؤثر بر عملکرد و بازده این نهادهای مالی، رهنمودهایی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد تا به منظور دستیابی به انتخاب مطلوب، در صندوق‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که عملکرد بهتری نسبت به سایر صندوق‌ها داشته و بازده بیشتری را عاید دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری خود می‌کنند. چنین اطلاعات و یافته‌هایی، مدیران صندوق‌ها را نیز در مدیریت سبد سرمایه‌گذاری صندوق و تخصیص مناسب منابع یاری می‌کند.

هدف پژوهش حاضر، بررسی ویژگی‌ها و عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است. از این رو، سؤال اصلی این است که «آیا ویژگی‌ها و خصوصیات صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد آن‌ها مؤثر است؟»

مبانی نظری پژوهش

صندوق سرمایه‌گذاری، شرکتی است که وجوه سرمایه‌گذاران مختلف را جمع‌آوری، آن را در سهام، اوراق قرضه (مشارکت)، ابزارهای کوتاه‌مدت بازار پول، سایر اوراق بهادار یا دارایی‌ها و یا ترکیبی از این موارد، سرمایه‌گذاری کرده و سبد سرمایه‌گذاری

صندوق‌ها عملکرد خوبی در بازار نداشته و مدیریت آن‌ها پویایی لازم برای کشف فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود را ندارد. هم‌چنین هزینه‌های اضافی که صندوق‌ها تحت عناوین خاصی به سرمایه‌گذاران تحمیل می‌کنند، می‌تواند از معایب سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها باشد [۱۱]. برای مثال، کارگزاری که به‌عنوان یکی از ارکان صندوق، مدیریت آن را بر عهده دارد، ممکن است از طریق خرید و فروش زیاد سهام برای صندوق، کارمزد خوبی عاید خود سازد، ولی بازده مناسبی عاید سرمایه‌گذار نشود. از این‌رو، سرمایه‌گذاران به‌هنگام خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، باید مزایا و معایب آن را در نظر داشته باشند.

پیشینه پژوهش

پژوهش‌هایی که در زمینه ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف انجام شده، در سه گروه جای می‌گیرند: گروه اول، پژوهش‌هایی هستند که به بررسی ویژگی‌ها و خصوصیات مدیران صندوق‌ها (از جمله؛ مهارت مدیران در انتخاب اوراق بهادار و زمان‌بندی بازار، تجربه، سن، جنسیت، ریسک‌پذیری و...) و تأثیر آن‌ها بر عملکرد صندوق‌ها پرداخته‌اند. گروه دوم، به ارزیابی ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. در واقع هدف این پژوهش‌ها، بررسی این موضوع است که عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری، بر عملکرد آینده آن تأثیر دارد؟ پژوهش‌هایی که در گروه سوم جای می‌گیرند، به ارزیابی تأثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد آن‌ها می‌پردازند. در این مطالعات، تأثیر ویژگی‌هایی نظیر ریسک صندوق، عمر و سابقه فعالیت آن، جریان

مناسبی تشکیل می‌دهد. هر سهم (واحد) صندوق سرمایه‌گذاری، بیانگر مالکیت نسبی سرمایه‌گذار از منابع صندوق و سودی است که از آن منابع عاید می‌شود [۱۵]. هم‌چنین تعریف دیگری برای صندوق سرمایه‌گذاری می‌توان ارائه کرد: نهاد مالی که پس‌اندازهای کوچک و کم‌مقدار را به نحوی سازمان‌یافته، به سوی بازارهای مالی هدایت کرده و به تمامی سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که پس‌اندازهایشان را به سرمایه‌گذاری‌هایی با ترکیبی متفاوت از ریسک و بازده تبدیل کنند [۱۰].

علی‌رغم سابقه طولانی مدت فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جهان، در ایران پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذرماه سال ۱۳۸۴ و تدوین دستورالعمل‌های مورد نیاز برای تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری به وسیله سازمان بورس و اوراق بهادار، «صندوق سرمایه‌گذاری مشترک کارآفرین» به‌عنوان اولین صندوق سرمایه‌گذاری و با اخذ مجوز از سازمان مذکور، فعالیت خود را در تاریخ ۱۳۸۶/۰۴/۲۳ آغاز کرد. از آن پس، صندوق‌های بسیاری پا به عرصه وجود گذاشته و در این صنعت فعالیت می‌کنند. به‌طوری‌که در زمان انجام پژوهش حاضر، شمار صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حال فعالیت در بازار سرمایه ایران، به بیش از ۱۱۰ صندوق می‌رسد. این صندوق‌ها از نوع سرمایه‌گذاری در سهام، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، مختلط و شاخصی هستند.

ادعا می‌شود که سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها، مزایایی از جمله؛ مدیریت حرفه‌ای سبد سرمایه‌گذاری توسط افراد ماهر و تحلیلگر، تنوع‌بخشی، صرفه‌جویی ناشی از مقیاس، سادگی، نیاز به سرمایه اندک، شفافیت و انتشار مستمر اطلاعات را برای سرمایه‌گذاران به همراه دارد. از طرفی، باید توجه داشت که برخی از

صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های مطالعه آن‌ها حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بین ریسک صندوق و عملکرد آن و هم‌چنین نسبت هزینه‌ها و عملکرد صندوق است. به علاوه، آن‌ها عنوان کردند که افزایش عمر صندوق سرمایه‌گذاری، به‌طور معنی‌داری باعث کاهش شاخص عملکرد آن می‌شود. به بیان دیگر، صندوق‌های با عمر بیشتر، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به صندوق‌های جوان‌تر دارند. در این پژوهش شواهدی مبنی بر تأثیر نسبت گردش دارایی‌ها و اندازه صندوق بر عملکرد آن یافت نشد [۱۴]. التون^۴ و همکاران (۲۰۱۱) نشان داد که آلفای گذشته (شاخص عملکرد)، رابطه مثبت و معنی‌داری با آلفای پیش‌بینی شده صندوق دارد. نسبت هزینه‌ها و نسبت گردش صندوق، دارای رابطه منفی و معنی‌دار با آلفای پیش‌بینی شده آن هستند. درصد جریان نقد ورودی به صندوق نیز تأثیر منفی و معنی‌داری بر عملکرد آینده صندوق دارد. محققان رابطه معنی‌دار بین اندازه و آلفای آینده صندوق مشاهده نکردند [۸]. کمبون مورسیا^۵ (۲۰۱۱) بین بازده صندوق در دوره جاری و بازده گذشته آن رابطه معنی‌داری مشاهده نکرد. این نتیجه در مورد رابطه بین نوسان بازده صندوق در دوره گذشته و بازده آن در دوره جاری نیز صادق بود. وی بیان کرد که خالص اشتراک در صندوق سرمایه‌گذاری (خالص صدور و ابطال) طی دوره گذشته، رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با بازده صندوق در دوره جاری دارد. بین کارمزد مدیر و متولی صندوق و بازده آن، رابطه‌ای منفی و معنی‌دار مشاهده شد. در حالی که رابطه مشاهده شده بین کارمزد اشتراک در صندوق و بازخرید (صدور و ابطال) و بازده صندوق، رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار است. طبق یافته‌های مورسیا، اندازه و عمر

وجوه، هزینه‌ها، اندازه و سایر ویژگی‌ها بر عملکرد صندوق بررسی می‌شود.

جوئل^۱ (۲۰۱۳) به بررسی عملکرد صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در هند طی بازه زمانی ۶ ساله ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۲ پرداخت. وی به این نتیجه رسید که سن و نسبت دارایی‌های صندوق (نسبت مجموع دارایی‌های صندوق در پایان هر سال نسبت به مقدار آن در پایان سال گذشته)، بر کارایی عملکرد آن تأثیر منفی داشته و عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبتی بر کارایی عملکرد آن دارد. جوئل بین اندازه و ریسک صندوق (انحراف معیار بازده سالانه) و کارایی عملکرد آن رابطه معنی‌داری مشاهده نکرد [۹]. ک. تانگ^۲ و همکاران (۲۰۱۲) به وجود رابطه‌ای غیرخطی و به شکل U وارونه بین اندازه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری دست یافتند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که حد بهینه‌ای برای اندازه صندوق وجود دارد؛ تا پیش از رسیدن به این حد بهینه، با بزرگ‌تر شدن اندازه صندوق و بهره‌گیری از مزیت صرفه‌جویی ناشی از مقیاس، شاخص‌های عملکردی آن نیز افزایش می‌یابد. اگر اندازه صندوق از حد بهینه بزرگ‌تر شود، به دلیل بروز مشکلات نقد شوندگی، عملکرد صندوق کاهش می‌یابد. آن‌ها معتقدند دو عنصر صرفه‌جویی ناشی از مقیاس و نقد شوندگی، بر رابطه بین اندازه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار هستند. به پیشنهاد این محققان، اگر مدیران صندوق به وجود رابطه منفی بین اندازه و عملکرد، بعد از حد بهینه اندازه، معتقد باشند، با ورود وجوه اضافی، صندوق جدیدی تأسیس می‌کنند [۱۲]. پویی سی و جوسو^۳ (۲۰۱۲) به بررسی ویژگی‌های مؤثر بر عملکرد

4 . Elton
5 . Cambon Murica

1. Goel
2 . Ke Tang
3 . Pui See & Jusoh

از ۱۰ صندوق را مدیریت می‌کند و (۷) نسبت هزینه‌های این صندوق (کل هزینه‌ها تقسیم بر متوسط اندازه صندوق) کمتر از ۳٪ است؛ بالاترین میزان مطلوبیت را داراست [۱۰]. جوین^۲ (۲۰۰۴) با بررسی ویژگی‌های مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نشان داد که دوره تصدی مدیریت، تأثیری مثبت بر عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری دارد. شواهد کافی مبنی بر تأثیر اندازه صندوق بر عملکرد آن یافت نشد. نسبت گردش صندوق سرمایه‌گذاری نیز به‌عنوان عاملی مؤثر بر عملکرد آن مطرح شد. یافته‌های وی هم‌چنین بیانگر وجود رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین هزینه‌ها و عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری است [۱۳].

با وجود این‌که آغاز فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران به سال ۱۳۸۶ برمی‌گردد، حجم مطالعات انجام‌شده پیرامون این نهادهای مالی، طی سال‌های اخیر افزایش یافته است؛ اما بخش عمده این مطالعات، به ارزیابی عملکرد صندوق‌ها و مقایسه آن از طریق روش‌های مختلف محاسبه و هم‌چنین مقایسه بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بازده بورس اوراق بهادار پرداخته است. عزیززی و شریف‌فر (۱۳۹۲) به بررسی عوامل تعیین‌کننده در انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و اولویت‌بندی آن‌ها پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان‌دهنده این است که دو شاخص «داشتن بازده بالاتر نسبت به صندوق‌های دیگر» و «نرخ بازده مناسب صندوق در گذشته» از نظر سرمایه‌گذاران بالاترین اولویت در انتخاب صندوق را دارند. اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذار نسبت به عملکرد مدیر و ضامن صندوق نیز در اولویت بعدی قرار گرفت [۵]. عباسی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر اندازه بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران پرداختند.

