

بررسی تأثیر عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر خالص جریان‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران

ولی خدادادی^۱ / فاطمه کوچک شوشتری^۲

چکیده

این تحقیق اثر عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را، از طریق شاخص‌های بازده و بازده تعدیل شده، بر خالص جریان صندوق‌ها که معرف رفتار سرمایه‌گذاران است، بررسی می‌کند. بدین منظور در این تحقیق با استفاده از داده‌های ترکیبی استخراج شده از اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۹۰-۱۳۸۹، از طریق مدل رگرسیونی روابط میان متغیرها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که تأثیر عملکرد گذشته صندوق‌ها بر خالص جریان‌های سرمایه‌گذاری در صندوق وقتی است که معیار اندازه‌گیری عملکرد، بازده باشد و نه زمانی که معیار بازده تعدیل شده باشد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران برای انتخاب صندوق به بازده گذشته صندوق توجه دارند.

واژگان کلیدی: صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رفتار سرمایه‌گذاران صندوق، خالص جریان سرمایه‌گذاری صندوق، عملکرد صندوق
طبقه‌بندی موضوعی: G23, G02

۱. دانشیار دانشگاه شهید چمران

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران، fatemeshushtari@yahoo.com

۱- مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد، امکان پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، در کنار کمیابی منابع مالی در هر جامعه‌ای، سوق دادن این منابع محدود به سمتی که منجر به بالاترین بازدهی شود؛ خود مسأله‌ای است که نیازمند مدیریت کارآمد و کارآ و سرمایه‌گذاری‌های مؤثر و به‌جا است.

در بورس اوراق بهادار دو گروه اشخاص به سرمایه‌گذاری مشغول‌اند. اشخاصی که حرفه‌ای تلقی می‌شوند و عمدتاً شامل اشخاص حقوقی هستند، اشخاصی که غیرحرفه‌ای تلقی می‌شوند و دانش چندانی در مورد بازار سرمایه ندارند. سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی از جانب هر دو گروه می‌تواند به صورت مستقیم از طریق خرید اوراق بهادار متفاوت یا به صورت غیر مستقیم از مجرای واسطه‌های مالی از قبیل بانک‌های تجاری، موسسات پس انداز و وام، اتحادیه‌های اعتباری و شرکت‌ها یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های مشترک صورت گیرد. بازار برای مقابله با این وضعیت یعنی جدا کردن افراد حرفه‌ای از افرادی که فاقد دانش حرفه‌ای هستند و رسیدن به بازدهی بالاتر در کل بازار بوسیله‌ هدایت درست منابع اشخاص به واحدهای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس را پیشنهاد می‌کند. صندوق سرمایه‌گذاری نیز می‌تواند یک هدف و جایگاه مناسب برای طرح‌ها و اهداف انواع سرمایه‌گذاران باشند. بالاخص برای مردم مستمری‌بگیر و ساینی که از اسرار و رموز بازار مالی رعب دارند. ولی با این حال، تمایل دارند که با سرمایه‌گذاری در بازار مالی، سود و منفعت کسب کنند (Rajeswari, et al., 2004).

نظر به اهمیت و جایگاه جدید و نو ظهور صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بعنوان یک واحد سرمایه‌گذاری غیرمستقیم برای دارایی‌های مالی اشخاص، آگاهی و شناخت ارتباطات، روابط کاری و حرفه‌ای، نحوه سرمایه‌گذاری و انتخاب یک صندوق مناسب می‌تواند برای سرمایه‌گذاران متقاضی امری مفید باشد. در مورد رفتار سرمایه‌گذاران و راه‌های انتخاب آنها، تحلیل گران فنی بر این باورند که رفتار این گروه قابل پیش‌بینی است، به خاطر اینکه انسان‌ها، ساخته‌های رفتار هستند و وقتی با شرایطی که در گذشته رخ داده روبرو می‌شوند، همان گزینه‌ای را که سرمایه‌گذاران قبلی انتخاب کرده‌اند، انتخاب خواهند کرد. بر مبنای همین تحلیل و از آنجاییکه نتیجه رفتار سرمایه‌گذاران گذشته صندوق‌ها در عملکرد شرکت نمود پیدا می‌کند، می‌توان پیش‌بینی کرد که سرمایه‌گذاران جدید نیز معیاری مانند عملکرد گذشته صندوق را برای تصمیم‌گیری، انتخاب خواهند کرد.

از منظری دیگر، مدیران صندوق‌ها نیز از طریق اداره و مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری، صندوق را رهبری می‌کنند، که بررسی عملکرد می‌تواند معیاری برای ارزیابی فعالیت آنها نیز باشد. یکی از مشکلات اصلی در ارزیابی عملکرد، تمایل انسانی به تمرکز بر بازده پرتفوی و عدم توجه کافی به ریسک متحمل شده برای کسب بازده مورد نظر است، لذا سرمایه‌گذاران ارزیابی عملکرد می‌بایست همزمان به بازده و ریسک توجه داشته باشد (Strong, 2000).

دلایل متفاوتی وجود دارد که تحقیق در باره ارتباط بین جریان و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را ضرورت می‌بخشد. مهمترین این دلایل را می‌توان از سه زاویه عنوان کرد. اول اینکه جریان‌های سرمایه‌گذاری متفاوت در صندوق، دارایی‌ها و ابزارهای برای مدیریت مدیران صندوق‌ها می‌باشند، که توانایی مدیریت این جریان‌ها در نهایت در نتیجه کار مدیران که همان عملکرد صندوق است، نمود پیدا می‌کند. دوم، تعدد تحقیقاتی است که در مورد این رابطه از گذشته تا کنون صورت گرفته و نتایج همین تحقیقات توانسته اثر چشمگیری بر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌ها داشته باشد و در نهایت اثبات تأثیرپذیری جریان‌های صندوق از عملکرد گذشته صندوق است که این موضوع دلیلی برای تداوم فعالیت صندوق خواهد بود، بدین معنی که پذیرفته شدن و استقبال از صندوق با مشاهده عملکرد گذشته صندوق توسط سرمایه‌گذاران، باعث خواهد شد که صندوق‌ها برای برآورده کردن انتظارات سرمایه‌گذاران و افزایش این روند در دوره‌های آتی بهتر از قبل عمل کنند (Berk, et al., 2004).

