

ثبات در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری

علی رحمانی^۱ / هانیه حکمت^۲

چکیده

یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران هنگام گزینش صندوق‌های سرمایه‌گذاری این است که آیا می‌توانند عملکرد آتی را بر مبنای عملکرد گذشته به درستی پیش‌بینی کنند و در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری به عملکرد گذشته اتکا کنند. پاسخ گویی به این پرسش با بررسی ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ادوار متوالی مورد واکاوی قرار می‌گیرد. از این رو، در این پژوهش با بررسی نمونه‌ای متشکل از ۳۱ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام فعال طی دوره زمانی ۱۳۹۰/۰۳/۳۱ لغایت ۱۳۹۲/۰۳/۳۱ به ارزیابی ثبات عملکرد پرداخته شد. لذا، با استفاده از رویکرد آلفا و با در نظر گرفتن این فرض که بازده غیر عادی هر صندوق ناشی از دو عامل گزینش سهام و زمان سنجی مناسب بازار می‌باشد، نتایج حاکی از وجود ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. همچنین، نشان داده شد که صندوق‌های برنده از ثبات عملکرد بیشتری برخوردارند.

واژگان کلیدی: ثبات عملکرد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد، ثبات طبقه‌بندی موضوعی: G01, G11, G12

۱. دانشیار حسابداری دانشگاه الزهراء (س)

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه الزهراء (س)

مقدمه

رشد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر توجه بسیاری از پژوهشگران دانشگاهی و حرفه‌ای را در سراسر جهان به خود جلب کرده است. یکی از موضوعات مهم برنامه‌ریزان مالی، مشاوران سرمایه‌گذاری و سایر مدیرانی که از صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان ابزاری برای سرمایه‌گذاری دارایی‌ها استفاده می‌کنند، ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. منظور از ثبات عملکرد، تکرار و تداوم عملکرد برتر (ضعیف) صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طی ادوار متوالی می‌باشد. اغلب سرمایه‌گذاران و مشاوران آنها زمان زیادی را صرف بررسی عملکرد گذشته صندوق‌هایی می‌کنند که می‌خواهند در آنها سرمایه‌گذاری نمایند تا به عملکرد گذشته آن به عنوان یک شاخصه خلاصه تکیه نمایند. سؤال اساسی که در خصوص ثبات عملکرد می‌تواند مطرح باشد، این است که "اگر ثبات عملکرد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد، چرا همواره از عملکرد گذشته صندوق‌ها به عنوان یکی از کلیدی‌ترین معیارهای گزینش صندوق‌ها استفاده می‌شود؟"

هدف اصلی مقاله، توجه اتکای زیاد سرمایه‌گذاران بر عملکرد گذشته هنگام گزینش صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. به دیگر سخن، اگر بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ادوار متوالی ثبات وجود داشته باشد، در آن صورت تئوری تکیه‌گاه سرمایه‌گذاران مبتنی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری منطقی بوده و به لحاظ علمی نیز توجیه پذیر است.

مروری بر پیشینه

به طور کلی تحقیقاتی که در زمینه‌ی ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام شده است را می‌توان بر اساس روش‌شناسی مورد استفاده، به دو گروه کلی طبقه‌بندی نمود: نخست، تحقیقاتی که آلفای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۱، فاما- فرنچ یا کارهارت را ملاک عمل قرار داده‌اند و این پژوهش نیز در این زمره قرار می‌گیرد و دوم، تحقیقاتی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بر اساس نوع عملکردشان در دو دوره متوالی به یکی از چهار گروه برنده- برنده، بازنده- بازنده- بازنده و بازنده- برنده تقسیم‌بندی کرده و به بررسی نسبت CPR^2 می‌پردازند. در ادامه به شرح مختصر هر یک از این دو طبقه پرداخته می‌شود.