صندوق سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری بر عملکرد آن ندارد. نتایج هم‌چنین نشان‌دهنده وجود رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین سهم بازار مدیر صندوق و بازده خالص صندوق است. اما در حالتی که برآورد بر اساس نوع گروهی که مدیر صندوق به آن تعلق دارد، تکرار شد، نتایج متفاوتی به این شرح به دست آمد: رابطه منفی و معنی‌دار بین بازده و سهم بازار مدیر صندوق در صورتی که مدیر صندوق وابسته به بانک است؛ عدم وجود رابطه معنی‌دار بین بازده و سهم بازار مدیر در حالتی که مدیر صندوق متعلق به بانک سرمایه‌گذاری است و رابطه مثبت و معنی‌دار بین بازده و سهم بازار مدیر صندوق در صورتی که وابسته به دیگر گروه‌های مستقل است. بر اساس نتایج پژوهش وی، بین مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی و بازده صندوق، رابطه‌ای منفی و معنی‌دار وجود دارد. هم‌چنین صندوق‌هایی که مدیر آن‌ها وابسته به بانک و یا بانک سرمایه‌گذاری است، بازده بیشتری نسبت به صندوق‌هایی دارند که مدیر آن‌ها وابسته به گروه‌های دیگر است. استراتژی‌های به کار گرفته‌شده توسط مدیر صندوق، مثل تصمیم به ادغام با صندوق‌های دیگر و یا تغییر گروه سرمایه‌گذاری (از صندوق با درآمد ثابت به صندوق سرمایه‌گذاری در سهام و...)، تأثیر معنی‌داری بر بازده صندوق ندارد [۷]. گزباشی و سیتاک^۱ (۲۰۱۰) طی مطالعات خود نشان دادند که از نظر مدیران سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری در ترکیه، صندوقی با (۱) اندازه بزرگ (که بیش از ۵۰۰ میلیون گواهی سرمایه‌گذاری صادر کرده)؛ (۲) با رشد عملکردی ثابت در ۵ سال گذشته (۳) دارای مدیری با بیش از ۷ سال سابقه و (۴) سبک سرمایه‌گذاری جسورانه، (۵) که مؤسس آن بانکی باشد که (۶) بیش

با توجه به یافته‌های پژوهش جوئل (۲۰۱۳)، التون (۲۰۱۱) و پورزمانی (۱۳۸۹)، عملکرد گذشته صندوق بر عملکرد آن در دوره جاری تأثیرگذار است. صندوق‌هایی که در گذشته عملکرد مناسب و بازده بالایی داشته‌اند، احتمالاً در دوره‌های آتی نیز به این روند ادامه می‌دهند.

۲- بین اندازه صندوق در هفته گذشته و عملکرد هفته جاری صندوق سرمایه‌گذاری رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

در مطالعات بسیاری از پژوهشگران، شواهدی مبنی بر تأثیرگذاری متغیر اندازه بر عملکرد آن یافت نشده است. با این حال، تانگ (۲۰۱۲) رابطه‌ای غیرخطی بین اندازه و عملکرد صندوق مشاهده کرد. عباسی (۱۳۹۱) نیز بین اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام کوچک و عملکرد آن‌ها بر اساس معیار تفاوت بازده جنسن، رابطه مثبت و معنی‌داری مشاهده کرد.

۳- بین نسبت هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری در هفته گذشته و عملکرد هفته جاری آن رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

التون (۲۰۱۱) و جوین (۲۰۰۴) رابطه معنی‌داری بین نسبت هزینه‌ها و عملکرد صندوق مشاهده کردند. آن‌ها معتقدند رابطه بین نسبت هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری و عملکرد آن منفی است و با افزایش هزینه‌ها، شاخص‌های عملکردی صندوق کاهش می‌یابد.

۴- نسبت گردش دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری در هفته گذشته بر عملکرد هفته جاری آن مؤثر است.

یافته‌های مطالعات التون (۲۰۱۱)، جوین (۲۰۰۴) و پورزمانی (۱۳۸۹)، حاکی از تأثیرگذاری نسبت گردش دارایی‌های صندوق بر عملکرد آن است. خریدوفروش

با در نظر گرفتن همه انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری، رابطه معنی‌داری بین اندازه و عملکرد مشاهده نکردند. هنگامی که نمونه را محدود به صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت و سرمایه‌گذاری در سهام بزرگ کردند نیز رابطه معنی‌داری بین اندازه و عملکرد صندوق نیافتند. اما زمانی که محققان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در اندازه کوچک را بررسی می‌کردند، بین اندازه و عملکرد آن‌ها بر اساس معیار تفاوت بازده جنسن، رابطه مثبت و معنی‌داری مشاهده کردند [۶]. پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان‌دهنده این است که بازده صندوق در هر دوره تحت تأثیر نوسانات واقعی بازده صندوق تا دوره قبل (انحراف معیار بازده صندوق تا دوره قبل) است. هم‌چنین بازده صندوق در دوره قبل بر بازده جاری صندوق سرمایه‌گذاری مؤثر بوده (تأثیر مثبت) و سن صندوق نیز تأثیر مثبت و معنی‌داری بر بازده آن دارد. نرخ گردش دارایی‌های صندوق در دوره قبل بر بازده آن اثرگذار است. درحالی‌که نرخ رشد ورود پول جدید به صندوق، مخارج و دارایی‌های تحت مدیریت صندوق در دوره گذشته بر بازده دوره جاری صندوق تأثیر معنی‌داری نداشته‌اند [۱].

فرضیه‌های پژوهش

با در نظر داشتن هدف پژوهش و نیز با توجه به یافته‌های مطالعات پیشین، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

۱- عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری بر عملکرد جاری آن تأثیرگذار است.

اطلاع از وجود رابطه بین متغیرها انجام می‌شود، از لحاظ ماهیت و روش در گروه پژوهش‌های همبستگی قرار می‌گیرد.

