

## تأثیر انواع مالکیت در ایجاد اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بورس اوراق بهادار تهران

شهاب‌الدین شمس<sup>۱</sup>، امیر تیمور اسفندیاری مقدم<sup>۲</sup>

**چکیده:** در این پژوهش با استفاده از داده‌های مربوط به ۲۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ به بررسی تأثیر انواع مالکیت در ایجاد اثر تمایلی در این صندوق‌ها با به کارگیری روش تخمین حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) و روش تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) پرداخته شده است. نوع مالکیت به چهار طبقه شامل مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی دسته‌بندی شده است. نتایج آزمون هم‌جمع‌ی کائو حاکی از وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهای پژوهش است. بر اساس نتایج تخمین‌های روش EGLS و GMM می‌توان گفت ارتباط مثبت و معناداری میان مالکیت نهادی با رفتار مبتنی بر اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک وجود دارد و همچنین ارتباط منفی معناداری میان مالکیت مدیریتی با اثر تمایلی در این صندوق‌ها برقرار است؛ اما میان مالکیت شرکتی و اثر تمایلی در این صندوق‌ها ارتباط معناداری مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: اثر تمایلی، انواع مالکیت، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری.

۱. استادیار گروه مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

۲. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه مازندران، بابلسر ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۰۳/۲۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۵/۰۷/۱۷

نویسنده مسئول مقاله: شهاب‌الدین شمس

E-mail: Shams@umz.ac.ir

## مقدمه

در سال‌های گذشته اصطلاح مالی رفتاری بیش از اقتصاد رفتاری مطرح شده است. این شاخه علمی با تکیه بر مفاهیمی چون بیش واکنشی و کم‌واکنشی نسبت به اطلاعات منتشر شده در بازار و واکنش‌هایی که به دقت ناکافی در اخذ تصمیم منجر می‌شوند، ناکارایی بازار و وقوع پدیده‌هایی مانند حباب یا فروپاشی قیمتی را تبیین می‌کند. از جمله واکنش‌هایی که موجب محدودیت دقت سرمایه‌گذار می‌شود، می‌توان به فرا اطمینانی (اطمینان بیش از حد)، خوش‌بینی بیش از حد، توده‌واری و اثر تمایلی اشاره کرد (صالح‌آبادی، فرهانیان و مظفری، ۱۳۹۰). از سوی دیگر در اغلب کشورهای توسعه یافته، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به‌عنوان هسته مرکزی بازار سرمایه محسوب می‌شوند و ماهانه مبالغ هنگفتی از سرمایه‌های سرگردان را به بخش‌های مولد و فعال جامعه هدایت می‌کنند (شیرازیان، ۱۳۸۴). این صندوق‌ها با اتخاذ سیاست‌های مناسب می‌توانند در کاهش تورم، افزایش تولید و بهبود کارایی مدیران نقش اساسی ایفا کنند (عبده تبریزی و شریفیان، ۱۳۸۶). خوشبختانه صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران با تأخیر چند ده ساله، اما با استقبال فراوان از طرف سرمایه‌گذاران، در سال ۱۳۸۶ تأسیس شدند. با عنایت به نقش بی‌بدیل این صندوق‌ها در تخصیص بهینه منابع مالی در بازار سرمایه، ارزیابی چگونگی معاملات در این شرکت‌ها و تأثیر نوع مالکیت آنها بر نحوه معاملات این واسطه‌های مالی، می‌تواند اطلاعات ارزشمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد.

در پژوهش حاضر به‌طور مشخص به اثر تمایلی به‌عنوان یکی از موضوعات شناخته شده در مالی رفتاری، در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. اثر تمایلی<sup>۱</sup> شکلی از معاملات غیرعقلایی است که به‌طور گسترده مطالعه شده و بین سرمایه‌گذاران سازمانی نیز به تأیید رسیده است و تأثیر نامطلوب و معنادار این رفتار بر معاملات و عملکرد این نوع از سرمایه‌گذاران ثابت شده است (سیسی، ۲۰۰۵؛ ژائو، ۲۰۰۷).

در اغلب تحقیقات صورت گرفته در حوزه مالی رفتاری و به‌ویژه اثر تمایلی، محققان تلاش کرده‌اند وجود یا نبود اثر تمایلی و تورش‌های رفتاری میان سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی را به اثبات برسانند؛ اما علل بروز و ایجاد چنین رفتارهایی پوشیده مانده است. بنابراین، در پژوهش حاضر، هدف فقط بررسی وجود یا نبود این نوع تورش‌های رفتاری میان سرمایه‌گذاران حقوقی نیست؛ بلکه به‌دلیل اهمیت و نقش مهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، به‌دنبال بررسی این موضوع است که عوامل مؤثر بر ایجاد چنین رفتارهایی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

---

1. Disposition effect

چیست. یکی از عواملی که انتظار می‌رود در ایجاد اثر تمایلی در این نهادهای مالی مؤثر باشد نوع مالکیت این نهادهاست (ویج و فو، ۲۰۰۱).