پیرو مطالب ذکر شده، در این تحقیق سعی بر این است که رفتار سرمایه‌گذاران صندوق‌ها، چگونگی اخذ تصمیم مناسب و نحوه تأثیرگذاری عملکرد گذشته صندوق بر این تصمیمات بررسی شود. برای بررسی بهتر، عملکرد در دو حالت بدون ریسک یعنی بازده ساده صندوق و عملکرد به همراه ریسک از طریق معیار جنسن به کار گرفته شده است. در قسمت مبانی نظری مجموعه‌ای از اطلاعات و یافته‌ها در مورد متغیرهای تحقیق و روابط میان آنها ذکر شده است. پیشینه تحقیق نیز حاوی نتایج بررسی‌های دیگر محققان در سال‌های اخیر در زمینه موضوع تحقیق می‌باشد و در ادامه نیز فرضیات ذکر شده و مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

۲- مبانی نظری و بسط فرضیه های تحقیق

۱-۲- چارچوب ارزیابی عملکرد صندوق های مشترک سرمایه گذاری

در دنیای کنونی، صندوق های سرمایه گذاری یکی از ابزارهای پرطرفدار برای سرمایه گذاری هستند. ارزیابی عملکرد نیز یکی از مهم ترین موضوعات مورد توجه در صندوق های سرمایه گذاری است، زیرا در این صندوق ها مقدار بسیار زیادی از دارایی های سرمایه گذاران، سرمایه گذاری می شود. مقیاس ها و روش های متفاوتی جهت ارزیابی و اندازه گیری عملکرد صندوق ها ارائه شده است، که سرمایه گذاران از این مدل ها برای رتبه بندی صندوق ها، جهت اتخاذ تصمیم گیری شان بهره می برند. ترینر (Treynor, 1965)، شارپ (Sharpe, 1966) و جنسن (Jensen, 1968)، در این زمینه نقش بسیار مهمی را ایفا کرده اند. ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری می تواند میزان کارایی صندوق های سرمایه گذاری، تداوم فعالیت و تجزیه و تحلیل بازده های صندوق را آزمایش و مشخص کند و این در حالی است که بازده صندوق نیز به تنهایی می تواند معیاری برای ارزیابی عملکرد باشد (Zulfiqar, et al., 2014).

ارزیابی صندوق ها معمولاً در دوره های هفتگی، ماهیانه یا حتی سالیانه انجام می شود، که این برای مقایسه اندازه های تاریخی مناسب است. البته برای تطابق و همزمانی با تغییرات بازار، باید مدل هایی وجود داشته باشد، تا با یکسری ارزیابی ها، بتوانند به سرعت پاسخگوی نیاز سرمایه گذاران و ذینفعان باشند (Wang, et al., 2014).

بازده صندوق سرمایه گذاری که یکی از معیار های ارزیابی عملکرد می باشد و در این تحقیق آورده شده، شامل تغییر در ارزش صندوق در طول دوره عملکرد می باشد. بازده را همچنین می توان از تعدیل جریان نقد ورودی و خروجی صندوق سرمایه گذاری، یعنی استفاده از ارزش واحدهای سرمایه گذاری بدست آورد. در یک صندوق زمانیکه جریان نقد ورودی رخ دهد، بدین معنی است که واحدهای سرمایه گذاری جدید منتشر شده و وقتی جریان نقد خروجی اتفاق می افتد، واحدهای سرمایه گذاری منتشر شده بازخرید می شوند که این را می توان تغییر در NAV تعریف کرد.

برای وارد کردن ریسک در معیار ارزیابی عملکرد یک صندوق روش های مختلفی وجود دارد، عامل کلیدی در ارزیابی عملکرد بدین صورت، تعیین اثر پرتفوی بر سطح ریسک کل سرمایه گذار می باشد. بدین معنی که اگر سرمایه گذار دارایی های دیگری به غیر از سهام داشته باشد، در این صورت ریسک بازار پرتفوی ()، معیار مناسبی برای نمایش اثر پرتفوی بر سطح ریسک کل سرمایه گذار خواهد بود. لیکن چنانچه پرتفوی تحت بررسی تنها سرمایه گذاری وی باشد، در این صورت ریسک

کلی () آن معیار مناسبی خواهد بود. ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر حسب ریسک، عموماً بر مبنای دو نگرش فوق، یعنی استفاده از ریسک بازار یا ریسک کل بعنوان ریسک سرمایه‌گذاری، مؤثرتر و به واقعیت نزدیکتر می‌باشد.

روش‌های ارزیابی عملکرد تعدیل شده که در ابتدا مطرح شده‌اند که عبارتند از: شاخص شارپ، شاخص ترینر و شاخص آلفای جنسن، که بر مبنای مفهوم بازار سرمایه و مدل CAPM و مفاهیم ریسک و بازده، معیارهایی را برای ارزیابی عملکرد پرتفوی، در دههٔ ۱۹۶۰ مطرح کردند و توسعه دادند، که در ذیل به آنها اشاره شده است:

شاخص شارپ

شارپ برای ارزیابی عملکرد بر روی ۳۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، طی سال‌های ۱۹۶۶-۱۹۵۴ تحقیقی انجام داد و به معیاری دست یافت که به "نسبت پاداش به تغییر پذیری" معروف است. این معیار نشان دهندهٔ مازاد بازده پرتفوی در مقابل هر یک واحد از ریسک کل است. در این شاخص نسبت RVAR بالاتر نشان دهندهٔ عملکرد بهتر است.

شاخص ترینر

ترینر در اواسط دهه‌ی ۱۹۶۰ معیار مشابهی را به نام "نسبت پاداش به نوسان پذیری"^۱ مطرح کرد. این شاخص در حقیقت بیان‌کنندهٔ این مطلب است، که در ازای هر یک واحد بازده نصیب سرمایه‌گذار می‌شود.

شاخص آلفای جنسن

این معیار که توسط جنسن در سال ۱۹۶۸ پیشنهاد شد، که در این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته، امکان اندازه‌گیری عملکرد بصورت مطلق را فراهم می‌کند. بدین مفهوم که یک شخص می‌تواند یک صندوق سرمایه‌گذاری را به صورت استاندارد مطلق، اندازه‌گیری نماید. این مدل همچنین جهت سنجش توانایی‌های پیش‌بینی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

جنسن توانایی‌های عملکرد مدیران را به دو بعد تقسیم‌بندی نمود، که این دو بعد عبارتند از:

۱- توانایی مدیر پرتفوی در افزایش بازده‌های پرتفوی، از طریق پیش‌بینی صحیح قیمت‌های آتی.

۲- توانایی مدیر پرتفوی در حداقل کردن میزان ریسک قابل کنترل، از طریق تنوع‌بخشی کارآمد.

1-Reward-to-Variability Ratio

2-Reward-to-Volatility Ratio

شالوده اصلی این مدل، از مدل CAPM، نشأت گرفته است، در واقع فرضیات این مدل با فرضیات مدل CAPM تطابق کامل دارد. فرض اصلی که در مدل جنسن به آن تأکید بیشتری شده است، امکان وام‌گیری و وام‌دهی بدون محدودیت، با همان نرخ بازده بدون ریسک است. از این مدل در این تحقیق به خاطر مزایای مطرح شده و نزدیکی بیشتر نسبت به سایر مدل‌ها به موضوع تحقیق، استفاده می‌شود (راعی و همکاران، ۱۳۸۷)

۲-۲- خالص جریان صندوق های مشترک سرمایه گذاری

بر اساس کارکرد روزانه، صندوق‌ها ورود نقدینگی جدید را از طریق خرید سهام جدید صندوق توسط سرمایه‌گذاران و خروج نقدینگی را از طریق بازخرید سهام صندوق تجربه می‌کنند که این خالص جریان نقدی صندوق را نشان می‌دهد. سرمایه جدید به زودی در اوراق متفاوت یا موقعیت‌های مناسب سرمایه‌گذاری می‌شود یا در ترازنامه برای موقعیت‌های مناسب ذخیره می‌شود. زمانیکه سرمایه‌گذاران اقدام به بازخرید می‌کنند، صندوق برای پرداخت پول آنها، به‌طور موقت از پول‌های ذخیره شده استفاده می‌کند، یا مجبور به فروش بعضی اوراق برای تأمین نقد مورد نیاز می‌شود. اما اکثر اوقات صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای در نظر گرفتن امکان بازخرید و بخاطر مجبور نشدن به فروش اوراق، ترجیح می‌دهند ذخایر نگهداری کنند (Dubofsky, 2010).