نمونه مورد بررسی پژوهش حاضر، صندوق‌هایی هستند که (۱) از نوع سرمایه‌گذاری در سهام باشند؛ (۲) قبل از تاریخ ۱۳۹۰/۰۳/۳۱ تأسیس شده باشند و (۳) اطلاعات و آمار آن‌ها در تارنمای صندوق در دسترس باشد. به این ترتیب، ۴۳ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام به عنوان نمونه انتخاب شد. دوره زمانی پژوهش نیز بازه ۱۳۹۰/۰۴/۰۱ الی ۱۳۹۲/۰۶/۳۱ را در بر دارد.

داده‌های مورد نیاز، با مراجعه به سایت سازمان بورس و اوراق بهادار، تارنمای تک‌تک صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تارنمای مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران^۱ جمع‌آوری شد. با توجه به محدود بودن سال‌های مورد بررسی، اطلاعات صندوق‌ها به صورت هفتگی بررسی شد. داده‌ها ابتدا در نرم‌افزار Excel طبقه‌بندی و سپس برای انجام آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل، از نرم‌افزارهای Eviews 6 و SPSS 19 استفاده شد.

از آنجایی که داده‌های مورد استفاده، مربوط به ۴۳ صندوق سرمایه‌گذاری طی ۱۱۵ هفته است، از نوع داده‌های تابلویی متوازن محسوب می‌شود. تعداد کل مشاهدات، ۴۹۴۵ هفته - صندوق است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته پژوهش، عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری (PERF) است که بر مبنای نرخ بازده مرکب صندوق f طی هفته t محاسبه می‌شود.

اوراق بهادار موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق، بی‌هزینه نبوده و هزینه‌هایی را بر صندوق تحمیل می‌کند که ممکن است عملکرد آن را تحت تأثیر قرار دهد. التون رابطه‌ای منفی بین نسبت گردش دارایی‌ها و عملکرد صندوق مشاهده کرد.

۵- بین تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق و عملکرد آن رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

مدیر صندوق سرمایه‌گذاری در ایران باید از جمله نهادهای مالی فعال در بورس اوراق بهادار باشد. از آنجایی که این اشخاص حقوقی (از جمله؛ شرکت‌های کارگزاری، تأمین سرمایه، مشاور سرمایه‌گذاری و یا شرکت سبدگردانی) ممکن است مدیریت چندین صندوق را بر عهده داشته باشند، در این فرضیه رابطه بین عملکرد و تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق بررسی می‌شود. رابطه بین دو متغیر مذکور، در پژوهش گزباشی (۲۰۱۰) نیز مورد توجه بوده است.

۶- نوع مؤسس صندوق سرمایه‌گذاری بر عملکرد آن اثرگذار است.

گزباشی (۲۰۱۰) در مطالعه خود، نوع مؤسس صندوق را مورد توجه قرار داد و به این نتیجه دست یافت که صندوقی که توسط بانک تأسیس شده باشد، در انتخاب سرمایه‌گذاران اولویت دارد.

با توجه به این که بخش عمده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، توسط شرکت‌های کارگزاری تأسیس شده‌اند، تأثیر نوع مؤسس صندوق (کارگزاری یا غیر کارگزاری بودن مؤسس) بر عملکرد آن، در این فرضیه بررسی می‌شود.

روش پژوهش

$$R_{f,t} = Ln \left(\frac{NAV_{f,t}}{NAV_{f,t-1}} \right) \times 100$$
 این پژوهش از نظر هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است و از طرفی، از آنجا که به منظور کسب

به طوری که اگر تعداد صندوق‌های تحت مدیریت صندوق در هفته t ، ۱ صندوق باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر در نظر گرفته شده است؛ و نوع مؤسس صندوق سرمایه‌گذاری (FOUNDER)، متغیر مجازی به طوری که اگر بیش از ۵۰٪ واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق در اختیار شرکت کارگزاری باشد، برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر در نظر گرفته شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش، در جدول ۱ نمایش داده شده است.

متغیرهای مستقل پژوهش عبارت‌اند از: عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری (نرخ بازده مرکب صندوق طی هفته $t-1$)؛ اندازه صندوق سرمایه‌گذاری در دوره گذشته (SIZE)، لگاریتم طبیعی کل خالص دارایی‌های صندوق در روز پایانی هفته $t-1$ ؛ نسبت هزینه‌های صندوق در دوره گذشته (EXPR)، نسبت جمع هزینه‌های صندوق در طول هفته $t-1$ به متوسط کل خالص ارزش دارایی‌های صندوق در طول آن هفته؛ نسبت گردش دارایی‌های صندوق در دوره گذشته (TURN)، نسبت خالص ارزش صدور و ابطال صندوق طی هفته $t-1$ به خالص ارزش دارایی‌های صندوق در ابتدای هفته؛ تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق (NUM)، متغیر مجازی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	عملکرد گذشته صندوق	عملکرد گذشته سرمایه‌گذاری (درصد)	اندازه صندوق	نسبت هزینه‌های صندوق	نسبت گردش دارایی‌های صندوق	تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق	نوع مؤسس صندوق سرمایه‌گذاری	آمار توصیفی
								میانگین
میانگین	۰/۶۲۱۷۳۸	۰/۶۳۷۵۵	۲۳/۹۵۰۶۵	۰/۰۰۱۱۶۲	-۰/۰۱۹۵۶۳	۰/۶۲۷۹۰۷	۰/۴۴۱۸۶۰	۰/۶۳۷۵۵
میانه	۰/۳۶۱۸۵۷	۰/۳۶۵۲۵	۲۳/۶۹۵۰۵	۰/۰۰۰۸۸۸	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۶۱۸۵۷
بیش‌ترین مقدار	۱۹/۵۱۵۷۲	۱۹/۵۱۵۷	۲۸/۰۴۷۱۶	۰/۰۱۳۹۸	۱/۶۲۶۷۶۱	۱/۰۰	۱/۰۰	۱۹/۵۱۵۷
کمترین مقدار	-۹/۸۰۱۶۲	-۹/۸۰۱۶	۲۲/۲۱۸۰۸	۰/۰۰۰۳۳۲	۶/۵۰۲۲۴	۰/۰۰	۰/۰۰	-۹/۸۰۱۶
انحراف معیار	۲/۳۶۱۷۶۳	۲/۳۷۰۵۶	۱/۱۶۲۰۹۳	۰/۰۰۱۶۳۵	۰/۳۱۰۴۵۶	۰/۴۸۳۴۱۲	۰/۴۹۶۶۵۹	۲/۳۷۰۵۶
تعداد مشاهدات	۴۹۴۵							

