

بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران

محمد اصولیان^۱
مهدي نصراله^۲

چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یکی از ابزارهای مالی نوظهور در بازار سرمایه کشور ایران می‌باشد. ارزیابی عملکرد این صندوق‌ها در چند دهه گذشته یکی از مسائل مهم و چالش برانگیز در حوزه مباحث مالی و سرمایه‌گذاری بوده و معیارهای مختلفی با کاربردهای متنوع ابداع شده‌است. این پژوهش به بررسی بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سه ساله ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۳، در مقایسه با بازده بازار، و همچنین ارتباط بین اندازه صندوق با میانگین بازده کسب شده پرداخته است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد بین میانگین بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و بازده بازار (شاخص بازده نقدی و قیمت بورس اوراق بهادار تهران) اختلاف معناداری وجود ندارد. و همچنین میانگین بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری

۱ استادیار دانشگاه شهید بهشتی

۲ کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی

مشترک در سهام با اندازه بزرگ بیشتر از میانگین بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام با اندازه کوچک است. با توجه به نتایج بدست‌آمده از این پژوهش، درخصوص سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و معیارهای ارزیابی عملکرد و همچنین برای بررسی پژوهش‌های آتی پیشنهاداتی ارائه شده است.

واژگان کلیدی : صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، ارزیابی عملکرد، خالص ارزش دارایی، بورس

اوراق بهادار تهران

مقدمه

بازارهای مالی در دهه‌های اخیر باتحولات چشمگیری مواجه شده‌اند. با پیدایش واسطه‌ها و ابزارهای مالی جدید رفته رفته جایگاه خاصی برای واسطه‌هایی چون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز، ایجاد گردیده است. به عبارت دیگر بسیاری از مشتریان بانکی با پذیرش ریسک بیشتر بجای آن که صرفاً سپرده‌گذار بوده و به سود بانکی اکتفا نمایند، تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار از طریق چنین واسطه‌هایی برای کسب سود بیشتر و با ریسک بالاتر نموده‌اند (کواری و دولت‌آبادی، ۱۳۹۱). صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با بهره بردن از مدیران حرفه‌ای، با تجربه و آشنا به قوانین و مقررات بازار، امکان انباشته شدن سرمایه‌های کوچک و هدایت آن به بازارهای مالی برای برطرف کردن نیاز مالی بنگاه‌های سرمایه‌پذیر را فراهم می‌کنند. مدیریت حرفه‌ای، تنوع بخشی اوراق بهادار و کاهش ریسک، صرفه‌جویی در مقیاس، پایین بودن هزینه معاملات و سهولت سرمایه‌گذاری، نقش مهمی به این صندوق‌ها در بازارهای مالی بخشیده است در سال ۱۳۸۳، با تصویب «آیین نامه ارائه خدمات مشاوره و سب‌گردانی اوراق بهادار» و «آیین نامه تشکیل

سبد سرمایه گذاری مشاع» شرکت‌های سرمایه‌گذاری اقدام به تشکیل سبدهای سرمایه‌گذاری در قالب‌های مشاع و اختصاصی کردند. پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذر ماه ۱۳۸۴، اولین "صندوق سرمایه‌گذاری مشترک" ۱ در ایران در تیر ماه ۱۳۸۶ فعالیت خود را آغاز کرد (حسینی و همکاران، ۱۳۹۲).

بطور کلی این صندوق‌ها به عنوان یکی از مهمترین نهادهای بازار سرمایه با جمع‌آوری سرمایه‌های اندک اما در سطح وسیع مخاطره سرمایه‌گذاری را به میزان قابل توجهی کاهش داده و موجب رونق و مدیریت در بازار سهام می‌شوند (پورزمانی و همکاران، ۱۳۹۱). سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یکی از معروف ترین استراتژی‌ها مطرح است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تمایل دارند از طریق مزایای تنوع بخشی، مدیریت حرفه‌ای، نقد شوندگی و صرفه‌جویی نسبت به مقیاس، سرمایه‌گذاران را جذب کنند. لذا مطالعه و پژوهش در ارتباط با بازده و خصوصیات صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند گامی در راستای آشنایی سرمایه‌گذاران با این صندوق‌ها جهت تشویق سرمایه‌گذاری بیشتر باشد؛ چرا که یکی از عواملی که مانعی در مقابل سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، عدم شناخت کافی سرمایه‌گذاران از مکانیسم و مدیریت صندوق‌ها می‌باشد.