۳-۳- اهمیت مطالعه ارتباط میان خالص جریان و عملکرد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری:

داشتن اطلاعات و مطالعه درباره‌ی عملکرد و خالص جریان صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری یک موقعیت مناسب را برای آزمایش و تخمین زدن رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد (James, et al., 2006).

رابطه میان عملکرد و خالص جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شکل‌های مختلف، طی چند دهه گذشته در کشورهای گوناگون بسیار مورد بررسی قرار گرفته است. جریان‌های نقدی یکی از دلایل مورد توجه قرار گرفتن این موضوع بوده، که می‌تواند یک سند و گواهی برای نشان دادن قدرت انتخاب و رفتار سرمایه‌گذاران باشد (Bu, et al., 2008). گروبر (Gruber, 1996) نشان می‌دهد، بهره‌ای که هر سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری دارایی‌اش در صندوق می‌برد، نسبت به زمانیکه مستقیماً خودش اقدام به سرمایه‌گذاری کند، بیشتر است که این انتخاب ناشی از پیش‌بینی مناسب سرمایه‌گذار از عملکرد آینده صندوق با مشاهده عملکرد گذشته‌ی آن بوده است، یعنی سرمایه‌گذار

توانسته است یک مدیریت خوب و مناسب را برای ادارهٔ سرمایه‌اش انتخاب کند. از اینرو فهمیدن تمایلات سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌ها مهم است.

تصمیمات اتخاذ شده در مورد سرمایه‌گذاری و دادن اعتبار به شرکت‌ها و صندوق‌ها بازتابی از انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد آینده می‌باشد که این انتظارات معمولاً، تا حدی بر پایه‌ی ارزیابی‌هایی قرار دارد که مربوط به عملکرد گذشته آن واحد تجاری است. اگرچه عملکرد گذشته نتایج آینده را تضمین نمی‌کند، اما سرمایه‌گذاران پیش از ورود به صندوق سرمایه‌مشترک، اطلاعات شرکت سرمایه‌گذاری را برای جستجوی اطلاعاتی درباره روندهای پیش‌بینی شده در بازار برای سال‌های پیش رو را، بررسی می‌کنند. در بیشتر موارد، عملکرد گذشته صندوق به سرمایه‌گذار دورنمایی از صندوق سرمایه‌گذاری و یا دارایی‌هایش در سال‌های پیش‌رو را به خوبی ارائه می‌دهد، که ممکن است مفید باشد. از اینرو خالص جریان صندوق‌ها به نحوی نشان دهندهٔ تمایلات سرمایه‌گذاران متأثر از عملکرد گذشته صندوق، بعنوان یک منبع اطلاعاتی اثرگذار خواهد بود.

۳-۴- رفتار سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران، صندوق‌های متفاوت را در یک مقطع زمانی با یکدیگر یا یک صندوق را در یک سری زمانی از نظر بازده و عملکرد دنبال و مقایسه می‌کنند. علاوه بر دنبال کردن و مشاهدهٔ گردش وجوه نقد در صندوق‌ها، برای سرمایه‌گذاران عامل مهم‌تر، بررسی عملکرد گذشتهٔ صندوق برای سرمایه‌گذاری است. راهنمایی‌های اولیه که دربارهٔ سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها صورت گرفته، تماماً بر عملکرد گذشته و تاریخی تمرکز داشته‌اند. گرین‌والد و همکاران (Greenwald, et al., 1992) و کاپون و همکاران (Capon, et al., 1992)، داده‌های صندوق‌های خانگی را برای آن دوره، در مورد جریان خریدهاشان، تجربه و تحلیل کردند و به این نتیجه رسیدند که عملکرد گذشته مهم‌ترین عامل در فرآیند تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری است. سیری و توفانو (Sirri, et al., 1998) و چوالیر و همکاران (Chevalier, et al., 1997)، دریافتند که ورودی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های جدید در صندوق ناشی از برآمده شدن و بالا رفتن تابع عملکرد صندوق‌ها می‌باشد.

مدیران صندوق‌ها نیز اعتقاد دارند که خالص جریان سرمایه‌گذاری ورودی به صندوق‌ها رابطهٔ مستقیم با بازده و عملکرد صنعت دارد. اگرچه در صورت‌ها و گزارش‌های عملکرد گذشته و رتبه‌بندی صندوق‌ها، اثری از اشاره به موقعیت‌های آینده‌شان نیست، اما سرمایه‌گذاران با وجود سخت بودن این

بررسی، بیشترین تکیه خود را برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها و انتخاب یک صندوق خاص بر پایهٔ همین اطلاعات قرار می‌دهند (Karceski, 2002).

اما در کل هدف سرمایه‌گذاران تأمین نقدینگی، و داشتن یک هزینه پایین است. که مهم‌ترین دلیل انتخاب یک صندوق از طرف سرمایه‌گذاران، بعنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری، همین عوامل است که در صندوق‌ها برای آنها میسر می‌شود. البته تفاوت در سرمایه‌گذاران، ناشی از اختلاف در ترتیب مزیت‌ها و نیازهای نقدینگی‌شان است؛ که برای برطرف کردن این نیازهای خاص مشتریان، صندوق‌ها میزان تنوع در سبد‌هایشان را گسترش می‌دهند و سعی در کاهش هزینه‌ها و کارمزدها دارند (Nanda, et al., 2000).

با توجه به مطالب گفته شده برای این تحقیق فرضیه‌های زیر طراحی شد:

- ۱- میان بازده و خالص جریان سرمایه‌گذاری صندوق‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- میان بازده تعدیل شده و خالص جریان سرمایه‌گذاری صندوق‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۳- پیشینه تحقیق

سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. از نتایج بدست آمده در تحقیق ذکر شده مرتبط با تحقیق حاضر، می‌توان به وجود ارتباط خطی معناداری بین نرخ رشد ارزش صندوق، ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری و ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد.

پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران به بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند، اطلاعات ۱۳ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در یک بازه زمانی ۶۵ هفته‌ای، از ابتدای شهریورماه سال ۱۳۸۷ لغایت آبانماه ۱۳۸۸، مورد آزمون قرار گرفت در این تحقیق ۷ فرضیه اصلی مد نظر بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مرتبط با تحقیق حاضر نشان می‌دهد بین نوسانات بازده صندوق تا دوره قبل و بازده دوره گذشته صندوق با بازده کسب شده توسط صندوق همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. برای وجود ارتباط بین دو تحقیق باید خاطر نشان کرد که بازده هر صندوق ناشی از جریان‌ات سرمایه‌گذاری در صندوق است.

روابط متقابل مجموع جریان سرمایه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار توسط سعیدی و همکاران (۱۳۹۰) مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق جریان سرمایه ۱۹ صندوق سرمایه‌گذاری در طول سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۸۹ به صورت ماهانه و هفتگی، به سه بخش صدور، ابطال و خالص جریان تقسیم‌بندی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بر اساس اطلاعات ماهانه، ارزش جاری صدور و خالص وجه نقد بر بازده بازار اثرگذار است، ولی بر اساس اطلاعات هفتگی تأثیری تأیید نشد.

آیپولیتو (Ippolito, 1992) در تحقیقی به بررسی عوامل مؤثر بر جریان‌های ورودی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخته است. وی برای این منظور عملکرد گذشته مدیران را برای ۱۴۳ صندوق آمریکایی در سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۶۵ بررسی نمود. نتایج تحقیق وی وجود یک رابطه مستقیم بین عملکرد گذشته و رشد وجوه سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها را نشان می‌داد.

گوترمن و همکاران (Goetzmann, et al., 1997) برای بررسی تأثیر بازده‌های گذشته بر رفتار سرمایه‌گذاران، آنها را به دو گروه حرفه‌ای و عامه تقسیم کردند. به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در مقایسه با گروه دیگر از دانش بیشتری در خصوص نحوه سرمایه‌گذاری برخوردار بودند. طبق پرسش‌هایی که از این دو گروه به عمل آمد و آمار و اطلاعات استفاده شده، آنها به این نتیجه رسیدند که هر دو گروه با اطلاعات و آگاهی متفاوت، بازده‌های گذشته صندوق‌ها را به عنوان یک عامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری خود تلقی می‌کنند.

سیری و همکاران (1998) به منظور بررسی ضریب حساسیت عملکرد گذشته و جریان ورودی صندوق‌ها، رفتار ۶۹۰ صندوق سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج نشان می‌داد صندوق‌هایی که ضریب حساسیت عملکرد آنها بالاست صندوق‌هایی هستند که از سرمایه و جریان ورودی بالاتری برخوردارند؛ این صندوق‌ها فعالیت بیشتری در بازار دارند و نسبت به سایر رقبا، از یک رابطه جریان و عملکرد قوی‌تری بهره‌مند هستند. همچنین در مورد این گروه اینکه، مدارک و اطلاعات در خصوص عملکرد این صندوق‌ها باعث می‌شود که معاملاتشان با موفقیت انجام شود. در مقابل، آن دسته از صندوق‌هایی که ضریب حساسیت کمتری داشتند، از عملکرد ضعیفی برخوردارند و به دنبال آن جریان ورودی پایین‌تری دارند.

ساویسکی (Sawicki, 2001) به بررسی عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری در استرالیا پرداخته است. نتایج تحقیقات او حاکی از این است که سرمایه‌گذاران استرالیایی عملکرد گذشته

صندوق‌ها را اندازه‌گیری و آنها را مورد بررسی قرار می‌دهند و در نهایت اینکه جریان سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها نسبت به عملکرد گذشته آنها عکس‌العمل نشان می‌دهد.

نتایج تحقیق فیلیپا و همکاران (Philippa, et al., 2004) نشان داد، سرمایه‌گذاران بازدهی‌های گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری را دنبال نمی‌کنند. شواهد تجربی بدست آمده از این تحقیق نشان می‌داد که سرمایه‌گذاران به دنبال یافتن عملکردهای چشمگیر نیستند. به هر حال، به نظر می‌رسید آنها از عملکرد جاری صندوق‌ها برای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کنند، در نهایت فیلیپا مدعی است که سرمایه‌گذاران که این گونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاری خود انتخاب می‌کنند، انتخاب‌کنندگان گمراهی هستند.

بوو و همکاران (2008)، عملکرد صندوق‌ها را به‌عنوان عاملی اثرگذار برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها، می‌دانند، نتایج تحقیق آنها که در این زمینه انجام شد نشان داد که بین جریان صندوق‌ها و تأثیرپذیری‌اش از بازده و عملکرد، برای گروه‌های متفاوتی از صندوق‌ها با اندازه‌ها و سن‌های مختلف، یک رابطه‌ی مستقیم و مثبت وجود دارد.

تحقیق سهگال و همکاران (Sehgal, et al., 2008) نشان داد، عملکرد گذشته صندوق‌ها یک عامل مهم در انتخاب صندوق‌ها توسط سرمایه‌گذاران بشمار می‌رود. نتایج این تحقیق که در آن عواملی مانند اندازه صندوق، هزینه مبادلات، تجربه مدیریت و سبک و شیوه سرمایه‌گذاری به‌عنوان عوامل بالقوه مؤثر بر انتخاب صندوق بررسی شد، نشان داد که میان انتخاب صندوق و عملکرد گذشته آن رابطه وجود دارد.

شریدر (Shrider, 2009) به بررسی تأثیر عملکرد گذشته صندوق‌ها بر رفتار سرمایه‌گذاران و جریان‌های صندوق‌ها پرداخته است. شواهد به دست آمده در این تحقیق حاکی از آن است که تصمیمات گرفته شده مرتبط با خالص جریان‌های صندوق وابسته به شرایط بازار گرفته خواهد شد یعنی وضعیت بازار بر عملکرد صندوق و در نتیجه بر معاملات صندوق‌ها اثر می‌گذارد. طبق نتیجه گرفته شده برای تحقیق دوره‌ای که عملکرد گذشته صندوق ضعیف است، بازده نسبت به بازده تعدیل شده اهمیت بیشتری داشته است.

نتایج تحقیق فرینو و همکاران (Frino, et al., 2009) نشان داد که، جریان صندوق‌ها به میزان قابل توجهی متأثر از آلفا و عملکرد صندوق در زمان انتخاب صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاری است و این واقعیت را نیز اظهار داشتند که این دو عامل مستقل از جریان عمل می‌کنند و به طور جداگانه وابسته به تصمیمات مدیریت هستند.

بایلی و همکاران (Bailey, et al., 2011) مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای انتخاب یک صندوق را بررسی کردند. آن‌ها معیارهایی نظیر اخبار، مالیات، عملکرد و انواع مختلف صندوق را مدنظر قرار دادند. نتیجه تحقیق آن‌ها نشان داد که مبنای قرار دادن این عوامل یک انتخاب ضعیف را به همراه خواهد داشت، اما در مقابل مبنای عنوان شده، عملکردهای موجود که نشان دهنده توانایی‌های مدیران است، می‌تواند بهتر باشد.