از آنجا که رقم میانگین تعداد صندوق‌های تحت مدیریت صندوق (متغیر مجازی با مقادیر ۰ و ۱) بیش‌تر از ۰/۵ است، می‌توان دریافت که اکثریت صندوق‌ها در این متغیر مقدار ۱ را داشته‌اند، به عبارتی مدیر صندوق تنها مدیریت یک صندوق را بر عهده دارد.

استفاده از تحلیل رگرسیون و تخمین مدل، منوط به تحقق مفروضات کلاسیک رگرسیون است. برای

بیش‌ترین میزان عملکرد هفتگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری (نرخ بازده مرکب) در طول دوره بررسی، ۱۹/۵ درصد و کم‌ترین مقدار آن ۹/۸- درصد بوده است. بیش‌ترین مقدار برای اندازه صندوق سرمایه‌گذاری طی دوره بررسی (لگاریتم طبیعی مجموع خالص دارایی‌های صندوق در روز پایانی هفته) میزان ۲۸/۰۴۷۱۶ و کم‌ترین مقدار نیز ۲۲/۲۱۸۰۸ است.

نشان‌دهنده رد فرضیه صفر در سطح ۱ درصد و لزوم انتخاب الگوی اثرات ثابت است.

نتایج تخمین مدل رگرسیون در جدول شماره ۲ نشان داده شده است. بررسی نتایج ارائه شده در این جدول نشان می‌دهد که با توجه به سطح معنی‌داری آماره $F(0/0000)$ ، مدل رگرسیون معنی‌دار است. مقدار ضریب تعیین مدل، $0/7365$ و بیانگر این مطلب است که در حدود $73/65$ درصد از تغییرات متغیر وابسته (عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون ($1/9552$) در بازه $1/5$ تا $2/5$ و بسیار نزدیک به 2 است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که بین جملات خطای رگرسیون خودهمبستگی وجود ندارد (از مفروضات رگرسیون).

اطمینان از درستی مدل رگرسیون و اعتبار آن، آزمون‌های مربوط به مفروضات کلاسیک رگرسیون از جمله؛ آزمون مستقل بودن خطاها، ثابت بودن واریانس جملات خطا، نرمال بودن خطاها و متغیر وابسته، عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا و عدم وجود هم خطی بررسی شد. هم‌چنین پس از حصول اطمینان از مانایی^۱ و همگرایی^۲ متغیرهای پژوهش، برای تشخیص روش و نحوه برآورد، آزمون چاو^۳ برای استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل مدل تلفیقی و آزمون هاسمن^۴ برای استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل مدل تصادفی انجام شد.

مدل در نظر گرفته شده برای آزمون فرضیه‌ها عبارت است از:

$$PERF_{f,t} = \beta_{0f,t} + \beta_{1f,t}(PERF_{f,t-1}) + \beta_{2f,t}(SIZE_{f,t-1}) + \beta_{3f,t}(EXPR_{f,t-1}) + \beta_{4f,t}(TURN_{f,t-1}) + \beta_{5f,t}(NUM_{f,t}) + \beta_{6f,t}(FOUNDER_{f,t}) + \varepsilon_{f,t}$$

مقدار آماره آزمون چاو $100/3168$ و سطح معنی‌داری آن $0/0000$ بوده است. فرضیه صفر در آزمون چاو، ارجح بودن مدل تلفیقی^۵ است. از این رو، رد فرضیه صفر، لزوم استفاده از الگوی اثرات ثابت را تبیین می‌کند. با توجه معنی‌داری آماره آزمون در سطح ۱ درصد، فرضیه ارجحیت مدل تلفیقی رد می‌شود. از آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت و یا تصادفی استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون، ارجح بودن الگوی اثرات تصادفی نسبت به الگوی اثرات ثابت است. بررسی نتایج آزمون هاسمن

1. Stationarity
2. Co-integrationirity
3. Chow
4. Husman
5. Pooled Model

جدول (۲) خلاصه نتایج مدل رگرسیون

$$PERF_{f,t} = \beta_{0f,t} + \beta_{1f,t}(PERF_{f,t-1}) + \beta_{2f,t}(SIZE_{f,t-1}) + \beta_{3f,t}(EXPR_{f,t-1}) + \beta_{4f,t}(TURN_{f,t-1}) + \beta_{5f,t}(NUM_{f,t}) + \beta_{6f,t}(FOUNDER_{f,t}) + \varepsilon_{f,t}$$

