

Factors Affecting the Returns of Joint Investment Funds in Tehran Stock Exchange

Seyyed Mojtaba Tolo Sadegh¹ | Seyyed Mohammad Abdollahi Keyvani²

Abstract

Mutual investment funds, as one of the most important non-bank financial intermediaries, are responsible for the transfer of capital from resource owners (members of society) to consumers (manufacturing and service companies and others). In Iran, for the first time in the securities market law approved in 2005, these funds were taken into consideration, and equity investment funds entered the capital market arena from the beginning of 2008. The current research was conducted with the aim of investigating the factors affecting the performance of mutual investment funds in Iran. In this research, the information of 30 mutual investment funds has been examined in a period of 96 months from March 2012 to March 2020. The statistical method used for data analysis is correlation and multivariate regression. The results obtained from the hypothesis test show that there is a positive and significant relationship between the number of investment units, fund life and market return. Also, there is no significant relationship between the ratio of trading activities and the return of mutual investment funds. There is a negative and significant relationship between the amount of cash held and the returns of mutual fund

Keywords: Mutual Investment Fund; the Number Of Investment Units of the Funds; Trading Activity Ratio; Mutual Fund Yield

3

Vol. 3
Autumn 2022

Research Paper

Received:
31 May 2022
Accepted:
13 July 2022
P.P: 169-204

ISSN: 2717-1809
E-ISSN: 2717-199x



1. Corresponding author: PhD student, Financial Management, Faculty of Management and Economics, Department of Research Sciences, Islamic Azad University, Tehran, Iran s.mojtaba.ts@gmail.com
2. Assistant Professor, Department of Financial Management, Islamic Azad University, North Tehran Branch, Tehran, Iran



عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام

در بورس اوراق بهادار تهران

سید مجتبی طلوع صادق^۱ | سید محمد عبدالهی کیوانی^۲

۳

سال سوم
پاییز ۱۴۰۱

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:
۱۴۰۱/۰۳/۱۰
تاریخ پذیرش:
۱۴۰۱/۰۹/۱۹
صص: ۲۰۴-۱۶۹

شاپا چاپی: ۳۷۱۷-۱۸۰۹
الکترونیکی: x: ۳۷۱۷-۱۹۹



چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی غیر بانکی نقش انتقال سرمایه را از سوی دارندگان منابع (آحاد جامعه) به سمت مصرف‌کنندگان (شرکت‌های تولیدی و خدماتی و سایر) بر عهده دارند. در ایران برای نخستین بار در قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴، این صندوق‌ها مورد توجه قرار گرفت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام از ابتدای سال ۱۳۸۷ به عرصه بازار سرمایه گام نهادند.

پژوهش حاضر با هدف بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران انجام شده است. در این پژوهش اطلاعات ۳۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در یک بازه زمانی ۹۶ ماهه از اسفند ماه سال ۱۳۹۱ تا اسفند ماه سال ۱۳۹۹ بررسی شده است روش آماری استفاده شده جهت تحلیل داده‌ها، هم‌بستگی و رگرسیون چندمتغیره می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری، عمر صندوق و بازده بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین نسبت فعالیت‌های معاملاتی و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود ندارد. بین مقدار وجه نقد نگهداری شده و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: صندوق سرمایه‌گذاری مشترک؛ تعداد واحد سرمایه‌گذاری صندوق‌ها؛ نسبت فعالیت معاملاتی؛ بازدهی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک.

۱. نویسنده مسئول: دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. s.mojtaba.ts@gmail.com

۲. استادیار گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.



مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۱ یکی از مهم‌ترین سازوکارهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی هستند. در واقع صندوق‌ها شرایط بازار را از نظر ریسک و بازده برای سرمایه‌گذاران مختلف به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران مبتدی مساعدتر می‌کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یکی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری از جمله واسطه‌های مالی هستند که با فروش سهام خود به‌عنوان مردم، وجوهی را تحصیل و در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه مدت بازار پول و دارایی‌های دیگر با توجه به هدف صندوق، به‌طور حرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها وجوهی را از افراد سرمایه‌گذار دریافت نموده و آن‌ها را صرف خرید اوراق بهادار می‌نمایند. اوراق بهادار خریداری شده بستگی به هدف سرمایه‌گذاری صندوق دارد؛ اما عموماً این اوراق شامل سهام و اوراق قرضه هستند.

این سرمایه‌گذاری‌ها ممکن است ایجاد درآمد کنند که درآمد آن به اشکال سود نقدی یا بهره می‌باشد. افزون بر این، هنگامی که اوراق بهادار نگهداری شده به فروش می‌رسند ممکن است سود یا زیان مرتبط با سرمایه‌نیز شناسایی شود. اشتراک یا ادغام مجموعه‌ای از ثروت و بهره‌برداری از منافع مشترک آن، روشی مطلوب برای برخی از سرمایه‌گذاران است. با استفاده از تجمیع و مدیریت تخصصی دارایی‌ها، کارایی پرتفوی‌ها و بازدهی آن می‌تواند افزایش یابد. بر مبنای همین عملکرد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری متقابل یا مشترک تشکیل شده است (موسوی، جاری و مریدی پور، ۱۳۸۸).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با سابقه بیش از یک قرن، رشدی چشمگیر در بازارهای مالی جهان داشته و جایگاهی مناسب به‌دست آورده‌اند. هدف از تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و تشکیل سبدی از دارایی‌ها و مدیریت این سبد است. تنوع بخشی در سطح صندوق، مدیریت حرفه‌ای صندوق‌های سرمایه‌گذاری (انتخاب و تخصیص مناسب منابع)، شفافیت اطلاع‌رسانی، دسترسی به سهام با حداقل میزان سرمایه‌گذاری و قابلیت سرمایه‌گذاری مجدد عایدات حاصل شده از جمله مزایای

^۱ Mutul Fund

صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. ریسک‌پذیری، عدم امکان دسترسی به پول و نامناسب بودن برای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت را می‌توان در زمره معایب این صندوق‌ها قلمداد نمود. همچنین، صندوق‌ها با مخاطراتی همچون مخاطره نوسان کاهش ارزش دارایی‌های صندوق، مخاطره نکول اوراق مشارکت و مخاطره نوسان بازده بدون ریسک مواجه هستند. شکل سازمانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک همانند دیگر مؤسسه‌ها نیازمند مقررات و ضوابط خاص است؛ بنابراین ارکانی چون مجمع صندوق، متولی، ضامن، حسابرس و کارگزاران استفاده می‌کنند که در پی آن هزینه‌هایی نیز چون کارمزد ارکان و هزینه‌های دوره‌ای به سرمایه‌گذاران تحمیل می‌شود. حق‌الزحمه‌های دریافتی صندوق‌ها در دو بخش هزینه‌های سالیانه عملیات صندوق و هزینه‌های معاملاتی خلاصه می‌شود. هزینه‌های جاری صندوق، با نسبت هزینه نشان داده می‌شود و از موارد زیر تشکیل شده است:

۱. هزینه استخدام مدیر صندوق،

۲. هزینه‌های اداری،

۳. هزینه‌های دلالی (افتتاحی، اختتامی).

عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با شاخص‌هایی مانند شارپ، شاخص ترینور و شاخص جنس - آلفا ارزیابی می‌شود. با اینکه پیدایش این رویکرد در جهان به سالیان بسیار دور برمی‌گردد، فعالیت صندوق‌ها در ایران بسیار نوپا بوده و از سال ۱۳۸۴ فعالیت این صندوق‌ها آغاز شده است.

سرمایه‌گذاری وجوه مالی در دارایی‌های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم‌گیری‌ها و برنامه‌ریزی‌های مالی است که اغلب افراد انجام می‌دهند. قبل از اینکه افراد اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند هر فردی باید یک طرح کلی مالی را تنظیم کند. این چنین طرحی باید دربرگیرنده تصمیم‌گیری در خصوص انجام معامله باشد. به علاوه نحوه مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سودآوری آن نیز باید مدنظر قرار گیرد. سرانجام اینکه این طرح باید شامل میزان حداقل وجوه پس‌انداز ضروری نیز باشد. در این پژوهش فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران طرح کلی مالی خود را ریخته‌اند حالا به دنبال اداره و ارتقای ثروت و دارایی خود از طریق سرمایه‌گذاری در یک ترکیب بهینه دارایی‌های مالی هستند. مفهوم ترکیب بهینه حائز اهمیت است چراکه ثروت افراد،

که به صورت دارایی‌های مختلف نگهداری می‌شود باید به صورت واحد، ارزشیابی و مدیریت شود. ثروت باید در قالب پورتفولیو، مدیریت و ارزشیابی شود. پورتفولیو دربرگیرنده مجموعه سرمایه‌گذاری یک سرمایه‌گذار است (جونز^۱، ترجمه تهرانی، ۱۹۴۳).

در این میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین سازوکارهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی هستند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یکی از انواع واسطه‌های مالی و از جمله نهادهایی هستند که با فروش پیوسته واحد سرمایه‌گذاری (یونیت) خود به عموم مردم، وجوهی را تحصیل و آن‌ها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه مدت بازار پول و دارایی‌های دیگر، با توجه به هدف صندوق، به‌طور حرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ از سوی دیگر، هدف اصلی سرمایه‌گذاران کسب بازدهی بیشتر در سطح ریسک قابل قبول می‌باشد، براین اساس هر قدر سرمایه‌گذار بتواند بازده آتی را بهتر پیش‌بینی کند احتمال کسب بازده مطلوب خود را افزایش داده است.