بلگاکم و همکاران (Belgacem, et al., 2011) به بررسی رابطه بین عوامل و فاکتورهای مختلف و عملکرد آینده صندوق‌ها در تونس پرداختند. به این منظور عواملی همچون: عملکرد گذشته صندوق‌ها، اندازه صندوق‌ها، سن صندوق‌ها و کارمزد مدیران صندوق‌ها و ... به عنوان عوامل مؤثر بر عملکرد آینده صندوق‌ها بررسی شد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند عملکرد آینده صندوق‌ها بیشتر از دیگر عوامل، از عملکرد گذشته صندوق تأثیر می‌پذیرد. همچنین آن‌ها اظهار داشتند برای سرمایه‌گذاران عملکرد گذشته صندوق‌ها می‌تواند یک عامل و فاکتور مهم، برای یک سرمایه‌گذاری موفق باشد.

میگویل و همکاران (Miguel, et al., 2012) رابطه میان جریان و عملکرد صندوق‌ها در سطح جهان بررسی کرده‌اند. نتیجه تحقیق برای ۲۸ کشور نشان می‌دهد که جریان‌های صندوق در کلیه کشورهای مورد بررسی از عملکرد گذشته آن‌ها تأثیر می‌گیرد، ولی میزان تأثیرپذیری در کشورها بر اساس پیشرو بودن آن‌ها در اقتصاد و ریسک‌پذیری آن‌ها متفاوت بوده است.

۴- روش تحقیق

هدف تحقیق، بررسی رابطه بین عملکرد گذشته صندوق‌ها با جریان سرمایه‌گذاری صندوق است؛ بنابراین، از یک سری اطلاعات آماری مربوط به گذشته برای آزمون فرضیه‌ها، بهره‌گرفته شد. جامعه آماری شامل ۲۵ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۹۰-۱۳۸۹ است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون به شرح زیر استفاده گردید.

$$NetFlow_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PERF_{i,t-1} + \beta_2 AcctSize_{i,t} + \beta_3 Std_{i,t} + e_{i,t}$$

در این مدل، خالص جریان‌های سرمایه‌گذاری (netflow) به عنوان متغیر وابسته و سایر فاکتورها شامل؛ اندازه عملکرد (PERF)، انحراف معیار بازده هر صندوق (Std) و متوسط سرمایه‌گذاری (Acctsize) به عنوان متغیرهای مستقل مد نظر هستند و توضیح آنها به شرح زیر است:

خالص جریان‌های سرمایه‌گذاری (netflow)

بر اساس کارکرد روزانه هر صندوق مشترک سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها ورود نقدینگی جدید را از طریق خرید سهام جدید صندوق (INFLOW) توسط سرمایه‌گذاران و خروج نقدینگی را از طریق بازخرید سهام صندوق (OUTFLOW) توسط سرمایه‌گذاران تجربه می‌کنند؛ که تفاوت این دو، خالص جریان نقدی (NETFLOW) صندوق را در یک دوره نشان می‌دهد.

$$\text{NetFlow}_i = \text{OutFlow}_i - \text{InFlow}_i$$

InFlow_i : واحدهای جدید سرمایه‌گذاری شده در دوره ماهانه

OutFlow_i : واحدهای سرمایه‌گذاری باز خرید شده در دوره ماهانه

اندازه عملکرد (PERF)

اندازه عملکرد برای هر صندوق نشان دهنده توانایی در حفظ بازده‌ها است. در این تحقیق برای تخمین این توانایی از بازده‌های صندوق و شاخص آلفای جنسن (بازده تعدیل شده) استفاده شده است. بازده (r) برای صندوق‌ها بصورت زیر محاسبه شده است:

$$r = \frac{\text{Nav}_2 - \text{Nav}_1}{\text{Nav}_1}$$

Nav_1 : ارزش واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری ابتدای دوره ماهیانه

Nav_2 : ارزش واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری پایان دوره ماهیانه

استفاده از شاخص آلفای جنسن امکان اندازه‌گیری عملکرد بصورت مطلق را فراهم می‌کند.

شالوده‌ی اصلی این مدل، از مدل CAPM، نشأت گرفته است، در واقع فرضیات این مدل با فرضیات مدل CAPM تطابق کامل دارد. فرض اصلی که در مدل جنسن به آن تأکید بیشتری شده است، امکان وام‌گیری و وام‌دهی بدون محدودیت، با همان نرخ بازده بدون ریسک است. شاخص آلفای جنسن از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$R_p - R_f = (R_m - R_f) + \epsilon_{pt}$$

که در آن: R_p متوسط بازدهی کل پرتفوی طی یک دوره زمانی، R_f بازده بدون ریسک، R_m بازده بازار، شاخص ریسک سیستماتیک و ϵ_{pt} ضریب خطا محسوب می‌شود. اگر اندازه مثبت بدست بیاید، نشان دهنده عملکرد مطلوب و منفی، نشان دهنده عملکرد نامطلوب خواهد بود.

انحراف معیار بازده هر صندوق (Std)

برابر انحراف معیار بازده سهم برای هر صندوق در دوره ماهیانه، که مطابق با ادبیات مالی اندازه‌گیری ریسک صندوق است، محاسبه می‌شود.

متوسط سرمایه‌گذاری (Acctsize)

از تقسیم جمع کل دارائی‌های هر صندوق بر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران آن صندوق به دست می‌آید:

$$\text{Acctsize} = \frac{TNA}{N} = \frac{\text{total net asset}}{\text{number of investors}}$$

۵- جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری این تحقیق از کلیه صندوق‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌شود جهت انتخاب نمونه از روش نمونه‌گیری چند مرحله‌ای استفاده شده است، بدین منظور، شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر باشند به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند:

۱. تاریخ تاسیس آنها قبل از تاریخ ۱۳۸۹/۱/۱ باشد.
 ۲. از تاریخ فوق تا ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ جزء صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران باشند.
 ۳. اطلاعات مورد نیاز در خصوص این صندوق‌ها تا تاریخ فوق در دسترس باشد.
 ۴. صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با سرمایه باز باشند.
- بر این اساس و با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، ۲۵ صندوق مشترک سرمایه‌گذاری به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند که اسامی آنها در جدول زیر آمده است.

