

تأثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه مدیران بر جریان صندوق های سرمایه گذاری مشترک با تکیه بر نسبت فعالیت معاملاتی و تعداد واحدهای سرمایه گذاری

حمید گیلی^{۱*}

کمال غنائی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۶/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۷/۱۷

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه مدیران بر جریان صندوق های سرمایه گذاری مشترک با تکیه بر نسبت فعالیت معاملاتی و تعداد واحدهای سرمایه گذاری بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق صندوق های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سالهای بین ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ بوده است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می گردد. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده شد. در بخش داده های پژوهش از طریق جمع آوری داده های صندوق های سرمایه گذاری نمونه با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۲۷ صندوق به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده ها ابتدا پیش آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جارک-برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج نشان داد تأثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر جریان صندوق های سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است؛ به علاوه تأثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم است.

واژگان کلیدی

جریان صندوق های سرمایه گذاری مشترک، توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه مدیران، نسبت فعالیت معاملاتی، تعداد واحدهای سرمایه گذاری.

۱. کارشناس ارشد، حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. نویسنده مسئول: (hamid.gili@yahoo.com)

۲. دانشجوی دکتری، حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران.

۱- مقدمه

صنعت صندوق سرمایه‌گذاری در طی دو دهه اخیر رشد چشمگیری داشته است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بسیاری از کشورهای جهان تبدیل به عمده‌ترین مقصد سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خرد شده است. در کشور ایالات متحده بیش از ۵۰ درصد شهروندان در این صندوق‌ها سهام دارند که مجموع ارزش دارایی تحت مدیریت انواع صندوق‌ها در سال ۲۰۰۹ به حدود ۷۴ درصد ارزش بازار رسیده است. از آنجا که هدف اغلب سرمایه‌گذاران در صندوق‌ها فراهم آوردن سرمایه کافی برای تحصیل فرزندان در آینده یا مستمری دوران بازنشستگی است، عملکرد صندوق‌ها تأثیر مهمی در رفاه شهروندان خواهد داشت. بنابراین کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها علاوه بر سرمایه‌گذاران برای کلیت اقتصاد نیز مهم است (سعیدی و سعیدی، ۱۳۹۰). از منظر سرمایه‌گذاران یکی از مهم‌ترین عوامل تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری، عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. از زمانی که تصمیم بر سرمایه‌گذاری در جریان‌های نقدی صندوق‌ها منعکس شده است، رابطه بین عملکرد و جریان آتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی و تحقیق قرار گرفته است. در تجزیه و تحلیل روابط بین عملکرد و جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مطالعات گذشته به یکی از عوامل مهم توجه نکرده‌اند و آن دقت در مورد عملکرد گذشته این صندوق‌ها می‌باشد. از آنجا که عملکرد گذشته برآورد شده از هر اندازه‌گیری، در بهترین حالت، یک سیگنال پر سر و صدا در مورد مهارت مدیریتی، برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک است، اینکه چه اندازه‌گیری دقیقی مناسب‌تر است، هنوز مشخص نیست (جئون و همکاران^۱، ۲۰۱۷).

سیری و توفانو^۲ (۱۹۹۸) نگرانی خود را در مورد این موضوع به این صورت بیان کرده‌اند. حتی اگر عملکرد و خطرپذیری بر جریان‌های صندوق تأثیر بگذارد، مشخص نیست که چه اقداماتی خاص و چه میزان عملکرد یا ریسکی در طول دوره زمانی که این معیار باید محاسبه شود، بیشتر برای مصرف‌کنندگان اهمیت دارد. یکی از اهداف این تحقیق بررسی این موضوع است که سرمایه‌گذاران سیگنال‌های چندگانه عدم قطعیت در تصمیمات سرمایه‌گذاری را چگونه در نظر می‌گیرند. یک عنصر کلیدی در این حوزه ایجاد یک پروکسی برای عدم تعریف در مورد مهارت مدیر است. در این تحقیق از بعد شناختی و معیارهای عملکرد صندوق با توجه به ادبیات علمی و تجربی استفاده خواهد شد. با توجه به اندازه‌گیری عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری در یک ماه خاص، عدم بیان سیگنال‌های مبتنی بر عملکرد، عدم تعریف^۳ به عنوان انحراف معیار رتبه بندی عملکرد گذشته تعریف می‌شود. در مجموع و با توجه به موارد فوق مسئله‌ای ضرورت اصلی این تحقیق را آشکار می‌سازد این است که آیا توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه مدیران بر جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با تکیه بر نسبت فعالیت معاملاتی و تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اگر سرمایه‌گذاری که چندین سیگنال نامشخص مبتنی بر عملکرد را در مورد مهارت‌های مدیریتی دریافت می‌کند، در نظر بگیریم، برای این سرمایه‌گذار مشخص نیست که کدامیک از این سیگنال‌ها، مهم‌ترین سیگنال برای تصمیم-

1- Jeon et al

2- Sirri & Tufano

3- IMP

گیری های سرمایه گذاری می باشد. با توجه به این شرایط، سرمایه گذار، بدون در نظر گرفتن محتوای سیگنال، کمتر احتمال دارد به سیگنالی که با دقت پایین تری اندازه گیری شده است، پاسخ دهد. این به این معنی است که وقتی عملکرد گذشته با دقت پایین تری اندازه گیری شود، انتظار می رود، حساسیت جریان صندوق های سرمایه گذاری به عملکرد پایین تر باشد، یعنی انتظار می رود؛ جریان های ورودی کمتری برای صندوق هایی با عملکرد بهتر در گذشته و پس انداز کمتری برای صندوق های دارای عملکرد ضعیف در گذشته وجود داشته باشد. برعکس، هنگامی که عملکرد گذشته با دقت بالاتری اندازه گیری شود، انتظار می رود حساسیت جریان صندوق های سرمایه گذاری به عملکرد بالاتر باشد. پژوهش های مختلفی نشان داده اند که جریان های آتی صندوق های سرمایه گذاری به عملکرد گذشته اندازه گیری شده با دقت بالا (پایین) پاسخ بیشتری (کمتری) می دهد. صندوق هایی با عدم تعریف پایین تر دارای عدم اطمینان کمتری در مورد مهارت های مدیریتی، چه مهارت خوب چه مهارت بد، نسبت به صندوق های با عدم تعریف بالاتر هستند و پایداری عملکرد در میان صندوق هایی با عدم تعریف، کمتر دیده می شود و گنجاندن متغیرهای رقابتی، نقش عدم تعریف را در توضیح روابط بین جریان صندوق های سرمایه گذاری مشترک و عملکرد ندارند. یافته های آنان نشان می دهد که عدم تعریف، اطلاعاتی را برای توضیح مقطعی جریان های آتی صندوق های سرمایه گذاری ارائه می دهد و این به درک درست تصمیمات سرمایه گذاری، در صندوق های سرمایه گذاری مشترک، کمک می کند. ادبیات این پژوهش بر پژوهش های اخیر هوانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۲)، لی و همکاران^۲ (۲۰۱۶) متکی می باشد. هوانگ و همکاران (۲۰۱۲) نشان می دهند که حساسیت جریان صندوق های سرمایه گذاری به عملکرد گذشته با توجه به نوسانات بازده صندوق های سرمایه گذاری کاهش می یابد. علاوه بر این، لی و همکاران (۲۰۱۶) نشان می دهند که سرمایه گذاران صندوق های سرمایه گذاری مشترک ابهام گریز، تمایل بیشتری دارند تا به بدترین حالت واکنش نشان دهند. تحقیقات گسترده ای در مورد سرمایه گذاری در صندوق های سرمایه گذاری برای بررسی رفتار سرمایه گذاران انجام شده است. چند کار تجربی نشان می دهد که سرمایه گذاران، تصمیمات سرمایه گذاری را بر اساس عملکرد گذشته صندوق های سرمایه گذاری مشترک انجام می دهند (سیری و توفانو^۳، ۱۹۹۸) و اکنون این شواهد یافت شده است که سرمایه گذاران عملکرد خوب گذشته صندوق های سرمایه گذاری مشترک را پیگیری می کنند. علاوه بر این، مدل های نظری نشان می دهند که سرمایه - گذاران در مورد عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک شواهدی را از طریق عملکرد گذشته این صندوق ها کسب می نمایند. برک و گرین^۴ (۲۰۰۴) به توضیح رفتار پیگیری عملکرد و ارتباط آن با کمبود پایداری عملکرد پرداختند. آن ها یک مدل یادگیری منطقی ارائه نمودند که به سرمایه گذار در مورد شناخت مهارت های مدیریتی یاری می رساند. در توسعه این مدل یادگیری عقلانی، لینچ و مستو^۵ (۲۰۰۳)، نیز محدوده رابطه جریان - عملکرد را با در نظر گرفتن انگیزه مدیران برای رها کردن استراتژی های ناموفق نشان می دهند. هوانگ و همکاران^۶ (۲۰۰۷) همچنین محدوده رابطه جریان - عملکرد را با ترکیب هزینه های مشارکت سرمایه گذاران توضیح می دهند. مدل پاستور و استامبو^۷ (۲۰۱۲) در