چارچوب نظری پژوهش

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام، صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر می‌باشد. سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را واحدهای سرمایه‌گذاری ۲ می‌نامند به این معنا که در هر زمان بنا به درخواست سرمایه‌گذار اقدام به صدور واحد جدید می‌نماید و در مقابل نیز به همین صورت واحد صادر شده قبلی را بازخرید می‌نماید. ارزش این واحدها بر اساس خالص ارزش دارایی‌های صندوق ۳ در پایان روز محاسبه و اعلام می‌شود. یعنی کل ارزش دارایی‌های صندوق منهای بدهی‌های صندوق تقسیم بر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صادر شده. واحدهای سرمایه‌گذاری در حقیقت دارایی مالی شخص دارنده هستند و سرمایه‌گذار بر اساس تغییرات خالص ارزش دارایی‌های صندوق از سرمایه‌گذاری خود می‌تواند منتفع یا متضرر شود (کورایی و دولت‌آبادی، ۱۳۹۱).

1 Mutual Fund

2 Unit

3 Net Asset Value (NAV)

مزایای صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری :

بطور کلی استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مزایایی را برای سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها به همراه دارد که در زیر به مهمترین مزایا اشاره می‌گردد (عزیزی و شریف‌فر، ۱۳۹۲؛ مشایخ و همکاران، ۱۳۹۰؛ چاوشی و صباغیان، ۱۳۸۶)

جایگزینی برای خرید مستقیم سهام شرکت‌های بورسی: شخصی که تعدادی از واحدهای سرمایه‌گذاری یکی از صندوق‌ها را در اختیار دارد در واقع مالک سهام چند شرکت است که صندوق از محل دارایی‌های خود به عنوان سبد سرمایه‌گذاری خریداری نموده است. بدین ترتیب سود یا زیان مالکان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، تحت تأثیر مستقیم نوسان قیمت مجموعه سهام موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق است. با این تفاسیر از امتیازات سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها آن است که هر سرمایه‌گذار می‌تواند به جای تحلیل و بررسی چندین شرکت پذیرفته شده در بورس، با شناسایی و بررسی عملکرد یک صندوق سرمایه‌گذاری، مدیریت تشکیل سبد سرمایه‌گذاری خود را به مدیریت حرفه‌ای این صندوق‌ها واگذار نماید.

برخورداری از مدیریت حرفه‌ای : به کار بردن لفظ مدیریت حرفه‌ای شاید مسئولیت مدیران صندوق‌ها را به مراتب سنگین‌تر نماید ولی سرمایه‌گذاران آگاهند که منظور از مدیریت حرفه‌ای، مقایسه تخصص و توان مدیران با تجربه و آشنا با بازار سهام با سرمایه‌گذارانی است که تجربه کافی و یا زمان و امکانات مناسب تحلیل برای تشکیل سبد سرمایه‌گذاری به صورت مستقل را ندارند. برای بررسی وضعیت و عملکرد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری قبل از هر چیز نیاز به شناسایی معیارهای مناسب مقایسه‌ای است. قطعاً قضاوت در مورد عملکرد یک صندوق بدون توجه به وضعیت عمومی بازار سهام نمی‌تواند معیار مناسب و منصفانه‌ای برای اتخاذ بهترین تصمیم به سرمایه‌گذار ارائه دهد. مدیریت حرفه‌ای صندوق‌های سرمایه‌گذاری به معنی کسب بازدهی قطعی نیست بلکه به معنی بهتر عمل کردن در مقایسه با سرمایه‌گذاران کم‌تجربه و غیرحرفه‌ای بازار سهام است.

نقدشوندگی: یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های هر سرمایه‌گذاری، سرعت نقدشوندگی آن است. از آنجایی که مدیریت حرفه‌ای سرمایه‌گذاری ایجاب می‌کند صندوق‌های سرمایه‌گذاری همواره در یک مجموعه از سهام سرمایه‌گذاری می‌نمایند که این سرمایه‌گذاری متنوع منجر به کاهش ریسک زیان و نقدشوندگی بالای سرمایه‌گذاری خواهد شد. همچنین با توجه به ارکانی که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام پیش‌بینی شده‌است سرمایه‌گذاران در هر زمان می‌توانند با توجه به خالص ارزش روز دارایی‌های موجود در صندوق و پس از کسر هزینه‌های مربوطه، تمام یا تعدادی از واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به وجه نقد تبدیل نموده، اصطلاحاً ابطال نمایند. این ویژگی در مقابل

شرایطی است که در زمان بسته‌بودن نماد معاملاتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، سرمایه‌گذاران امکان خروج از سرمایه‌گذاری را تا زمان باز شدن نماد معاملاتی و وجود تقاضای خرید نخواهند داشت. بدین ترتیب وجود ضامن نقدشوندگی به مفهوم وجود خریدار همیشگی است که البته باید توجه داشت منظور از این ضمانت، ضمانت بازدهی یا اصلی سرمایه نخواهد بود بلکه ضمانتی برای خرید واحد سرمایه‌گذاری به قیمت ابطال و پس از کسر هزینه‌های (اعلام شده در امیدنامه) مربوطه می‌باشد.