جدول (۱): صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری به عنوان نمونه تحقیق

شماره	نام صندوق	تاریخ آغاز فعالیت	جمع کل دارایی‌ها تا تاریخ ۱۳۹۰/۱۲/۲۹
۱	صندوق اقتصاد نوین	۱۳۸۷/۱۰/۰۲	۲۳۸۴۳۷۷۲۰۲۶
۲	صندوق آگاه	۱۳۸۷/۰۴/۲۳	۴۸۲۶۶۷۹۰۴۹۳
۳	صندوق بانک صادرات	۱۳۸۷/۰۱/۱۱	۳۳۶۲۵۴۹۹۶۹۹
۴	صندوق بانک ملی	۱۳۸۷/۰۲/۲۱	۶۰۸۳۹۷۴۴۶۴۳
۵	صندوق بورسیران	۱۳۸۸/۰۴/۲۷	۴۸۲۶۶۷۹۰۴۵۰
۶	صندوق بیمه ایران	۱۳۸۸/۰۲/۲۶	۱۹۷۸۵۵۹۰۹۰۸
۷	صندوق پویا	۱۳۸۷/۰۱/۰۵	۳۸۳۸۱۱۹۱۰۵۵
۸	صندوق پیشگام	۱۳۸۸/۰۴/۲۸	۲۰۹۸۹۰۶۲۷۳۹
۹	صندوق حافظ	۱۳۸۸/۰۱/۰۵	۱۹۸۹۶۰۵۵۸۰۴
۱۰	صندوق خبرگان	۱۳۸۷/۰۲/۰۷	۱۹۹۲۲۰۸۹۴۸۹
۱۱	صندوق فارابی	۱۳۸۸/۰۹/۰۲	۲۷۸۲۱۳۱۶۱۹۸
۱۲	صندوق مهر ایرانیان	۱۳۸۸/۱۰/۰۷	۱۹۰۱۷۲۶۱۴۴۷۱
۱۳	صندوق یکم ایرانیان	۱۳۸۷/۱۱/۱۴	۵۴۰۲۵۶۴۷۶۳۸۵
۱۴	صندوق آراین	۱۳۸۷/۰۳/۰۷	۷۱۰۲۷۹۷۳۶۲
۱۵	صندوق امین کارآفرین	۱۳۸۸/۰۸/۱۰	۱۰۶۸۵۴۰۰۸۵
۱۶	صندوق پاسارگاد	۱۳۸۸/۰۶/۱۱	۱۳۹۸۳۷۲۰۳۴۲
۱۷	صندوق رضوی	۱۳۸۸/۰۷/۰۵	۷۱۸۶۰۸۰۷۱۴

شماره	نام صندوق	تاریخ آغاز فعالیت	جمع کل دارایی‌ها تا تاریخ ۱۳۹۰/۱۲/۲۹
۱۸	صندوق سهم آشنا	۱۳۸۷/۰۲/۰۳	۱۳۶۶۴۴۷۳۴۵۰
۱۹	صندوق صبا	۱۳۸۸/۱۲/۲۴	۷۱۶۳۶۲۳۳۹۵
۲۰	صندوق صنعت و معدن	۱۳۸۸/۰۴/۰۹	۱۲,۶۶۶,۴۴۶,۸۴۷
۲۱	صندوق پارس	۱۳۸۸/۱۲/۲۴	۱۴,۷۱۸,۷۰۰,۳۴۱
۲۲	صندوق ایساتیس	۱۳۸۸/۱۱/۲۸	۸۴۰۹۶۴۲۳۸۱
۲۳	صندوق بانک مسکن	۱۳۸۸/۱۲/۱۶	۱۰۶۸۲۱۹۴۰۸۳
۲۴	صندوق بانک تجارت	۱۳۸۷/۰۵/۲۱	۱۶۶۶۱۸۶۷۴۱۵
۲۵	صندوق نوین	۱۳۸۸/۱۲/۲۶	۱۷۰۳۸۶۰۳۳۲۴

۶- آزمون‌های آماری تحقیق و نتایج فرضیات

۶-۱- آزمون‌های توصیفی

جدول زیر نتایج آماری توصیفی متغیرهای تحقیق را که در مدل‌های فرضیات استفاده شده‌اند، نشان می‌دهد.

جدول (۲): نتایج آماری توصیفی متغیرهای تحقیق

کمترین	بیشترین	انحراف معیار	میانگین	میانگین	
-۲۳,۴۵۴۰۰	۲۴,۱۳۳۰۰	۱۰,۷۷۱۸۰	-۲,۳۳۰,۸۲۷	-۰,۴۵۵۵۰۰	خالص جریان
-۰,۰۱۴۶۰۰	۰,۰۳۱۱۰۰	۰,۰۰۲۹۲۱	۰,۰۰۰۸۷۹	۰,۰۰۰۷۰۰	بازده
-۰,۰۱۵۷۰۰	۰,۰۲۹۷۰۰	۰,۰۰۲۷۶۴	۰,۰۰۰۴۰۴	۰,۰۰۰۱۵۰	آلفای جنسن
۱۳,۸۱۵۵۷	۱۵,۴۵۷۵۲	۰,۳۹۰۵۵۴	۱۴,۴۹۰۱۹	۱۴,۴۳۰۹۵	متوسط سرمایه‌گذاری
۰,۰۰۰۲۰۰	۰,۰۰۹۵۰۰	۰,۰۰۱۶۶۵	۰,۰۰۲۱۸۲	۰,۰۰۱۸۰۰	انحراف معیار

نکته قابل توجه در جدول (۲) تفاوت زیاد میان حداقل و حداکثر انواع متغیرهای صندوقها است، که بیشترین تفاوت را می‌توان در خالص جریان صندوقها مشاهده کرد و در این میان متوسط سرمایه‌گذاری کمترین تفاوت را دارد که با توجه به مقادیر ارائه شده در جدول این تفاوتها مشاهده می‌شود. همچنین کم بودن مقادیر میانه و میانگین برای بازده و آلفای جنسن می‌تواند نشان دهنده وضعیت موقت عملکرد کلیه صندوقها در دوره‌های ماهانه باشد.

در ادامه جدول ضریب همبستگی برای متغیرهای بکاربرده شده در این تحقیق برای داده‌ها آورده شده است.

جدول (۳): ضریب همبستگی برای متغیرهای بکاربرده شده

متغیرها	خالص جریان	بازده	آلفای جنسن	متوسط سرمایه‌گذاری	انحراف معیار
خالص جریان	۱				
بازده	۰.۲۳۳	۱			
آلفای جنسن	۰.۱۰۲	۰.۸۶۳	۱		
متوسط سرمایه‌گذاری	۰.۰۲۶	-۰.۰۰۸	۰.۰۰۲	۱	
انحراف معیار	-۰.۱۹۷	-۰.۰۰۳	۰.۲۵۶	-۰.۰۵۳	۱

همانگونه که در جدول (۳) که شامل تمامی داده‌های تحقیق در مقاطع ماهانه هستند، مشاهده می‌شود، همبستگی میان متغیرهای مختلف متفاوت است. بیشترین ضریب مربوط به رابطه آلفای جنسن و بازده با میزان $+۰.۸۶۳$ است و کمترین ضریب مربوط به رابطه آلفای جنسن و متوسط سرمایه‌گذاری با میزان $+۰.۰۰۲$ است.