متغیر	مقدار ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰/۴۳۹۵	۰/۰۳۸۰	۱۱/۵۶۵۶***	۰/۰۰۰۰
$PERF_{f,t-1}$	۰/۳۵۸۱	۰/۰۱۴۵	۲۴/۷۷۹۱***	۰/۰۰۰۰
$SIZE_{f,t-1}$	-۰/۳۱۸۰	۰/۳۷۸۵	-۰/۸۴۰۰	۰/۴۰۰۹
$EXPR_{f,t-1}$	-۲/۶۳۹۴	۱/۰۸۹۰۱	۰/۲۴۲۴	۰/۸۰۸۵
$TURN_{f,t}$	۰/۰۲۶۳	۰/۰۵۷۱	۰/۴۶۱۴	۰/۶۴۴۵
$NUM_{f,t}$	۰/۰۵۳۶	۰/۰۳۶۹	۱/۴۵۴۵	۰/۱۴۵۹
$FOUNDER_f$	-۰/۰۸۱۱۱۲	۰/۰۳۵۶	-۲/۲۷۵۸**	۰/۰۲۲۹
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	انحراف استاندارد	آماره F	سطح معنی داری
۰/۷۳۶۵	۰/۷۲۹۹	۱/۲۳۲۵	۱۱۲/۳۳۰۷***	۰/۰۰۰۰
آماره دورین واتسون		۱/۹۵۵۲۰۴		

*** معنی دار در سطح ۱ درصد، ** معنی دار در سطح ۵ درصد.

در هفته گذشته، بر عملکرد هفته جاری آن تأثیر ندارد. سطح معنی داری مقدار ضریب متغیر مستقل نسبت هزینه‌های صندوق، نشان‌دهنده این است که ضریب این متغیر نیز در هیچ یک از سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد معنی دار نیست. بدین ترتیب، فرضیه سوم نیز رد می‌شود. به بیان دیگر، بین نسبت هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری در هفته گذشته و عملکرد هفته جاری آن رابطه‌ای معنی دار وجود ندارد. بررسی سطح معنی داری ضریب متغیر مستقل $TURN_{f,t-1}$ در سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد، بیانگر عدم معنی داری آن بوده و در نتیجه فرضیه چهارم نیز رد می‌شود. یعنی نسبت گردش دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری در هفته گذشته بر عملکرد هفته جاری آن مؤثر نیست. معنی داری ضریب متغیر مستقل $NUM_{f,t}$ ، با توجه به سطح معنی داری آن

با در نظر داشتن معنی داری کل الگوی رگرسیون، به منظور تصمیم‌گیری در خصوص پذیرش یا رد هر یک از فرضیه‌ها، معنی داری تک‌تک ضرایب الگو بررسی شده است. با توجه به مقدار ضریب متغیر مستقل $PERF_{f,t-1}$ که برابر با ۰/۳۵۸۱ بوده و سطح معنی داری آن که در سطح ۱ درصد معنی دار است، فرضیه اول پذیرفته می‌شود. در واقع عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری بر عملکرد جاری آن تأثیر گذار است. سطح معنی داری ضریب متغیر مستقل $SIZE_{f,t-1}$ ، یعنی ۰/۴۰۰۹، نشان‌دهنده این است که ضریب متغیر مذکور در هیچ یک از سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد معنی دار نیست. از این‌رو، فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود. بین اندازه و عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری رابطه‌ای معنی دار وجود ندارد. به عبارتی اندازه صندوق

مستقل الگو، مانایی و همگرایی داده‌ها بررسی شده و سپس آزمون چاو و هاسمن برای تعیین نوع مدل و روش مورد استفاده، انجام شد که نتایج انجام آزمون‌های مذکور، بیانگر ارجحیت انتخاب روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است. نتایج تخمین مدل رگرسیون با لحاظ کردن مجذور اندازه صندوق سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از متغیرهای مستقل الگو، در جدول شماره ۳ ارائه شده است. مقدار آماره دورین واتسون در این جدول ۱/۹۵۵۱ و در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ است. در نتیجه بین جملات خطای رگرسیون خودهمبستگی وجود ندارد (تحقق یکی از پیش‌فرض‌های رگرسیون).

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول ۳ و سطح معنی‌داری آماره F ، مدل رگرسیون در حالت کلی معنی‌دار بوده و دارای اعتبار آماری است. بالا بودن تقریبی مقدار ضریب تعیین مدل (۰/۷۳۶۵۱۲) نیز این نتیجه را تبیین می‌کند که حدود ۷۳/۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته (عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود. بررسی معنی‌داری تک‌تک ضرایب الگو، نتایجی مشابه نتایج تخمین الگوی اصلی پژوهش را نشان می‌دهد. به طوری که تنها دو متغیر عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری و نوع مؤسس آن، بر عملکرد جاری صندوق تأثیر معنی‌داری دارند. نظر به عدم معنی‌داری ضریب متغیر مجذور اندازه صندوق سرمایه‌گذاری در هیچ‌یک از سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد، وجود رابطه‌ای غیرخطی بین اندازه و عملکرد صندوق در این پژوهش تأیید نمی‌شود.

در هیچ‌یک از سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد پذیرفته نمی‌شود. لذا فرضیه پنجم پژوهش نیز رد می‌شود. بین تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق و عملکرد آن رابطه‌ای معنی‌دار وجود ندارد. سطح معنی‌داری مقدار ضریب متغیر مستقل $FOUNDER_f$ برابر ۰/۰۲۲۲۹ و در سطح ۵ درصد معنی‌دار است. از این رو، فرضیه ششم پژوهش پذیرفته می‌شود. به عبارتی نوع مؤسس صندوق سرمایه‌گذاری بر عملکرد آن اثرگذار است.