اهمیت این پژوهش در این است که به شکل تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد متفاوت بودن ساختار مالکیت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس، بر نحوه دخالت عواطف و احساسات آنها تأثیر دارد؛ یعنی اگر مالکان شرکت، گروه‌های مختلفی مانند دولت، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها و شرکت‌های خصوصی دیگری باشند، نحوه دخالت عواطف و احساسات آنها در معاملات و خرید و فروش سهام متفاوت خواهد بود (ویج و فو، ۲۰۰۱). افزون بر این، ما در پی این هستیم که نشان دهیم، وجود کدام یک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود نحوه خرید و فروش و معاملات شرکت مؤثرتر است.

با توجه به اینکه ایران کشوری در حال توسعه است، بازار سرمایه جوانی دارد و از لحاظ ساختاری کمابیش نامتشکل است (تغییرات مداوم در ساختار و قوانین و مقررات حاکم بر آن و همچنین مشکلات و تنگناهای موجود برای فعالیت آزادانه و مستقل سهامداران شرکت‌ها و سازمان‌های ناظر از نشانه‌های بازار نامتشکل تلقی است) (شمس، یحیی‌زاده‌فر و امامی، ۱۳۸۹) می‌توان انتظار داشت که سطح معناداری از اثر تمایلی در این بازار وجود داشته باشد و از آنجا که بازار سهام ایران نسبت به بازار سهام کشورهای توسعه‌یافته سابقه کمتری دارد، مطالعه چنین رفتارهایی میان سرمایه‌گذاران حقوقی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌تواند در راستای کارایی بیشتر بازار مالی مفید باشد (امامی، ۱۳۸۸). در ایران، تا کنون تحقیقاتی در این زمینه صورت نگرفته است. حال می‌توان سؤال اصلی این پژوهش را که به دنبال یافتن پاسخی برای آن در بازار سرمایه ایران هستیم، به این نحو بیان کنیم: ساختار مالکیت (نوع مالکیت) در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک چه تأثیری در ایجاد اثر تمایلی در میان این صندوق‌ها دارد؟

## پیشینه نظری پژوهش

### اثر تمایلی

مفهوم اثر تمایلی در ادبیات اقتصادی و مالی، پیشینه نسبتاً کوتاهی دارد (شمس و همکاران، ۱۳۸۹). به طور کلی ادبیات نظری در خصوص موضوع، از اوایل دهه هشتاد و با مقالاتی که شفرین و استاتمن (۱۹۸۵) و کنستانتینیدیس (۱۹۸۴) ارائه دادند، به شکل جدی مطرح شد و به فاصله کوتاهی مطالعات تجربی نیز برای آزمون وجود چنین رفتاری انجام گرفت. با این حال،

اگرچه اثر تمایلی به‌طور قوی در تحقیقات تجربی به اثبات رسیده است، هنوز دلایل و منشأ چنین رفتاری مبهم مانده است (برکر و گرین، ۲۰۰۴).

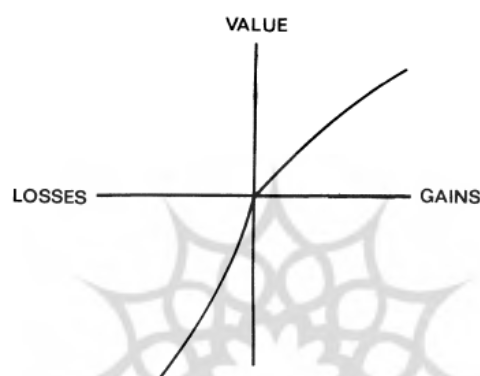
اثر تمایلی می‌تواند توسط واکنش منطقی (عقلایی) به اطلاعات جدید به‌وجود آید. تراز مجدد پرتفوی<sup>۱</sup> و هزینه بالاتر معاملات سهام زیان‌ده نسبت به سهام سودده و فرضیه اطلاعات محرمانه<sup>۲</sup> (یا تفسیرهای محرمانه از اطلاعات عمومی) درباره ارزش بنیادی سهام، از جمله دلایل عقلایی بر مبنای اطلاعات است که می‌تواند اثر تمایلی ایجاد کند. از عوامل غیرعقلایی که موجب ایجاد اثر تمایلی می‌شود، می‌توان ایده برگشت به میانگین بازده<sup>۳</sup> سهام و زیان‌گریزی<sup>۴</sup> که از ویژگی‌های برجسته تئوری انتظار کانمن و تورسکی است را نام برد. تئوری انتظار، جایگزین فرموله شده تئوری حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار<sup>۵</sup> است. برخلاف نظریه‌های قبلی که گفته می‌شد، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند، کانمن و تورسکی بیان کردند زمانی که سرمایه‌گذاران در قسمت منفی ثروت (زیان) هستند، از ریسک‌گریزی<sup>۶</sup> به ریسک‌پذیری تغییر ایده می‌دهند (جانسون، لیند بلوم و پلاتون، ۲۰۰۲). بر این اساس ویژگی‌های مهم این نظریه عبارت‌اند از:

۱. ارزش در نواحی سود و زیان (انحراف از نقطه مرجع) تعریف می‌شود، به جای سطح ثروت (رفاه) نهایی.
۲. تابع ارزش در نواحی سود مقعر و در نواحی زیان محدب است.
۳. شیب تابع در ناحیه زیان بیشتر از ناحیه سود است.
۴. تابع ارزش در نقطه مرجع، دارای خمیدگی<sup>۷</sup> است.