1- Huang et al

2- Li et al

3- Sirri & Tufano

4- Berk & Green

5- Lynch & Musto

6- Huang et al

7- Pastor & Stambaugh

مورد پارامترهایی که درجه کاهش بازده به مقیاس را نشان می‌دهند، به تحقیق پرداختند. با این حال، هیچ کدام از این مطالعات نگرش سرمایه‌گذاران را در مورد این که چطور عدم اطمینان را در مورد عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در نظر می‌گیرند وجود ندارد. از طرفی یکی از مهم‌ترین مزایای سرمایه‌گذاری توسط این صندوق‌ها، استفاده از دانش و تجربه مدیران حرفه‌ای آن‌ها است و از آنجایی که صندوق‌های کارآمد بیشترین زمان و هزینه را صرف تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب اوراق موجود می‌کنند، امروزه یکی از بهترین ابزارها برای سرمایه‌گذاری به شمار می‌آیند. سه محقق به نام‌های شارپ، ترینور و جنسن از اواسط ۱۹۶۰ مدل‌های ارزیابی عملکرد را در پژوهش‌های متعددی مورد استفاده قرار دادند به طوری که اغلب این پژوهش‌ها حاکی از توانایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارای مدیریت فعال (حرفه‌ای و با تجربه) در کسب بازده اضافه در بازارهای غیرکارا بود؛ به عبارت دیگر کسب بازده اضافه توسط مدیران این شرکت‌ها در بازارهای کارا امکان پذیر نمی‌باشد.

در داخل کشور در این زمینه در پژوهشی با عنوان رابطه جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار و ریسک سرمایه‌گذاران خرد توسط اصولیان و نیکوسخن (۱۳۹۶) نتایج حاصل از نمونه صندوق‌های خرد حاکی از وجود معاملات بازخوردی است، به طوری که ۱ درصد افزایش در بازده بازار سهام منجر به ۲/۸۴ درصد افزایش در جریان سرمایه در دوره‌های پس از آن می‌شود و این نشان‌دهنده وجود ریسک برای سرمایه‌گذاران خرد در کوتاه‌مدت است. در مقابل، شواهدی از ارتباط میان جریان سرمایه و بازده بازار برای نمونه صندوق‌های نهادی وجود ندارد. همچنین، هیچ شواهدی از این که جریان سرمایه، القاء کننده فشار قیمت در بازار سهام باشد، یافت نشد. در پژوهشی با عنوان بررسی عوامل تأثیرگذار بر جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران توسط سینایی و همکاران (۱۳۹۵) نشان می‌دهند که بر مبنای داده‌های هفتگی، بازده بازار سهام در هفت قبل (یک وقفه)، تأثیر مثبتی بر خالص جریان سرمایه در هفته جاری دارد. همچنین، خالص جریان سرمایه در هفته قبل و همچنین دو هفته قبل (وقفه اول و دوم)، تأثیر مثبتی بر خالص جریان سرمایه در هفته جاری دارند؛ اما بازده بازار سکه و نرخ تورم تأثیر منفی بر خالص جریان سرمایه دارند. بر مبنای داده‌های ماهانه، خالص جریان سرمایه در ماه قبل (وقفه اول) تأثیر مثبت بر خالص جریان سرمایه در ماه جاری دارد؛ اما خالص جریان سرمایه در دو ماه قبل (وقفه دوم)، بازده سکه و نرخ تورم تأثیر منفی بر خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ماه جاری دارند. در هر دو مدل هفتگی و ماهانه شواهدی مربوط به تأثیرگذاری نرخ سود بانکی و بازده بازار دلار بر خالص جریان سرمایه یافت نشد. در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین نسبت فعالیت معاملاتی، ریسک بازار و بازده واقعی سهام در بورس اوراق بهادار تهران توسط چراغ چشم (۱۳۹۵) رابطه نسبت فعالیت معاملاتی با ریسک سیستماتیک و بازده واقعی سهام در شرکت‌هایی که قیمت سهام و بدهی مورد انتظار بالاتری دارند قوی‌تر از شرکت‌هایی است که قیمت سهام و بدهی مورد انتظار پایین‌تری دارند این در حالی است که در ارتباط نسبت فعالیت معاملاتی با ریسک سیستماتیک اندازه شرکت اثر معناداری نداشته ولی در ارتباط بازده واقعی سهام اندازه شرکت دارای اثر معنادار و معکوس می‌باشد. در پژوهشی با عنوان ارزیابی رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران توسط عادل (۱۳۹۵) نتایج حاکی از آن است که از بین ۱۷ صندوق مورد بررسی صندوق‌های فیروزه، بورسیران و آگاه در رتبه‌های اول تا سوم بوده و صندوق‌های پیشگام، کارگزاری بانک کشاورزی و گنجینه رفاه در رتبه‌های آخر قرار داشته‌اند. در پژوهشی با عنوان مفهوم صندوق سرمایه‌گذاری‌های مشترک و ریسک سرمایه‌گذاری توسط مودنی و همکاران (۱۳۹۴) که در این تحقیق بیان شده است که صندوق مشترک مجموعه‌ای از سهام، اوراق

مشارکت و سایر اوراق بهادر می باشد. تنوع موجود در سبد سرمایه گذاری صندوق سبب کاهش ریسک آن و مدیریت تخصصی این سبد موجب افزایش جذابیت آن می شود. صندوق سرمایه گذاری با استفاده از دانش روز سرمایه گذاری تلاش می کند ارزش دارایی های خود را در گذر زمان افزایش دهد. در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط جریان های نقدی صندوق های سرمایه گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران توسط حسینی و همکاران (۱۳۹۲) نتایج آزمون یوهانسون نشان می دهد سری های مورد بررسی هم انباشته هستند و رابطه مجموع جریان های نقدی صندوق های سرمایه گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران در بلندمدت معنادار است. پس از بررسی آزمون علیت گرانجر، یافته ها نشان می دهد که میان تغییرات مجموع واحدهای صندوق های سرمایه گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تغییرات ارزش مجموع واحدهای صندوق های سرمایه گذاری مشترک و شاخص بورس، رابطه علیت دوطرفه وجود دارد.

