



## جریان منابع مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: بررسی دوره‌های رونق و رکود بازار سرمایه و وابستگی به نهادهای بانکی

نجمه حاجیان<sup>۱</sup>

رضا داغانی<sup>۲</sup>

علی محمد ملک‌زاده فیروزآبادی<sup>۳</sup>

### چکیده

جریان منابع نقدی در بازارهای مالی نقش تعیین‌کننده‌ای در جهت‌گیری اقتصاد و بازدهی نهادهای مالی دارد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز به‌عنوان یک‌نهاد مالی مهم و نوپا در ایران، نقش رو به رشدی در تعیین جریان منابع دارند. بررسی جریان‌های نقدی خالص ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره‌های مختلف رکود و رونق برای درک بهتر قدرت جذب منابع در این نهاد مالی اهمیت ویژه‌ای دارد؛ لذا هدفی که به‌طور کلی این پژوهش دنبال می‌کند بررسی جریان منابع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شرایط رونق و رکود و مقایسه جریان منابع صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به وابستگی یا عدم وابستگی مدیریت آنها به بانک‌ها می‌باشد. نمونه پژوهش مشتمل بر داده‌های ماهانه ۹۸ صندوق سرمایه‌گذاری از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا انتهای سال ۱۳۹۶ که شامل ۴۲۱۳ مشاهده (ماه-صندوق) می‌باشد. نتایج این پژوهش بیانگر وجود تفاوت معناداری بین خالص جریان‌های ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره‌های رونق و رکود می‌باشد، به‌عبارتی دیگر در دوره‌های رونق جریان منابع به صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر است. همچنین نتایج این پژوهش بیانگر عدم وجود تفاوت معناداری بین خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌ها از لحاظ وابستگی یا عدم وابستگی مدیریت آن به بانک‌ها می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری، جریان منابع، دوره رونق، دوره رکود.

JEL: E31, D53, G21

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و امور مالی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران. [n.hajian@khatam.ac.ir](mailto:n.hajian@khatam.ac.ir) (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> دکتری حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران. [reza.daghani@gmail.com](mailto:reza.daghani@gmail.com)

<sup>۳</sup> کارشناس ارشد دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. [a.malekzadef@yahoo.com](mailto:a.malekzadef@yahoo.com)

## مقدمه

در سده اخیر با حرکت اقتصاد به سمت توسعه‌یافتگی و شکل‌گیری و رونق شرکت‌های متعدد سهامی در جهان، نیاز به سرمایه برای تأسیس و تداوم این شرکت‌ها و در نهایت پایداری اقتصاد جهانی روزبه‌روز بیشتر شده است. در این راستا علاوه بر سرمایه‌های کلان سرمایه‌داران بزرگ و شرکت‌ها، سرمایه‌های متوسط و خرد، نقش بی‌بدیلی در حرکت اقتصاد، پویایی شرکت‌ها و رونق بازار سرمایه دارند. از جمله دلایل ورود این سرمایه‌گذاران و شکل‌گیری صندوق‌های سرمایه‌گذاری این است که بخش عمده‌ای از اشخاص و بنگاه‌هایی که فعالیت اصلی آنان سرمایه‌گذاری نیست، نه تخصص لازم برای سرمایه‌گذاری دارند و نه زمان کافی؛ بنابراین برای سرمایه‌گذاری منابع مالی خود، آن را در اختیار صندوق‌های سرمایه‌گذاری قرار می‌دهند (دیانه و رویتر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه هستند که فعالیت اصلی آنها سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. این صندوق‌ها واسطه‌های مالی هستند که با فروش پیوسته اوراق بهادار خود به عموم مردم، وجوهی را تحصیل و سپس در سبدی از اوراق بهادار، متناسب با هدف صندوق، سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاران آنان نیز به نسبت سهم یا سرمایه‌گذاریشان در صندوق، در سود و زیان آن شریک هستند. (حسینی، خدایی و سعیدی ۱۳۹۷)

ساختار ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مزایایی که از طریق تجمع منابع و سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در موضوعات فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، استقبال از این نهاد مالی را تنها به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای محدود ننموده و باعث استقبال همه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران بوده است. (مهربان پور، صفایی، صمیمی‌نژاد و نوحی ۱۳۹۶) تحقیقات اخیر نشان داده است جریان منابع به صندوق سرمایه‌گذاری بسیار به عملکرد گذشته آنها وابسته است و این در شرایط بحران مالی و تغییرپذیری بازده صندوق کمتر می‌شود (وانگ، واستن و ویکرمیناک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸).