از طرفی عده‌ای از محققان، این پدیده تمایلی را به ترکیبی از زیان‌گریزی کانمن و تورسکی و واکنش کند<sup>۸</sup> (به این صورت که قیمت خرید سهام همانند نقطه عطفی برای ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری عمل می‌کند) نسبت می‌دهند (آیبرت و هیمن، ۲۰۰۷). یا گرین بلات و هان (۲۰۰۵) بحث می‌کنند که ترکیب تئوری انتظار و حسابداری ذهنی<sup>۹</sup> منجر به این پدیده می‌شود. اثر تمایلی همچنین می‌تواند توسط انگیزه‌های روانی سرمایه‌گذاران ایجاد شود. مدل اصلی اثر تمایلی شفرین و استاتمن (۱۹۸۵) اجزای دیگری علاوه بر نظریه انتظارات (زیان‌گریزی) را نیز

- 
1. Rebalancing of portfolio
  2. Privacy information
  3. Mean Reverting
  4. Loss aversion
  5. Expected Utility Theory
  6. Risk aversion
  7. Kink
  8. Anchoring
  9. Prospect theory/Mental accounting (PT/MA)

شامل می‌شود: حسابداری ذهنی، پشیمان‌گریزی<sup>۱</sup> و خودکنترلی<sup>۲</sup>. هر یک از این عناصر برای بیان برخی از جنبه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران عمل می‌کند. عده‌ای از محققان نیز همچون ویج و فو (۲۰۰۱) اثر تمایلی را در میان نهادهای مالی حقوقی، همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری ناشی از عواطف و احساسات مالکان آنها دانسته‌اند، به بیان دیگر معتقدند که نوع مالکیت نهادهای مالی در بروز یا عدم بروز چنین رفتارهایی مؤثر است.



شکل ۱. تابع ارزش نظریه انتظارات

### نوع مالکیت (ترکیب سهامداران)

ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه‌گیری می‌شود.

**مالکیت خارجی:** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط خارجی‌ها از کل سهام شرکت است که شامل شرکای خارجی، مؤسسه‌های مالی خارجی، ملیت‌های خارجی و غیرمقیم‌های ایران است (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹).

**مالکیت شرکتی:** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکت‌های سهامی از کل سهام است و تمام انواع شرکت‌های سهامی را دربرمی‌گیرد، به جز آنهایی که در مورد قبل بیان شد (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹).

1. Regret Aversion  
2. Self- control

**مالکیت مدیریتی:** بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت‌مدیره است (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹).

**مالکیت نهادی:** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام است که شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و سایر اجزای دولت است (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹).

سرمایه‌گذاران نهادی، بازیگران اصلی بازارهای مالی هستند. از آنجا که نفوذ آنها در حاکمیت شرکتی در پی سیاست‌های خصوصی‌سازی پذیرفته‌شده کشورهای مختلف افزایش یافته است، می‌توان به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از سامانه‌های حاکمیت شرکتی اهمیت زیادی دارند. مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آنها نقش کلیدی دارند. مالکان (سهامداران) شرکت، حقوق متفاوتی دارند؛ از جمله این حقوق انتخاب هیئت‌مدیره است که به‌عنوان نماینده برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت فعالیت می‌کنند. از سوی دیگر، سهامداران عمده در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقش شایان توجهی دارند. آنها می‌توانند اطلاعات خصوصی را از مدیریت کسب کنند و این اطلاعات را به دیگران انتقال دهند (نجار و تیلور، ۲۰۰۸).

### پیشینه پژوهش

بر اساس مرور پیشینه موضوعی تحقیق، محققان کمی به‌صورت همزمان اثر تمایلی و انواع مالکیت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را مطالعه کرده است. در این بخش ضمن معرفی مطالعات اندک خارجی که به بررسی همزمان این دو متغیر پرداخته‌اند، به چند نمونه از پژوهش‌هایی که این متغیرها را به‌طور جداگانه در نظر گرفته‌اند، نیز اشاره می‌شود.

به‌طور کلی توجه به قلمرو مالی رفتاری در کشور ما به تازگی آغاز شده است. شمس و همکارانش (۱۳۸۹) بین سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین رضازاده و فلاح شمس (۱۳۹۲) میان سرمایه‌گذاران فردی، به شواهدی از وجود اثر تمایلی در بازار سرمایه دست یافتند. با وجود پژوهش‌ها و مطالعه‌های فراوان خارجی درباره اثر تمایلی، این برای اولین بار است که در ایران، در زمینه اثر تمایلی و نوع مالکیت (ساختار مالکیت) پژوهش تجربی انجام می‌گیرد. گفتنی است که به‌طور کلی شواهدی از اثر تمایلی میان سرمایه‌گذاران فردی بازار سهام (برای نمونه ادین، ۱۹۹۸)، سرمایه‌گذاران سازمانی بازار سهام (مانند سیسی، ۲۰۰۵)، خدمات واسطه‌گری آنیبرت و هیمن، (۲۰۰۷) معامله‌گران آتی لوک و مان، (۲۰۰۵)، و در تجربه‌های آزمایشگاهی (مانند وبر و

کمر، ۱۹۸۸) تأیید شده است. با توجه به ماهیت این پژوهش، تنها پیشینه پژوهش‌های خارجی انجام شده در رابطه با بررسی اثر تمایلی میان سرمایه‌گذاران سازمانی بازار سهام مرور خواهد شد. گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۱) به بررسی اثر تمایلی میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار بورس فنلاند پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نسبت به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای از قبیل مؤسسات غیرحرفه‌ای و سازمان‌های دولتی، کمتر تحت تأثیر بازده‌های گذشته در تصمیمات معاملاتی خود قرار می‌گیرند.