در پژوهشی با عنوان ارتباط بین جریان سرمایه صندوق های سرمایه گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران توسط سعیدی و سعیدی (۱۳۹۱) نشان می دهند، بر اساس اطلاعات ماهانه، ارزش جاری صدور و خالص وجه نقد بر بازده بازار اثرگذار است، ولی بر اساس اطلاعات هفتگی تأثیری تأیید نشد. با استفاده از روش خود رگرسیون برداری و بر اساس اطلاعات هفتگی، وقفه اول بازده بازار بر خالص وجه نقد مؤثر است. همچنین وقفه اول بازده بازار بر ارزش جاری صدور و وقفه دوم بازده بازار بر ارزش جاری ابطال اثرگذار است؛ اما بر اساس اطلاعات ماهانه، هیچ یک از وقفه ها توان توضیحی متغیرهای پژوهش را ندارند. در پژوهشی با عنوان عوامل مؤثر بر بازده صندوق های سرمایه گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران توسط سعیدی و همکاران (۱۳۸۹) نتایج تحقیق وجود ارتباط خطی معنی دار بین ۶ متغیر (به ترتیب اولویت): بازده بازار، نرخ رشد ارزش صندوق، قدر مطلق انحراف از میانگین بازده صندوق، ارزش صدور واحدهای سرمایه گذاری، نسبت فعالیت صندوق، ارزش ابطال واحدهای سرمایه گذاری را با بازده صندوق های سرمایه گذاری تأیید می کند. در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران توسط پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) نشان می دهند بین نوسانات بازده صندوق تا دوره قبل، بازده دوره گذشته صندوق، سن صندوق، نرخ گردش دارایی های تحت مدیریت صندوق تا دوره قبل و بازده کسب شده توسط صندوق همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین شواهد حاکی از آن است که میان دارایی های تحت مدیریت صندوق در دوره قبل، هزینه های صندوق، نرخ رشد پول جدید نسبت به دوره قبل و بازدهی صندوق تفاوتی معناداری وجود دارد.

در خارج از کشور نیز جنون و همکاران^۱ (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان دقت در مهارت مدیر، جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک و پایداری عملکرد که در این تحقیق نقش عدم تعریف در ارتباط بین جریان و عملکرد مورد بررسی قرار گرفته و یافته های این تحقیق نشان می دهد که جریان نقدی آتی صندوق های سرمایه گذاری نسبت به عملکرد گذشته که با دقت بالایی اندازه گیری شده واکنش قوی تری دارند و برعکس. برگران و لیزارزابور^۲ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان جریان سرمایه صندوق های سرمایه گذاری و عملکرد در این تحقیق به دو موضوع پرداخته خواهد شد اول بررسی رابطه جریان سرمایه گذاری و عملکرد و بررسی تفاوت در ارتباط عملکرد گذشته و جریان نقدی در میان

1- Jeon et al

2- Berggrun & Lizarzaburu,

صندوق‌های سهام نهادی. در حالت دوم بررسی خواهد شد که آیا سرمایه‌گذاران مهارت‌های انتخابی در زمان تصمیم به خرید و فروش سهام صندوق‌ها را دارند یا خیر. بردفورد^۱ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان نوسانات و مهارت‌های مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که در این تحقیق به بررسی نوسانات و مهارت‌های مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداخته شده است. به‌طوری که ناهنجاری در زمینه مهارت مدیر مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است و به‌طور خاص در مورد چگونگی تأثیر ناهنجاری به تصمیمات مدیر در مورد انتخاب سهام پرداخته شده است. ونگ^۲ (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در پاکستان که وی در این تحقیق 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 بر عکس آن نیز صادق است. هانگ و همکاران^۳ (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر رفتار توده‌ای صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بر بازده سهام نشان داده‌اند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تمایل به وارد شدن به معاملات خودشان بیشتر از دنبال کردن معاملات صندوق‌های دیگر دارند. از همه مهم‌تر، رفتار توده‌ای در این معاملات نشان می‌دهد که بر مبنای ارتباط ارزشی اطلاعات است؛ و سازگار بای گله تحقیقی است. سونکلس و رزینگ زاک^۴ (۲۰۰۹)، به‌طور تجربی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی که در بازار لهستان به فعالیت می‌پردازند را مورد ارزیابی قرار داده‌اند. تحقیق آن‌ها سه طبقه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری یعنی صندوق‌های سهام، صندوق‌های متوازن و صندوق‌های اوراق قرضه را در بر گرفته است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که برای هر یک از این سه طبقه بین به‌گزینی مدیران و مهارت‌های زمان‌بندی رابطه مثبت اما بی‌معنی وجود دارد.

ویلیام^۵ (۲۰۰۲) در کتابی با عنوان اصول و سیاست‌های اقتصادی نشان داده است که هدف سرمایه‌گذاری به صورت منحصر بر بازده سرمایه‌گذاری صندوق تأثیرگذار است. البته این هدف سال به سال ممکن است تغییر یابد که بستگی دارد که سرمایه‌گذار هدف رشدی یا درآمدی داشته باشد که در سهام رشدی سرمایه‌گذاری کند یا در سهام درآمدی. کارهارت^۶ (۱۹۹۷)، در تحقیقی با عنوان در تداوم عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری مشترک دریافتند که نسبت‌های هزینه، نسبت فعالیت معاملاتی پرتفلیو و کارمزدهای صندوق بر عملکرد صندوق اثر منفی دارند بر اساس این شواهد پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاران از صندوق‌های که به صورت مداوم بازده پایین دارند، می‌بایستی اجتناب کنند و صندوق‌ها با بازده بالا در سال گذشته انتظار بازده بالاتر از متوسط را در سال بعد دارد ولی نه برای سال‌های بعد، هزینه‌های سرمایه‌گذاری، نسبت‌های هزینه، هزینه‌های نقل و انتقال و کارمزد صندوق بر عملکرد صندوق اثر منفی دارند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به عنوان پژوهش و چارچوب نظری فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه اول: تأثیر توانایی کسب بازده مازاد بر اساس شانس بر جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است.

1- Bradford

2- Wang

3- Hung, et al

4- Swinkels & Rzezniczak

5- William

6- Carhart

فرضیه دوم: تأثیر توانایی کسب بازده مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوق های سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است.

فرضیه سوم: تأثیر توانایی کسب بازده مازاد بر اساس شانس بر جریان صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم است.

فرضیه چهارم: تأثیر توانایی کسب بازده مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم است.

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر در زمره پژوهش های کاربردی قرار دارد، از لحاظ ماهیت در زمره پژوهش های توصیفی و از نظر روش نیز در دسته پژوهش های همبستگی محسوب می گردد. برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای و در بخش داده های پژوهش از مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است و برای تأیید و رد فرضیه پژوهش نرم افزار Eviews استفاده گردیده است.

۴-۱. جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری این پژوهش تعداد صندوق های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۹ می باشد که برابر ۳۷ صندوق که بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش جهت آزمون فرضیه آماری انتخاب شده است.

۴-۲. مدل و متغیرهای پژوهش

جهت بررسی فرضیه اول و دوم، مدل زیر در سطح صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی بالا و پایین، به صورت مجزا تخمین زده می شود و در نهایت نتایج با یکدیگر مقایسه می شود و جهت بررسی فرضیه سوم و چهارم، مدل (۱) در سطح صندوق های با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم و زیاد، به صورت مجزا تخمین زده می شود و در نهایت نتایج با یکدیگر مقایسه می شود:

$$\text{Flow}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{IMP}_{it-1} + \beta_2 \text{vol}_{it-1} + \beta_3 \log(\text{TNA})_{it-1} + \beta_4 \text{expenses}_{it-1} + \beta_5 \log(\text{AGE})_{it-1} + \beta_6 \text{Turnover}_{it-1} + \beta_7 \text{flow}_{it-1} + \epsilon_{it-1} \quad (1)$$

که در آن:

FLOW: جریان صندوق سرمایه گذاری؛ IMP: متغیر دامی برای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه؛ vol: نوسانات بازده؛ $\log(\text{TNA})$: لگاریتم کل دارایی (اندازه صندوق)؛ Expense: مخارج صندوق (مدیریت هزینه)؛ Age: لگاریتم عمر صندوق؛ Turnover: گردش مالی صندوق. در ادامه شیوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش ارائه می شود:

۴-۲-۱. متغیر وابسته پژوهش

الف- جریان صندوق سرمایه گذاری: سپرده خالص سالیانه و جریان استهلاک صندوق در سال t است که به عنوان افزایش نسبی در دارایی صندوقی که مختص به بازده صندوق نیست تعریف شده است:

$$\text{Flow}_{it} = \frac{\text{TNA}_{it} - \text{TNA}_{it-1}(1 + R_{it})}{\text{TNA}_{it-1}} \quad (2)$$

TNA: کل دارایی خالص

R: بازده

ب- بازده سهام صندوق های مشترک سرمایه گذاری: این اصطلاح برای توصیف نرخ افزایش و یا کاهش هر واحد سرمایه گذاری در طول دوره ی یا ارزش خالص داراییها نگهداری آن به کار می رود. درخصوص صندوقهای سرمایه گذاری NAV در واقع ارزش مجموعه سرمایه گذاری صندوق تقسیم بر تعداد سهام آن است که در پایان هر روز معاملاتی با توجه به تغییرات قیمت سهام، اوراق بهادار و سودهای نقدی تعلق گرفته به آن محاسبه می شود. در این پژوهش برای محاسبه بازده صندوق ها از میانگین بازده ماهانه صندوقها در مدل ۳ طی دوره پژوهش استفاده می شود:

$$\text{صندوق} = \text{بازده سالانه}(\text{NAV}_1, \dots, \text{NAV}_{12}) \quad (۳)$$

NAV: بازده ماهانه صندوق

۲-۲-۴. متغیر مستقل

توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه: جهت محاسبه توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس یا تجربه؛ ابتدا عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری با استفاده از آلفای جنسن اندازه گیری می شود و در صورت تأیید کسب بازده اضافی توسط این شرکتها به اندازه گیری "شانس، مهارت (تجربه) و عدم مهارت (بدون تجربه)" در این شرکتها پرداخته شود. بازده اضافه در این تحقیق با استفاده از آلفای جنسن محاسبه شده و بیان کننده بازده اضافه پرتفوی با توجه به سطح ریسک تحمل شده توسط آن است. نحوه محاسبه آن به شرح مدل ۴ است:

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f) \quad (۴)$$

α_p : بازده اضافی پرتفوی؛ R_p : متوسط بازده ماهانه پرتفوی؛ R_f : متوسط بازده بدون ریسک ماهانه؛ β_p : ریسک سیستماتیک؛ R_m : متوسط بازده ماهانه سهام

بازده اضافی محاسبه شده به شرح فوق بازده ناخالص را نشان می دهد و پس از کسر هزینه های عملیاتی با فرمول ۵ به بازده خالص تبدیل می شود:

$$\alpha_{np} = \alpha_p - \% \text{operating expenses} \quad (۵)$$

این پژوهش سعی کرده تا روند گذشته عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری را از جنبه توان کسب بازدهی اضافی با استفاده از مدل جنسن استخراج کند و مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد. در این تحقیق برای لحاظ کردن تک تک اجزای معادله فوق از داده های موجود در نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است. برای محاسبه متوسط بازده پرتفوی R_p ، پرتفوی ماهانه و بازده ماهانه تک تک اجزای هر صندوق سرمایه گذاری استخراج و سپس میانگین موزون بازده تک تک اجزا پرتفوی به عنوان R_p ، در نظر گرفته شد. جهت محاسبه متوسط بازده بدون ریسک ماهانه R_f سپرده های یک ساله بانکهای دولتی استفاده شد و سپس این نرخ به نرخ ماهیانه تبدیل گردید. برای محاسبه متوسط بازده ماهانه بازار R_m ، از شاخص کل سهام استفاده شد، سپس طبق فرمول ۶، R_m به شاخص ماهانه تبدیل گردد:

$$R_m = (S_t - S_{t-1}) / S_{t-1} \quad (۶)$$

S_t : شاخص ماهانه کل در زمان t ؛ S_{t-1} : شاخص ماهانه کل در زمان $t-1$ ؛ در نهایت شرکتها را بر اساس معیار α_{np} به سه دسته زیر تقسیم می نمایم:

۱- شرکتهای بدون مهارت (تجربه) ($\alpha_{np} < 0$): در این شرکتها مدیران تجربه کافی برای انتخاب پرتفوی مناسب از اوراق بهادار را ندارند و بازده مازاد بر هزینه های عملیاتی کسر می گردد. در این دسته صندوق های با مدیرانی وجود دارند که بر اساس "شانس" عملکرد کسب کرده اند. پس از مشخص شدن این شرکتها مقدار متغیر "توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس" برابر با یک است برای شرکت های که بر اساس شانس عملکرد کسب کرده اند و برابر با صفر برای سایر شرکتها.

۲- شرکت های خنثی ($\alpha_{np} = 0$): در این شرکتها مدیران تجربه دارند ولی تجربه آنها بازدهی معادل هزینه های عملیاتی شرکت کسب می کنند.

۳- شرکت های با مهارت (با تجربه) ($\alpha_{np} > 0$): در این شرکتها مدیران تجربه کافی برای انتخاب پرتفوی مناسب از اوراق بهادار را دارند و بازده مازاد بر هزینه های عملیاتی کسب می کنند. در این دسته صندوق های با مدیرانی وجود دارند که بر اساس "تجربه (مهارت)" عملکرد کسب کرده اند. پس از مشخص شدن این شرکتها مقدار متغیر "توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه (مهارت)" برابر با یک است برای شرکت های که بر اساس تجربه (مهارت) عملکرد کسب کرده اند و برابر با صفر برای سایر شرکتها.

۳-۲-۴. متغیرهای کنترلی

الف- نوسانات بازده: برابر است با انحراف معیار بازده صندوق به صورت ماهانه
ب- لگاریتم کل دارایی (اندازه صندوق): براساس میانگین ارزش دارایی صندوق در دوره مورد نظر محاسبه شده است که می تواند مقیاس خوبی برای این متغیر باشد؛ همچنین جهت همسان سازی این متغیر نیز، از لگاریتم این متغیر استفاده شده است.

ج- مخارج صندوق (مدیریت هزینه): کل هزینه سالانه تقسیم بر متوسط ارزش خالص دارایی ها
د- لگاریتم عمر صندوق: برابر است با تفاوت بین سال تاسیس شرکت تا سال جاری
د- گردش مالی صندوق: از طریق محاسبه نسبت تعداد سهام مبادله شده صندوق در یک سال به تعداد کل سهام منتشر شده در همان سال بدست می آید.

۴-۲-۴. متغیرهای تعدیل گر

الف- تعداد واحدهای سرمایه گذاری: تعداد واحدهای سرمایه گذاری نزد سرمایه گذاران به دلیل افزودن به نقدینگی صندوق ها ممکن است بر بازدهی صندوق ها تاثیر داشته باشد که جهت محاسبه تعداد واحدهای سرمایه گذاری نزد سرمایه گذاران، بایستی "ارزش دارایی های صندوق در پایان دوره منهای بدهی های صندوق در پایان دوره تقسیم بر ارزش دارایی های صندوق در ابتدای دوره" بکنیم.