با توجه به جایگاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در جذب منابع خرد از اقتصاد و رونق بخشی به بازار بورس، همواره شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازدهی این صندوق‌ها مورد اهتمام پژوهشگران بوده است و هر یک با گمانه‌زنی‌هایی در این خصوص نتایجی را به سرمایه‌گذاران ارائه نموده‌اند. تحقیق حاضر نیز با توجه به اهمیت پاسخگویی به این مسئله و اینکه پاسخ به این پرسش همواره باید مورد بازنگری پژوهشگران قرار بگیرد، به دنبال پاسخ به پرسش از عوامل تأثیرگذار بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در اقتصاد ایران، درصدد است تا فرضیه‌های ذیل را رد یا اثبات نماید که برآمده از مبانی نظری تحقیق می‌باشد:

۱. نسبت فعالیت‌های معاملاتی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.

۲. تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.

¹ Jones, Charles Parker

۳. عمر صندوق بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.
۴. بازده بازار بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.
۵. مقدار وجه نقد نگهداری شده بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.

مبانی نظری

متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق بر اساس تحقیقات انجام شده در این حوزه گردآوری شده‌اند. به نظر می‌رسد بازده بازار به‌عنوان متغیر اثرگذار بر بازده صندوق باشد. در تحقیقاتی که در این حوزه انجام شده، اثر متغیرهایی مانند اندازه صندوق و درصد تملک حقیقی و حقوقی بر بازده صندوق تأیید شده است. صندوق‌های بزرگ نسبت به صندوق‌های کوچک‌تر مزیت صرفه‌جویی در مقیاس دارند، در حالی که صندوق‌های بزرگ می‌توانند تنوع بیشتری در سبد سرمایه‌گذاری خود ایجاد کنند. نسبت فعالیت سرمایه‌گذاری است که بر اساس آن میزان فعالیت مدیر صندوق سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌شود.

بالا بودن نسبت فعالیت از طرفی باعث بروز بودن اجرای راهبردهای سرمایه‌گذاری است و از طرف دیگر باعث افزایش هزینه‌های معاملاتی می‌شود؛ از این رو می‌توان به‌عنوان یک متغیر مستقل، اثرگذاری آن بر بازدهی صندوق را بررسی کرد. درصد تملک سرمایه‌گذاران حقیقی می‌تواند بر بازده صندوق اثرگذار باشد؛ زیرا سرمایه‌گذار حقیقی به‌راحتی وارد صندوق می‌شود و به‌راحتی از آن خارج می‌شود. در نتیجه صندوقی که سرمایه‌گذار حقیقی بیشتری دارد، فشار بیشتری برای جذب و نگهداری آنان متحمل می‌شود و از این رو بررسی اثرگذاری آن بر بازده صندوق منطقی به نظر می‌رسد.

سرمایه‌گذاری فردی و مؤسسات سرمایه‌گذار شامل بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و غیره. میزان حجم پولی که توسط مؤسسات مدیریت می‌شود، در حجم خیلی بالایی است. سرمایه‌گذاران انفرادی به‌صورت غیرمستقیم از مؤسسات سرمایه‌گذاری نصیب می‌برند. این افراد به‌صورت غیرمستقیم از پورتفولیوی این مؤسسات منتفع می‌شوند و یا آن‌ها را خریداری می‌کنند. سرمایه‌گذاران انفرادی

■ عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام در بورس اوراق بهادار تهران

فقط به صورت روزانه با این مؤسسات رقابت می‌کنند. هر کدام از این سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند در معاملات خود تصمیمات آگاهانه‌ای را در خصوص اوراق بهادار اتخاذ کنند. مؤسسات سرمایه‌گذاری واقعاً سرمایه‌گذاران حرفه‌ای هستند که منابع گسترده‌ای زیر نظر آن‌ها قرار دارد با در نظر گرفتن این شرایط و سرمایه‌گذاران شانس موفقیت در بازار را دارند، این در حالی ممکن است که این سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند با توجه به میزان ریسک‌پذیری خود بازده کسب کند (جونز، ۱۹۴۳).

اگرچه سرمایه‌گذاران ممکن است مستقیماً در این اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند، ولی اغلب به سرمایه‌گذاران از طریق صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و به صورت غیرمستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اقدام به تشکیل پرتفولیو و ایجاد مجموعه‌ای از اوراق بهادار می‌کنند که در نهایت باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود (جونز، ۱۹۴۳).

بازارهای مالی

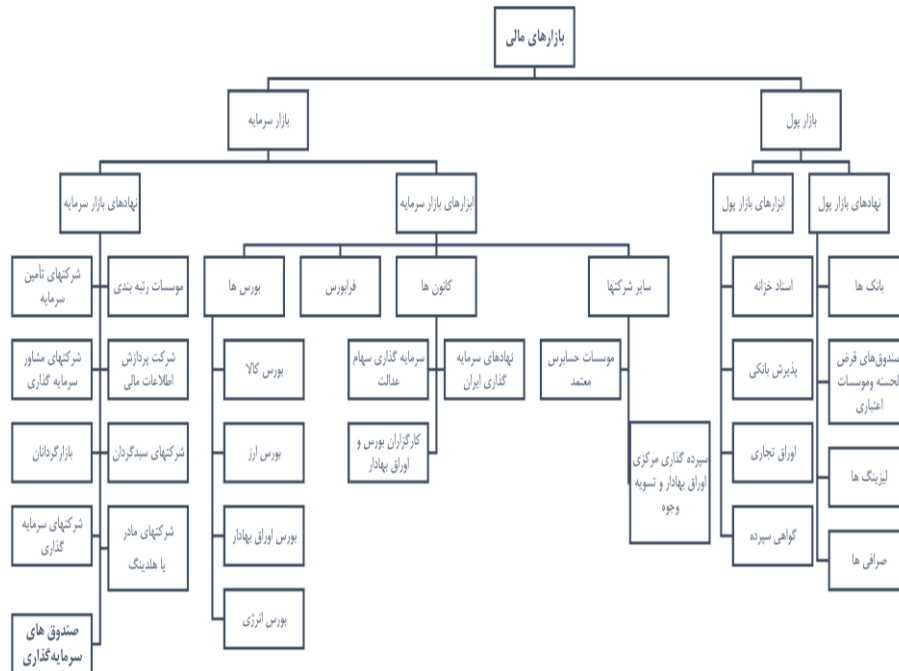
بازار مالی^۱ به طور کلی به بازاری گویند که فعالان در آن به خرید و فروش دارایی‌های همچون اوراق بهادار، اوراق قرضه، ارز و مشتقات می‌پردازند. خاصیت‌های بارز بازارهای مالی عبارت‌اند از مشخص بودن قیمت و آیین‌نامه‌ها و قوانین مربوط به هزینه‌های معامله.

اهمیت بازارهای مالی

مهم‌ترین کارکرد بازارهای مالی شامل بازارهای پول، سرمایه و بیمه در اقتصاد ملی، تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی است، ضمن آنکه تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی نیز اغلب در شمار کارکردهای این بازارها است. بازارهای اولیه بدون وجود بازارهای ثانویه نمی‌توانند به خوبی فعالیت کنند. سرمایه‌گذاری که اوراق بهادار را خریداری می‌کند، در صورتی که تمایل نداشته باشد آن را تا موعد سررسید نگهداری کند باید بتواند آن را به راحتی و با کمترین هزینه به فروش برساند. وجود بازارهای ثانویه فعال این اطمینان را برای خریداران اوراق بهادار اولیه فراهم می‌سازد که آنها

^۱ Financial Market

بتوانند در هر موقعی که بخواهند اوراق بهادار خود را در این بازارها بفروشند. البته این چنین فروشی می‌تواند با زیان نیز همراه باشد. البته این میزان زیان بهتر از آن است که سرمایه‌گذار اصلاً نتواند اوراق بهادار خود را بفروشد (جونز، ۱۹۴۳).



شکل ۱: شمای انواع بازارهای مالی

۱. بازار پول^۱

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به‌عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به‌سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند. اسناد خزانه، پذیرش بانکی، اوراق تجاری و گواهی سپرده از جمله ابزارهای رایج بازار پول می‌باشند.

^۱ Money market

بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی بانکی از قبیل، بانک‌های تجاری و مؤسسات اعتباری غیر بانکی، صرافی‌ها و لیزینگ‌ها از مهم‌ترین نهادهای بازار پول به‌شمار می‌آیند.

۲. بازار سرمایه^۱

بر پایه طبقه‌بندی بازار مالی با نگرش به سررسید دارایی‌ها، بازار سرمایه به بازار دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یک سال و دارایی‌های بدون سررسید اطلاق می‌شود. این بخش از بازار مالی نقش مهم‌تری در گردآوری منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری واحدهای تولیدی دارد. بازار سرمایه نسبت به بازار پول بسیار گسترده‌تر است و از تنوع ابزاری بیشتری برخوردار است.

بورس، فرابورس، کانون‌ها و سایر شرکت‌ها از ابزارهای رایج بازار سرمایه می‌باشند. شرکت‌های تأمین سرمایه، مؤسسات رتبه‌بندی، شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری، شرکت پردازش اطلاعات مالی، بازارگردانان، شرکت‌های سبده‌گردان، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت هلدینگ و صندوق‌های سرمایه‌گذاری از نهادهای بازار سرمایه می‌باشند.