صرفه‌جویی نسبت به مقیاس: با توجه به اینکه صندوق‌های سرمایه‌گذاری از گردآوری پول‌های اندک تعداد زیادی سرمایه‌گذار تشکیل می‌شوند بنابراین امکان استفاده از مزایای یک مجموعه سرمایه‌گذاری بزرگ برای اجزای آن فراهم خواهد بود. طبیعی است که یک سرمایه‌گذار به تنهایی امکان پرداخت هزینه‌های مشاوره و یا استفاده از نرم‌افزارهای مختلف اطلاع‌رسانی و تحلیل‌گری را نخواهد داشت ولی با کنار هم قرار گرفتن سرمایه‌های اندک سرمایه‌گذاران خرد، امکان استفاده از مزایای این چنین فراهم خواهد شد. بدین ترتیب هر سرمایه‌گذار به عنوان عضو کوچکی از یک صندوق سرمایه‌گذاری می‌تواند با پرداخت بخشی از هزینه‌ها به نسبت مالکیت خود در صندوق از مزایای کامل هزینه‌های مورد نیاز برخوردار گردد.

انگیزه مدیریت صندوق سرمایه‌گذار: با توجه به ساختار طراحی شده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و ارتباط مستقیم بین رشد ارزش دارایی‌های صندوق و منتفع شدن مدیر و سایر ارکان صندوق، قابل پیش‌بینی است که مدیر انگیزه کافی برای تشکیل بهترین ترکیب سبد سرمایه‌گذاری را داشته، تلاش نماید تا خالص ارزش دارایی‌های صندوق را به حداکثر ممکن رساند. نکته قابل توجه و مکرر این‌که گفته‌ها همه زمینه‌ای برای توجیه تصمیم‌گیری یک فرد جهت سرمایه‌گذاری در یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را فراهم می‌نماید ولی چیزی که مسلم است به دلیل غیرقابل پیش‌بینی بودن آینده، سرمایه‌گذاران صرفاً موظفند شرایطی منطقی و موجه با توجه به انتظارات خود از سرمایه‌گذاری فراهم نمایند و حتی‌الامکان با برنامه‌ریزی صحیح مقدمات رسیدن به انتظارات را ایجاد نمایند. بدین ترتیب نتیجه این برنامه‌ریزی که براساس تصمیمات حساب شده خواهد بود هر چند اگر مطابق با پیش‌بینی‌ها و انتظارات سرمایه‌گذار نباشد، به طور قطع بهتر از شرایطی خواهد بود که سرمایه‌گذار در یک بازار هدف کاملاً حرفه‌ای و تخصصی، بی‌حساب و بدون پیش‌بینی‌های لازم اقدام به سرمایه‌گذاری نماید.

با توجه به مطالب عنوان شده این پرسش‌ها مطرح می‌شود که آیا تفاوت معناداری میان بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام با بازده بازار وجود دارد؟ و آیا اندازه صندوق (میزان منابع در اختیار جهت سرمایه‌گذاری) ارتباط معناداری با بازدهی کسب شده دارد؟

مروری بر پیشینه پژوهش

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی با موضوع "بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران (با رویکردی بر تحلیل‌های تکنیکی، بنیادی و نظریه مدرن پرتفولیو)" با استفاده از روش پرسش‌نامه‌ای روش مدیریت مدیران سرمایه‌گذاری کلیه ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران را مورد بررسی قرار دادند. از مدیران سرمایه‌گذاری خواسته شد تا میزان استفاده خود را از هر یک از تحلیل‌های تکنیکی، فاندامنرال، تئوری مدرن پرتفولیو، بولتن‌ها، اطلاعات محرمانه و شایعات بازار؛ در راستای پیش‌بینی بازار و انتخاب دارایی‌های مناسب و زمان مناسب، مشخص نمایند. جامعه آماری این تحقیق شامل مدیران سرمایه‌گذاری، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در ایران بود. یافته‌های این مطالعه نشان داد که مدیران سرمایه‌گذاری همواره بیشترین اهمیت و توجه را به تحلیل‌های بنیادی و بعد از آن بولتن‌های منتشر شده، دارند، و مدیران سرمایه‌گذاری کمتر از شاخص‌های تحلیل تکنیکی (به خصوص در بلندمدت) و تئوری مدرن پرتفوی (به خصوص در کوتاه مدت) استفاده می‌کنند. همچنین مدیران سرمایه‌گذاری در کلیه بازه‌های زمانی تمایلی به استفاده از شایعات و اطلاعات محرمانه را ندارند.