1. CAPM

2. Cross Product Ratio

• آزمون‌های مبتنی بر آلفای پرتفوی

به منظور بررسی ثبات عملکرد می‌توان تکرار و توالی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را طی ادوار متوالی مورد آزمون قرار داد. بدین منظور بسیاری از پژوهش‌ها به بررسی وجود و عدم وجود ثبات در عملکرد تعدیل شده بر مبنای ریسک می‌پردازند، به بیان بهتر، می‌توان از آلفا در مدل CAPM در قالب تابعی از ریسک سیستماتیک صندوق و بازده بازار استفاده نمود و پس از برازش سیستماتیک یک خط رگرسیونی که بازده صندوق را به شاخص بازار مربوط می‌کند، به ارزیابی عملکرد پرداخت. معمولاً بازده از مقایسه بازده اضافی صندوق و بازده اضافی شاخص بازار نسبت به بازده بدون ریسک اندازه‌گیری می‌شود. آلفا نیز در واقع همان عرض از مبدأ خط رگرسیون خواهد بود که می‌توان بر اساس آن بازده اضافی تحصیل شده توسط صندوق را تعیین نمود. صندوق‌هایی که آلفای مثبتی دارند، بهتر از بازار عمل کرده‌اند. سپس بر اساس استمرار و تکرار نوع عملکرد صندوق (برتر یا ضعیف) در طی ادوار متوالی در خصوص ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری قضاوت نمود.

• آزمون برنده-برنده، برنده-بازنده

به طور کلی، در این آزمون‌ها عموماً از تحلیل رگرسیون استفاده می‌شود. گرینبلت و همکاران (Grinnblatt, et.al, 1992) از چنین روشی برای بررسی رابطه‌ی عملکرد یک دوره با عملکرد ادوار بعدی استفاده نمودند. این رویکرد توسط گوتزمن و همکاران (Goetzmann, et.al, 1994)، براون و همکاران (Brown, et.al, 1995) و مالکیل (Malkiel, et.al, 1995) نیز مورد استفاده قرار گرفت و به رویکرد برنده-برنده و برنده-بازنده معروف است. در این روش، صندوق‌ها بر اساس بازدهی کل یک ساله‌شان رتبه‌بندی می‌شوند و به ۵۰ درصد بالایی "صندوق‌های برنده" و به ۵۰ درصد پایینی "صندوق‌های بازنده" گفته می‌شود. به علاوه صندوق‌هایی که منحل شده باشند نیز در قالب گروه سومی به عنوان "صندوق‌های انحلال یافته" طبقه‌بندی می‌شوند.

در جدول زیر شرح مختصری از پژوهش‌های انجام شده پیرامون مسئله ثبات در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس رویکردهای فوق‌الذکر انجام شده است که غالباً عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کوتاه مدت و بلندمدت مورد تأیید قرار گرفته است.

جدول (۱): پژوهش‌های انجام شده پیرامون ثبات در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری

رد ثبات	تائید ثبات	برنده - برنده	آلفا	
	✓	✓	✓	گرینبلت و همکاران (۱۹۹۲)
	۱✓		✓	هندریکس و همکاران (۱۹۹۳)
	✓	✓		گوتزمن و همکاران (۱۹۹۴)
	✓	✓	✓	براون و همکاران (۱۹۹۵)
	✓	✓	✓	مالکیل (۱۹۹۵)
	✓		✓	التون و همکاران (۱۹۹۶)
	✓		✓	کارهارت (۱۹۹۷)
	۱✓		✓	درومز و همکاران (۲۰۰۱)
	✓		✓	کارهارت و همکاران (۲۰۰۲)
	۱ و ۲✓		✓	جین و همکاران (۲۰۰۴)
	۱✓		✓	بولن و همکاران (۲۰۰۴)
	✓		✓	جگتنن و همکاران (۲۰۱۰)
✓			✓	باس و همکاران (۲۰۱۰)
✓			✓	هیریل و همکاران (۲۰۱۰)