مفاهیم سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری

واژه سرمایه‌گذاری می‌تواند دامنه وسیعی از فعالیت‌ها را شامل شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام عادی یا صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری باشد همه کسانی که به‌صورت حرفه‌ای به سرمایه‌گذاری می‌پردازند از دارایی‌های دیگری، از قبیل گواهی خرید، برگ اختیار خرید و فروش سهام، اوراق قابل تبدیل و دارایی‌های مشهور مانند طلا و اشیای قیمتی و وجه نقد برای انجام سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند سرمایه‌گذاری می‌تواند دارای درجات مختلف ریسک‌پذیری باشد و هر فردی، خواه شخصی با تحصیلات دانشگاهی، و خواه یک شهروند عادی، می‌تواند با توجه به شرایط خود از تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده کنند (جونز، ۱۹۴۳).

^۱ Capital market

بازده^۱

بازده هدف سرمایه‌گذاران حداکثر کردن بازده مورد انتظار است، اگرچه در راستای حداکثر کردن بازده آن‌ها همواره قصد دارند ریسک را نیز کاهش دهند. بازده در فرایند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بازده ناشی از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران از اهمیت خاصی برخوردار است، برای این‌که تمامی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در راستای کسب بازده صورت می‌گیرد. ارزیابی بازده تنها راه است که سرمایه‌گذاران می‌توانند برای مقایسه سرمایه‌گذاری‌های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند. برای درک بهتر عملکرد سرمایه‌گذاری، اندازه‌گیری بازده واقعی لازم است. مخصوصاً اینکه بررسی بازده مربوط به گذشته در تخمین و پیش‌بینی بازده‌های آتی اهمیت به‌سزایی دارد.

شاخص کل

در بورس تهران شاخص بازدهی یا همان شاخص قیمت و بازده نقدی با نام TEDPIX^۲ شناخته می‌شود. این شاخص همان شاخصی است که همیشه در اخبار و رسانه‌ها از آن به‌عنوان شاخص بورس تهران صحبت می‌شود. شاخص کل در بین فعالان بازار و سرمایه‌گذاران یکی از پرکاربردترین شاخص‌هاست.

این شاخص بیانگر سطح عمومی قیمت و سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است، به‌عبارت دیگر تغییرات شاخص کل بیانگر میانگین بازدهی سرمایه‌گذاران در بورس است.

ریسک^۳

ریسک غیر سیستماتیک^۴: آن قسمت از تغییرپذیری در بازده کلی اوراق بهادار را که به تغییرپذیری کلی بازار بستگی ندارد ریسک غیر سیستماتیک می‌گویند. این ریسک منحصر به اوراق بهادار خاصی است و به عواملی همچون ریسک تجاری، مالی و ریسک نقدینگی بستگی

^۱ return

^۲ Tehran Exchange Divedend and Price

^۳ Risk

^۴ unique risk

دارد. اگرچه کلیه اوراق بهادار تا حدی از ریسک غیر سیستماتیک برخوردار هستند ولی سهام عادی بیشتر با این ریسک مرتبط است این نوعی ریسک را می‌توان با ایجاد پورتفولیو کاهش داد (جونز، ۱۹۴۳).

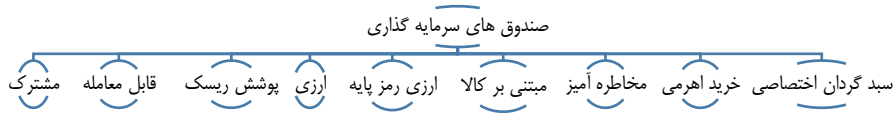
ریسک سیستماتیک^۱: سرمایه‌گذاران می‌توانند با تشکیل پورتفولیو قسمتی از ریسک کلی را که به بازار ربطی ندارد کاهش دهند. آن قسمت از ریسک که باقی می‌ماند غیرقابل کاهش و ریسک مربوط به بازار است. اگر بازار سهام به سرعت افت داشته باشد بیشتر سهام‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و برعکس. تغییرات بدون توجه به رفتار یک سرمایه‌گذار خاص رخ می‌دهد و برای کلیه سرمایه‌گذاران بحران‌ساز است (جونز، ۱۹۴۳).

شرکت سرمایه‌گذاری

بر مبنای بند ۲۱ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار شرکت سرمایه‌گذاری از مصادیق نهادهای مالی می‌باشد که حرفه اصلی و در واقع موضوع فعالیت آن در اساسنامه آن، سرمایه‌گذاری در سهام، سهم الشرکه، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها یا سایر اوراق بهادار دارای حق رأی شرکت‌ها، مؤسسات یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری باهدف کسب انتفاع بدون کسب کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه در شرکت، مؤسسه یا صندوق سرمایه‌گذاری سرمایه‌پذیر در چارچوب قوانین و مقررات است و از نظر حقوقی به دو شکل سهامی خاص و عام تشکیل می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نوع ممکن است وجوه جمع‌آوری شده را در انواع اوراق بهادار با درآمد ثابت، سهام و حق تقدم سهام، پروژه ساختمانی، طلا، ارز و ... که مشخصات آن‌ها در امیدنامه صندوق ذکر شده است سرمایه‌گذاری می‌کند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند قابلیت معامله در بورس را داشته باشند یا مبتنی بر صدور و ابطال باشند.

¹ systematic risk



شکل ۲: شمای انواع صندوق‌های سرمایه گذاری

بازده سرمایه گذاری در صندوق

مانند سرمایه گذاری در یک سهم که می‌تواند به‌طور کلی دو نوع بازده، شامل سودهای نقدی دریافتی و عایدات سرمایه‌ای ناشی از افزایش قیمت سهم، برای دارنده ایجاد کند، عایدات سرمایه‌گذار صندوق نیز در واقع از همین محل‌ها به‌دست می‌آید؛ عایدات و بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها را می‌توان در سه جزء اصلی به شرح زیر بررسی کرد:

۱. سود نقدی هر واحد سرمایه‌گذاری

مقدار درآمد یا سود نقدی است که صندوق از محل سودها و بهره‌های دریافتی روی سهام و اوراق قرضه موجود در سبد دارایی‌های خود، به‌عنوان درصدی از NAV^۱، طی سال به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری به دارنده واحدها پرداخت می‌کند. نرخ بازده نقدی هر واحد سرمایه‌گذاری نیز از تقسیم مبلغ پرداختی از محل درآمدهای نقدی بر قیمت هر واحد سرمایه‌گذاری به‌دست می‌آید.

۲. عایدات سرمایه‌ای ناشی از دارایی‌های فروخته‌شده

این بخش از عایدات در نتیجه فروش اوراق بهادار سبد صندوق به قیمتی بیش از بهای تمام شده به‌دست می‌آید.

۳. عایدات سرمایه‌ای از محل دارایی‌های موجود

این بخش از عایدات، که ناشی از افزایش قیمت اوراق بهادار موجود در سبد دارایی‌های صندوق است، خود را به‌صورت افزایش قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق نشان می‌دهد.

^۱ Net Assets Value

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

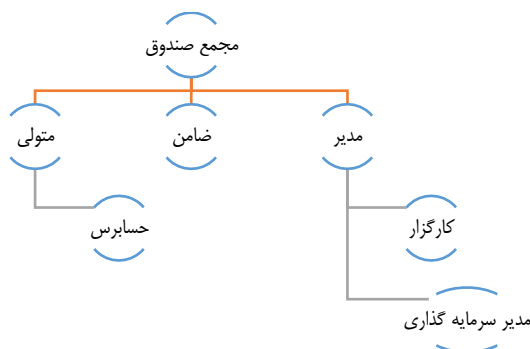
در حال حاضر تقسیم‌بندی‌های زیر در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد:

۱. از لحاظ اندازه صندوق به دو دسته کوچک و بزرگ تقسیم می‌شوند.
۲. از لحاظ ترکیب دارایی‌ها در حال حاضر به سه دسته در سهام روی در اوراق بهادار با درآمد ثابت و مختلط تقسیم می‌شوند.
۳. از نظر موضوع فعالیت به چند دسته در اوراق بهادار، زمین و ساختمان، پروژه، طلا، ارز و سایر تقسیم می‌گردند.
۴. از نظر تضمین نقد شوندگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دو دسته با ضمانت نقدشوندگی و بدون ضمانت نقدشوندگی تقسیم می‌شوند.
۵. از نظر تضمین بازدهی می‌توان صندوق‌های سرمایه‌گذاری را به دو دسته با تضمین حداقل بازدهی و بدون تضمین حداقل بازدهی تقسیم کرد (فروغ نژاد و خوشنود، ۱۳۹۴).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یکی از انواع واسطه‌های مالی و از جمله نهادهایی هستند که با فروش پیوسته واحد سرمایه‌گذاری خود به عموم مردم، وجوهی را تحصیل و آن‌ها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه مدت بازار پول و دارایی‌های دیگر، با توجه به هدف صندوق، به‌طور حرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند. ترکیب دارایی‌های صندوق مشترک، پرتفوی یا سبد صندوق شناخته می‌شود و خریداران واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، به نسبت سهم خود بخشی از مالکیت سبد اوراق بهادار صندوق را به دست می‌آورند. هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق بیانگر نسبت مالکیت هر یک از سرمایه‌گذاران در دارایی‌های صندوق و درآمد ناشی از آن دارایی‌هاست.

طبق قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (ماده ۱ بند ۲۰)، صندوق سرمایه‌گذاری «نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک‌اند».



شکل ۳: نمودار ساختار صندوق

صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله^۱

صندوق‌های قابل معامله یا ETF ترکیبی از ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌باز و سرمایه‌بسته هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله شبیه به صندوق‌های مشترک سرمایه‌بسته مبادله می‌کنند، در حالی که به دلیل رویه بازخريد نوآورانه، قیمت‌های آنها مطابق بر ارزش خالص دارایی‌ها است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله توسط یک مدیر صندوق ایجاد می‌شوند که تشخیص می‌دهد چه اوراقی در سبد اوراق بهادار قرار بگیرد.