ویچ و فو (۲۰۰۱)، به بررسی ارتباط اثر تمایلی با ساختار مالکیت (مدیریتی و نهادی) در صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. آنها نشان دادند صندوق‌هایی که هیئت‌مدیره سهام بیشتری در اختیار دارد، کمتر دچار اثر تمایلی می‌شوند؛ اما صندوق‌هایی که از مالکیت نهادی برخوردارند اثر تمایلی بیشتری از خود نشان می‌دهند.

پنگ (۲۰۰۱)، در پژوهش خود به بررسی اثر تمایلی سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تایوان پرداخت. نتایج پژوهش بیان‌کننده تأیید اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار بورس تایوان است.

سیسی (۲۰۰۵)، به بررسی ارتباط میان اثر تمایلی و معاملات و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار بورس آمریکا بر مبنای مدل ادین (۱۹۹۸) پرداخت. نتایج وی نشان داد به‌طور متوسط ۳۶ درصد از نمونه پژوهش به شناسایی سریع‌تر سود نسبت به زیان تمایل دارند، همچنین اثر تمایلی ارتباط منفی و معناداری با عملکرد صندوق‌ها دارد.

فرازینی (۲۰۰۶) به بررسی اثر تمایلی میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا پرداخته است. او در این پژوهش بیان می‌کند که اثر تمایلی موجب نشان دادن واکنش کمتر از حد قیمت سهام به اطلاعات ناخوشایند می‌شود.

ژائو (۲۰۰۷) با استفاده از مدل ادین (۱۹۹۸) به بررسی اثر تمایلی بر عملکرد و جریان‌ات نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا پرداخت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد نسبت شایان توجهی از صندوق‌ها (۳۲ درصد) تا حدودی رفتار تمایلی را بروز می‌دهند و این صندوق‌ها عملکرد پایین‌تری (در حدود ۴ تا ۶ درصد) نسبت به صندوق‌هایی دارند که در آنها اثر تمایلی تأیید نشده است. همچنین بر اساس نتیجه دیگر این پژوهش، در صندوق‌هایی که اثر تمایلی تأیید شده، جریان‌ات نقدی ورودی سالانه حدود ۲ تا ۳ درصد کمتر از سایر صندوق‌هاست که دلیل این امر می‌تواند نشئت گرفته از عملکرد ضعیف این صندوق‌ها باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

برای این پژوهش یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی مطرح شده است.

فرضیه اصلی: بین ساختار مالکیت و رفتار مبتنی بر اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رابطه معناداری وجود دارد.

همچنین فرضیه‌های فرعی زیر نیز به شرح زیر است:

۱. بین مالکیت مدیریتی و اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین مالکیت شرکتی و اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رابطه معناداری وجود دارد.
۳. بین مالکیت نهادی و اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رابطه معناداری وجود دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

### روش جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

در این پژوهش برای محاسبه متغیرها از الگوی داده‌های تابلویی استفاده شده است. داده‌های تابلویی به مجموعه‌ای از داده‌ها گفته می‌شود که بر اساس آن، مشاهدات به وسیله تعداد زیادی از متغیرهای مقطعی (N) که اغلب به صورت تصادفی انتخاب می‌شوند، در طول یک دوره زمانی مشخص (T) مورد بررسی قرار گرفته باشند. گفتنی است که ویژگی‌های داده‌های مقطعی، باید برای دو سال یا بیشتر بررسی شود تا ساختار شکل گرفته، داده‌های تابلویی نامیده شود. این مجموعه داده‌ها شامل هر مجموعه از اشیا یا موجودات است که ویژگی‌های آن در طول زمان تکرار شود. از آنجا که داده‌های تابلویی دربرگیرنده هر دو جنبه داده‌های سری زمانی و مقطعی است، به کارگیری مدل‌های توضیح‌دهنده آماری مناسبی که ویژگی‌های آن متغیرها را توصیف کند، پیچیده‌تر و قابل استنادتر از مدل‌های استفاده شده در داده‌های مقطعی یا داده‌های سری زمانی است (زرزاد و انواری، ۱۳۸۴).

به منظور بررسی ارتباط ساختار مالکیت با اثر تمایلی صندوق‌ها مانند پژوهش ویج و فو (۲۰۰۱)، علاوه بر بررسی روابط هم‌انباشتگی برای مطالعه روابط بلندمدت با به کارگیری روش کائو و بهره‌مندی از الگوی داده‌های تابلویی، از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده شده است. در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از اجرای آزمون هاسمن برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به دست آمده، به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) و روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) اقدام شده است. مدل GMM از یک سو به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلاص نیاز ندارد و اساس آن مبتنی بر این فرض است که جملات



اخلال در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری ناهمبسته است و از سوی دیگر، به لحاظ احتمال وجود همبستگی جمله خطا با متغیرهای توضیحی در مدل اثرهای ثابت، از اعتبار بیشتری برخوردار است (مهرانی، حسینی و حیدری، ۱۳۹۲).