۱ تأیید ثبات در عملکرد کوتاه مدت ۲ تأیید ثبات در عملکرد بلند مدت

در ایران تاکنون تحقیقات محدودی در زمینه‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام گرفته است و به طور مشخص تحقیقی در زمینه‌ی پدیده‌ی ثبات در عملکرد مشاهده نشده است. از جمله مهم‌ترین تحقیقات انجام شده می‌توان به پژوهش مقدسیان و سعیدی (۱۳۸۹)، مشتاق، سعیدی و محسنی (۱۳۸۹)، صفری، روحی و پورزمانی (۱۳۸۹)، روشن‌گرزاده و رمضان احمدی (۱۳۹۰)، مقدسیان (۱۳۹۰)، جباری و همکاران (۱۳۹۱)، عابد (۱۳۹۱)، حکمت (۱۳۹۲)، کاشف (۱۳۹۲) و تاری وردی و همکاران (۱۳۹۲) اشاره کرد. گروهی از این پژوهش‌ها در حوزه‌ی ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد؛ به عنوان مثال، مقدسیان و سعیدی (۱۳۸۹) و مقدسیان (۱۳۹۰) با استفاده از بازده تعدیل شده بر اساس ریسک؛ روشن‌گرزاده و رمضان احمدی (۱۳۹۰) و عابد (۱۳۹۱)، براساس معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی به ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که استفاده از معیارهای فرامدرن پرتفوی از لحاظ علمی ارجحیت داشته و قابل اتکا تر هستند. تاری وردی و همکاران (۱۳۹۲) نیز در پژوهشی با استفاده از مدل زمان‌سنجی مرتون هنریکسن، به ارزیابی صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای

مهارت‌های تخصیص مناسب منابع بازار و حسن انتخاب پرداخت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد مدیران صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مهارت مناسبی در زمان سنجی در طی دوره پژوهش نداشته‌اند. سعیدی و واحدی (۱۳۹۲) پس از تعدیل بازده بر اساس شاخص بتا به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای معیار ترینور تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.

گروه دیگری از تحقیقات نظیر مشتاق و همکاران (۱۳۸۹)، صفری، روحی و پورزمانی (۱۳۸۹)، رحمانی و کاشف (۱۳۹۲)، به بررسی متغیرهای مؤثر بر عملکرد و بازده صندوق‌ها پرداختند و نتیجه‌گیری نمودند که متغیرهایی چون بازده دوره گذشته، متغیر بازده بازار، نرخ رشد ارزش صندوق، ریسک، ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، نسبت فعالیت صندوق، ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری، سن صندوق می‌تواند در عملکرد صندوق مؤثر باشد.

جباری، صالحی و امیری (۱۳۹۱)، پس از رتبه‌بندی صندوق‌ها، با استفاده از روش آنتروپی شانون مدلی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارائه نمود.

همچنین، حکمت (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر عملکرد گذشته بر جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند و نتیجه گرفتند که رابطه‌ی مستقیمی بین عملکرد گذشته و رشد صندوق یا به عبارت دیگر رشد جریان وجوه برقرار است.

روش پژوهش

• جامعه و نمونه آماری

جامعه مورد نظر در این تحقیق، تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار که از ابتدای سال ۱۳۸۷ فعالیت خود را آغاز کردند و تا پایان خرداد ماه ۱۳۹۲ به فعالیت خود ادامه داده‌اند.

نمونه مورد بررسی در این پژوهش، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است که در دوره زمانی از ۳۱ خرداد ماه ۱۳۹۰ لغایت ۳۱ خرداد ماه ۱۳۹۲ در شمار صندوق‌های فعال در بورس می‌باشند. بر این اساس نمونه‌ای در برگیرنده‌ی ۳۱ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام با استفاده از مدل رگرسیون پنل دیتا مورد بررسی قرار گرفت.