ب- نسبت فعالیت معاملاتی: حاصل تقسیم حجم معاملات صندوق بر میانگین سرمایه صندوق می باشد. از آن جا که صندوق های سرمایه گذاری دارای میزان سرمایه متفاوت می باشند از این نسبت برای ایجاد قابلیت مقایسه و بررسی حجم معاملات صندوق ها استفاده شده است. نسبت فعالیت معاملاتی به صورت زیر محاسبه می شود:

$$(۷) \quad \text{نسبت فعالیت معاملاتی} = \frac{\text{حجم معاملات}}{\text{سرمایه صندوق}}$$

۵- تحلیل داده‌های پژوهش

۱-۵. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پیش از آزمون فرضیه‌ها، متغیرها به صورت خلاصه در جدول (۱) مورد بررسی قرار می‌گیرد:

جدول ۱: شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح صندوق‌های با نسبت فعالیت معاملاتی بالا

نام متغیر	جریان صندوق سرمایه گذاری	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	نوسانات بازده	لگاریتم کل دارایی	مخارج صندوق	لگاریتم عمر صندوق	گردش مالی صندوق
نماد متغیر	FLOW	IMP _{SH}	IMP _T	vol	log(TNA)	Expense	Age	Turnover
میانگین	0/0952	0/8688	0/0819	0/0815	14/522	0/1511	1/4465	0/8377
میانه	0/0439	1/0000	0/0000	0/0853	14/532	0/0075	1/3862	0/8366
ماکسیمم	0/8289	1/0000	1/0000	0/1165	16/740	5/6362	2/1972	0/9140
مینیمم	-0/3277	0/0000	0/0000	0/0430	10/693	0/0000	0/0000	0/7670
انحراف معیار	0/2831	0/3403	0/2765	0/0160	1/4399	0/7302	0/5034	0/0321
چولگی	0/6797	-2/1853	3/0478	-0/3190	-0/6245	2/1502	-0/8165	0/2630
کشیدگی	3/1165	5/7759	10/289	2/5324	3/3014	5/3986	3/4309	2/4964
مشاهدات	61	61	61	61	61	61	61	61

جدول ۲: شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح صندوق‌های با نسبت فعالیت معاملاتی پایین

نام متغیر	جریان صندوق سرمایه گذاری	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	نوسانات بازده	لگاریتم کل دارایی	مخارج صندوق	لگاریتم عمر صندوق	گردش مالی صندوق
نماد متغیر	FLOW	IMP _{SH}	IMP _T	vol	log(TNA)	Expense	Age	Turnover
میانگین	0/7381	0/7297	0/1891	0/1761	14/215	0/4233	1/5631	0/6262
میانه	0/5364	1/0000	0/0000	0/1589	14/431	0/0047	1/6094	0/6449
ماکسیمم	2/3108	1/0000	1/0000	0/3221	17/615	13/116	2/0794	0/8150
مینیمم	-0/3458	0/0000	0/0000	0/0430	10/252	0/0000	0/0000	0/3552
انحراف معیار	0/7252	0/4471	0/3943	0/0687	1/9608	1/7353	0/3939	0/1284
چولگی	0/3840	-1/0345	1/5871	0/5882	-0/4017	2/8807	-1/8129	-0/5456
کشیدگی	1/9357	2/0703	3/5190	2/3865	2/4410	4/0921	7/7479	2/2084
مشاهدات	74	74	74	74	74	74	74	74

جدول ۳: شاخص های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد

نام متغیر	جریان صندوق سرمایه گذاری	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	نوسانات بازده	لگاریتم کل دارایی	مخارج صندوق	لگاریتم عمر صندوق	گردش مالی صندوق
نماد متغیر	FLOW	IMP _{SH}	IMP _T	vol	log(TNA)	Expense	Age	Turnover
میانگین	0/9054	0/8082	0/1917	0/1718	14/558	0/3365	1/5350	0/6348
میانه	0/8289	1/0000	0/0000	0/1475	14/617	0/0040	1/6094	0/6594
ماکسیمم	2/3284	1/0000	1/0000	0/3221	17/615	13/116	2/0794	0/8250
مینیمم	-0/0969	0/0000	0/0000	0/0430	10/496	0/0000	0/0000	0/3552
انحراف معیار	0/6185	0/3964	0/3964	0/0719	1/8178	1/6689	0/3880	0/1361
چولگی	0/4036	-1/5657	1/5657	0/5852	-0/5135	1/6611	-	-0/4745
کشیدگی	2/0414	3/4515	3/4515	2/2859	2/6998	4/9456	7/7171	2/1476
مشاهدات	73	73	73	73	73	73	73	73

جدول ۴: شاخص های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم

نام متغیر	جریان صندوق سرمایه گذاری	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	نوسانات بازده	لگاریتم کل دارایی	مخارج صندوق	لگاریتم عمر صندوق	گردش مالی صندوق
نماد متغیر	FLOW	IMP _{SH}	IMP _T	vol	log(TNA)	Expense	Age	Turnover
میانگین	-0/0680	0/9032	0/1290	0/0880	14/114	0/2577	1/4815	0/8241
میانه	-0/0577	1/0000	0/0000	0/0861	14/059	0/0086	1/6094	0/8333
ماکسیمم	0/2465	1/0000	1/0000	0/2051	16/721	5/6362	2/1972	0/9140
مینیمم	-0/3458	0/0000	0/0000	0/0430	10/252	0/0000	0/0000	0/5600
انحراف معیار	0/1466	0/2980	0/3379	0/0292	1/6381	0/9373	0/5131	0/0608
چولگی	-0/0675	-2/7277	2/2131	2/0099	-0/7190	0/6610	-	-2/2320
کشیدگی	2/5361	8/4404	5/8981	9/0889	3/0618	2/4440	3/4314	10/206
مشاهدات	62	62	62	62	62	62	62	62

منبع: (یافته های پژوهشگر)

در جداول (۱) میانگین نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده-هاست که برای متغیر جریان صندوق سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۹۵ است. میانه برای متغیر جریان صندوق سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۴۴ است که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان‌دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد. شاخص‌های پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که متغیر جریان صندوق سرمایه‌گذاری برابر ۰/۲۸ می‌باشد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر جریان صندوق سرمایه‌گذاری مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع نرمال و خیلی کم چوله به راست می‌باشد و در این پژوهش برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد.

۲-۵. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

جهت بررسی مانایی متغیرها، از آزمون دیکی فولر استفاده شده که نتایج در جدول (۵)، ارائه گردیده است:

جدول ۵: نتایج آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته

متغیر علامت اختصاری	آماره دیکی فولر	مقادیر بحرانی در سطوح اطمینان مختلف		
		۱۰ درصد	۵ درصد	۱ درصد
صندوق‌های با نسبت فعالیت معاملاتی بالا	جریان صندوق سرمایه‌گذاری	7/878794	2/593090	3/544063
	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	7/114903	2/593090	3/544063
	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	6/700987	2/593090	3/544063
	نوسانات بازده	8/023268	2/593090	3/544063
	لگاریتم کل دارایی	5/014639	2/593090	3/544063
	مخارج صندوق	7/752679	2/593090	3/544063
	لگاریتم عمر صندوق	7/643995	2/593090	3/544063
	گردش مالی صندوق	7/979762	2/593090	3/544063
صندوق‌های با نسبت فعالیت معاملاتی پایین	جریان صندوق سرمایه‌گذاری	7/136550	2/588587	3/524233
	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	6/277283	2/588280	3/522887
	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	5/190480	2/588587	3/524233
	نوسانات بازده	6/501211	2/588587	3/524233

-	-	-	-	log(TNA)	لگاریتم کل دارایی	
3/524233	2/902358	2/588587	4/275512			
-	-	-	-	Expense	مخارج صندوق	
3/524233	2/902358	2/588587	4/879060			
-	-	-	-	Age	لگاریتم عمر صندوق	
3/524233	2/902358	2/588587	6/987798			
-	-	-	-	Turnover	گردش مالی صندوق	
3/524233	2/902358	2/588587	6/700179			
-	-	-	-	FLOW	جریان صندوق سرمایه گذاری	صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد
3/524233	2/902358	2/588587	6/929622			
-	-	-	-	IMP _{SH}	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	
3/524233	2/902358	2/588587	5/612486			
-	-	-	-	IMP _T	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	
3/524233	2/902358	2/588587	5/612486			
-	-	-	-	vol	نوسانات بازده	
3/524233	2/902358	2/588587	5/562278			
-	-	-	-	log(TNA)	لگاریتم کل دارایی	
3/524233	2/902358	2/588587	4/953805			
-	-	-	-	Expense	مخارج صندوق	صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم
3/525618	2/902953	2/588902	5/462861			
-	-	-	-	Age	لگاریتم عمر صندوق	
3/524233	2/902358	2/588587	7/223598			
-	-	-	-	Turnover	گردش مالی صندوق	
3/524233	2/902358	2/588587	5/376823			
-	-	-	-	FLOW	جریان صندوق سرمایه گذاری	
3/542097	2/910019	2/592645	7/801510			
-	-	-	-	IMP _{SH}	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	
3/542097	2/910019	2/592645	7/119701			
-	-	-	-	IMP _T	توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	
3/542097	2/910019	2/592645	7/735687			
-	-	-	-	vol	نوسانات بازده	
3/542097	2/910019	2/592645	6/056368			
-	-	-	-	log(TNA)	لگاریتم کل دارایی	
3/542097	2/910019	2/592645	5/517410			
-	-	-	-	Expense	مخارج صندوق	
3/542097	2/910019	2/592645	8/137275			
-	-	-	-	Age	لگاریتم عمر صندوق	
3/542097	2/910019	2/592645	8/420151			
-	-	-	-	Turnover	گردش مالی صندوق	
3/542097	2/910019	2/592645	6/402851			

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

براساس مقادیر ارائه شده در جدول (۵)، بیانگر آن است که قدر مطلق آماره دیکی فولر از تمامی مقادیر بحرانی در سطوح اطمینان مختلف بیشتر است در نتیجه تمامی متغیرها در سطح مانا هستند این بدان معنی است که میانگین و

واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود.