حسینی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با موضوع بررسی ارتباط جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران" با بیان اینکه هدف این پژوهش، بررسی رابطه جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا بهمن ۱۳۹۱ با استفاده از اطلاعات ۶۵ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک تأسیس شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی این دوره است. در پژوهش آنها از تغییرات روزانه مجموع واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و همچنین تغییرات روزانه ارزش مجموع واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، به منزله معیاری برای خالص جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک استفاده شده است. نتایج آزمون یوهانسون نشان می‌دهد، سری‌های مورد بررسی هم‌انباشته هستند و رابطه مجموع جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران در بلندمدت معنادار است. پس از بررسی آزمون علیت گرانجر، یافته‌ها نشان می‌دهد که میان تغییرات مجموع واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص

بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تغییرات ارزش مجموع واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص بورس، رابطه‌ی علیت دوطرفه وجود دارد.

در تحقیقی که توسط جاودا و همکاران (۲۰۰۸) انجام شد اثر ریسک (بتا و انحراف معیار) بر عملکرد صندوق‌ها تأیید گردید. به عبارتی هر چه ریسک بیشتر باشد، بازده صندوق بالاتر بوده است. همچنین عامل اثرگذار دیگر، اندازه صندوق معرفی شده است. استدلال محقق این بود که هر چه صندوق بزرگتر باشد، می‌تواند تنوع بیشتری ایجاد کند و این بر عملکرد صندوق اثرگذار می‌باشد.

آروگاسلان^۲ و همکاران عملکرد تعدیل شده بر اساس ریسک ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ایالات متحده را طی دوره‌ی زمانی ۲۰۰۴-۲۰۰۰ مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق یک معیار جدید ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر اساس ریسک که توسط مودیلیانی تدوین شده است برای ارزیابی عملکرد این دسته از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با بازده بالاتر امکان است جذابیت خود را در زمانی که میزان ریسک به تحلیل پیوند خورده است از دست بدهند. بالعکس برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ممکن است در زمانی که ریسک پایین آنها به عملکردشان پیوند خورده است جذاب به نظر برسند.

سعیدی و محسنی و مشتاق (۱۳۸۹) به بررسی عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران در مورد ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در فاصله‌ی زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۸ پرداخته و نتیجه گرفتند که اندازه صندوق (متوسط ارزش دارایی‌های صندوق) با ایجاد تنوع سازی بیشتر برای مدیرسرمایه‌گذاری و امکان مدیریت بهتر ریسک بر بازده صندوق تأثیرگذار است.

مرادزاده فرد و حسین پور (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران از جمله تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها؛ بانکی بودن یا نبودن صندوق‌ها؛ رتبه کارگزاری صندوق‌ها (مدیران صندوق‌ها)؛ نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌ها؛ اندازه صندوق‌ها؛ عمر صندوق‌ها؛ ارزش صدور و ارزش ابطال صندوق‌ها و بازده بازار در مورد ۳۹ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در یک بازه زمانی ۲۴ ماهه از مهر ماه سال ۱۳۹۰ تا شهریور ماه سال ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، نسبت فعالیت معاملاتی صندوق، اندازه صندوق، عمر صندوق، ارزش صدور، ارزش ابطال، بازده بازار و بازده صندوق رابطه معناداری وجود دارد.

1 Javed

2 Arugaslan

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و بر حسب ماهیت، توصیفی است. همچنین این پژوهش از نوع همبستگی می‌باشد. در این پژوهش، همبستگی متغیرهای بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با متغیر بازده بازار، بررسی شده است. این پژوهش از نظر موضوعی در قلمرو مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی عملکرد پرتفوی و از نظر قلمرو مکانی؛ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در بورس اوراق بهادار تهران مورد نظر بوده‌اند. قلمرو زمانی پژوهش نیز از تاریخ ۱۳۹۱/۱/۱ تا ۱۳۹۳/۱۲/۲۹ بوده است. در حال حاضر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در ایران در سه نوع فعال در سهام، با درآمد ثابت و مختلط می‌باشند. با توجه به اینکه ریسک حاکم بر هر یک از این سه نوع فعالیت با دیگری متفاوت است لذا نظر به تعداد صندوق‌های فعال در هر یک از سه زمینه فعالیت یادشده، برای بررسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام انتخاب شده‌اند. بر اساس اطلاعات بدست آمده از تارنمای رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی که مشمول شروط یاد شده می‌باشند، ۴۴ صندوق است. به دلیل ماهیت ترتیبی متغیرهای پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزارهای Excel و SPSS استفاده شده‌است. ارقام مربوط به ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری بصورت ماهانه از تارنمای صندوق‌های سرمایه‌گذاری استخراج و در نرم‌افزار اکسل محاسبات انجام شده‌است.