• متغیرهای پژوهش

مطابق پژوهش‌های بولن و همکاران (Bollen, et.al, 2004) و گیاموریدیس و همکاران (Giamouridis, et.al, 2008) ثبات عملکرد را می‌توان با توجه به علامت و اهمیت بازده های غیرعادی در فرمول رگرسیونی زیر اندازه گیری نمود.

$$perf_{i,t} = a + b(perf_{i,t-1})$$

به طوری که $perf_{i,t}$ برابر بازده غیرعادی در دوره t می‌باشد. بنابراین، در پژوهش حاضر، متغیر وابسته، عملکرد دوره جاری و متغیر مستقل عملکرد دوره گذشته می‌باشد و معنی داری متغیر عملکرد گذشته و شیب مثبت آن نشان می‌دهد که عملکرد گذشته می‌تواند عملکرد دوره جاری را پیش بینی نماید و بر این اساس عملکرد از ثبات برخوردار خواهد بود.

براین اساس، در این پژوهش نیز از بازده‌های روزانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس استفاده شده است. بدین منظور اطلاعات NAV هر یک از صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور مجزا از تارنمای آن‌ها اخذ گردیده و بر اساس فرمول زیر به محاسبه بازده روزانه پرداخته شد:

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{NAV_{i,t}}{NAV_{i,t-1}}\right)$$

به طوری که؛ $NAV_{i,t}$ برابر ارزش خالص دارایی‌های صندوق i ام در دوره جاری باشد. به علاوه در این پژوهش فرض شده است بازده غیرعادی هر صندوق به واسطه‌ی توانایی مدیر آن در گزینش سهام^۱ و یا به واسطه‌ی توانایی وی در افزایش (یا کاهش) ریسک صندوق پیش از وقوع آن در بازار و به عبارت بهتر، توانایی مدیر در زمان سنجی بازار^۲ ایجاد شده است. فلذا بازده غیرعادی می‌تواند ناشی از یکی یا هر دو عامل فوق باشد. به منظور عملیاتی کردن دو عنصر فوق‌الذکر در بازده غیرعادی صندوق از مدل‌های زیر استفاده شده است:

۱. توانایی مدیر در گزینش مناسب سهام

جهت ارزیابی عملکرد مدیر ناشی از گزینش مناسب سهام از آلفای مدل CAPM به شرح زیر بهره گرفته شده است؛

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

به طوری که؛

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

1. Selectivity
2. Market Timing

$R_{m,t}$: بازده روزانه بازار با استفاده از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران
 R_f : بازده بدون ریسک بازار؛ که در این پژوهش بر مبنای بالاترین نرخ سود اوراق مشارکت و سالانه ۲۰ درصد لحاظ شده است.

۲. توانایی مدیر در زمان سنجی دقیق بازار

در تلاش برای عملیاتی کردن میزان توفیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پیش بینی بازار سهام، ترینر و همکاران (Treyner, et.al, 1966) 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 زمان سنجی 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 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. (Giamouridis, et.al, 2008)

بدیل دیگری که برای ارزیابی توانایی زمان سنجی مدیر وجود دارد، مطابق تحقیقات هندریکسن و همکاران (Henriksson, et.al, 1981) آن است که در رگرسیون مدل بازار، از متغیری 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 عاملی CAPM، روش بدیل فوق‌الذکر به شرح زیر به عنوان معیاری برای زمان سنجی مدیر به طور مجزا برای هر صندوق لحاظ شده است.

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

بر این اساس مدل CAPM برای هر یک از ۳۱ صندوق به طور جداگانه دو مرتبه (یک بار بدون در نظر گرفتن ضریب گاما و بار دیگر با احتساب آن) برآورد شده و پس از محاسبه آلفای جنسن و ضریب گاما با استفاده از فرمول زیر به تعیین بازده غیر عادی پرداخته شده است؛

$$r_{i,t} = \alpha_{it} + \gamma_i(IR_{m,t})$$

بدیهی است که با توجه به ماهیت پنل داده‌های پژوهش (مربوط به بازده‌های ۳۱ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام فعال در دوره زمانی از ۳۱ خرداد ماه ۱۳۹۰ لغایت ۳۱ خرداد ماه ۱۳۹۲) از نرم افزار Eviews 6 به برآورد مدل رگرسیونی پرداخته شده است.

• فرضیه پژوهش

با توجه به پیشینه‌ای که از نظرها گذشت، می‌توان فرضی زیر را برای پژوهش در نظر گرفت:
"عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران از ثبات برخوردار است."