تفاوت ETF با دیگر صندوق‌ها

مهم‌ترین تفاوت صندوق‌های ETF با صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را می‌توان این ۴ مورد دانست:

۱. سادگی و سهولت برای سرمایه‌گذاری
۲. محاسبه لحظه‌ای ارزش خالص دارایی‌های آن

^۱ Exchangeable Traded Fund

۳. ارزان تر بودن نسبت به سایر صندوق‌ها
۴. عدم پرداخت مالیات در خرید و فروش‌ها

صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوشش ریسک

خوابگاه صندوق‌های پوشش ریسک به سال ۱۹۴۹ و صندوقی که توسط جونز و همکارانش مدیریت می‌شد برمی‌گردد. از این تاریخ بود که به سرعت صندوق‌های پوشش ریسک ظهور کرد. استراتژی صندوق‌های پوشش ریسک معمولاً شامل ریسک زیادی است و در مقیاس‌های بزرگ با استفاده آزادانه از اهرام پیچیدگی اقدام به فعالیت می‌کنند و اخیراً استفاده زیاد از اوراق بهادار مشتقه را شامل می‌شوند.

تفاوت کلیدی بین صندوق‌های پوشش ریسک و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری این است که بسیاری از صندوق‌های پوشش ریسک معاف از اقدامات لازم برای تبدیل شدن به یک شرکت سرمایه‌گذاری معمولی هستند. جهت برخورداری از این معافیت، صندوق‌های پوشش ریسک نمی‌توانند برای فروش به عموم مردم ارائه شوند. آن‌ها فقط می‌توانند به بخش خصوصی فروخته شوند (فروغ نژاد و خوشنود، ۱۳۹۴).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارزی

در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارزی، سرمایه‌گذاران به جای آنکه ارز را خریداری و نگهداری کنند، آن را به حساب صندوق واریز و گواهی سرمایه‌گذاری دریافت می‌کنند. این صندوق‌ها منابع جذب شده را در اوراق ارزی یا سپرده ارزی سرمایه‌گذاری کرده و منافع آن را به سرمایه‌گذاران صندوق اختصاص می‌دهد، به این ترتیب سرمایه‌گذاران هم می‌توانند از نوسان قیمت ارز و هم از سرمایه‌گذاری در صندوق سود ببرند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارزی رمزپایه (دیجیتال)^۱

یک ETF بیت‌کوین می‌تواند شاخص معیار بیت‌کوین را دنبال کرده و عملکرد روزانه آن را تکرار کند، در حالی که به کاربران اجازه می‌دهد تا با داشتن یک حساب کارگزاری، بدون هرگونه نگرانی در مورد مشکلات خرید، فروش، نگهداری و سرمایه‌گذاری، در صنعت رمز ارزی سرمایه‌گذاری کنند. علاوه بر این، به جهت آنکه دارندگان ETF به صورت مستقیم در خود بیت‌کوین سرمایه‌گذاری نمی‌کنند، دیگر مجبور نیستند در مورد روش‌های ذخیره‌سازی بیت‌کوین، امنیت مورد نیاز و دیگر مسائل مربوط به رمزارزها نگرانی داشته باشند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر کالا

این صندوق از نوع صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله است، که در بورس کالای ایران فعالیت خواهد کرد و ترکیب دارایی آن شامل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مبتنی بر گواهی سکه طلا و اوراق مشتقه مبتنی بر سکه طلا خواهد بود.

این صندوق‌ها، یکی از ابزارهای مالی نوین است که به سرمایه‌گذاران امکان این را می‌دهند تا به جای خرید و ریسک‌های ناشی از نگهداری کالای مورد نظر، اوراق این صندوق‌ها را خریداری کنند. با خرید این اوراق، سرمایه‌گذار در عین داشتن مالکیت کالای مورد نظر، مسئولیت نگهداری از آن کالا را بر عهده ندارد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز (جسورانه)^۲

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز با صندوق خرید اهرمی در این امر تفاوت دارد که صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز یک شرکت آماده را خریداری نمی‌کند، بلکه شرکت‌های تازه وارد را تأمین مالی می‌کند صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نقش پررنگی را در مدیریت شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده ایفا می‌کند؛ برای

¹ Cryptocurrency

² Venture Capital

حمایت مالی آن‌ها مشاوره می‌دهند و بینش خود را در اختیار شرکت‌ها قرار می‌دهند. سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز مشابه صندوق‌های خرید اهرمی، افق‌های سرمایه‌گذاری بی‌نهایتی ندارند و بسته به نوع کسب‌وکار، سرمایه‌گذاری خود را به‌قصد خروج در ۳ تا ۵ سال تنظیم می‌کنند. این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری‌های کوچک‌تری را انجام می‌دهند و به تعداد کمی از اهداف خود می‌رسند. فرض بر این است که یک سرمایه‌گذاری که به جواب می‌رسد، اندازه کافی بزرگ و خوب است که دیگر سرمایه‌گذاری‌ها که به سرانجام نرسیده‌اند را جبران کند (فروغ نژاد و خوشنود، ۱۳۹۴).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرید اهرمی^۱

صندوق‌های خرید اهرمی: ماهیت صندوق‌های خرید اهرمی این است که تمام سهام یک شرکت سهامی عام را خریداری می‌کنند این سهام را نگه می‌دارند و پس از مدتی آن را دوباره برای فروش عرضه می‌کنند. بیشتر سرمایه‌گذاران در این گونه گزینه‌های سرمایه‌گذاری تصمیم به نگهداری بلندمدت سهام این گونه شرکت‌ها ندارند؛ بلکه هدف آن‌ها خروج از سرمایه‌گذاری در ۳ تا ۵ سال است یا قصد عرضه عمومی اولیه یا فروش به شرکت دیگر را دارند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری سبدگردان اختصاصی

خدمات مدیریت وجوه برای موسسه‌های افراد با دارایی‌های اساسی را سبدگردانی اختصاصی^۲ (SMA) اسامی می‌گویند. به سبدگردانی اختصاصی حساب‌های مدیریت شده^۳، حساب‌های پوشیده^۴ یا حساب‌های با مدیریت مستقل^۵ نیز می‌گویند. تفاوت کلیدی در سبدگردانی اختصاصی و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری مالکیت مستقیم دارایی‌ها توسط افراد است به این معنی که برخلاف صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری،

^۱ Leveraged Buyout

^۲ Special managed account

^۳ Managed account

^۴ Warp account

^۵ Individually managed account

سرمایه‌گذار در خرید و فروش و زمان‌بندی مبادلات گروه اختیاراتی را دارا است. علاوه بر این، در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری توجهی به ملاحظات مالیاتی سرمایه‌گذاران می‌شود در سبدگردانی اختصاصی مبادلاتی می‌تواند با توجه به نیازهای مالیاتی سرمایه‌گذار انجام شود (فروغ نژاد و خوشنود، ۱۳۹۴).

صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر شاخص^۱

هدف انطباق پرتفوی سرمایه‌گذاری با شاخص بازار سهام است. یک صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر شاخص، الزاماً منابع خود را بر اساس الگوی تعیین شده برای یکی از شاخص‌های موجود در بازار، سرمایه‌گذاری می‌کند. شاخص مذکور می‌تواند شاخص کل یا یکی دیگر از شاخص‌های بازار سهام باشد.

در این صندوق‌ها تنها زمانی خرید و فروش سهام ضرورت می‌یابد که وجهی به واسطه ورود سرمایه‌گذار جدید اضافه یا به دلیل خروج یک سرمایه‌گذار کم شود. مزیت اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر شاخص، هزینه‌های نسبتاً پایین آن و حذف ریسک مدیریت صندوق است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی هدفشان پیروی از یک شاخص مبنا است که در آن مدیران صندوق در تلاش‌اند تا سبدهای از اوراق بهادار با ترکیب و اوزان متناسب با یک شاخص مبنا را تشکیل دهند تا بر این اساس عملکردی مشابه با عملکرد آن شاخص داشته باشند. در این نوع از صندوق‌ها نقش مدیریت، یک نقش غیرفعال است و تنها در راستای انطباق ترکیب وزن اوراق موجود در سبد با شاخص مبنا تلاش‌هایی صورت می‌گیرد.

با توجه به جایگاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در جذب منابع خرد از اقتصاد و رونق بخشی به بازار بورس، همواره شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازدهی این صندوق‌ها مورد اهتمام پژوهشگران بوده است و هر یک با گمانه‌زنی‌هایی در این خصوص نتایجی را به سرمایه‌گذاران ارائه نموده‌اند. تحقیق حاضر نیز با توجه به اهمیت پاسخگویی به این مسئله و اینکه پاسخ به این

¹ Index fund

پرسش همواره باید مورد بازنگری پژوهشگران قرار بگیرد، به بررسی عوامل تأثیرگذار بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار سرمایه ایران می‌پردازد.

پیشینه پژوهش

در ایران پژوهش‌های متعددی در حوزه‌های مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و عوامل مؤثر بر بازدهی آن‌ها صورت پذیرفته است.

مصطفی کاظمی نجف‌آبادی (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان «عوامل اثرگذار بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در اقتصاد ایران» وجود ارتباط خطی معنادار بین بازده صندوق و متغیرهایی همچون عمر صندوق، انحراف از میانگین، تملک از کل سرمایه‌گذاران حقیقی، تورم دوره قبل، شاخص بازار در دوره قبل را تأیید می‌نماید. از این میان عمر صندوق و تورم بر بازده صندوق، اثر منفی و سایر متغیرها دارای اثر مثبت می‌باشند.