فرضیه‌های پژوهش

به پشتوانه مبانی نظری و پیشینه تحقیق، و به منظور مقایسه بازده صندوق‌ها نسبت به بازده بازار و همچنین مقایسه بازده صندوق‌ها با اندازه‌های مختلف نسبت به یکدیگر فرضیه‌های زیر برای پژوهش حاضر تدوین شده است.

فرضیه اول: آیا بین بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با بازده بازار تفاوت معناداری وجود دارد؟

فرضیه دوم: آیا بین اندازه و بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ارتباط معناداری وجود دارد؟

یافته های پژوهش

یافته های توصیفی

یافته‌های توصیفی متغیرهای پژوهش (جدول پیوست شماره ۱) نشان می‌دهد، برای تمام داده‌ها، خطای استاندارد ضریب چولگی ۰,۳۹۳ و خطای استاندارد ضریب کشیدگی ۰,۷۶۸ است. لذا در سطح خطای ۵ درصد می‌توان فرض نرمال بودن توزیع را پذیرفت.

آزمون کولموگروف-اسمیرنوف^۱

این آزمون جهت بررسی ادعای مطرح شده در مورد توزیع داده‌های یک متغیر کمی مورد استفاده قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه در تمام صندوق‌ها و همچنین شاخص بورس (بازده نقدی و قیمت) سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد است لذا فرض H_0 تایید می‌گردد (جدول پیوست شماره ۲) و این بدان معنی است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد توزیع داده‌ها نرمال است. نرمال بودن توزیع داده‌ها از آنجا حائز اهمیت است که مبنای تصمیم‌گیری در انتخاب روش‌های آماری برای آزمون فرضیات پژوهش می‌باشد. از این رو با توجه به نرمال بودن توزیع داده‌ها می‌توان در آزمون فرضیات پژوهش از آزمون های آماری پارامتریک استفاده شود.

یافته های فرضیه اول :

هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش مقایسه بازدهی صندوق‌های مشترک با بازدهی بازار (شاخص بازده نقدی و قیمت) و تعیین وجو یا عدم وجود تفاوت معنادار میان آنها می‌باشد. بر همین اساس ابتدا بازده ماهانه هر یک از ۴۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مورد بررسی را در ۳۶ دوره بر اساس فرمول بازده لگاریتمی محاسبه نموده و سپس برای هر دوره (ماه) میانگین وزنی بازده تمام صندوق‌ها را بدست آورده تا بتوان در هر ماه میانگین بازده صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را با بازده بازار (بازده لگاریتمی شاخص بازده نقدی و قیمت) مقایسه نمود. (جدول پیوست شماره ۳)

نتایج حاصل از آزمون مقایسه واریانس و میانگین بازده دو گروه نشان می‌دهد در دوره سه ساله سطح معنی‌داری ۲ آزمون لوین ۳ (مقایسه واریانس دو گروه) معادل ۰,۵۴۵ و بیش از سطح معنی‌داری ۵ درصد است و در نتیجه می‌توان فرض برابری واریانس‌ها (فرض H_0) را پذیرفت. سطح معنی‌داری

1 kolmogorov-smirnov (KS)

2 Significant (sig.)

3 levene test

آزمون مقایسه برابری میانگین بازدهی بین دو گروه معادل ۰,۹۲۶ و بیشتر از سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد (جدول پیوست شماره ۴)، لذا با تایید فرض H_0 آزمون برابری میانگین‌ها می‌توان نتیجه گرفت میانگین بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با بازدهی بازار برابر است. عبارت دیگر برخلاف انتظار مدیریت حرفه‌ای اعمال شده بر پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نتوانسته به صورت معناداری بازده اضافی بدست آورد. صفرپور و شیخ (۱۳۸۶) در بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری براساس سبد بورسی و بازده ماهانه به این نتیجه دست پیدا کردند که عملکرد پرتفوی بورسی این شرکت‌ها به نسبت شاخص بازده نقدی و قیمت ضعیف‌تر و بر اساس شاخص ۵۰ شرکت برتر برابر با بورس بوده و بازدهی اضافی حاصل نشده است. سعیدی و مقدسیان (۱۳۸۹) نیز در بررسی خود به این نتیجه رسیده بودند که بین بازده تعدیل شده بر اساس ریسک صندوق‌ها که بر مبنای ضریب بتا تعدیل شده با بازده بازار تفاوت معناداری وجود ندارد.