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی مرتبط با متغیر عملکرد صندوق (بازده غیر عادی) در جدول شماره ۲ خلاصه شده است. بیشترین میزان بازده در این دوره ۲۲٪ و کمترین مقدار آن ۴٪ می‌باشد.

جدول (۲): آمار توصیفی

عملکرد صندوق‌های بازنده در دوره t	عملکرد صندوق‌های برنده در دوره t	عملکرد صندوق در دوره t	
-۰.۰۰۱۲۵۹	۰.۰۷۰۲۰۴	۰.۰۷۱۹۳۷	میانگین
۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۷۸۳۴۳	۰.۰۸۰۶۰۰	میانه
۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۲۲۴۸۵۴	۰.۲۲۴۹۰۰	بیشترین مقدار
-۰.۰۴۹۱۹۴	۰.۰۰۰۰۰۰	-۰.۰۴۹۲۰۰	کمترین مقدار
۰.۰۰۵۴۹۶	۰.۰۳۹۸۳۳	۰.۰۴۰۶۳۰	انحراف معیار
-۴.۸۶۰۹۲۸	-۰.۰۶۸۹۱۴	-۰.۰۴۰۷۹۷۰	چولگی
۲۶.۱۳۱۲۹	۲.۹۵۲۴۷۵	۳.۵۸۰۸۴۲	کشیدگی
۲۲۶۹۲	۲۲۶۹۲	۲۲۶۹۲	تعداد مشاهدات

پس از تعیین آلفای مدل CAPM، ضریب گاما و محاسبه بازده غیرعادی بر مبنای آنها برای هر یک از صندوق‌ها به طور مجزا، متغیرهای وابسته و مستقل برای هر صندوق در هر روز محاسبه گردیده و سپس مانایی آنها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نتایج آزمون لوین، لین و چو حاکی از مانایی متغیرهای عملکرد جاری و عملکرد گذشته در جدول ۳ خلاصه شده است.

جدول (۱): بررسی مانایی متغیرها

متغیر	آماره آزمون	سطح معنی‌داری
عملکرد جاری	-۵۶.۹۶۱۶	۰.۰۰۰۰
عملکرد گذشته	-۵۹.۱۶۰۹	۰.۰۰۰۰

به منظور تعیین نوع الگوی رگرسیون پنل از آزمون F و نسبت درست نمایی کمک گرفته می‌شود. نتایج انجام این آزمون در جدول ۴ خلاصه شده است. همان‌طور که از مقدار سطح معنی‌داری مشخص است؛ فرض صفر که ارجحیت الگوی تلفیقی بر الگوی اثر ثابت است، رد شده و بنابراین الگو اثر ثابت است.

جدول (۲): آزمون F و نسبت درست نمایی

سطح معنی‌داری	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰.۰۰۰۰	(۳۰، ۲۲۶۲۹)	۳۳۸.۱۵۹۰۴۳	آزمون F
۰.۰۰۰۰	۳۰	۸۳۹۳.۵۴۹۸۸۳	آزمون کای-۲

در جدول شماره ۵، نتایج آزمون هاسمن ارائه شده است. با توجه به سطح معنی‌داری (۰.۰۰۰۰۰) فرض صفر رد شده، فلذا الگوی اثر ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول (۳): آزمون هاسمن

Prob.	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰.۰۰۰۰	۱	۱۰۱۴۴.۳۷۸۲۱۸	آزمون کای-۲

نتایج برازش رگرسیون پنل دیتا (اثر ثابت) در جدول ۴ ارائه شده است. پس از بررسی معنی‌داری کلی رگرسیون بر مبنای آزمون F، معنی‌داری تک تک ضرایب مورد سنجش قرار می‌گیرد. با توجه به سطح معنی‌داری، در مدل رگرسیون متغیر عملکرد دوره گذشته از معنی‌داری لازم برخوردارند. با عنایت به مقدار ضریب متغیر مستقل (۰.۳۶۲۰۸۰) و علامت مثبت آن می‌توان نتیجه گرفت که عملکرد صندوق‌ها از ثبات برخوردار است، فلذا فرضیه‌ی پژوهشی پذیرفته می‌شود. شایان ذکر است که با عنایت به مقدار آماره دوربین واتسون (۱.۹۵۷۰۱۰)، مشکل خود همبستگی وجود ندارد. همچنین مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده (۹۷.۵ درصد) گواهی بر وجود رابطه قوی متغیر مستقل و وابسته می‌باشد.