۳-۵. ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده ها)

جهت بررسی، از آزمون وایت استفاده شده که نتایج در جدول (۶)، ارائه گردیده است:

جدول ۶: نتایج آزمون White

احتمال	مقدار آماره	نوع آماره	فرضیه	
0/9746	0/478305	آماره F	صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی بالا	مدل فرضیه ۱ و ۲
0/0858	2/044786	آماره F	صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی پایین	
0/4113	1/072267	آماره F	صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد	مدل فرضیه ۳ و ۴
0/9359	0/568631	آماره F	صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم	

منبع: (یافته های پژوهشگر)

براساس مقادیر ارائه شده در جدول (۶)، سطح معنی داری آماره F بیشتر از ۵٪ است فرض ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در فرضیه ۱، ۲، ۳ و ۴ پذیرفته می شود.

۴-۵. آزمون عدم خود همبستگی

جهت بررسی از آزمون آزمون خود همبستگی سریالی LM استفاده شده که نتایج در جدول (۷)، ارائه گردیده است:

جدول ۷: بررسی عدم خود همبستگی معادلات رگرسیونی

احتمال	مقدار آماره	نوع آماره	فرضیه	
0/8804	0/127670	آماره F	صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی بالا	مدل فرضیه ۱
0/0811	2/612758	آماره F	صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی پایین	
0/3422	1/090729	آماره F	صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد	مدل فرضیه ۲
0/5798	0/550757	آماره F	صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم	

منبع: (یافته های پژوهشگر)

جدول (۷)، بیانگر آن است که خود همبستگی در فرضیه ۱، ۲، ۳ و ۴ وجود ندارد.

۵-۵. آزمون همبستگی

نتایج بررسی در جدول (۸)، ارائه گردیده است:

جدول ۸: نتایج همبستگی الگو مدل ۱

Turnover	Age	Expense	log(TNA)	vol	IMP _T	IMP _{SH}	FLOW	Correlation
							1	FLOW
						1	0/3965	IMP _{SH}
					1	-0/4920	0/2640	IMP _T
				1	-0/2566	0/1902	0/4405	vol
			1	-0/1807	0/1198	-0/2773	0/5141	log(TNA)
		1	-0/3982	0/0837	-0/0561	0/0783	0/1138	Expense
	1	-0/0107	0/1180	-0/2350	0/0717	-0/1905	-0/2642	Age
1	0/2349	-0/0893	0/1197	-0/4818	0/2487	-0/1789	0/4525	Turnover

منبع: (یافته های پژوهشگر)

بر اساس مقادیر ارائه شده در جدول (۸)، هرگاه ضریب همبستگی کمتر از ۰/۷۵ باشد بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود ندارد.

۳-۵. خلاصه تجزیه و تحلیل فرضیه پژوهش

۱-۳-۵. آزمون فرضیه اول و دوم

نتایج فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح جدول (۹)، می باشد:

جدول ۹: خلاصه نتایج الگوی ۱ با روش مقطعی در سطح صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی بالا

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معناداری	آزمون vif
عرض از مبدأ	α_0	-7/426090	3/196876	-2/322921	0/0241	-
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	IMP _{SH}	0/231587	0/067750	3/418266	0/0012	1/702006
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	IMP _T	0/206701	0/081319	2/541846	0/0140	1/619290
نوسانات بازده	vol	20/70818	6/275387	3/299905	0/0017	3/249109
لگاریتم کل دارایی	log(TNA)	0/124805	0/015051	8/292331	0/0000	1/503391
مخارج صندوق	Expense	0/048230	0/026913	1/792067	0/0788	1/236232
لگاریتم عمر صندوق	Age	-0/151911	0/036798	-4/128194	0/0001	1/098788
گردش مالی صندوق	Turnover	5/273301	3/108944	1/696171	0/0957	3/198832
ضریب تعیین		0/793487				
ضریب تعیین تعدیل شده		0/766212				
F-آماره		29/09179				
سطح معناداری		0/000000				
دوربین واتسون		2/071131				

منبع: (یافته های پژوهشگر)

احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس، توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه، نوسانات بازده، لگاریتم کل دارایی و لگاریتم عمر صندوق بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد؛ و ضریب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا به ترتیب برابر ۰/۲۳ و ۰/۲۱ و معنی دار می باشد. احتمال آماره t برای متغیرهای مخارج صندوق و گردش مالی صندوق بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۷۷٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل های برآزش شده از آماره آزمون دوربین - واتسون استفاده شد. اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ باشد. استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد، در غیراینصورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است؛ که در اینجا مقدار دوربین واتسون برابر ۲/۰۷ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. آزمون VIF بیانگر این است که مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا به ترتیب برابر ۰/۲۳ و ۰/۲۱ و معنی دار می باشد.

جدول ۱۰: خلاصه نتایج الگوی ۱ با روش مقطعی در سطح صندوق های با نسبت فعالیت معاملاتی

پایین

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره - t	سطح معناداری	آزمون vif
عرض از مبدأ	α_0	- 1/592214	0/781555	- 2/037240	0/0456	-
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	IMP_{SH}	0/604186	0/144546	4/179885	0/0001	2/191101
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	IMP_T	0/718065	0/166456	4/313844	0/0001	2/259974
نوسانات بازده	vol	6/056228	1/326185	4/566654	0/0000	4/363548
لگاریتم کل دارایی	$\log(TNA)$	0/093550	0/027350	3/420526	0/0011	1/508577
مخارج صندوق	Expense	0/031598	0/028866	1/094653	0/2776	1/316487
لگاریتم عمر صندوق	Age	- 0/181868	0/119532	- 1/521498	0/1329	1/163293
گردش مالی صندوق	Turnover	- 0/593794	0/710672	- 0/835539	0/4064	4/368234
ضریب تعیین		0/760785				

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معناداری	آزمون vif
ضریب تعیین تعدیل شده				0/735413		
آماره-F				29/98601		
سطح معناداری				0/000000		
دوربین واتسون				2/429757		

منبع: یافته های محقق

احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس، توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه، نوسانات بازده و لگاریتم کل دارایی بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد؛ و ضریب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین به ترتیب برابر ۰/۶۰ و ۰/۷۲ و معنی دار می باشد. احتمال آماره t برای متغیرهای مخارج صندوق، لگاریتم عمر صندوق و گردش مالی صندوق بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی می باشد. مقدار دوربین واتسون برابر ۲/۴۳ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. آزمون VIF بیانگر این است که مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین به ترتیب برابر ۰/۶۰ و ۰/۷۲ و معنی دار می باشد. همانطور که مشخص هست اختلاف بین ضرایب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا و پایین به ترتیب برابر ۰/۳۷ و ۰/۵۱ است که این نشان از تفاوت صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا و پایین است. پس فرض H_0 برای فرضیه ۱ و ۲ رد می شود؛ یعنی تأثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است.