با این حال در ابتدا در ایران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، آنچنان که در دیگر کشورها با استقبال مواجه شده‌اند، رشد و توسعه نیافتند. در واقع میزان سرمایه جمع شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نسبت به ارزش بازار سرمایه کشور بسیار کم بود (حدود ۱ درصد) در حالی که طبق اطلاعات مندرج در پایگاه اطلاعاتی فدراسیون جهانی بود و نیز نهاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری،

<sup>1</sup> Diane, Reuter

<sup>2</sup> Wang, Waston, Wickramanayake

در پایان سال ۲۰۱۲ این نسبت برای کشورهایمانند ترکیه حدود ۸ درصد مالزی ۱۹ درصد ژاپن ۱۹ درصد انگلستان ۲۶ درصد کره جنوبی ۳۲ درصد کانادا ۳۴ درصد و برای امریکا حدود ۷۴ درصد بوده است (سینایی، محمودی و ابوعلی ۱۳۹۵) با این حال در زمان نگارش این مقاله درصد خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری (اعم از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، در درآمد ثابت و مختلط) بیش از ۱۴ درصد ارزش بازار سرمایه کشور است که رشد بسیار بالایی را در سال‌های اخیر نشان می‌دهد. (حدود ۱۷۰۶ هزار میلیارد ریال در تاریخ ۱۰ مهرماه ۱۳۹۸)

توجه به عامل زمان در بازار سرمایه با توجه به حساسیت فوق‌العاده بالای این عامل در افزایش بهره‌وری عملکرد بسیار مهم است. این حساسیت زمانی بیشتر نمود پیدا می‌کند که شرایط کلان اقتصادی در زمان‌های مختلف یکسان نباشد. از مهم‌ترین مؤلفه‌های کلان اقتصادی می‌توان تورم، رکود، نرخ بیکاری، نرخ بهره و ضریب جینی را نام برد. به‌طور کلی می‌توان گفت که رونق و رکود اقتصاد بیشترین تأثیر را بر بازارهای مالی و جریان‌های نقدی اقتصاد می‌گذارد. این مؤلفه از آنجایی که کشورهای توسعه‌یافته نیز به‌شدت ناگزیر از آن هستند از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و اثرگذاری و اثرپذیری بیشتری بر روی اقتصاد و از جمله بازارهای مالی دارد.

با توجه به گذشت نزدیک به یک دهه از آغاز فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران و افزایش چشمگیر تعداد آن در سال‌های اخیر مطالعه و بررسی عملکرد این صندوق‌ها در مواردی از جمله کسب بازده در مقایسه با میانگین بازده بازار سرمایه، کسب بازده در مقایسه با میانگین بازده سایر موارد سرمایه‌گذاری از جمله بانک‌ها، کسب بازده یکسان و یا متفاوت در شرایط مختلف اقتصادی، کسب بازده بیشتر از نرخ بهره و جذب منابع سرمایه در شرایط مختلف اقتصاد و بازار نسبت به سایر مصارف سرمایه‌گذاری جایگزین، ضروری است. جذب منابع نقدینگی توسط این صندوق‌ها در شرایط یکسان می‌تواند یکی از عوامل بازدهی بیشتر نیز باشد. اهمیت این مؤلفه آنجایی دوچندان می‌شود که شرایط رونق و رکود اقتصاد به‌ویژه رونق و رکود بازار سرمایه در دوره‌های مختلف، متفاوت باشد. یکی از مؤلفه‌های موفقیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازدهی کسب شده است اما یکی دیگر از مؤلفه‌های مهم مدیریت حرفه‌ای صندوق‌ها میزان موفقیت در جذب منابع سرمایه می‌باشد. این مؤلفه در شرایط یکسان، خود به‌نوعی عامل تعدیل‌کننده (افزاینده یا کاهنده) بازدهی صندوق‌ها نیز می‌باشد. با توجه به ادعای مدیریت حرفه‌ای این نهاد مالی، بررسی قدرت جذب منابع نقدینگی در شرایط مختلف رونق و رکود بازار سرمایه و نوع مدیریت صندوق‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. هدف کلی پژوهش این است که مشخص شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شرایط مختلف رونق و رکود