با توجه به این که در برخی از مطالعات پیشین، رابطه‌ای غیرخطی بین اندازه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاهده شده، به منظور بررسی وجود یا عدم چنین رابطه‌ای در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه‌ها مجدداً با لحاظ کردن مجذور اندازه صندوق، به‌عنوان یکی از متغیرهای مستقل انجام شده است (تحلیل حساسیت). لازم به ذکر است به دلیل بروز مشکل هم خطی کامل در مدل رگرسیون (که باعث نقض یکی از پیش‌فرض‌های اصلی رگرسیون چند متغیره می‌شود)، ورود متغیر اندازه و مجذور آن به‌طور هم‌زمان در مدل امکان‌پذیر نبود. بنابراین مدل دیگری، به شرح زیر، برای تخمین مدل در نظر گرفته شد:

$$PERF_{f,t} = \beta_{0f,t} + \beta_{1f,t}(PERF_{f,t-1}) + \beta_{2f,t}(SIZE_{f,t-1})^2 + \beta_{3f,t}(EXPR_{f,t-1}) + \beta_{4f,t}(TURN_{f,t-1}) + \beta_{5f,t}(NUM_{f,t}) + \beta_{6f,t}(FOUNDER_{f,t}) + \varepsilon_{f,t}$$

هم چون مدل اصلی پژوهش، در مورد مدل فوق نیز مفروضات کلاسیک رگرسیون، هم خطی متغیرهای

جدول (۳) خلاصه نتایج مدل رگرسیون - تحلیل حساسیت

$$PERF_{f,t} = \beta_{0f,t} + \beta_{1f,t}(PERF_{f,t-1}) + \beta_{2f,t}(SIZE_{f,t-1})^2 + \beta_{3f,t}(EXPR_{f,t-1}) + \beta_{4f,t}(TURN_{f,t-1}) + \beta_{5f,t}(NUM_{f,t}) + \beta_{6f,t}(FOUNDER_{f,t}) + \varepsilon_{f,t}$$

متغیر	مقدار ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰/۴۳۹۸	۰/۰۳۸۰	۱۱/۵۷۲۷***	۰/۰۰۰۰
$PERF_{f,t-1}$	۰/۳۵۷۶	۰/۰۱۴۴	۲۴/۷۶۸۳***	۰/۰۰۰۰
$(SIZE_{f,t-1})^2$	-۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۷۹	-۰/۷۵۴۰	۰/۴۵۰۹
$EXPR_{f,t-1}$	-۲/۶۳۵۹	۱۰/۸۹۰۲	-۰/۲۴۲۰	۰/۸۰۸۸
$TURN_{f,t}$	۰/۰۲۶۴	۰/۰۵۷۱	۰/۴۶۲۹	۰/۶۴۳۵
$NUM_{f,t}$	۰/۰۵۳۵	۰/۰۳۶۹	۱/۴۵۲۳	۰/۱۴۶۵
$FOUNDER_f$	-۰/۰۸۱۰۶۲	۰/۰۳۵۶	-۲/۲۷۴۲**	۰/۰۲۳۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	انحراف استاندارد	آماره F	سطح معنی داری
۰/۷۳۶۵۱۲	۰/۷۲۹۹	۱/۲۳۲۵	۱۱۲/۳۲۶۳***	۰/۰۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۹۵۵۱		

*** معنی دار در سطح ۱ درصد، ** معنی دار در سطح ۵ درصد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

سرمایه گذاری از طریق خرید واحدهای سرمایه گذاری صندوق‌ها، یکی از راه‌هایی است که سرمایه‌گذاران کم تجربه که مهارت کافی برای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار ندارند و یا افرادی که زمان کافی ندارند، می‌توانند برای کسب بازده مورد نظر و کاهش ریسک خود، از آن استفاده کنند. با توجه به تعداد بالای صندوق‌های سرمایه گذاری در بازار سرمایه ایران و روند رو به رشد آن، سرمایه‌گذاران می‌توانند با آگاهی از عوامل تأثیرگذار بر عملکرد آن‌ها، در صندوق‌هایی سرمایه گذاری کنند که عملکرد بهتری نسبت به سایر صندوق‌ها داشته و بازده بیشتری را عاید دارندگان واحدهای سرمایه گذاری خود می‌کنند. از این رو، در

این پژوهش به بررسی ویژگی‌ها و عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری در سهام ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پرداخته شد. عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری (شامل: عملکرد گذشته، اندازه، نسبت هزینه‌ها، نسبت گردش دارایی‌ها، تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق و نوع مؤسس صندوق سرمایه گذاری) با توجه به مطالعات گذشته انجام شده در این حوزه انتخاب و در ۶ فرضیه بررسی شد. آزمون فرضیه‌ها با توجه به نوع رفتار اندازه صندوق سرمایه گذاری در پژوهش‌های پیشین انجام شد.

نتایج تخمین مدل رگرسیون بیانگر این است که از بین متغیرها و عوامل مورد بررسی، تنها دو متغیر عملکرد گذشته صندوق سرمایه گذاری و نوع مؤسس

عبارتی، رابطه غیرخطی بین این دو متغیر وجود نداشته است. این نتیجه با یافته‌های پژوهش ک. تانگ (۲۰۱۲) سازگار نیست.

طی دوره مورد بررسی، بورس اوراق بهادار تهران وارد دوره رونق شده بود و مشخص نیست که رکود و یا ثبات چگونه می‌تواند یافته‌های پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

با توجه به این که یافته‌های این پژوهش بیانگر تأثیر مثبت عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری بر عملکرد جاری آن است، لذا سرمایه‌گذاران می‌توانند عملکرد گذشته را به عنوان یک معیار برای انتخاب صندوق جهت خرید واحدهای سرمایه‌گذاری لحاظ کنند. هم‌چنین در انتخاب صندوق برای خرید واحدهای سرمایه‌گذاری، می‌توان نوع مؤسس صندوق و وجود رابطه منفی بین مؤسس کارگزار و عملکرد صندوق را مورد توجه قرار داد که بخشی از آن ناشی از تضاد منافع کارگزار در انتخاب بین کارمزد معاملات و کارمزد مدیر صندوق است. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز باید توجه داشته باشند که با بهبود معیارهای عملکردی صندوق‌های تحت مدیریت خود و افزایش بازده آن، می‌توانند در جهت حفظ سرمایه‌گذاران موجود و جذب سرمایه‌گذاران بالقوه بکوشند؛ چرا که عملکرد جاری صندوق، بر عملکرد دوره آتی آن مؤثر است.