جدول (۴): بررسی ثبات عملکرد تمامی صندوق‌های فعال از ۹۰/۰۳/۳۱ لغایت ۹۲/۰۳/۳۱

$$perf_{i,t} = a + b(perf_{i,t-1})$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره ی آزمون (t)	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰.۰۴۵۸۹۱	۰.۰۰۰۴۵۱	۱۰۱.۷۵۵۷	۰.۰۰۰۰
عملکرد گذشته	۰.۳۶۲۰۸۰	۰.۰۰۶۲۴۲	۵۸.۰۰۹۷۵	۰.۰۰۰۰
R ²	۰.۹۷۵۲۸۲	R ² تعدیل شده		۰.۹۷۵۲۴۸
آماره F	۲۸۸۰۱.۲۷	نسبت درست نمایی		۸۲۳۶۰.۲۵
سطح معنی داری	۰.۰۰۰۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۱.۹۵۷۰۱۰

به منظور بررسی بیشتر صندوق‌های برنده (با بازده غیر عادی مثبت) و صندوق‌های بازنده (با بازده غیر عادی منفی) دو رگرسیون مشابه اثر ثابت دیگر نیز به تفکیک برای صندوق‌های برنده و بازنده برآزش شد. نتایج در جدول شماره ۵ و ۶ ارائه شده است. همان طور که از مقدار ضرایب عملکرد (۰.۳۶۶۴۶۶ برای صندوق‌های برنده و ۰.۲۸۰۳۰۹ برای صندوق‌های بازنده) و نیز ضرایب تعیین (۰.۹۷۶۵۳۱ برای صندوق‌های برنده و ۰.۹۰۸۵۶۵ برای صندوق‌های بازنده) بر می آید، نه تنها ثبات عملکرد وجود دارد، بلکه عملکرد صندوق‌های برنده از ثبات بیشتری برخوردار است.

جدول (۵): بررسی ثبات عملکرد صندوق‌های برنده از ۹۰/۰۳/۳۱ لغایت ۹۲/۰۳/۳۱

$$perf_{i,t} = a + b(perf_{i,t-1})$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره ی آزمون (t)	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰.۰۴۴۴۷۷	۰.۰۰۰۴۳۹	۱۰۱.۲۲۶۵	۰.۰۰۰۰
عملکرد گذشته	۰.۳۶۶۴۶۶	۰.۰۰۶۲۳۲	۵۸۸۰۰۸۷	۰.۰۰۰۰
R ²	۰.۹۷۶۵۳۱	R ² تعدیل شده		۰.۹۷۶۴۹۹
آماره F	۳۰۳۷۳.۱۴	نسبت درست نمایی		۸۳۳۹۶.۹۲
سطح معنی داری	۰.۰۰۰۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۱.۹۵۷۱۵۱

جدول ۶- بررسی ثبات عملکرد صندوق‌های بازنده از ۹۰/۰۳/۳۱ لغایت ۹۲/۰۳/۳۱

$$\text{perf}_{i,t} = a + b(\text{perf}_{i,t-1})$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی آزمون (t)	سطح معنی‌داری
عرض از مبدأ	۰.۰۰۰۹۰۷-	۰.۰۰۰۰۱۳۷	-۶۶.۳۵۶۸۹	۰.۰۰۰۰
R ²	۰.۹۰۸۵۶۵	R ² تعدیل شده		۰.۹۰۸۴۴۰
آماره F	۷۲۵۳.۵۳۰	نسبت درست‌نمایی		۱۱۲۸۷۲.۲
سطح معنی‌داری	۰.۰۰۰۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۱.۹۶۹۷۰۲