از سوی دیگر احتمال دارد یکی از دلایل حصول این نتیجه در پژوهش حاضر، تغییر سطح کارایی اطلاعاتی بازار باشد. فاما و دیگران (۱۹۶۹)، بازار کارا را بازاری تعریف کردند که سرمایه‌گذاران تنها با قبول سطوح بالاتری از ریسک می‌توانند به بازده بیشتر دست پیداکنند. از این‌رو زمانی که بازدهی حاصل را بر اساس معیارهای مبتنی بر ریسک تعدیل می‌نماییم، شاهد هستیم که اختلاف معناداری بین بازدهی‌های حاصل وجود ندارد. و چه بسا برای سرمایه‌گذاران برخی بازدهی‌های پائین‌تر بدلیل تحمل ریسک کمتر مطلوب‌تر باشند (آروگاسلان و همکاران، ۲۰۰۷). همانطور که شاهد بوده‌ایم در سالیان اخیر فرایند گزارشگری مالی و توزیع اطلاعات بهبود چشمگیر داشته و اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی با سرعت به مراتب بیشتری منتشر می‌شوند لذا در سطوح یکسان ریسک شاهد هستیم که اختلاف معناداری بین بازدهی حاصل وجود ندارد. همچنین نباید این احتمال را از نظر دور داشت که هزینه‌های صندوق شامل کارمزد مدیرصندوق، کارمزد ضامن نقدشوندگی (در صورت وجود) و کارمزد یا حق الزحمه سایر ارکان صندوق نیز می‌تواند در کاهش بازدهی حاصل از مدیریت پرتفوی موثر باشد. احتمال دیگر در این زمینه وجود الزام قانونی نهاد ناظر مبنی بر تنزیل مطالبات صندوق بابت سود نقدی تحقق‌یافته و دریافت نشده اوراق بهادار پرتفوی سرمایه‌گذاری نیز ممکن است در حصول این نتیجه موثر بوده باشند.

یافته های فرضیه دوم :

فرضیه دوم به دنبال پاسخ این سوال می‌باشد که آیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری که منابع بیشتری در اختیار داشته‌اند در مقایسه با صندوق‌هایی با منابع کمتر توانسته‌اند بازدهی بیشتری بدست آورند؟

از این رو پس از محاسبه بازدهی صندوق‌ها در بازه ماهیانه طی ۳ سال (۳۶ دوره) آنها را در دوره‌های یکساله بر اساس اندازه صندوق بشکل نزولی مرتب نموده، سپس ۲۵ درصد از ابتدا و انتهای فهرست بدست آمده را انتخاب نموده و ۵۰ درصد میانه حذف می‌گردد. این انتخاب و حذف را بدان روی انجام داده تا بتوان اختلاف مشخصی میان اندازه صندوق‌ها به لحاظ بزرگی و کوچکی قائل شد. این روش را برای دوره‌های دوم و سوم بررسی نیز انجام می‌شود. نکته اصلی این روش توجه به اندازه صندوق می‌باشد. زیرا ممکن است صندوقی که در سال اول در بین ۱۱ صندوق بزرگ فهرست ما قرار گرفته (۲۵ درصد بالای جدول)، در سال دوم یا سوم در چنین جایگاهی نباشد و بالعکس. (جدول پیوست شماره ۵).

با این روش دو گروه آماری صندوق‌های سرمایه‌گذاری با اندازه بزرگ و صندوق‌های سرمایه‌گذاری با اندازه کوچک وجود خواهد داشت. با توجه به اینکه در این پژوهش به بررسی عملکرد صندوق‌ها در یک دوره سه ساله پرداخته شد از بازده هر ردیف از صندوق‌ها در سه دوره میانگین وزنی گرفته و از اندازه صندوق‌ها میانگین حسابی تا در نهایت به یک جدول از میانگین بازده و اندازه دست یافت (جدول پیوست شماره ۶).