شجاع‌طلب و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی و تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که متغیرهای ارزش بازار، تعداد واحد، وجوه نقد، درصد تملک سرمایه‌گذاران حقوقی، تعداد سرمایه‌گذاران حقوقی و رشد شاخص قیمت مورد مطالعه قرار گرفت و نتایج تخمین مدل بیانگر ارتباط معنادار بین متغیرها و عوامل مورد بررسی، با متغیر وابسته پژوهش است.

شمس و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین تخصیص سرمایه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و یافته‌ها بیانگر آن است که متغیر وابسته جریان نقدی که بیانگر تخصیص سرمایه می‌باشد، ارتباط معناداری با آلفا (عملکرد صندوق) دارد. همچنین نتایج حاکی از ارتباط معنی‌دار بین متغیر وابسته با متغیرهای مستقل عامل اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار و مومنتوم دارد. بنابراین در پایان نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران به همه عوامل مدل چهار عاملی برای انتخاب صندوق توجه دارند.

زهرآ پورزمانی و همکاران (۱۳۹۱) بر اساس نتایج حاصل از پژوهش نشان دادند رابطه مثبت و معناداری بین اندازه صندوق‌ها و عملکرد آن‌ها وجود دارد. به طوری که با افزایش اندازه صندوق، عملکرد آن‌ها بهبود می‌یابد. در رابطه با ساختار مالکیت نیز همین نتایج حاصل گردید و وجود

رابطه مثبت و معنادار میان ساختار مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها مشخص گردید، به طوری که با افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی صندوق، عملکرد آن‌ها نیز بهبود می‌یابد. در زمینه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری طبق نتایج این مطالعه رابطه معنی‌داری میان عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها وجود ندارد.

همچنین تحقیقات متعددی در کشورهای دیگر پیرامون عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های مشترک صورت پذیرفته است.

هنری سرویز و کری سیگورسون (۲۰۲۲) معتقد هستند صندوق‌هایی که کارمزد عملکردی دریافت می‌کنند انگیزه مدیریتی بیشتری در جهت افزایش بازده و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری تا ۵۰ درصد دارند که بیشتر ناشی از وجوه بدون معیار تصادفی است که عملکرد با آن اندازه‌گیری می‌شود. برای سایر صندوق‌ها، هیچ مدرکی دال بر عملکرد ضعیف وجود ندارد. سرمایه‌گذاران بیشتر از سایر صندوق‌ها عملکرد ضعیف صندوق‌ها را با کارمزد عملکرد مجازات می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد که حتی زمانی که کارمزدها کمتر تنظیم می‌شوند، عموماً می‌توان به سرمایه‌گذاران برای انتخاب درست اعتماد کرد، اما زیرمجموعه‌ای از صندوق‌ها وجود دارند که در آن‌ها کارمزد عملکرد برای استخراج کارمزدهای اضافی از سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود.

کنت خانگ و توماس وی میلر (۲۰۲۱) سطح فعالیت مدیران پرتفوی و چگونگی تأثیر این فعالیت بر عملکرد پرتفوی را بررسی نمودند. تأثیر مهارت مدیر صندوق بر عملکرد و بازده صندوق را مؤثر می‌دانند؛ اما متوجه شدند که مهارت به اندازه کافی قوی نیست که بتواند پایداری در عملکرد صندوق ایجاد کند.

آریاندا و جاویر (۲۰۱۸) تأثیر دو عامل، هزینه‌های جستجو و محدودیت‌های مالی بر روی عملکرد صندوق‌های متقابل را مورد بررسی قرار داده‌اند و در تعادل کاملاً رقابتی تفاوت عملکرد تمام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به صفر می‌رسد. مدل آن‌ها پایداری بودجه‌های نامناسب را پیش‌بینی می‌کند و دو پیش‌بینی جدید ارائه می‌دهد:

۱. تفاوت‌های عملکرد در صندوق‌ها ادامه می‌یابد؛
۲. صندوق‌های متقابل هدفمند برای سرمایه‌گذاران کم‌ویش باید پراکنندگی و تنوع بیشتری را در عملکرد مورد انتظار نشان دهند.

کی‌ت و همکاران^۱ (۲۰۱۶) به بررسی و انتقاد در مورد نقش اثرات مدیریت و ویژگی‌های صندوق در عملکرد صندوق‌های متقابل (مشترک) پرداختند. اولاً، مروری کوتاه از معیارهای عملکرد ارائه شده است. دوم، یافته‌های تجربی در مورد قدرت پیش‌بینی ویژگی‌های صندوق در توضیح بازده‌های آینده مورد بحث قرار گرفته است. سوم، در این مقاله، ادبیات مربوط به تغییرات رفتاری مدیر صندوق و بررسی تأثیر آن بر ریسک و بازده بررسی می‌شود. در نهایت، تأثیر ساختار سازمانی، حکمرانی و استراتژی در مورد ریسک‌پذیری و عملکرد آینده مورد بررسی قرار می‌گیرد. در حالی که تعدادی از نظرسنجی‌ها در مورد عملکرد صندوق‌های مشترک در دسترس هستند، آن‌ها بر نقش رفتارهای مدیریتی، ویژگی‌های مدیران و رفتار استراتژیک مدیریت صندوق در عملکرد صندوق و ریسک توجه نمی‌کنند. این بررسی تلاش برای پر کردن این شکاف است. نتایج تجربی نشان می‌دهد که پیدا کردن وجوه موفقیت‌آمیز، بسیار دشوار است. برعکس، شواهد قوی وجود دارد که عملکرد ضعیف برای بسیاری از اوراق بهادار پیشین شکست‌خورده، همچنان ادامه دارد. تعدادی از تعصبات رفتاری مدیران در صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک شایع هستند و معمولاً از بازده‌ها منحرف می‌شوند.

استفن و پتریک (۲۰۱۴) نشان دادند که تحلیل‌گران خرید محور به‌طور قابل‌توجهی بر تصمیم‌های معاملات تأثیر می‌گذارند. بازده‌های غیرعادی نسبت به پیشنهادها تحلیل‌گران خرید محور باعث تأثیر بر عملکرد معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌شود.

چن و همکاران^۲ (۲۰۱۳) نیز نسبت به تأثیر برون‌سپاری مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد و انگیزه‌های این صندوق‌ها پرداختند. آن‌ها بیان کردند، صندوق‌ها مدیریت یک قسمت بزرگی از صندوق خود را به شرکت‌های مشاوره‌ای، برون‌سپاری می‌کنند. پژوهشگران مذکور گفتند، بعد از انجام اقدامات اولیه برون‌سپاری در صندوق‌ها عملکرد صندوق‌ها، به‌طور تخمینی سه برابر بیشتر از زمانی کنونی می‌شود و انگیزه بیشتری جهت سرمایه‌گذاری دارند، ولی احتمال دارد به سبب عملکرد ضعیف صندوق برون‌سپاری شده و

¹ Keith&Partners

² .Chen

ریسک‌طلبی بیش از اندازه مدیران صندوق مذکور، باعث شود صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با شکست مواجه گردد.

ونگ^۱ (۲۰۱۰) نیز به تأثیر برخی از پیش‌بینی‌کننده‌هایی همچون ریسک غیرمتعارف (بازده‌های غیرعادی گذشته) بر بازدهی صندوق پرداخت که نتیجه گرفت اگر در گذشته بازده غیرعادی بالا باشد، باعث کاهش بازده مورد انتظار در آینده می‌شود و برعکس آن نیز صادق است. طلعت و رئوف^۲ (۲۰۰۹) در پژوهشی رابطه اندازه صندوق و بازده صندوق را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسید که اندازه صندوق با بازدهی آن ارتباطی ندارد و نتیجه دیگر این پژوهش، تأیید تأثیر عمر صندوق، هزینه صندوق و نسبت فعالیت بر بازده صندوق بود. بنابراین او بیان کرد که صندوق‌های با سابقه بیشتر، دارای بازده بیشتری هستند و به صورت کاراتری عمل می‌کنند.

پژوهش حاضر نسبت به دیگر پژوهش‌ها، از جهت فرضیه‌ها، متغیرها و سنوات مورد بررسی و نتایج به دست آمده متمایز است. اگرچه در روش بررسی با برخی از این تحقیقات مشابه است.

فرضیات پژوهش

۱. نسبت فعالیت‌های معاملاتی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.
۲. تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.
۳. عمر صندوق بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.
۴. بازده بازار بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.
۵. مقدار وجه نقد نگهداری شده بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر معناداری دارد.

^۱.Wang

^۲.Talat & Rauf

قلمرو، نمونه و جامعه آماری

جامعه آماری کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در دوره زمانی ۱۳۹۱/۱۲/۲۹ تأسیس و تا ۱۳۹۹/۱۲/۲۹ در بورس فعالیت داشته و کلیه اطلاعات موردنیاز آن برای انجام پژوهش، به‌طور کامل ارائه شده است. روش نمونه‌گیری پژوهش حاضر، نمونه‌گیری هدفمند است. در این نوع نمونه‌گیری، نمونه بر اساس قضاوت شخصی یا اهداف مطالعه انتخاب می‌شود.