نتیجه‌گیری

در این پژوهش با استفاده از رویکرد آلفا به بررسی ثبات عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۰/۰۳/۳۱ لغایت ۱۳۹۲/۰۳/۳۱ پرداخته شد. با توجه به نتایج برآمده از آزمون‌های آماری و معنی‌داری ضریب متغیر مستقل رگرسیون پنل، فرضیه‌ی این پژوهش که حاکی از وجود ثبات در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام فعال می‌باشد، تأیید شد. این یافته مطابق تحقیقات پیشین بوده و بنابراین تکیه‌ی سرمایه‌گذاران به عملکرد گذشته‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان معیار گزینش سرمایه‌گذاری از توجیه کافی برخوردار است. به دیگر سخن، در صورتی که سرمایه‌گذاران اقدام به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد گذشته برتر نمایند، با احتمال بیشتری گذشته تکرار شده و آن صندوق در دوره‌های آتی نیز در شمار صندوق‌های برنده قرار خواهد گرفت. به علاوه عکس این مورد نیز صادق است. بر این اساس به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در گزینش صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عملکرد گذشت آنها توجه ویژه نمایند.

همچنین، نتایج رگرسیون‌های مجزای صندوق‌های سرمایه‌گذاری برنده و بازنده حاکی از وجود ثبات عملکرد بیشتر صندوق‌های برنده می‌باشد، که این امر نیز مطابق یافته‌های مالکیل (Malkeil, 1995) و جگتن و همکاران (Jagannathan, et.al, 2010) می‌باشد. آنها بر این باور بودند که ثبات عملکرد صندوق‌های برنده بیشتر از صندوق‌های بازنده می‌باشد. به علاوه، با توجه به کاربرد

بازده‌های روزانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در این پژوهش و نیز نوپایی حضور آنها در ایران، پدیده‌ی ثبات در کوتاه مدت مورد تأیید قرار گرفته است.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

با توجه به یافته‌های تحقیق پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:

- ✓ با توجه به گستردگی شاخص‌های عملکردی، پیشنهاد می‌شود که در تحقیقات آینده از سایر شاخص‌های عملکردی نظیر نسبت شارپ، ترینر، آلفای مدل سه عامله فاما و فرنچ و چهار عامله‌ی کارهارت استفاده شود. همچنین می‌توان بین این شاخص‌های عملکردی تحلیل حساسیت نمود و تعیین کرد که کدامیک از شاخص‌های عملکردی در ایران بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران است.
- ✓ با گذشت زمان و گستردگی فعالیت صندوق‌ها می‌توان همین تحقیق را در بازه زمانی - تعدادی گسترده تری تکرار نمود و نتایج آن را مورد مقایسه قرار داد.
- ✓ نظر به این که در پیشینه پژوهش پدیده‌ی ثبات عملکردی، با توجه به ادوار زمانی مورد بررسی به دو نوع ثبات کوتاه مدت و بلند مدت تفکیک شده است، به نظر می‌رسد که با گذشت زمان و طولانی شدن سابقه‌ی فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران بتوان پدیده‌ی ثبات بلندمدت را نیز مورد بررسی قرار داد.