۲-۶- نتایج فرضیات

برای برآورد هر یک از فرضیات تحقیق، ابتدا با استفاده از آزمون‌های تشخیصی، تعیین می‌کنیم که چه مدلی را باید برای داده‌های تابلویی مورد نظرمان بکار ببریم. برای این امر، از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده می‌شوند. برای فرضیات ابتدا آزمون چاو اجرا شده است. این آزمون برای استفاده از مدل اثر ثابت در مقابل مدل برآوردی داده‌های تلفیق شده (Pooled) است. فرضیات این آزمون به صورت زیر هستند:

H_0 : Pooled Model

H_1 : Fixed Effect Model

در صورت رد شدن فرض صفر برای انتخاب از بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی، آزمون هاسمن اجرا شده است. فرضیات این آزمون به صورت زیر هستند:

H_0 : Random Effect model

H_1 : Fixed Effect model

نتیجه آزمون فرضیه اول

در این فرضیه رابطه میان خالص جریان صندوق‌ها و عملکرد گذشته صندوق زمانیکه معیار بازده صندوق باشد، بررسی می‌شود. قبل از برآورد فرضیه اول برای داده‌ها، جهت تعیین مدل مورد استفاده، آزمون‌های تشخیصی انجام می‌شود، که نتیجه آن در جدول زیر آمده است.

جدول (۴): آزمون چاو فرضیه اول

روش پذیرفته شده	سطح احتمال	آماره F	
Pooled داده تابلویی با مدل	۰/۹۲۵	۰/۶۱۳	فرض ۱

مطابق نتیجه بدست آمده، برای فرضیه اول مدل Pooled، تأیید شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول زیر آمده.

جدول (۵): رابطه رگرسیونی بازده و خالص جریان در صندوق

رابطه رگرسیونی بازده و خالص جریان در صندوق			
متغیرهای فرضیه اول	p-value	t-Statistic	Coefficient
return	۰/۰۰۰	۱۲/۲۰۶	۲۳/۵۸۰
std	۰/۰۰۶	-۳/۴۴۹	-۱۰۳۱/۳۷
acctsize	۰/۷۹۹۸	۰/۲۵۳	۰/۵۱۰
Adjusted R-squared	۰/۲۶۷		
Durbin-Watson stat	۱/۶۸		
F-Statistic	۱۶/۷۲۳		

مطابق نتایج در جدول (۵)، فرضیه اول که رابطه میان بازده و خالص جریان‌های سرمایه‌گذاری را در صندوق‌ها بررسی می‌کرده، در سطح خطای ۰/۰۱ یعنی با p-value به اندازه (۰/۰۰۰) و با ارتباطی مستقیم (۲۳/۵۸۰) برای متغیر مستقل اصلی مدل که بازده است، تأیید می‌شود. همینطور در مورد سایر

متغیرها می توان مشاهده کرد که تأثیر پذیری متغیر وابسته یعنی خالص جریان صندوق از انحراف معیار بازده صندوق با داشتن ارتباطی معکوس (۱۰۳۱/۳۷-)، در سطح خطای ۰/۰۰۵ با p-value به اندازه (۰/۰۰۶) تأیید شده ولی برای متغیر مستقل متغیر سرمایه گذاری این رابطه با داشتن p-value به اندازه (۰/۷۹۹۸) تأیید نشده است. در مجموع از ارتباط متغیرهای اصلی این فرضیه میتوان گفت که خالص- جریان های سرمایه گذاری در صندوق ها به صورت مستقیمی از بازده گذشته صندوق تأثیر می پذیرد. بدان مفهوم که سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری شان روند بازده گذشته صندوق را بررسی و معیاری برای تصمیم گیریشان قرار می دهند.

نتیجه آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه رابطه میان خالص جریان صندوق ها و عملکرد گذشته صندوق زمانیکه معیار بازده تعدیل شده باشد، بررسی می شود. قبل از برآورد فرضیه اول برای داده ها، جهت تعیین مدل مورد استفاده، آزمون های تشخیصی انجام می شود، که نتیجه آن در جدول زیر آمده است

جدول (۶): آزمون چاو فرضیه دوم

روش پذیرفته شده	سطح احتمال	آماره F	فرض ۲
Pooled داده تابلویی با مدل	۰/۹۹۵	۰/۴۰۴	

مطابق نتیجه بدست آمده، برای فرضیه دوم مدل Pooled ، ، تأیید شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول زیر آمده است.

جدول (۷): رابطه رگرسیونی بازده تعدیل شده (آلفای جنسن) و خالص جریان در صندوق

رابطه رگرسیونی بازده تعدیل شده (آلفای جنسن) و خالص جریان در صندوق			
متغیرهای فرضیه دوم	p-value	t-Statistic	Coefficient
alpha	۰/۲۷۷	۱/۰۸۷	۲/۵۲۲
std	۰/۰۰۴۴	-۲/۸۷۴	۵۳/۲۱-
acctsize	۰/۲۷۹	۱/۸۰۴	۵/۳۱۳
Adjusted R-squared		۰/۰۷۲	
Durbin-Watson stat		۱/۸۸	
F-Statistic		۸/۷۷۵	

مطابق نتایج در جدول (۷)، فرضیه دوم که رابطه میان بازده تعدیل شده و خالص جریان را در صندوق‌ها بررسی می‌کرده، در سطح خطای ۰/۰۵ یعنی با p-value به اندازه (۰/۲۲۷) برای متغیر اصلی مدل که آلفای جنسن می‌باشد، تأیید نمی‌شود. همینطور در مورد سایر متغیرها می‌توان مشاهده کرد که تأثیرپذیری متغیر وابسته یعنی خالص جریان صندوق از انحراف معیار بازده صندوق با داشتن ارتباطی معکوس (-۵۳/۲۱)، در سطح خطای ۰/۰۵ با p-value به اندازه (۰/۰۴۴) تأیید شده ولی برای متغیر مستقل متغیر سرمایه‌گذاری این رابطه با داشتن p-value به اندازه (۰/۲۷۹) تأیید نشده است. خالص جریان در صندوق‌ها نسبت به رویه بازده تعدیل شده در گذشته بی تفاوت است، این نتیجه‌ای است که می‌شود از ارتباط میان متغیرهای اصلی فرضیه استنباط کرد. یعنی سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری‌شان توجهی به بازده تعدیل شده از خود نشان نداده‌اند و در نتیجه تأثیری بر سرمایه‌گذاری‌ها نداشته است.