جدول ۱: جامعه آماری و نمونه تحقیق

تعداد صندوق‌ها	شرایط
۱۷۲	کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا مورخه ۱۳۹۹/۱۲/۲۹
(۹۲)	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت و مختلط (برای نمونه آماری با استفاده از روش حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه موردنظر، معیارهای زیر در نظر گرفته شده است: ۱. تا پایان اسفندماه ۱۳۹۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد. ۲. فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام، باشد.)
۸۰	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام
(۵۰)	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام که در دوره زمانی ۱۳۹۱/۱۲/۲۹ تأسیس نشده‌اند تا ۱۳۹۹/۱۲/۲۹ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت نداشته و یا اطلاعات کامل نداشته‌اند.
۳۰	کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها

روش پژوهش و متغیرهای آن

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع هم‌بستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود؛ مطالعه حاضر بر اساس ماهیت و روش از نوع توصیفی - هم‌بستگی است.

نشریه علمی پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه

برای بررسی فرضیات مطرح شده در جهت تبیین عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از مدل رگرسیون استفاده شده است (کریس بروکز، ترجمه احمد بدری، ۱۳۹۰).

$$RNAV_{it} = \alpha + \beta_1 Nou_{it} + \beta_2 Turn_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 Rm_{it} + \beta_5 Cash_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۲: معرفی متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش

نوع	نام متغیر	نماد	تعریف متغیر و نحوه محاسبه
وابسته	بازده صندوق (بازده)	$RNAV_{it}$	بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از خالص ارزش دارایی‌ها یا NAV ارزیابی و واحدهای آن قیمت‌گذاری می‌شوند. برابر است با $RNAV_{it} = \frac{NAV_{it} - NAV_{it-1}}{NAV_{it-1}}$ $RNAV_{it}$ = بازده صندوق i در دوره زمانی t NAV_{it} = خالص ارزش دارایی‌های صندوق i در پایان دوره زمانی t (استخراج خالص ارزش دارایی‌های صندوق‌ها از سامانه محاسباتی بورس از سامانه فیپ ایران) NAV_{it-1} = خالص ارزش دارایی‌های صندوق i در پایان دوره زمانی $t-1$
مستقل	تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری	Nou_{it}	تعداد واحد سرمایه‌گذاری شده در صندوق
مستقل	نسبت فعالیت معاملاتی	$Turn_{it}$	فعالیت صندوق از حیث دادوستد و گردش دارایی و از منظر صدور و ابطال و گردش سرمایه می‌تواند حائز اهمیت باشد. $TURN_{it} = \frac{1/2(VI_{it} + VR_{it})}{AFV_{it}}$ $TURN_{it}$ = نسبت فعالیت سرمایه‌گذاری صندوق i در دوره زمانی t VI_{it} = جمع ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق i در دوره زمانی t VR_{it} = جمع ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق i در دوره زمانی t AFV_{it} = متوسط ارزش صندوق i در دوره زمانی t
مستقل	عمر صندوق	Age_{it}	از زمان تأسیس تا پایان دوره پژوهش در نظر گرفته می‌شود
مستقل	بازده بازار	Rm_{it}	نرخ رشد شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران مبنای قرار می‌گیرد که به صورت روزانه در سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران گزارش می‌شود.
مستقل	وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق (نقدینگی)	$Cash_{it}$	میزان وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق از یک طرف هزینه فرصت از دست‌رفته است و از طرف دیگر ریسک نقدینگی صندوق کاهش می‌یابد. اندازه‌گیری توسط گزارش عملکرد ماهیانه صندوق‌ها که تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران قرار دارد صورت می‌گیرد. $Cash_{it} = \frac{cash_{it}}{total\ cash}$ $cash_{it}$ = وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق سرمایه‌گذاری i در دوره t $Total\ cash$ = کل نقدینگی نگهداری شده توسط صندوق

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

پردازش داده‌ها در تحقیق حاضر در سه سطح انجام می‌شود:

۱. تحلیل‌های تک متغیره؛
۲. تحلیل‌های دو متغیره؛ و
۳. تحلیل‌های چند متغیره.

در قسمت اول متغیرها به صورت منفرد مورد بررسی قرار می‌گیرند و روابط بین آن‌ها مدنظر نیست. در این بخش شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی محاسبه می‌شود تا تصویری کلی از جامعه مورد بررسی به دست آید. سپس برای تحلیل‌های دو متغیره با توجه به نوع متغیرها و همچنین ارتباط آن‌ها از نظر استقلال و عدم استقلال آزمون‌های پارامتریک و ناپارامتریک مناسب انتخاب می‌شود. به عبارت دیگر تجزیه و تحلیل اطلاعات آماری در این تحقیق با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی *Eviews* انجام گرفته است.

آزمون فرضیات

داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه، از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و همچنین صورت‌های مالی صندوق‌ها استخراج شد و پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار *Excel*، تجزیه و تحلیل، و برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه تحقیق با استفاده از نرم‌افزار *Eviews* انجام شد؛ در این تحقیق تعداد ۳۰ صندوق طی ماه‌های ۱۳۹۹-۱۳۹۱ یا ۲۸۸۰ ماه - صندوق، به روش نمونه‌گیری سیستماتیک حذفی انتخاب می‌شوند.

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در صندوق‌های نمونه

متغیر	علامت	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار
بازده صندوق	RNAV	۰/۷۶	۰/۶۳	۴/۱۹	-۲/۶۸	۱/۶۱
لگاریتم تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری	NOU	۱۱/۳۷	۱۱/۳۵	۱۴/۷۴	۶/۳۰	۱/۱
نسبت فعالیت معاملاتی	TURN	۰/۰۲	۰/۰۱	۰/۴۳	۰/۰۰۰	۰/۰۴
عمر صندوق	AGE	۳۵/۲۷	۳۸	۶۵	۷	۱۴/۰۴
بازده بازار	RM	۰/۱۳	۰/۱۱	۰/۷۰	-۰/۷۸	۰/۱۵
نقدینگی	CASH	۰/۱۲	۰/۱۱	۰/۸۲	-۰/۳۳	۰/۱۳

با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های هیئت‌رئیس برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده می‌کنیم، تعداد مشاهدات ماه-صندوق بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۲۸۸۰ مشاهده بوده است. با توجه به آماره توصیفی، می‌توان شاخص‌های بالا را به شاخص‌های مرکزی و پراکندگی و سایر شاخص‌ها تقسیم نمود، که شاخص‌های مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص‌های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار و سایر شاخص‌ها عبارت از شاخص حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی می‌باشد. که به طور خلاصه شاخص میانگین در زیر توضیح داده شده است. مثلاً میانگین بازده صندوق برابر با ۰/۷۶ و برای لگاریتم تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری برابر ۱۱/۳۷ می‌باشد.

برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته از آزمون «جاک برا» استفاده شده است و نتیجه آن حاکی از عدم نرمال بودن توزیع متغیر وابسته بود.

جدول ۴: خروجی آزمون جاک برا

متغیر	بازده صندوق
آماره جاک برا	۱۶۹۰۲۲۴۸
P_value(sig)	۰/۰۰۰۰

برای اینکه متغیر وابسته را نرمال کنیم از تبدیلات جانسون با فرمول زیر استفاده می‌کنیم که در آن λ عدد ثابت بوده و با جایگذاری آن در فرمول، نوع تبدیل مناسب جهت نرمال‌سازی بر روی متغیرها را مشخص می‌کند (بایزیدی و همکاران، ۱۳۸۹).

$$z = \gamma + \eta \tau(x; \epsilon, \lambda); \quad -\infty < \gamma < \infty, -\infty < \epsilon < \infty, \eta > 0, \lambda > 0$$

در این تحقیق از لاندهای مختلف از جمله ۰/۱ در نرم‌افزار minitab برای این متغیر استفاده شده است.

جدول ۵: خروجی آزمون جاک برا بعد از اعمال تبدیلات جانسون

متغیر	بازده صندوق
آماره جاک برا	۱/۰۱
P_value(sig)	۰/۳۵

برای تعیین هم‌بستگی بین متغیرهای کمی از هم‌بستگی پیرسون استفاده شده است.

جدول ۶: ماتریس هم‌بستگی پیرسون برای متغیرهای کمی تحقیق

متغیر	RNAV	NOU	TURN	AGE	RM	CASH
RNAV	۱					
NOU	۰/۱۲	۱				
TURN	۰/۰۰۱	۰/۰۱	۱			
AGE	۰/۲۱	۰/۰۳	۰/۰۵	۱		
RM	۰/۲۴	۰/۰۳	۰/۱۳	۰/۰۲	۱	
CASH	-۰/۲۱	۰/۰۰۴	-۰/۰۴	۰/۰۵	۰/۲۲	۱

مطابق با جدول ۶ و فرضیات تدوین شده در سطح اطمینان ۹۵٪ بین لگاریتم تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری، عمر صندوق، بازده بازار و وجوه نقد با متغیر وابسته بازده صندوق رابطه معنی‌داری وجود دارد، که ضریب هم‌بستگی خطی بین این متغیرها به ترتیب، ۰/۱۲، ۰/۲۱، ۰/۲۴ و ۰/۲۱ است و بین نسبت فعالیت معاملاتی و بازده صندوق رابطه معناداری وجود ندارد. هر قدر این ضریب به صفر نزدیک باشد، رابطه خطی ضعیف است و هر چه به ۱ و ۱- نزدیک تر باشد در حالت اول رابطه قوی مثبت و در حالت دوم رابطه قوی منفی است.

نتایج این آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ بیانگر این مطلب است که بین لگاریتم تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری، عمر صندوق، بازده بازار و وجوه نقد با متغیر وابسته بازده صندوق رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه صفر آزمون مانایی دلالت بر وجود ریشه واحد در متغیرهای تحت بررسی است. اما فرضیه مقابل آن بیانگر مانایی متغیرها است.