منابع و مأخذ

۱. تاری وردی، یدالله، فرجی ارمکی، محمد، داغانی، رضا، حیدر پور، فرزانه (۱۳۹۲) "بررسی عملکرد و رتبه‌بندی شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای مدل ارزیابی مرتون هنریکسن" فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۷، بهار ۱۳۹۲، ۸۳-۹۹.
۲. جباری، رامین، صالحی صدقیانی، جمشید و امیری، مقصود (۱۳۹۱). "ارزیابی عملکرد و انتخاب پرتفوی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام"، مجله تحقیق در عملیات و کاربردهای آن، سال نهم، شماره اول (پیاپی ۳۳)، ص ۱-۱۹.
۳. حکمت، هانیه (۱۳۹۲)، "تأثیر عملکرد گذشته بر جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
۴. سعیدی، علی، واحدی، نرگس (۱۳۹۲). "مقایسه ریسک و بازده صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، شماره ۲۲، تابستان ۹۲ سال ششم، ۱۲۱-۱۳۸.
۵. صفری، امیر محمد، پور زمانی، زهرا، روحی، علی (۱۳۸۹) "بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران"، پژوهش‌های مدیریت شماره ۸۶، ۸۵-۱۰۱.
۶. عابد، آمنه (۱۳۹۱) "ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران". پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
۷. کاشف، معصومه (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد آنها"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
۸. مشتاق، سعید (۱۳۸۹). "عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های در سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال.
۹. مشتاق، سعید، سعیدی، علی و محسنی، قاسم (۱۳۸۹). "عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های در سهام در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ۱۴۱، ۱۰-۱۲۳.
۱۰. مقدسیان، ایمان، سعیدی، علی (۱۳۹۰). "ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران"، فصلنامه‌ی بورس و اوراق بهادار، ۹، ۲۴-۵.

11. Blake, Christopher R. and Mathew R. Morey (2000). "Morning Star Ratings and Mutual Fund Performance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35,451-483.

12. Bollen, Nicholas P. and Jeffrey A. Busse (2004). "Short-Term Persistence in Mutual Fund Performance", *The Review of Financial Studies* 18: 569–597.
13. Brown, Stephen J. and William N. Goetzmann (1995). "Performance Persistence", *Journal of Finance* 50: 679–698.
14. Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, Roger G. Ibbotson, and Stephen A. Ross (1992). "Survivorship Bias in Performance Studies", *The Review of Financial Studies* 5: 553–580.
15. Busse, J. A., Goyal, A. and Wahal, S. (2010), "Performance and persistence in institutional investment management", *The Journal of Finance* 65(2), 765–790.
16. Carhart, Mark M (1997). "On Persistence in Mutual Fund Performance", *Journal of Finance* 52: 57–82.
17. Carhart, Mark M., Jennifer N. Carpenter, Anthony W. Lynch, and David K. Musto (2002). "Mutual Fund Survivorship", *The Review of Financial Studies*, 15, 1439–1463.
18. Droms, William G, Hot Hands (2006). Cold Hands: "Does past performance predict future returns"? *Journal of financial planning*, May 2006, 60-66.
19. Droms, William G. and David A. Walker (1994). "Investment Performance of International Mutual Funds", *Journal of Financial Research*. 17: 1–14.
20. Droms, William G. and David A. Walker (2001a). "Persistence of Mutual Fund Operating Characteristics", *Applied Financial Economics* 11: 457–466.
21. Droms, William G. & David A. Walker (2001b). "Performance Persistence of International Mutual Funds", *Global Finance Journal* 12: 1–13.
22. Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, and Christopher R. Blake (1996). "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance", *Journal of Business* 69: 133–157.
23. Giamouridis, Daniel; Sakellariou, Konstantinos (2008). "Short-term persistence in Greek mutual fund performance", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1080912>
24. Goetzmann, William N. and Roger G. Ibbotson (1994). "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance", *Journal of Portfolio Management* 20: 9–18.
25. Grinblatt, Mark and Sheridan Titman (1992). "The Persistence of Mutual Fund Performance", *Journal of Finance* 47: 1977–1984.
26. Hendricks, Darryll, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser (1993). "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance", 1974–88. *Journal of Finance* 48: 93–130.

27. Hereil, Pierre, Mitaine, Philippe, Moussavi, Nicolas, Roncalli, Thierry (2010), "Mutual fund ratings and performance persistence", available at <http://www.thierry-roncalli.com/download/lwp-mfr.pdf>
28. Jagannathan, R., Malakhov, A. and Novikov, D. (2010), "Do hot hands exist among hedge fund managers?" An empirical evaluation, *The Journal of Finance* 65(1), 217–255.
29. Jan, Yin-Ching and Mao-Wei Hung (2004). "Short-Run and Long-Run Persistence in Mutual Funds". *Journal of Investing* 13: 67–71.