۷- نتیجه‌گیری کلی

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیرپذیری خالص جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری از عملکرد گذشته آنها بوده است. رابطه میان عملکرد و خالص جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تحقیقات زیادی از جمله تحقیقات بو و ولاکی (2008) و سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) مورد بررسی قرار گرفته و تأیید شده است. عملکرد صندوق‌ها بر اساس دو معیار بازده و بازده تعدیل شده (آلفای جنسن) مورد آزمون قرار گرفت. سیری و توفانو (1998) و آیپولیتو (1992)، به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران عموماً در جهت مثبت با عملکرد بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند و از صندوق‌های با عملکرد پایین دوری می‌کنند. یعنی متوجه شدند که سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها براساس بازده و عملکرد گذشته و نه عملکرد آینده صورت می‌پذیرد. بنابراین وجود فاکتورهایی مثل عملکرد و بازده بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری و افزایش جریان‌های ورودی تأثیر می‌گذارد. نتیجه بدست آمده از تحقیق در ارتباط با فرضیه‌های مطرح شده نشان داد که جریان‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها از بازده گذشته که معرف عملکرد است، تأثیر می‌پذیرد که این موضوع در فرضیه اول تحقیق بررسی شد، ولی جریان‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها از بازده تعدیل شده (آلفای جنسن) بعنوان عملکرد برای گذشته صندوق تأثیر نمی‌پذیرد. یعنی سرمایه‌گذاران ملاک تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری‌شان را بازده گذشته صندوق قرار می‌دهند. این در حالی است که در وضعیت عادی بازار، بازده تعدیل شده نتایج واقعی‌تری را با توجه تعدیل بازده با ریسک بازار نشان می‌دهد و باید تأثیرگذار بیشتری را داشته

باشد، ولی نتیجه بدست آمده در این تحقیق مغایر با این تئوری می‌باشد. قابل ذکر است که نتیجه بدست آمده تا حدودی با یافته‌های شریدر (2009) که در پیشینه تحقیق آورده شده، همخوانی دارد. به نظر می‌رسد از عمده دلایلی که منجر به این نتیجه مغایر با تئوری شده است، وضعیت نابه‌سامان و نامطمئن بازار ایران در دوره تحقیق و تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران که تخصص لحاظ کردن بازده تعدیل شده را ندارند، می‌تواند باشد. از اینرو تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران بر مبنای بازده گذشته صندوق-ها مطمئن‌تر خواهد بود. دلیل مطرح شده توسط آقای شریدر نیز رکود بازار برای دوره‌ی زمانی مورد بررسی‌اش بوده است.



منابع و مأخذ

۱. راعی، رضا و تلنگی، الف. (۱۳۸۷). "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته". تهران: انتشارات سمت
۲. سعیدی، علی و سعیدی، حسین. (۱۳۹۰). "ارتباط بین جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". مجله تحقیقات مالی، شماره ۳۲.
۳. سعیدی، علی؛ محسنی، قاسم و مشتاق، سعید. (۱۳۸۹). "عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۰.
۴. پورزمانی، زهرا؛ روحی، علی و صفری، امیرمحمد. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران". مجله پژوهش‌های مدیریت،

شماره ۸۶

5. Belgacem Samira Ben and Hellara Slaheddine. (2011), "Predicting Tunisian mutual fund performance using dynamic panel data model". The Journal of Risk Finance, Vol. 12 No. 3, pp. 208-225.
6. Bu Qiang and Lacey Nelson. (2008), "Do Mutual Funds Exhibit a Smart Money Effect?". Quarterly Journal of Finance and Accounting, Vol. 47, No. 1.
7. Berk. J. B., and R, C, Green. (2004), "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets". Journal of Political Economy. 112 , 1269-1295.
8. Bailey Warren , Kumar Alok, Ng David. (2011), "Behavioral biases of mutual fund investors ". Journal of Financial Economics, 102 pp 1–27.
9. Capon, N., Fitzsimons, G.J. and Prince, R.A. (1992), "Rationality and the Mutual Fund Purchase Decision". under review for Journal of Financial Services Research.
10. Chevalier, J. and Ellison, G. (1997), "Risk taking by mutual fund managers". Journal of Political Economy, Vol. 105, pp. 1167-200.
11. Dubofsky, D.A. (2010), "Mutual fund portfolio trading and investor flow". Journal of Banking and Finance 34, 802–812.
12. Frino Alex, Lepone Andrew, Wong Brad. (2009), "Derivative use, fund flows and investment manager performance". Journal of Banking & Finance, 33 pp. 925–933.
13. Goetzmann, W. and Peles, N. (1997), "Cognitive dissonance and mutual fund performance". Journal of Financial Research, Vol. 20, pp. 145-58.
14. Greenwald and G. Huberman. (1992), "Market Response to Mutual Fund Performance". Working Paper. Columbia Univ.

15. Gruber, M.J. (1996)," Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds". *Journal of Finance* 51, 783–810.
16. Ippolito, R. (1992)," Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry". *Journal of Law and Economics* 35, 45–70.
17. James Christopher, Karceski Jason. (2006)," Investor monitoring and differences in mutual fund performance". *Journal of Banking & Finance*, 30 pp. 2787–2808.
18. Jensen, MC (1968),"The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964". *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 389-416.
19. Karceski, J. (2002)," Returns-chasing behavior, mutual funds, and beta's death". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, 559–594.
20. Miguel A. Ferreira , Aneel Keswani , Antonio F. Miguel , Sofia B. Ramos. (2012), " The flow-performance relationship around the word". *Journal of Banking & Finance*, 36 pp 1759-1780.
21. Nanda, Vikram, M. P. Narayanan, and Vincent A. Warther. (2000)," Liquidity, Investment Ability, and Mutual Fund Structure". *J. Financial Econ.* 57 (September): 417–43.
22. PHILIPPAS. N and TH. FIOTAKIS . (2004)," Chasing trend and losing money: open end mutual fund investors' trading behavior in Greece ". *Applied Economics Letters*, 11, 117–121.
23. Rajeswari. T.R & Rama Moorthy. V.E. (2005)," An Empirical Study on Factors Influencing the Mutual Fund/Scheme Selection by Retail Investors". *The Indian Journal of Commerce*.
24. Sawicki, J. (2001)," Investors' differential response to managed fund performance". *Journal of Financial Research* 24, 367–384.
25. Sehgal Sanjay and Jhanwar Manoj. (2008)," Short-Term Persistence in Mutual Funds Performance: Evidence from India". *Journal of Accounting – Business & Management*, 15 pp 90-108.
26. Sharpe, WF (1966),"Mutual Fund Performance". *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part 2, pp. 119-138.
27. Shrider David. (2009)," Running From a Bear: How Poor Stock Market Performance Affects the Determinants of Mutual Fund Flows". *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7) & (8), 987–1006.
28. Sirri, E.R, Tufano, P,(1998),"Costly search and mutual fund flows". *Journal of Finance* 53, 1589–1622.
29. Strong, Robert A, (2000),"Portfolio Construction",*Management & Protection*, 2d. ed., South Western College.

30. Treynor, JL (1965), "How to Rate Management of Investment Funds". Harvard Business Review, Vol. 43, No. 1, pp. 63 – 75.
31. Wang Kehluh, Huang Szuwei. (2010), " Using fast adaptive neural network classifier for mutual fund performance evaluation". Expert Systems with Applications, 37 pp. 6007–6011.
32. zulfiqar Bushra , Raheman Abdul, Sohail M. Khalid and Nasr Mohamed. (2011), " Examining the Performance of Closed-End Mutual Funds Under Different States of Pakistani Stock Market ". International Review of Business Research Papers, Vol. 7. No. 3. Pp.233 – 249.