جدول ۷: نتایج آزمون ریشه واحد تابلویی بر اساس آزمون کای دو فیشر

متغیر	علامت	آزمون فیشر ^۱	سطح معنی‌داری	نتیجه
بازده صندوق	RNAV	۱۱۴۹/۸۳	۰/۰۰۰۰	مانا
تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری	NOU	۱۳۸/۳۶	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت فعالیت معاملاتی	TURN	۲۷۵/۱۷	۰/۰۰۰۱	مانا
عمر صندوق	AGE	۱۲۸/۰۱	۰/۰۰۰	مانا
بازده بازار	RM	۲۸۵/۱۲	۰/۰۰۰	مانا
نقدینگی	CASH	۶۱۹/۵۹	۰/۰۰۰	مانا

نتایج این آزمون که شامل عرض از مبدأ و روند می‌باشند، بیانگر این مطلب است که سری‌های تلفیقی روی سطح مانا بوده است.

^۱. pp-Fisher Chi-square

عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام در بورس اوراق بهادار تهران

جدول ۸: آزمون استقلال خطاها (نتایج مربوط به آماره دوربین - واتسون)

فرضیه‌ها	نوع آزمون	آماره	نتیجه
مدل اول	دوربین - واتسون	۲/۰۸	وجود عدم خودهم‌بستگی

با توجه به جدول مزبور مقدار آماره دوربین - واتسون برای مدل‌های مقادیر آماره دوربین واتسون در داخل فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. بنابراین فرض H_0 مبنی بر عدم وجود خودهم‌بستگی بین خطاها تأیید می‌شود.

جدول ۹: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس با آزمون بروش پاگان

عنوان مدل	نوع آزمون	سطح معنی‌داری	آماره خی دو	نتیجه
مدل اول	آزمون ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۳/۰۲	ناهمسانی واریانس

همان‌طور که نتایج جدول (۹) نشان می‌دهد، مقدار احتمال به‌دست آمده برای الگو کوچک‌تر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه یک تأیید شده است که بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در این الگوها می‌باشد. بنابراین از روش GLS استفاده می‌شود.

نتایج تحلیل واریانس رگرسیون به‌منظور بررسی وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته و معناداری کل مدل، بیانگر این مطلب است که کلیت مدل دارای معناداری می‌باشد.

جدول ۱۰: خروجی تحلیل واریانس مدل رگرسیونی

نوع آزمون	سطح معناداری	آماره F	مقایسه با ۰/۰۵	نتیجه
مناسب بودن مدل	۰/۰۰۰۶	۹/۰۴	کوچک‌تر	معناداری مدل

جدول ۱۱: آزمون چاو

عنوان مدل	آماره F	احتمال	مقایسه با ۰/۰۵	نتیجه آزمون
مدل اول	۲۱/۹۷	۰/۰۰۰۱	کوچک‌تر	رد فرض صفر - مدل ترکیبی

مطابق با جدول (۱۱) سطح معنی‌داری آماره F برای مدل‌های رگرسیونی تحقیق از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشند. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت فرض H_0 (مدل تلفیقی) رد و مدل ترکیبی تأیید می‌شود.

اگر سطح معنی‌داری آزمون هاسمن از ۰/۰۵ بزرگ‌تر باشد مدل با اثر تصادفی و اگر سطح معنی‌داری این آزمون از ۰/۰۵ کوچک‌تر باشد مدل ترکیبی با اثر ثابت استفاده می‌شود.

جدول ۱۲: آزمون هاسمن

عنوان مدل	آماره χ^2	احتمال	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۱۴/۰۹	۰/۰۱	رد فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات تصادفی

با توجه به آزمون هاسمن در جدول (۱۲) برازش مدل‌های رگرسیونی این پژوهش با استفاده از تخمین مدل داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت برای مدل مناسب خواهد بود. بر اساس نتایج آزمون مدل، سطح معنی‌داری در متغیرهای C و Turn تأثیرگذار نیست و در متغیرهای Nou, AGE, RM و CASH تأثیرگذار است.

جدول ۱۳: نتیجه آزمون مدل

نام متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
C	۰/۱۰	۰/۲۴	تأثیرگذار نیست
NOU	۰/۰۶	۲/۸۲	تأثیرگذار است
TURN	۰/۵۱	۰/۲۲	تأثیرگذار نیست
AGE	۰/۰۰۴	۲/۷۷	تأثیرگذار است
RM	۱/۴	۲/۳۹	تأثیرگذار است
CASH	-۰/۳۸	-۲/۵۵	تأثیرگذار است
ضریب تعیین	۰/۶۱	آماره F	
ضریب تعیین	۰/۵۸	معنی‌داری (P-Value)	
تعدیل شده		آماره دورین و اتسون	
		۲/۰۸	۹/۰۴

*** همچنین بر اساس نتایج حاصله، فرضیه اول پژوهش رد و فرضیه دوم تا پنجم تأیید می‌گردند.

جدول ۱۴: خلاصه نتایج تحقیق در رد یا تأیید فرضیه‌ها

فرضیه	عنوان فرضیه‌های پژوهش	نوع رابطه	نتایج
اول	بین نسبت فعالیت‌های معاملاتی و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد.	-	رد
دوم	بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد.	مثبت	تأیید
سوم	بین عمر صندوق و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد.	مثبت	تأیید
چهارم	بین بازده بازار و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد.	مثبت	تأیید
پنجم	بین مقدار وجه نقد نگهداری شده و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد.	منفی	تأیید

نتیجه‌گیری

هدف اصلی از این تحقیق، تعیین عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق سرمایه‌گذاری‌های مشترک در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انجام آزمون‌های موردنیاز به‌منظور بررسی و نتیجه‌گیری و تحلیل موضوع تحقیق، پنج فرضیه اصلی در نظر گرفته شده است؛ با توجه به ویژگی‌های و شرایط کلی بازار سرمایه در ایران و همچنین شرایط کلی حاکم بر بازار سرمایه در طول دوره تحقیق، محقق سعی نموده است تا حدودی نتایج حاصل را مورد تحلیل کارشناسی قرار دهد، که این تحلیل طبعاً قابل بحث و اظهار نظر می‌باشد.

فرضیه اول با این مضمون که «بین نسبت فعالیت‌های معاملاتی و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد» **رد می‌گردد**. نتایج آزمون فرضیه اول بدین گونه تبیین می‌گردد که با توجه به اینکه نسبت فعالیت معاملاتی معیاری است که بر اساس آن میزان فعالیت مدیر صندوق سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌شود. بالا بودن نسبت فعالیت از طرفی باعث به‌روز بودن اجرای راهبردهای سرمایه‌گذاری است و منبع درآمد از محل نرخ کارمزد صدور و ابطال می‌گردد و از طرف دیگر باعث بالا رفتن هزینه‌های معاملاتی سرمایه‌گذار می‌گردد.

با توجه به اهمیت نسبت فعالیت‌های معاملاتی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و رد شدن فرضیه، به پژوهشگران در پژوهش‌های خود پیشنهاد می‌شود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیشتری را در مقاطع زمانی یک‌ساله و به صورت روزانه بررسی کنند.

فرضیه دوم با این مضمون «بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد» تأیید می‌گردد. نتیجه آزمون فرضیه دوم بدین گونه تبیین می‌گردد که تعداد بیشتر واحدهای سرمایه‌گذاری به دلیل افزودن به نقدینگی صندوق‌ها و تنوع در تعداد صنعت و شرکتی که صندوق در آن سرمایه‌گذاری کرده، به معنای استفاده از راهبرد ایجاد تنوع در سبد سرمایه‌گذاری است که منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و در نهایت منجر به افزایش بازده صندوق می‌گردد.

به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که در راستای بهبود عملکرد و افزایش بازدهی صندوق‌های تحت مدیریت خود به تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری توجه بیشتری داشته باشد و در جهت افزایش تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری اقدام نماید.

فرضیه سوم با مضمون «بین عمر صندوق و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد» تأیید می‌گردد. نتیجه آزمون فرضیه سوم بدین گونه تبیین می‌گردد که با افزایش عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها حرفه‌ای‌تر عمل می‌کنند و سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد صندوق‌ها آشنا شده و واکنش سریع‌تری نسبت به سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها نشان می‌دهند.

به سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که به سن صندوق به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر افزایش بازدهی صندوق‌ها مدنظر قرار دهد و در صندوق‌هایی سرمایه‌گذاری نماید که عمر بیشتری نسبت به صندوق‌های دیگر دارند.

فرضیه چهارم با مضمون «بین بازده بازار و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد» تأیید می‌گردد. نتیجه آزمون فرضیه چهارم بدین گونه تبیین می‌گردد که هرچه میزان بازدهی بازار بیشتر باشد سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر تشویق می‌شوند و در نتیجه باعث افزایش بازده صندوق می‌گردد.

از آنجا که بازده سهام موجب نوسان بازده صندوق می‌شود، ریسک سرمایه‌گذاری کاهش یافته و در تصمیم‌گیری اهمیت می‌یابد. از این رو به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که پیش از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به بازده سهام بازار توجه نمایند.

فرضیه پنجم با مضمون «بین مقدار وجه نقد نگهداری شده و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معناداری وجود دارد» تأیید می‌گردد. نتیجه آزمون فرضیه پنجم بدین گونه تبیین می‌گردد که هرچه میزان وجوه نقد نگهداری شده در صندوق‌ها بیشتر باشد مالیات بیشتری از آن گرفته می‌شود در نتیجه باعث کاهش بازده صندوق می‌شود و همچنین می‌توان مطرح کرد که هرچه وجه نقد نگهداری شده در صندوق بیشتر باشد، هزینه فرصت ازدست‌رفته بیشتری ایجاد شده و بدین واسطه بر بازده صندوق اثر خواهد گذاشت و منجر به کاهش بازده صندوق می‌گردد.