۲-۳-۵. آزمون فرضیه سوم و چهارم

نتایج فرضیه سوم و چهارم پژوهش به شرح جدول (۱۱)، می باشد:

جدول ۱۱: الگوی ۲ با روش مقطعی در صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معناداری	آزمون vif
عرض از مبدأ	α_0	2/030464	0/630227	3/221798	0/0020	-
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	IMP _{SH}	0/365016	0/168381	2/167800	0/0338	3/332067
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	IMP _T	0/498962	0/165164	3/021018	0/0036	3/205945
نوسانات بازده	vol	6/814980	1/106708	6/157887	0/0000	4/742556
لگاریتم کل دارایی	log(TNA)	0/092139	0/023367	3/943085	0/0002	1/349351
مخارج صندوق	Expense	0/014341	0/024443	0/586729	0/5594	1/244458
لگاریتم عمر صندوق	Age	0/086731	0/098495	0/880563	0/3818	1/092300
گردش مالی صندوق	Turnover	0/254120	0/578812	0/439037	0/6621	4/645797
ضریب تعیین	0/772795					
ضریب تعیین تعدیل شده	0/748327					
IF-آماره	31/58361					
سطح معناداری	0/000000					
دوربین واتسون	2/265673					

منبع: یافته های محقق

احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس، توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه، نوسانات بازده، لگاریتم کل دارایی بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد؛ و ضریب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد به ترتیب برابر ۰/۳۷ و ۰/۵۰ و معنی دار می باشد. احتمال آماره t برای متغیرهای مخارج صندوق، لگاریتم عمر صندوق و گردش مالی صندوق بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی می باشد. مقدار دوربین واتسون برابر ۲/۲۷ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. آزمون VIF بیانگر این است که مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد به ترتیب برابر ۰/۳۷ و ۰/۵۰ و معنی دار می باشد.

جدول ۱۲: الگوی ۲ با روش مقطعی در صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معناداری	آزمون vif
عرض از مبدأ	α_0	-3/152280	2/062902	-1/528080	0/1323	-
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس	IMP _{SH}	0/114023	0/053385	2/135872	0/0372	1/503699
توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه	IMP _T	0/147442	0/045832	3/216993	0/0022	1/424976
نوسانات بازده	vol	5/369424	4/218381	1/272864	0/2085	4/047984
لگاریتم کل دارایی	log(TNA)	0/022673	0/011031	2/055491	0/0447	1/939197
مخارج صندوق	Expense	0/035016	0/016590	2/110648	0/0394	1/436188
لگاریتم عمر صندوق	Age	-0/151017	0/026370	-5/726910	0/0000	1/087279
گردش مالی صندوق	Turnover	3/142581	1/985909	1/582440	0/1194	4/685080
ضریب تعیین	0/576930					
ضریب تعیین تعدیل شده	0/522087					
آماره F	10/51977					
سطح معناداری	0/000000					
دوربین واتسون	2/169450					

منبع: یافته های محقق

احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس، توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه، نوسانات بازده، لگاریتم کل دارایی، مخارج صندوق و لگاریتم عمر صندوق بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد و ضریب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم به ترتیب برابر ۰/۱۱ و ۰/۱۵ و معنی دار می باشد. احتمال آماره t برای متغیرهای گردش مالی صندوق بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی می باشد. مقدار دوربین واتسون برابر ۲/۱۷ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. آزمون VIF بیانگر این است که مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم به ترتیب برابر ۰/۱۱ و ۰/۱۵ و معنی دار می باشد. همانطور که مشخص هست اختلاف قدر

مطلق بین ضرایب متغیرهای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد و کم به ترتیب برابر ۰/۲۶ و ۰/۳۵ است که این نشان از تفاوت صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد و کم است. پس فرض H_0 برای فرضیه ۳ و ۴ رد می شود؛ یعنی تاثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم است.

۶- بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر به دنبال تاثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است؛ به علاوه تاثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم می باشد و در نهایت با توجه به نتایج فرضیه اول؛ به این نتیجه رسیدیم که توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا و پایین تاثیر معنادار دارد و می توان گفت، تاثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است و این گونه استدلال می شود که توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس در صندوقهای سرمایه گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر فعالیت برای ارزیابی تعدیل پرتفوی و جریان صندوق کارا هستند و جریان سرمایه، به خصوصیات و ویژگیهای پورتفوها پاسخ می دهند. در این راستا بردفورد (۲۰۱۵) به بررسی نوسانات و مهارت های مدیر صندوق های سرمایه گذاری مشترک پرداختند؛ نتایج پژوهش آنها حاکی از تأثیر تجربه و مهارت های مدیران بر تصمیمات وی در مورد انتخاب سهام و در نتیجه عملکرد صندوق بوده است که با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا می باشد. با توجه به نتایج فرضیه دوم؛ به این نتیجه رسیدیم که توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا و پایین تاثیر معنادار دارد و می توان گفت، تاثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی بالا، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با نسبت فعالیت معاملاتی پایین است. نتایج پژوهش حاضر نشان می دهد که جریان صندوق های سرمایه گذاری یک تابع یکنواخت قوی از مشوق های ضمنی ایجاد شده با تجربه و شانس مدیریتی، می باشد؛ دیگر نتایج نشان می دهد که فاکتورهای فعالیت به طور مثبت به جریان صندوقهای سرمایه گذاری مرتبط است، در این راستا جئون و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان دقت در مهارت مدیر، جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک و پایداری عملکرد؛ نشان دادند که جریان نقدی آتی صندوقهای سرمایه گذاری نسبت به عملکرد گذشته که با دقت بالایی اندازه گیری شده واکنش قوی تری دارند و برعکس؛ که تا حدودی با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا می باشد. با توجه به نتایج فرضیه سوم؛ به این نتیجه رسیدیم که توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد و کم تاثیر معنادار و می توان گفت، تاثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم است. نتایج حاکی از حساسیت جریان صندوقهای سرمایه گذاری به توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس می باشد؛ به علاوه نتایج پژوهش حاضر نشان داده است که مدیران

دارای توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس نسبت به سایر مدیران؛ به طور قابل توجهی دارای عملکرد و جریان صندوق بهتری هستند که این نتیجه حتی پس از کنترل ویژگی های خاص صندوق نظیر تعداد واحدهای سرمایه گذاری نیز به قوت خود باقی می ماند. در این راستا برگران و لیزارزابور^۱ (۲۰۱۵) نشان دادند که سرمایه گذاران با مهارت های انتخابی خود تصمیم به خرید و فروش سهام صندوق ها دارند و از این طریق بر بازده و جریان صندوق تأثیر می گذارند؛ که در راستای نتایج پژوهش حاضر می باشد. با توجه به نتایج فرضیه چهارم؛ به این نتیجه رسیدیم که توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد و کم تأثیر معنادار دارد و می توان گفت، تأثیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بر جریان صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری زیاد، متفاوت از صندوق های سرمایه گذاری با تعداد واحدهای سرمایه گذاری کم است. نتایج نشان می دهد که صندوق هایی با توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه؛ دارای عدم اطمینان کمتری در مورد مهارت های مدیریتی، چه مهارت خوب چه مهارت بد، نسبت به صندوق های با عدم توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه بالاتر هستند و پایداری عملکرد و جریان در میان چنین صندوق هایی بالا است؛ و گنجاندن متغیرهای رقابتی، نظیر تعداد واحدهای سرمایه گذاری نقش توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه را در توضیح جریان صندوق های سرمایه گذاری مشترک و عملکرد پررنگ تر می کند. در این راستا سوینکلس و رزینگ ز (۲۰۰۹)، نشان دادند که بین به گزینی مدیران و مهارت های زمان بندی با جریان صندوق رابطه مثبت وجود دارد؛ که در راستای نتایج پژوهش حاضر می باشد.