بازار تا چه حد توانسته‌اند وجوه نقد سرمایه‌گذاران را جذب و اقدام به سرمایه‌گذاری کنند و انتظار این است که خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره‌های رونق نسبت به دوره‌های رکود به مقدار قابل توجهی بیشتر باشد. بنابراین در این پژوهش بر آنیم که تأثیر شرایط مختلف اقتصادی از لحاظ رونق و رکود بر خالص جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را مطالعه و بررسی کنیم.

اهمیت این پژوهش زمانی که قابلیت بالای جذب سرمایه توسط بازار سرمایه کشور و نیل سرمایه‌های خرد به چرخه اقتصادی شرکت‌ها را مدنظر قرار دهیم روشن‌تر از قبل می‌گردد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر نقش واسطه بسیار پررنگی را در این جریان منابع- از مردم به شرکت‌ها- بازی کرده‌اند. از طرفی با ورود انبوه سرمایه‌گذاران جدید به بورس اوراق بهادار که الزاماً از دانش مالی بالایی برخوردار نیستند، نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری که می‌توانند با مدیریت حرفه‌ای سرمایه‌های جذب شده و تخصیص بهینه آن در پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری مختلف، بهترین راهنما برای مسیر این جریان نقدینگی عظیم باشند، دو چندان شده است. از طرفی با عنایت به عدم ثبات اقتصادی که منجر به عدم ثبات بازار سرمایه کشور می‌شود و باعث بروز دوره‌های مکرر رکود و رونق کوتاه‌مدت و شدید در بازار سرمایه می‌گردد، بررسی میزان قابلیت جذب منابع مالی توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان محل امن سرمایه‌گذاری و مدیریت منابع سرگردان مالی توسط این صندوق‌ها در دوره‌های رکود و رونق اهمیت ویژه‌ای می‌یابد. همچنین با توجه به اینکه بخش بزرگی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران بازوهای بورسی بانک‌ها می‌باشند، بررسی و مقایسه عملکرد صندوق‌هایی که مدیریت آن به بانک وابسته است و سایر صندوق‌ها می‌تواند به روشن شدن بهترین محل سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خرد و بالقوه بازار سرمایه بی‌انجامد. نتایج این پژوهش همچنین می‌تواند به تدوین استراتژی‌های جذب سرمایه در شرایط مختلف به مدیران و ارکان استراتژیست صندوق‌ها در شرایط مختلف بازار سرمایه کمک نماید.

### پیشینه پژوهش

در بررسی اثر متقابل جریان سرمایه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازار، پژوهشگران اغلب دو رویکرد را پیش گرفته‌اند. رویکرد اول مبتنی بر دیدگاه خرد است که صندوق‌ها را به‌صورت منفرد مورد بررسی قرار می‌دهد. مثل مقایسه عملکرد صندوق‌ها از لحاظ سودآوری یا تأثیر جریان سرمایه بر بازده صندوق، بر این اساس ورود پول جدید به صندوق‌ها در واکنش به عملکرد پیشین آن‌ها