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موجود در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می‌شود. از آنجا که جامعه پژوهش محدود است، پژوهشگران تصمیم گرفتند کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را که حائز شرایط زیر باشند، بررسی کنند:

۱. تأسیس آنها قبل از تاریخ بررسی در این پژوهش، یعنی ۱۳۸۹ باشد.
۲. از تاریخ فوق تا ۹۳/۱۲/۲۹ جزء صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران باشند.

۳. اطلاعات مورد نیاز در خصوص این صندوق‌ها تا تاریخ مد نظر در دسترس باشد. شایان ذکر است از آنجا که صندوق‌های سرمایه‌گذاری از سال ۱۳۸۶ وارد بازار بورس ایران شدند، اطلاعات آنها در سال ۱۳۸۶ با نقص‌هایی همراه بود. در این پژوهش، دوره زمانی از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا انتهای سال ۱۳۹۳ به مدت پنج سال نظر گرفته شده است. بر این اساس و با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، ۲۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک برای نمونه تحقیق انتخاب شدند. گفتنی است، صندوق سرمایه‌گذاری کارآفرین نیز از فیلترها و محدودیت‌های وضع شده عبور کرد، اما چون این صندوق به‌عنوان صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت مشغول به فعالیت است و هدف این پژوهش بررسی تأثیر انواع مالکیت (ساختار مالکیت) در ایجاد اثر تمایلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام است، از فرایند پژوهش کنار گذاشته شد.

### نحوه اندازه‌گیری متغیرها و تصریح مدل

عموماً شاخص نسبت مالکیت، نشان‌دهنده مالکیت شرکت‌های مختلف است که برای هر یک از شرکت‌ها در نمونه پژوهش، در پایان چهار سال دوره مطالعه محاسبه شده است. متغیر مد نظر در این پژوهش شامل چهار دسته مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی می‌شود. همان‌طور که در ادبیات نظری تحقیق بیان شد، به‌منظور اندازه‌گیری متغیرهای مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی، از تعاریف مندرج در تحقیق ستایش و کاظمی (۱۳۸۹) استفاده شده است. همچنین به‌دلیل نبود مالکیت خارجی عمده در صندوق‌های مورد بررسی و در نتیجه عدم امکان ارائه الگوی معتبری برای این نوع مالکیت، آزمونی اجرا نشده است. مطابق با تعریف ستایش و کاظمی (۱۳۸۹):

- مالکیت شرکتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکت‌های سهامی از کل سهام سرمایه است و تمام شرکت‌های سهامی را شامل می‌شود.
- مالکیت مدیریتی: بیان‌کننده درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت‌مدیره است.
- مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت می‌شود.

### اثر تمایلی

به‌منظور برآورد اثر تمایلی، ابتدا برای هر سهم که در صورت پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری وجود دارد، مبنای هزینه تعیین می‌کنیم. مبنای هزینه به‌عنوان یک شاخص برای تعیین نقطه مرجع<sup>۱</sup> که در ایجاد اثر تمایلی نیز مهم است، عمل می‌کند. همان‌گونه که ادین (۱۹۹۸) بیان می‌کند، مبنای هزینه در صورت پرتفوی، میانگین قیمت سهام خریداری شده (به‌های تمام‌شده خریداری شده) است. به بیان دیگر، معیاری که نقطه مرجع را نشان می‌دهد، میانگین قیمت خرید برای هر سهم است که به‌صورت AIFO<sup>۲</sup> نشان داده می‌شود. سرمایه‌گذاران نقطه مرجع را با قیمت جاری سهم (ارزش بازاری) مقایسه می‌کنند تا موقعیت سهم به‌صورت سود یا زیان شناسایی شود؛ اگر قیمت جاری سهم بیشتر از نقطه مرجع باشد، نشان‌دهنده سود و در غیر این صورت به‌عنوان زیان کدگذاری می‌شود. در این تحقیق نیز معیار سود (زیان) بودن سهام در پرتفوی طبق روابط زیر است:

ارزش بهای تمام شده > ارزش بازار: معیار سود بودن سهام در پرتفوی

ارزش بهای تمام شده < ارزش بازار: معیار زیان بودن سهام در پرتفوی

با تمرکز بر داده‌های پرتفوی که در هر فصل در دسترس است، تغییرات پرتفوی را از یک فصل به فصل دیگر برای اینکه چه سهامی در هر فصل فروخته شده است، پیگیری می‌کنیم. از آنجا که به‌طور دقیق مشخص نیست در چه روزی از فصل فروش سهام انجام می‌شود، فرض می‌کنیم تمام فروش در پایان هر فصل به وقوع می‌پیوندد؛ سپس برای سنجش اینکه معاملات شرکت‌ها تا چه اندازه تحت تأثیر رفتار مبتنی بر اثر تمایلی است، نسبت سود و زیان سرمایه تحقق‌یافته را برای هر شرکت در هر فصل به‌دست می‌آوریم و اثر تمایلی را به‌صورت تفاوت میان این دو نسبت محاسبه