با توجه به نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول؛ لذا سازمان بورس اوراق بهادار باید سیستم منسجمی را برای ارزیابی فاکتورهای فعالیت، اعمال و با شدت بیشتری به الزام صندوق ها برای افشای حجم معاملات و نسبت سرمایه اقدام کند. علاوه بر آن، باید با گسترش مطالعات و ادبیات نظری فاکتورهای فعالیت، فعالان بورس، اعضای هیئت مدیره شرکتهای بورسی، سهامداران، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران،... با فاکتورهای فعالیت بیشتر آشنا شوند تا از این طریق بتوانند، به نحو مناسبی، در افزایش بر جریان صندوق های سرمایه گذاری، ایفای نقش کنند. با توجه به بررسی فرضیه دوم؛ لذا سرمایه گذاران بر اساس نسبت فعالیت معاملاتی صندوق؛ تصمیمات سرمایه گذاری خود را اتخاذ می کنند، بر این اساس به مدیران صندوق های سرمایه گذاری پیشنهاد می شود که در راستای بهبود فعالیت معاملاتی صندوق های تحت مدیریت خود هر چه بیشتر بکوشند تا بدین طریق بتوانند در آینده از رشد بهتری برخوردار باشند. با توجه به فرضیه سوم؛ نتایج پژوهش حاضر، حاوی اطلاعات مفید و مهمی برای مدیران اقتصادی، تحلیلگران مالی، پژوهشگران و دانشجویان است، به نحوی که در همه ارزیابی ها، تصمیم گیری ها و تحلیل های مالی، بادر نظر گرفتن تعداد واحدهای سرمایه گذاری در کنار عواملی نظیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس می توانند تصمیم هایی منطبق بر واقعیات موجود اتخاذ کنند و از مطلوبیت نتایج نهایی تصمیم خود اطمینان بیشتری داشته باشند. با توجه به نتایج بررسی فرضیه چهارم؛ با توجه به اینکه وظیفه اصلی مدیران، ارتقاء سرمایه سهامداران به حداکثر میزان ممکن است، لذا باید مدیران توجه ویژه ای به متغیر تعداد واحدهای سرمایه گذاری در کنار فاکتورهای نظیر توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس تجربه داشته باشند و راهکارهای بهبود جریان صندوق های سرمایه گذاری را برای افزایش بازدهی سرمایه گذاران اجراء نمایند. به محققان پیشنهاد می گردد در پژوهش های آتی خود به بررسی مباحث زیر بپردازند:

- اثر عوامل مالی رفتاری مانند اعتماد بیش از حد و ریسک گریزی مدیران بر جریان صندوق های سرمایه گذاری بررسی شود.
- تاثیر نوع سرمایه گذاری و رفتار معاملاتی بر رابطه بین توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری.
- تاثیر برخی عوامل و ویژگی های صندوق های سرمایه گذاری مشترک نظیر عمر صندوق، رتبه کارگزاری و... بر رابطه بین توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه بر جریان صندوقهای سرمایه گذاری.
- رابطه بین توانایی کسب بازدهی مازاد بر اساس شانس و تجربه با تصمیم گیری برای تعدیل پرتفوی در صندوق های سرمایه گذاری.

مهمترین محدودیت این پژوهش نوپای صندوقهای سرمایه گذاری در ایران بود که این امر سبب آن شد دوره ی زمانی نمونه ی مورد بررسی کوتاه باشد؛ از دیگر محدودیت های تحقیقاتی نظیر تحقیق حاضر که بر پایه آمار استنباطی انجام می شود، تعمیم نتایج آن به سایر شرایط و دوره ها است؛ بر این اساس این امکان وجود دارد که روابطی که در پژوهش حاضر، ثابت شده اند، در دوره ها و یا شرایط متفاوت از شرایط این پژوهش، برقرار نباشند؛ بنابراین، باید در تعمیم نتایج این تحقیق، احتیاط لازم به عمل آید.

منابع

۱. اصولیان محمد؛ نیکوسخن، معین. (۱۳۹۶). رابطه جریان سرمایه صندوق های سرمایه گذاری، بازده بازار و ریسک سرمایه گذاران خرد، مدل سازی ریسک و مهندسی مالی، مقاله ۸، ۲(۳)، صص ۱۱۵-۱۳۲.
۲. پورزمانی، زهرا؛ روحی، علی؛ صفری، امیر محمد. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران، آینده پژوهی مدیریت، ۲۱(۳)، صص ۸۵-۱۰۱.
۳. چراغ چشم، زهرا. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین نسبت فعالیت معاملاتی، ریسک بازار و بازده واقعی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران: همایشگران مهر اشراق.
۴. حسینی، سید علی، حسینی، سید حسین؛ جعفری باقرآبادی، احسان. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط جریان های نقدی صندوق های سرمایه گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران، نشریه تحقیقات مالی، مقاله ۴، ۱۵(۲)، صص ۲۰۱-۲۱۴.
۵. سعیدی، علی؛ سعیدی، حسین. (۱۳۹۱). ارتباط بین جریان سرمایه صندوق های سرمایه گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مقاله ۳، ۱۳(۳۲)، صص ۳۵-۵۶.
۶. سعیدی، علی؛ محسنی دمنه، قاسم؛ مشتاق، سعید. (۱۳۸۹). عوامل موثر بر بازده صندوق های سرمایه گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه بورس اوراق بهادار، ۳(۱۰)، صص ۱۲۳-۱۴۱.
۷. سینایی، حسنعلی؛ محمودی، ادریس؛ ابوعلی، مجید. (۱۳۹۵). بررسی عوامل تأثیرگذار بر جریان سرمایه صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران، بررسی های حسابداری، مقاله ۶، ۳(۱۱)، صص ۹۷-۱۱۴.

۸. مؤذنی، فاطمه زهرا؛ سعیدی، فرزانه؛ عرب کوهسار، زینب؛ رنگریز، زهرا. (۱۳۹۴). مفهوم صندوق سرمایه گذاری های مشترک و ریسک سرمایه گذاری، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی، امارات-دبی، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا.

9. Berggrun, L., Edmundo, Lizarzaburu, (2015). "Fund flows and performance in Brazil", *Journal of Business Research*, 68(1), 199–207.
10. Berk, J. B., & Green, R. C. (2004). "Mutual fund flows and performance in rational markets". *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269–1295.
11. Bradford, D. Jordan, Timothy, B. Riley, (2015). "Volatility and mutual fund manager skill", *Journal of Financial Economics*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.012>.
12. Carhart, M. M. (1997). "On Persistence in Mutual Fund Performance". *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
13. Huang, J. C., Wei, K. D., & Yan, H. (2007). "Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance". *Journal of Finance*, 62(3), 1273–1311.
14. Huang, J. C., Wei, K. D., & Yan, H. (2012). "Investor learning and mutual fund flows Working Paper". University of Texas.
15. Hung W., Lu Ch, Lee Ch.F. (2010). "Mutual fund herding its impact on stock returns: Evidence from the Taiwan stock market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 477–493.
16. Jeon, H., Jangkoo, K., Changjun, L. (2017). "Precision about manager skill, mutual fund flows, and performance persistence", *North American Journal of Economics and Finance* 40 222–237
17. Li, C. W., Tiwari, A., & Tong, L. (2016). "Investment decisions under ambiguity: Evidence from mutual fund investor behavior. *Management Science*". forthcoming.
18. Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). "Costly search and mutual fund flows". *Journal of Finance*, 53(5), 1589–1622.
19. Swinkels, L, Rzezniczak, P. (2009). "Performance Evaluation of Polish Mutual Funds Managers". *International Journal of Emerging Markets*, 4(1), 26-42.
20. Wang, G. (2010). "Idiosyncratic Risk And Risk Taking Behavior Of Mutual Funds Managers", *Degree Of Science in Finance*, 1-3.
21. William, J., et al. (2002). "Economics Principles and Policy". Book, 9th Edition, South Western Publish.