شکل می‌گیرد. در این حوزه، پژوهش‌های کرهارت<sup>۱</sup> (۱۹۷۷)، قریشی، کوتان، اسماعیل و جی<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، اسلامی بیگدلی، تهرانی و شیرازیان (۱۳۸۴)، سعیدی، محسنی و مشتاق (۱۳۸۹) و اعتمادی، داغانی، عزیزخانی و فرحبخش (۱۳۸۹) از مهم‌ترین پژوهش‌های انجام شده است؛ اما در دیدگاه کلان تمرکز اصلی بر رابطه جریان نقدی سرمایه در صندوق‌ها و بازده بازار است. در این مورد نیز پژوهش‌های فانت<sup>۳</sup> (۱۹۹۹)، ادلن و وارنر<sup>۴</sup> (۲۰۰۱)، الکساکیس، نیارچس، پاترا و پوشاکل<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) و داغانی، فرحبخش و احمدی‌نیا (۲۰۱۱) از مهم‌ترین پژوهش‌های انجام گرفته می‌باشد. برخلاف این واقعیت که بین مجموع جریان نقدی صندوق‌ها و بازده بازار سهام همبستگی مثبت وجود دارد، پاسخ این سؤال که آیا مجموع جریان نقدی صندوق‌ها، محرک تغییرات بازده بازار سهام است یا برعکس، مشخص نیست؛ زیرا نظریه‌های مالی تاکنون پاسخ روشنی برای اینکه آیا تغییر در جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند ارزش دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار دهند و از این طریق بر بازده بازار مؤثر باشند، ارائه نکرده‌اند و همچنین امکان دارد عامل سومى مانند احساسات سرمایه‌گذاران محرک هر دو جریان نقدی و بازده باشد.

### نگرش در سطح خرد

کرهارت (۱۹۷۷)، در پژوهشی راجع به عملکرد صندوق‌ها به این نتیجه رسید که بازده سال قبل با بازده سال جاری ارتباط مثبت دارد، ولی نسبت به هزینه، نسبت فعالیت معاملات و کارمزد صندوق بر عملکرد صندوق اثر منفی دارند بر این اساس، وی نتیجه می‌گیرد که سرمایه‌گذاران از صندوق‌هایی که به صورت مدام بازدهی پایین دارند، اجتناب می‌کنند و صندوق‌ها با بازده بالا در سال گذشته انتظار بازده بالاتر از متوسط را در یک سال بعد دارند ولی نه برای سال‌های دوم به بعد. همچنین نتایج نشان داد از نظر سرمایه‌گذاران صندوق‌ها با هزینه بالای نقل و انتقال و کارمزد بالا برای سرمایه‌گذاری مناسب نیستند.

سیری و توفانو<sup>۶</sup> (۱۹۹۸) در پژوهش خود رابطه جریان نقدی و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند. نمونه آن‌ها در دوره ۱۹۷۱ تا ۱۹۹۰ شامل ۶۹۰ صندوق سرمایه‌گذاری در کشور امریکا

<sup>1</sup> Carhart

<sup>2</sup> Qureshi, Kutan, Ismail, Gee

<sup>3</sup> Fant

<sup>4</sup> Edelen, Warner

<sup>5</sup> Alexakis, Niarchos, Patra, Poshakwale

<sup>6</sup> Siri, Tufano

بوده است. آن‌ها در سه مقطع زمانی ۱۹۷۱، ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به وسیله رگرسیون این رابطه را سنجیده‌اند. در مدل رگرسیون آن‌ها رابطه جریان نقدی ورودی دوره جاری، به‌عنوان متغیر وابسته و خالص دارایی‌های صندوق در دوره قبل، نرخ رشد جریان نقدی کل صندوق‌ها، نوسان بازده ماهانه، هزینه‌های صندوق و عملکرد صندوق‌ها در دوره قبل به‌عنوان متغیر مستقل برآورد شده است. یافته‌های آن‌ها نشان می‌داد که سرمایه‌گذاران به‌صورت گروهی و رمه‌وار، فقط به بازده اخیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری توجه دارند.

قریشی، کوتان، اسماعیل و جی (۲۰۱۷)، عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ۱۰ اقتصاد نوظهور آسیا به‌صورت ماهانه و سه‌ماهه را مورد بررسی قرار دادند. مطالعه ایشان رابطه بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار و نوسانات بازار را بررسی می‌کند، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که منفعل بودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام نسبت به صندوق‌های مختلط در مقایسه با بازار کمتر است و عملکرد بهتری دارند و حجم بیشتری از پول را جذب می‌کنند.