1. Reference point

2. Average-Price in first out

می‌کنیم. این نسبت، گرایش شرکت‌ها را در شناسایی سود سرمایه، سریع‌تر از زیان سرمایه شناسایی می‌کند. اثر تمایلی برای صندوق  $i$  در فصل  $t$  به صورت زیر محاسبه می‌شود (ادین، ۱۹۹۸):

$$Disp_{i,t} = PGR_{i,t} - PLR_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن،  $PGR_{i,t}$  نسبت سود سرمایه تحقق یافته و  $PLR_{i,t}$  نسبت زیان سرمایه تحقق یافته است. محاسبه نسبت‌های فوق به شرح رابطه‌های زیر است:

$$PGR_{i,t} = \frac{RCG_{i,t}}{PCG_{i,t} - UCG_{i,t}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$PLR_{i,t} = \frac{RCL_{i,t}}{RCL_{i,t} - UCL_{i,t}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن،  $Disp_{i,t}$  معرف اثر تمایلی برای شرکت  $i$  در فصل  $t$ ؛  $RCG_{i,t}$  تعداد سود سرمایه شناسایی شده به وسیله شرکت  $i$  در فصل  $t$ ؛  $UCG_{i,t}$  تعداد سود سرمایه شناسایی نشده توسط شرکت  $i$  در فصل  $t$ ؛  $RCL_{i,t}$  تعداد زیان سرمایه شناسایی شده توسط شرکت  $i$  در فصل  $t$ ؛  $UCL_{i,t}$  تعداد زیان سرمایه شناسایی نشده توسط شرکت  $i$  در فصل  $t$ . گفتنی است، اثر تمایلی در صورتی تأیید می‌شود که  $Disp_{i,t} > 0$  باشد.

با توجه به مطالب بیان شده، در این پژوهش از رابطه ۴ برای بررسی تأثیر نوع مالکیت بر ایجاد اثر تمایلی استفاده می‌شود:

$$Disp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 mo_{i,t} + \beta_3 co_{i,t} + \beta_4 in_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن،  $Disp_{i,t}$  معرف اثر تمایلی؛  $mo_{i,t}$  نشان‌دهنده مالکیت مدیریتی؛  $co_{i,t}$  مالکیت شرکتی و  $in_{i,t}$  معرف مالکیت نهادی است.

### یافته‌های پژوهش

قبل از هر گونه برآورد و برای جلوگیری از بروز رگرسیون‌های کاذب، باید از ایستا بودن متغیرها اطمینان حاصل کرد. چنانچه متغیرها ایستا باشند، برآورد‌های انجام‌شده مشکل رگرسیون ساختگی را نخواهند داشت. در این پژوهش، علاوه بر بررسی روابط هم‌انباشتگی برای بررسی روابط بلندمدت با به کارگیری روش کائو، از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده شده است. در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از اجرای آزمون هاسمن، به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) اقدام شده است. همچنین برای

افزایش قابلیت اعتماد نتایج به دست آمده در مدل پژوهش، ضرایب مدل در قالب فرایند پویا و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) بار دیگر برآورد می‌شوند.

### نتایج آزمون‌های ریشه واحد

در این بخش برای آزمون ایستایی متغیرهای مدل، از آماره آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LIC) استفاده می‌شود. فرض آزمون ریشه واحد LIC به قرار زیر است:

$H_0: \rho_i = 0$  وجود ریشه واحد

$H_1: \rho_i < 0$  عدم وجود ریشه واحد

با توجه به اینکه پس از اجرای آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو، آماره‌های به دست آمده برای متغیرهای اثر تمایلی (۹/۶۷۴-)، مالکیت مدیریتی (۴/۶۱۴-)، مالکیت شرکتی (۳/۲۱۳-) و مالکیت نهادی (۵/۱۴۳-)، کمتر از ۰/۰۵ است، می‌توان گفت متغیرهای یاد شده در سطح خطای ۹۵ درصد معنادار بوده و در سطح ایستا هستند، بنابراین می‌توان فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد را رد کرد. همچنین، آماره‌های به دست آمده از آزمون ریشه واحد هادری<sup>۱</sup> برای متغیرهای اثر تمایلی، مالکیت مدیریتی، مالکیت شرکتی و مالکیت نهادی به ترتیب برابر با ۴۱۲/۲۱۵، ۶۱/۵۱۶، ۴۶/۵۳ و ۱۹/۳۸۱ است که مؤید ایستا بودن متغیرهاست.

### نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

با بررسی ایستایی متغیرهای مدل و انجام آزمون‌های مربوطه، مشخص شد که متغیرهای اثر تمایلی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و مدیریتی انباشته از مرتبه صفر هستند. برای بررسی بیشتر از آزمون‌های هم‌انباشتگی تابلویی کائو استفاده کرده و هم‌انباشتگی متغیرها را در بلندمدت بررسی می‌کنیم. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو نیز با آماره t برابر با ۵/۷۱۲- که در سطح خطای ۹۹ درصد نیز معنادار است، بر وجود رابطه هم‌انباشتگی بین متغیرها در بلندمدت دلالت می‌کند.