نظر به گسترش روزافزون تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و اخذ مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار، چنان چه تعداد صندوق‌های مورد بررسی و بازه زمانی پژوهش، افزایش یابد، امکان تعمیم نتایج بهبود می‌یابد. هم‌چنین می‌توان عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها را طی

آن، دارای رابطه‌ای معنی‌دار با متغیر وابسته پژوهش، یعنی عملکرد جاری صندوق سرمایه‌گذاری، هستند. عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری تأثیری مثبت بر عملکرد جاری آن دارد، درحالی که رابطه بین نوع مؤسس صندوق و عملکرد آن، رابطه‌ای منفی است. وجود رابطه مثبت بین عملکرد گذشته و جاری صندوق، به این معنی است که صندوق‌هایی که در گذشته عملکرد بهتری داشته‌اند، در آینده نیز بهتر عمل خواهند کرد و بازده بالاتری کسب خواهند کرد. این نتیجه با یافته‌های جوئل (۲۰۱۳)، التون (۲۰۱۱) و پورزمانی (۱۳۸۹)، مبنی بر وجود رابطه مثبت بین عملکرد گذشته و عملکرد جاری صندوق سرمایه‌گذاری، سازگار است. نوع مؤسس صندوق، به صورت متغیر مجازی وارد مدل شده بود (عدد ۱ بابت مؤسسین صندوق با ماهیت شرکت کارگزاری و صفر بابت مؤسسین غیر کارگزاری)؛ لذا وجود رابطه معنی‌دار بین نوع مؤسس و عملکرد آن، برای شرکت‌های کارگزاری مؤسس صندوق مورد تأیید است. به عبارتی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری که مؤسسین آن‌ها شرکت‌های کارگزاری بوده‌اند، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به دیگر صندوق‌ها داشته‌اند. وجود رابطه معنی‌دار بین نوع مؤسس صندوق و عملکرد آن با یافته‌های گزباشی (۲۰۱۰) سازگار است.

نتایج مشابهی هنگام برازش مدل با در نظر گرفتن رابطه‌ای غیرخطی بین اندازه و عملکرد صندوق، مشاهده شد. به بیان دیگر، در حالتی که مجذور اندازه صندوق به عنوان یکی از متغیرهای مستقل، وارد الگوی رگرسیون شده است نیز تنها بین دو متغیر عملکرد گذشته و نوع مؤسس صندوق و عملکرد جاری آن رابطه معنی‌داری مشاهده شد. بین متغیر مجذور اندازه صندوق و عملکرد آن رابطه معنی‌داری مشاهده نشد. به

- [6] Abbasi, Majid; Kalantari, Elham & Abbasi, Hamideh. (2012). Effect of Fund Size on the Performance of Mutual Funds: Evidence from Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2 (7), 6889-6902.
- [7] Cambon Murica, M Isabei. (2011). Spanish Mutual Fund Performance: An Analysis of Determinants. *Working Paper*.
- [8] Elton, Edwin J., Gruber, Martin J. & Blake, Christopher R. (2011). Doze Size Matter? The Relationship between Size and Performance.
- [9] Goel, Sweta. (2013). Performance of Mutual Funds and Investors Behavior. *JAYPEE Institute of Information Technology*.
- [10] Gajza, Onur & Çitak, Levent. (2010). An Evaluation of the Attributes Considered by Investment Professionals in Selecting Mutual Funds: The Case of Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 36.
- [11] Groave B.V. (2011). Study of the factors influencing distributor perception of an asset management company. *Birla Institute of Management Technology*.
- [12] Ke Tang, Wang, Wenjun & Xu, Rong. (2012). Size and Performance of Chinese Mutual Funds: The Role of Economy of Scale and Liquidity. *Pacific Basin Finance Journal*, 20, 228-246.
- [13] Nguyen, Ninh D. (2004). Do Mutual Fund Attributes Affect Mutual Fund Performance?
- [14] Pui See, Yong & Yusoh, Rozita. (2012). Fund Characteristics and Fund Performance: Evidence of Malaysian Mutual Funds. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 9, 31-43.
- [15] SEC Office of Investor Education and Advocacy. (2013). *Mutual Funds: A Guide for Investors*.

دوره‌های زمانی مختلف (شامل دوره‌های رونق و رکود بورس اوراق بهادار) مقایسه کرد.

در مطالعات پیشین، رتبه‌بندی عملکرد صندوق‌ها بر اساس معیارهای مدرن و فرامدرنیسم سبب سرمایه‌گذاری بررسی شد. می‌توان با در نظر داشتن دیگر معیارهای ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، این پژوهش را تکرار کرد. در صورت دسترسی به اطلاعاتی نظیر سن، تحصیلات، تجربه و درجه ریسک‌پذیری مدیر سرمایه‌گذاری و یا گروه مدیران سرمایه‌گذاری صندوق، می‌توان تأثیر خصوصیات ویژگی‌های مدیران سرمایه‌گذاری صندوق بر عملکرد آن‌ها را نیز مورد بررسی قرار داد.

منابع

- [۱] پورزمانی، زهرا، علی روحی و امیرمحمد صفری. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران. *پژوهش‌های مدیریت*، ۸۶، ۸۵-۱۰۱.
- [۲] تارنمای سازمان بورس و اوراق بهادار، www.seo.ir.
- [۳] تارنمای صندوق‌های سرمایه‌گذاری موجود در نمونه پژوهش.
- [۴] تاری وردی، یدالله، محمد فرجی ارمکی، رضا داغانی و فرزانه حیدرپور. (۱۳۹۲). بررسی عملکرد و رتبه‌بندی شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای مدل ارزیابی مرتون هنریکسون. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۷، ۹۹-۸۳.
- [۵] عزیزی، شهریار و امیر شریف‌فر. (۱۳۹۲). عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۲، ۵۰-۳۵.