اسلامی بیگدلی، تهرانی و شیرازیان (۱۳۸۴) در مقاله‌ای به بررسی رابطه میان اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و رتبه نقدشوندگی آن‌ها بر عملکردشان براساس سه شاخص ترینر، جنسن و شارپ در قلمرو سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ پرداختند. در این پژوهش با استفاده از گزارش‌های ماهانه و سالانه بورس اوراق بهادار، پژوهشگران بعضی داده‌ها مثل ریسک و بازده پرتفوی و اندازه و بتای شرکت‌های سرمایه‌گذاری را محاسبه کرده و سپس شرکت‌ها را براساس شاخص‌های شارپ، ترینر و جنسن رتبه‌بندی کرده است. آن‌ها دریافتند طی سال‌های مورد بررسی، عملکرد بعضی از شرکت‌ها بهتر از بازار و بعضی پایین‌تر از بازار بوده است و اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و رتبه نقدشوندگی را بر عملکردشان بی‌تأثیر دانستند.

سعیدی، محسنی و مشتاق (۱۳۸۹) به پژوهش درباره عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری که از تاریخ ۱۳۸۸/۴/۲۴ تا تاریخ ۱۳۸۹/۴/۳۰ فعال بوده‌اند و ۱۰ عامل شامل متغیرهای تعداد صنعت موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق، نرخ رشد ارزش صندوق، ارزش نقد نگهداری شده توسط صندوق، درصد تملک سهامداران حقیقی، ارزش ابطال، بازده بازار، ریسک (قدر مطلق انحراف از میانگین)، نسبت فعالیت، سرمایه و بازده دوره قبلی هست. تجزیه و تحلیل داده‌ها با ساختار تلفیقی (پانل) با اثر رگرسیون معمولی انجام شده است. نتایج پژوهش آن‌ها وجود ارتباط خطی معنادار بین ۶ متغیر (به‌ترتیب اولویت) بازده بازار، نرخ رشد ارزش صندوق، قدر مطلق انحراف از میانگین بازده صندوق،

ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، نسبت فعالیت صندوق و ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأیید می‌کند.

### نگرش در سطح کلان

دونان<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) که پیشگام مطالعه تأثیر متقابل بازده بازار سهام و جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سطح کلان است؛ ارتباطی مثبت بین جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تغییرات بعدی بازده بازار و ارتباطی منفی بین بازده بازار و جریان‌های نقدی پس از آن پیدا کرد. نتایج این پژوهش مطابق با نظر عمومی در مورد رابطه مثبت جریان‌های نقدی ورودی به صندوق‌ها و بازده سهام بود. شواهد به‌طور عمومی نشان می‌دهد، همبستگی مثبتی بین مجموع جریان‌های نقدی صندوق‌ها و بازده بازار سهام وجود دارد.

فانت (۱۹۹۹) جریان سرمایه را به چهار بخش تقسیم کرد. صدور، ابطال، خرید سهام توسط صندوق‌ها و فروش سهام توسط صندوق‌ها. فانت این تقسیم‌بندی را لازمه درک کافی از جهت علیت جریان سرمایه و بازده بازار عنوان کرده است. نتیجه پژوهش فانت بیانگر آن است که اولاً بین صدور و ابطال، بیشتر از خرید و فروش سهام همبستگی وجود دارد و ثانياً رابطه جریان سرمایه و بازده بازار تنها در مورد جریان سرمایه در خرید سهام و فروش سهام صدق می‌کند و هر دوی این جریان‌ها به‌طور هم‌زمان با بازده بازار ارتباط دارند و در نهایت رابطه اصلی بین صدور و ابطال و خرید و فروش سهام توسط صندوق‌ها رابطه‌ای مقارن و هم‌زمان است، اگرچه او در برخی وقفه‌ها نیز رابطه معنادار مشاهده نمود.