حال می‌بایست به آزمون مقایسه میانگین بازدهی دو جامعه پرداخته شود. در این راه ابتدا بررسی می‌گردد که آیا واریانس دو جامعه برابر است یا خیر؟ به عبارت دیگر آزمون تساوی واریانس‌ها مقدم بر آزمون تساوی میانگین‌ها است. به این منظور از آزمون لوین استفاده می‌شود. از نکات قابل اشاره در کاربرد این آزمون عدم نیاز به نرمال بودن توزیع داده و یکسان بودن تعداد نمونه‌ها است. در این آزمون فرض صفر، تساوی واریانس دو گروه است

نتایج حاصل از آزمون مقایسه واریانس و میانگین بازده دو نشان می‌دهد در دوره سه ساله سطح معنی‌داری آزمون لوین (مقایسه واریانس دو گروه) بیش از سطح معنی‌داری ۵ درصد است و در نتیجه می‌توانیم فرض برابری واریانس‌ها (فرض H_0) را بپذیریم. از سوی دیگر سطح معنی‌داری آزمون مقایسه برابری میانگین بازدهی بین دو گروه معادل ۰,۰۲۳ و کمتر از سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باش، که می‌توان نتیجه گرفت میانگین بازدهی صندوق‌ها با اندازه بزرگ متفاوت از میانگین بازدهی صندوق‌ها با اندازه کوچک است. در این حالت می‌توان به بررسی حدود بالا و پایین اختلاف میانگین پرداخت. این اختلاف بین ۰,۰۱ تا ۰,۱۲۱ و مثبت است. یعنی میانگین بازدهی گروه اول (صندوق‌ها با اندازه بزرگ) بزرگتر از میانگین بازدهی گروه دوم (صندوق‌ها با اندازه کوچک) است (جدول پیوست شماره ۷ و ۸). این بدان معنا است که اختلاف میان اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری باعث ایجاد تفاوت در میانگین بازدهی صندوق‌ها شده‌است. در نتیجه می‌توان اینطور قضاوت نمود که فرضیه ارائه شده مبنی

بر وجود ارتباط معنی‌دار بین اندازه صندوق و میزان بازدهی تایید می‌گردد. به بیان دیگر که اختلاف میان اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری باعث ایجاد تفاوت در میانگین بازدهی صندوق‌ها شده‌است. در نتیجه فرضیه ارائه شده مبنی بر وجود ارتباط معنی‌دار بین اندازه صندوق و میزان بازدهی تایید شده‌است. این نتیجه با پژوهش جاوید و همکاران (۲۰۰۹) و مرادزاده فرد و حسین پور (۱۳۹۲) در رابطه با تاثیر اندازه صندوق بر بازدهی صندوق مطابقت دارد چرا که در این پژوهش‌ها تاثیر اندازه صندوق بر بازدهی صندوق‌ها تایید شده‌است. استدلال محققان در پژوهش‌های یادشده این بود که هر چه صندوق بزرگتر باشد، می‌تواند تنوع بیشتری ایجاد کند و این امر می‌تواند بر عملکرد صندوق اثرگذار می‌باشد. سعیدی و محسنی و مشتاق (۱۳۸۹) نیز به بررسی خود نتیجه گرفتند که اندازه صندوق (متوسط ارزش دارایی‌های صندوق) با ایجاد توان تنوع‌سازی بیشتر برای مدیرسرمایه‌گذاری و امکان مدیریت بهتر ریسک بر بازده صندوق تاثیرگذار است. البته این نتیجه پژوهش حاضر با پژوهش تالات و راف (۲۰۰۹) مطابقت ندارد، چرا که تالات و راف (۲۰۰۹) تاثیر اندازه صندوق را بر روی بازدهی صندوق‌ها نپذیرفت. همچنین اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۴) در بررسی خود آنها اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و رتبه نقدشوندگی را بر عملکردشان بی‌تاثیر دانستند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر در ارتباط با بررسی بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار می‌باشد. بازدهی صندوق‌های مذکور در دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان ۱۳۹۳ بصورت میانگین وزنی بر اساس اندازه صندوق و بازدهی بازار بر اساس شاخص بازده نقدی و قیمت بورس اوراق بهادار تهران بوده است. با توجه به آزمون فرضیه‌ها می‌توان چنین نتیجه گرفت که میانگین بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام با بازدهی بازار در دوره مورد بررسی برابر است. همچنین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام با اندازه بزرگتر توانایی بیشتری در کسب بازده داشته‌اند. با توجه به برابری میانگین بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام بنظر نمی‌رسد اعمال مدیریت حرفه‌ای توانسته باشد اختلاف معناداری در کسب بازدهی ایجاد نماید. لذا توجه به روند وضعیت کلی بازار جهت تصمیم‌گیری در مورد زمان سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام توصیه می‌گردد. البته با توجه به توسعه ابزارهای اطلاع‌رسانی و نشر سریع‌تر اطلاعات مالی و اخبار مرتبط با اوراق بهادار موجود در بورس، نباید این احتمال که ممکن است تغییر سطح کارایی اطلاعاتی بازار دلیل عدم کسب بازده غیرمعمول باشد را نادیده گرفت. از سوی دیگر تاثیر هزینه‌های صندوق و تنزیل درآمدهای تحقق یافته و دریافت نشده توسط صندوق از محل سود نقدی