در تحقیقاتی دیگری که در همین موضوع توسط سایر پژوهشگران انجام شده است، نتایج زیر حاصل شده است:

بین تعداد سرمایه‌گذاران حقیقی و بازده صندوق سرمایه‌گذاری رابطه معنادار خطی وجود ندارد؛ بین عمر صندوق و بازده صندوق سرمایه‌گذاری رابطه معناداری خطی لکن منفی وجود دارد. با افزایش عمر صندوق، بازده صندوق سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. بین انحراف از میانگین و بازده صندوق سرمایه‌گذاری رابطه معنادار خطی وجود دارد و با افزایش انحراف از میانگین، بازده صندوق سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد؛ بین تملک از کل سرمایه‌گذاران حقیقی و بازده صندوق سرمایه‌گذاری رابطه معنادار خطی وجود دارد و با افزایش تملک از کل سرمایه‌گذاران حقیقی، بازده صندوق سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد؛ بین تورم دوره قبل و بازده صندوق سرمایه‌گذاری رابطه معنادار خطی لکن منفی وجود دارد با افزایش تورم دوره قبل، بازده صندوق سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد؛ بین شاخص بازار در دوره قبل و بازده صندوق سرمایه‌گذاری رابطه معنادار خطی وجود دارد و با افزایش شاخص بازار در دوره قبل، بازده صندوق سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای عمر صندوق، انحراف از میانگین، بازده صندوق در ماه گذشته، بازده صندوق در سه ماه گذشته، تملک از کل سرمایه‌گذاران حقیقی، تورم دوره قبل

و شاخص بازار در دوره قبل بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر گذارند؛ هرچند این تأثیر از ناحیه عمر صندوق و تورم دوره قبل به صورت منفی منعکس شده است. با توجه به یافته‌های این پژوهش و پژوهش‌های مشابه، به مدیران صندوق‌ها پیشنهاد می‌شود، در جهت افزایش بازدهی صندوق، به متغیرهایی مانند تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری، عمر صندوق و بازده بازار، مقدار وجه نقد نگهداری شده، عمر صندوق، انحراف از میانگین، بازده صندوق در ماه گذشته، بازده صندوق در سه ماه گذشته، تملک از کل سرمایه‌گذاران حقیقی، تورم دوره قبل و شاخص بازار توجه ویژه کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود در جهت استفاده بهینه منابع و ارتقای سرمایه‌گذاران به بالاترین میزان ممکن باید توجه ویژه‌ای به وجوه نقد نگهداری شده داشته باشند و راهکارهایی را برای جبران هزینه فرصت ازدست‌رفته سهامداران اجرا کنند. با عنایت به اینکه در زمان ابطال در صورت عدم نگهداری وجه نقد مدیر صندوق می‌بایست از محل سهام مرغوب اقدام به تأمین مالی نماید؛ از این رو شایسته است فرصت یک‌ماهه برای نقد شدن در نظر گرفته شود.

به پژوهشگران برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود به سایر متغیرهایی که فرصت بررسی در این مقاله برای آن‌ها وجود نداشته است، پردازند. همچنین به بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های با درآمد ثابت و مختلط پردازند. همچنین پیشنهاد می‌شود به جای بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌ها، عوامل مختلف مؤثر بر ریسک صندوق‌ها را احصاء نمایند.

فهرست منابع

- اسلامی بیگدلی، غلامرضا، تهرانی، رضا و شیرازیان زهرا (۱۳۸۴). «بررسی رابطه میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سه شاخص ترین، جنسن و شارپ با اندازه (ارزش بازاری) و نقد شوندگی آنها»، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۹: ۲۴-۳
- امید قائمی، مصطفی (۱۳۷۹). «بررسی رابطه بین حجم معاملات و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
- جعفری، علی (۱۳۹۰). «اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار». تهران: انتشارات کیومرث، ۷۶-۷۴.
- جونز، چارلز پی. (۱۹۲۳). «مدیریت سرمایه‌گذاری». (ترجمه و اقتباس رضا تهرانی، عسگر نوریخس). تهران: انتشارات نگاه دانش.
- خزایی، رحمت، صمدی، فاطمه و جعفری معصومه (۱۳۹۵). «بررسی ارتباط بین وجوه نقد مازاد و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد متغیر در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم، رشت، شهرداری رشت - دانشگاه فنی و حرفه‌ای میرزا کوچک صومعه‌سرا.
- سعیدی، علی و سعیدی، حسین (۱۳۹۱). «ارتباط بین جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار»، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۳: ۵۶-۳۲-۳۵
- 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، ۱۰، ۳: ۱۲۳-۱۴۱
- شجاع‌طلب، غلامرضا و نوروز پور، آرمان (۱۳۹۶). «بررسی و تجزیه تحلیل عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی کوشیار.
- شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران WWW.FIPIRAN.COM
- شمس، شهاب‌الدین و احمدی میلانی، علی‌بابا (۱۳۹۵). «بررسی رابطه بین تخصیص سرمایه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران.
- عادلی، امید علی (۱۳۹۵). «ارزیابی رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مالی، ۱۰، ۳۶: ۱۰۴-۸۷
- عباسی، ابراهیم و پریا نجفیان (۱۳۹۶). «ارتباط بین وجوه نقد مازاد و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد متغیر، ثابت و مختلط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، هشتمین کنفرانس بین‌المللی سال سوم | شماره سوم | پاییز ۱۴۰۱

- حسابداری و مدیریت و پنجمین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز، تهران، شرکت همایش‌گران مهر اشراق. قابل دسترس در آدرس: https://www.civilica.com/Paper-MOCONF08-MOCONF08_139.html
- عزیزی، شهریار، شریف فر، امیر (۱۳۹۲). «عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک»: رویکرد پژوهش آمیخته، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی ۲، ۱: ۷-۱
- فروغ نژاد، حیدر، خوشنود، مهدی. (۱۳۹۴). «مدیریت سبد اوراق بهادار. تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس»: دانشگاه الزهرا (س).
- قالیباف اصل، حسن، کردی، ملیحه (۱۳۹۲). «بررسی ارتباط بین نسبت فعالیت معاملاتی و ریسک بازده و تنوع پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۲، ۵
- کاظمی نجف‌آبادی، مصطفی. (۱۴۰۰). عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در اقتصاد ایران. دو فصلنامه جستارهای اقتصادی.
- گزارش‌های سازمان بورس و اوراق بهادار WWW.SEO.IR
- مراد زاده فرد، مهدی و مولایی نژاد، مهدی (۱۳۹۴). «تأثیر برخی عوامل و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر بازدهی این صندوق‌ها». فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۳، ۲: ۷۶-۹۶
- نیکبخت، محمدرضا، دیانتی، زهرا. (۱۳۹۰). «حسابداری مدیریت»، انتشارات مهربان، ۱۷۶-۱۸۳
- نیکو سخن، م، و اصولیان، م (۱۳۹۶). «رابطه جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار و ریسک سرمایه‌گذاران خرد». فصلنامه مدل‌سازی ریسک و مهندسی مالی، ۲(۱)، ۱۱۵-۱۳۲.
- Ariadna, Dumitrescu, Javier Gil-Bazo. (2018). "Market frictions, investor sophistication, and persistence in mutual fund performance", **Journal of Financial Markets**, <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2018.01.001>
- Artikis, P. George. (2003). "Performance Evaluation: A Case Study of the Greek Balanced Mutual Fund", **Journal of Managerial Finance**,:1-8.
- Claudio Raddatz, Sergio L. Schmukler, Tomás Williams. (2017). "International asset allocations and capital flows: The benchmark effect", **Journal of International Economics**,:108,413-430.
- Chen, j. hong, H. jiang, W. and Jeffrey d. (2013). "Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives, and Performance", **The Journal of Finance**,: 1-5.
- Deven Bathia, Don Bredin. (2018). Investor sentiment: Does it augment the performance of asset pricing models?, **International Review of Financial Analysis**. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.03.014>
- Henri Servaes & kari Sigurdsson (2022). The Costs and Benefits of Performance Fees in Mutual Funds. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2022.100959>
- Javed, A. (2008). Swedish Mutual Funds Performance, **Master Degree Project**: 55, 10-35.
- Keith Cuthbertson, Dirk Nitzsche, Niall O'Sullivan. (2016). "A review of behavioural and management effects in mutual fund performance", **International Review of Financial Analysis**,:44,162-176

- Kennethkhang&tomas W.miller (2021). Mutual fund performance components: an application to asset allocation mutual funds. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.2000583>
- LiYi, ZilanLiu, LeiHe, ZilongQin,ShunliGana. (2018). "Do Chinese mutual funds time the market", **Pacific-Basin Finance Journal**,:47,1-19
- Stefan, F. Patrick, H. (2014). "The Influence of Buy-Side Analysts on Mutual Fund Trading", **journal of banking & finance**,: 1-8.
- Talat, A and Rauf, A (2009), "Performance Evaluation of Pakistani Mutual Funds", **Pakistan Economic and Social Review**,: 47, 199-214.
- Wang, G. (2010). "Idiosyncratic Risk And Risk Taking Behavior of Mutual Funds Managers", **Degree of Science in Finance**,1-3
- Weber, S. (2007). Optimal Portfolio Choise with Limited Downside Risk,:1-9
- Servaes, Henri & Sigurdsson, kari (2022). The Costs and Benefits of Performance Fees in Mutual Funds. **London Business School, CEPR and ECGI, UK**. Available at <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2022.100959>