### انتخاب آزمون مناسب برای برآورد

در این بخش تلاش شده است، تأثیر انواع مالکیت (ساختار مالکیت) در ایجاد اثر تمایلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شود. برای این کار باید ابتدا با استفاده از آزمون‌های مناسب، روش برآورد مناسب (از بین دو روش اثرهای ثابت یا تصادفی) انتخاب شود. الگوی داده‌های تابلویی به دو بخش کلی الگوی داده‌های تابلویی با

1. Hadri unit root test

اثرهای ثابت و الگوی تابلویی با اثرهای تصادفی، دسته‌بندی می‌شود. تفاوت دو شکل کلی الگوهای تابلویی در ثابت یا تصادفی، فرض کردن جزء عرض از مبدأ برای مقاطع است. برای اینکه از بین الگوهای تابلویی ذکر شده (اثرهای تصادفی یا ثابت) الگوی بهتری انتخاب شود، آزمون هاسمن به اجرا درمی‌آید. نتایج آزمون هاسمن با عدد معناداری  $0/1563$  نشان می‌دهد در سطح معناداری ۵ درصد، مدل‌های برآورد شده با استفاده از الگوی تابلویی اثرهای تصادفی، ضرایب کاراتری نسبت به الگوی تابلویی با اثرهای ثابت دارند ( $Prob < \chi^2$ )؛ به گفته دیگر، بین عرض از مبدأهای تصادفی به‌دست آمده و سایر متغیرهای توضیحی مدل، هم‌خطی وجود ندارد.

### نتایج آزمون EGLS و GMM

برای آزمون فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی مطرح شده در این پژوهش، از مدل اقتصادسنجی داده‌های تابلویی با اثرهای تصادفی استفاده شده است. همچنین برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به‌دست آمده در این مدل، علاوه بر برآورد مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS)، ضرایب با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) نیز برآورد شده است. نتایج این برآورد در جدول‌های ۱ تا ۴ مشاهده می‌شود.

همان‌طور که در جدول ۱ مشخص است، ضریب مالکیت مدیریتی در رگرسیون بالا معنادار است و نشان‌دهنده ارتباط منفی و معنادار بین مالکیت مدیریتی و اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است.

جدول ۱. نتایج بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی و اثر تمایلی

EGLS		GMM		متغیر مستقل
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	
( $0/023$ )	۱۱/۸۱۲	( $0/000$ )	۳/۶۱۹	مقدار ثابت (C)
( $0/031$ )	-۳۱/۳۷۸	( $0/000$ )	-۱۳/۵۱۹	مالکیت مدیریتی (MO)

جدول ۲. نتایج بررسی رابطه بین مالکیت شرکتی و اثر تمایلی

EGLS		GMM		متغیر مستقل
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	
( $0/142$ )	۲۵/۶۱۱	( $0/001$ )	۱۲/۵۱۳	مقدار ثابت (C)
( $0/213$ )	۱۷/۲۳۵	( $0/210$ )	۱۴/۱۵۷	مالکیت شرکتی (CO)

همان‌طور که در جدول ۲ مشخص است، ضریب مالکیت شرکتی در رگرسیون بالا بی‌معناست و نشان می‌دهد ارتباطی بین مالکیت شرکتی و اثر تمایلی در صندوق‌های

سرمایه‌گذاری مشترک وجود ندارد. در جدول ۳ نیز، ضریب مالکیت نهادی در رگرسیون بالا معنادار است و نشان می‌دهد بین مالکیت نهادی و اثر تمایلی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، ارتباط مثبت و معناداری برقرار است.

جدول ۳. نتایج بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و اثر تمایلی

EGLS		GMM		متغیر مستقل
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	
(۰/۰۰۰)	۲۱/۲۱۰	(۰/۰۰۱)	۱۶/۴۳۰	مقدار ثابت (C)
(۰/۰۰۰)	۸/۸۱۳	(۰/۰۰۰)	۱/۱۳۶	مالکیت نهادی (IN)

جدول ۴. نتایج بررسی رابطه بین ساختار و اثر تمایلی

EGLS		GMM		متغیر مستقل
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	
(۰/۰۰۰)	۱۶/۰۰۳	(۰/۰۰۰)	۲/۴۲۱	مقدار ثابت (C)
(۰/۰۰۰)	-۱/۵۱۳	(۰/۰۰۰)	-۵/۵۴۲	مالکیت مدیریتی (MO)
(۰/۰۰۰)	۴۹/۷۱۲	(۰/۰۰۰)	۳۱/۱۴۲	مالکیت شرکتی (CO)
(۰/۰۰۱)	۳۱/۳۵۷	(۰/۰۰۰)	۱۲/۲۳۷	مالکیت نهادی (IN)

جدول ۴ نتایج بررسی فرضیه اصلی تحقیق است و نتایج آزمون‌های انجام شده در جدول‌های قبل مبنی بر ارتباط منفی مالکیت مدیریتی با اثر تمایلی، ارتباط مثبت مالکیت نهادی با اثر تمایلی و بی‌ارتباط بودن مالکیت شرکت با اثر تمایلی را تأیید می‌کند. شایان ذکر است که مقادیر آماره F و دوربین واتسن نیز در سطح قابل قبولی قرار دارند و بر صحیح بودن مدل‌های برآورد شده و عدم وجود خودهمبستگی در اجزای اخلاص تأکید می‌کنند.