سهام و سایر اوراق بهادار در عدم توانایی صندوق‌های مورد بررسی در کسب بازده اضافی معنادار نسبت به میانگین بازده بازار نیز محتمل است. لذا پیشنهاد می‌نماید درخصوص تاثیر عوامل دیگر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از جمله مهارت و دانش مدیر یا مدیران پرتفوی، هزینه های صندوق، تنزیل درآمدهای تحقق‌یافته دریافت نشده و همچنین تغییر احتمالی سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه پژوهش‌هایی صورت پذیرد.

منابع

۱. چاوشی، بهنام؛ صباغیان، راضیه. (۱۳۸۶)، نگاهی به امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.
۲. حسینی، سید علی؛ حسینی، سید حسین؛ جعفری باقرآبادی، احسان (۱۳۹۲). بررسی ارتباط جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی، دوره ۱۵، شماره ۲، صفحه ۲۰۱-۲۱۴.
۳. خدارحمی، بهروز؛ احمدی‌نیا، حامد؛ داغانی، رضا (۱۳۹۰)، مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری.
۴. راعی، رضا؛ سعیدی، علی (۱۳۸۳)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران، سمت
۵. راعی، رضا؛ پویانفر، احمد (۱۳۹۱)، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته
۶. سعیدی، علی و محسنی، قاسم و مشتاق، سعید (۱۳۸۹). عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار. شماره ۱۰
۷. سعیدی، علی و مقدسیان، ایمان. (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۸۹
۸. صفرپور، محمد حسن، و شیخ، محمد جواد، (۱۳۸۶)، بررسی تأثیر دوره سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۰، صفحات ۹۹-۱۱۸.
۹. عالم تبریز، اکبر؛ حاجی‌محمدرضایتبریزی، بابک (۱۳۸۹)، تئوری احتمالات و آمار کاربردی
۱۰. عبده تبریزی، حسین (۱۳۸۹)، مبانی بازارها و نهادهای مالی.
۱۱. عزیزی، شهریار؛ شریف‌فر، امیر. (۱۳۹۲). عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته. مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۱، شماره ۲، صفحه ۳۵ تا ۴۹.
۱۲. کورایی، طیبیه؛ دوات‌آبادی، مهدیه (۱۳۹۱). آنچه در مورد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری باید بدانیم، نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، صفحات ۹۰ الی ۱۰۲.
۱۳. مشایخ، شهناز؛ قدرتی، منا؛ محمدی، فائزه. (۱۳۹۰). مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخصی. فصلنامه پژوهش حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صفحه ۵۹ الی ۸۴.
۱۴. نیکبخت، محمدرضا؛ کارگری، یاسر؛ داوورزاده مهتاب (۱۳۹۱). بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران (با رویکردی بر تحلیل‌های تکنیکی، بنیادی و نظریه مدرن پرتفولیو). دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۳، شماره ۱۱، صفحه ۱۶۵ الی ۱۷۸.
۱۵. نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۷)، بازار مالی

16. Arugaslan, O., E. Edwards, and A. Samant (2007), "Evaluating Large US Based Equity Mutual Funds Using Risk-Adjusted Performance Measures", International Journal of Commerce and Management Vol. 17, No. 1/2, Pp.: 6-24.
17. Donovan. Peter, "Closed-End Funds in the United States of America", in Stefano Preda (ed.), Funds and Portfolio Management Institutions: An International Survey (Amsterdam: North-Holland, 1991), p. 232.
18. Hübner, G (2007), "How do performance measures perform?" , EDHEC_Risk Institute
19. Javed, A. A., (2008), "Swedish Mutual Funds Performance", Master Degree Project, Vol.:55
20. Narayanasamy,R.phd, Rathnamani.V (2013) . Performance Evaluation of Equity Mutual Funds . International Journal of Business and Management Invention. Volume 2 Issue 4 April. 2013 PP.18-24
21. Redman, Arnold L., Gullett N.S. , Manakyan H. , (2000), "The Performance Of Global And International Mutual Funds", Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol. 13, No. 1
22. Taveesaengsakulthai, P. (2008); A comparative performance of equity funds, LTFs, and RMFs in Thailand, Master's thesis, University of Nottingham