### نتیجه‌گیری

در این تحقیق به بررسی تأثیر انواع مالکیت (ساختار مالکیت) در ایجاد اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) پرداخته شد.

نتایج تخمین‌ها حاکی از تأثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی، بی‌تأثیر بودن مالکیت شرکتی و تأثیر منفی معنادار مالکیت مدیریتی بر ایجاد اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. به بیان دیگر، هرچه درصد سهام در اختیار هیئت‌مدیره افزایش یابد (مالکیت مدیریتی) صندوق‌های

سرمایه‌گذاری مشترک کمتر دچار اثر تمایلی شده و به حفظ سهام زیان‌ده و فروش سهام سودده در بازار سرمایه تمایل کمتری دارند، اما هرچه درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی (شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت) در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک افزایش یابد، تمایل این صندوق‌ها به حفظ سهام زیان‌ده و فروش سهام سودده در بازار سرمایه افزایش پیدا می‌کند. به بیان دیگر، مالکیت نهادی می‌تواند تأثیر مثبت و معناداری در ایجاد اثر تمایلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک داشته باشد. این نتایج با تحقیقات صورت گرفته توسط ویج و فو (۲۰۰۱) همسو و سازگار است.

## References

- Abde Tabrizi, H. & Sharifian, R. (2008). The Impact of Downside Risk on Performance Appraisal of Investment Companies in the Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Financial Research*, 9(3), 3-20. (in Persian)
- Annaert, J. & Heyman, D. (2007). Disposition bias and overconfidence in institutional trades. *working papers*, 1-36.
- Berk, J.B. & Green, R.C. (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112 (2004), 1269-1295.
- Cici, G. (2005). The relation of the disposition effect to mutual fund trades and performance. *Works paper*, University of Pennsylvania.
- Constandinides, G. (1984). Optimal Stock Trading with Personal Taxes: Implications for prices and the abnormal January returns. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 65-69.
- Emami, M. (2009). *The Survey of the relationship between Disposition Effect and Cash flows and Investment Companies Performance in Tehran Stock Exchange. Master thesis*, University of Mazandaran, Babolsar. (in Persian)
- Frazzini, A. (2006). The disposition effect and underreaction to news. *Journal of Finance*, 61(4), 2017-2046.
- Grinblatt, M., Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics*, 78 (2), 311-339.
- Jonson, M., & Lindblom, H. & Platan, P. (2002). Behavior During and after, speculative at the end of the 1990s. *Masters Thesis in finance school of Economic and management*, Lund University.
- Locke, R. & Mann, C. (2005). Professional trader discipline and trade disposition. *Journal of Financial Economics*, 76 (2), 401-444.
- Mehrani, S., Hoseini, A., Heidari, H., & Pouyanfar, A. (2013). Investigation of the Effects of Ownership Structure on Firms Value: Evidence from Tehran Stock Market. *Journal of Financial Research*, 15(1), 129-148. (in Persian)

- Najjar, B. & Taylor, P. (2008). The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure. *Managerial Finance*, (12), 919-933. (in Persian)
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of finance*, (53), 1775-1798.
- Ping, H. U. (2001). *Two Essays on mutual fund Risk taking and flow- Performance Relationship*. A Dissertation of Doctor of Philosophy of Georgia State University.
- Rezazadeh, E. & Fallahshams, M. (2013). Disposition Effect and Loss aversion of Investors Based on volume of Transactions in Tehran Stock Exchange. (2013). *Financial knowledge of securities analysis*, 1(17), 75-86. (in Persian)
- Saleh Abadi, A., Farhanian, M., & Mozafari, M. (2013). Examination of Herding Behavior of Investment Company in Tehran Stock Exchange. *Journal of Mofid*, 19(96), 69-88. (in Persian)
- Setayesh, M. & Kazemnezhad, P. (2010). The Effects of Ownership Structure and Board Composition on the Dividend Policy of the Listed Firms in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting knowledge*, 1(1), 29-51. (in Persian)
- Shams, SH., Yahyazadehfar, M., & Emami, A. (2011). The Survey of the relationship between Disposition Effect and Cash flows and Investment Companies Performance in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Research*, 12(30), 95-116. (in Persian)
- Shefrin, H. & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Shirazian, Z. (2011). *The Investigation of Herding Behavior of Beta In Tehran Stock Exchange*. Master thesis, University of Mazandaran, Babolsar. (in Persian)
- Wedge, L. & Fu, R. (2001). Managerial ownership and the disposition effect. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2407-2417.
- Weber, M. & Camerer, F. (1998). The disposition effect in securities trading: An experimental analysis, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33(2), 167-184
- Xu, Z. (2007). *Selling winners and holding losers: Effect on mutual fund performance and flows*. Dissertation of Doctor of philosophy in finance on faculty of the Virginia.
- Zarenejad, M. & Anvari, E. (2006). Application of Panel data in econometrics. *Economic research*, 2(4), 21-52.