الکساکیس، نیارچس، پاترا و پوشاکل (۲۰۰۵)، به بررسی اثر متقابل جریان‌های نقدی صندوق‌ها و بازده سهام در بازار نوظهور یونان پرداختند. شواهد حاصل پژوهش آن‌ها نشان داد، بین جریان‌های نقدی صندوق‌ها و بازده سهام رابطه علیتی دوطرفه وجود دارد. نتایج آزمون خودهمبستگی نیز نشان داد، جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری موجب افزایش یا کاهش بازده سهام خواهد شد. طبق نظر آن‌ها، از آنجاکه قانون، صندوق‌ها را مکلف به سرمایه‌گذاری درصدی از وجوه خود در بازار سهام کرده است، جریان‌های ورودی و خروجی صندوق‌ها می‌تواند منجر به افزایش یا کاهش بازده سهام در بازار سهام یونان شود.

<sup>1</sup> Donovan

چاو و کیم<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) ارتباط بین جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و بازگشت نوسانات در بازار را بررسی کردند. ارتباط منفی بین جریان و نوسان روز قبلی نشان‌دهنده توانایی زمان‌بندی سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری تلقی شد. آن‌ها نتیجه می‌گیرند که جریان مثبت با نوسانات بازار کمتر مرتبط است و جریان‌های منفی با نوسانات بازار بالا مرتبط هستند. علاوه بر این، نوسانات جریان‌ها منفی بر نوسانات بازار تأثیر می‌گذارد. پیش‌بینی جریان‌ها، نوسانات بازار را کاهش داده و پیش‌بینی‌های خروجی موجب افزایش نوسانات بازار شده است.

ادلن و وارنر (۲۰۰۱) در پژوهش خود به بررسی جریان‌های نقدی تجمعی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار بورس، در کشور آمریکا پرداختند و ابراز داشتند که جریان نقدی روزانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت مثبت به بازده همان روز و روز گذشته وابسته است اما بازده روزانه به جریان نقدی روز قبل وابسته نیست. آن دو برخلاف وارنر شواهد اندکی از تأثیرگذاری جریان سرمایه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر بازده بازار ثبت کردند. واریانس جریان روزانه سرمایه تنها ۳ درصد از واریانس بازده بازار توضیح می‌داد و این امر با همبستگی شدید بین جریان ماهانه سرمایه و بازده بازار که وارنر آن را گزارش کرده بود، در تناقض بود. آنها بازه زمانی ۲ فوریه ۱۹۹۸ تا ۳۰ ژانویه ۱۹۹۹ را به صورت روزانه مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که جریان سرمایه با وقفه‌ای یک‌روزه از بازدهی بازار تبعیت می‌نماید و این پاسخ با وقفه یک‌روزه را ناشی از واکنش معمولی بازده بازار و جریان سرمایه به اطلاعات جدید یا بازخورد معاملاتی مثبت قلمداد نمود.

داغانی، فرحبخش و احمدی‌نیا (۲۰۱۱) در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی مهارت زمان‌سنجی مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل ترینر-مازوی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد مدیران این نوع شرکت‌ها مهارت مناسبی در زمان‌سنجی بازار در طی دوره پژوهش نداشته‌اند. همچنین شواهدی دال بر حمایت از وجود ضریب زمان‌سنجی مثبت و معنادار قابل مشاهده نبوده است.

وانگ، واستن و ویکرمینیاک (۲۰۱۸) درخصوص صندوق‌های سهامی ایالات متحده بین سال‌های ۱۹۹۹ الی ۲۰۱۱، به این نتیجه رسیدند که شرایط بحران مالی تغییرپذیری بازده صندوق کمتر می‌شود و این موضوع به شدت به استراتژی حداقل ریسک بکار گرفته شده در صندوق و نیز میزان حساسیت آن به عملکرد گذشته صندوق، مرتبط است.

<sup>1</sup> Cha, Kim

بنابراین همانطور که در پیشینه پژوهش مشاهده می‌شود در سطح جهان همیشه رابطه عملکرد بازار و جریان منابع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد بحث بوده است. در برخی از پژوهش‌های اشاره شده، همبستگی مثبتی بین این دو یافته شده است. برخی این رابطه را به صورت یکطرفه و برخی رابطه‌ای دو طرفه بین بازدهی بازار و جریان منابع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری یافته‌اند. همچنین در برخی پژوهش‌ها این رابطه در دوره بسیار کوتاه‌مدت نیز بررسی شده است از جمله ادلن و وارنر (۲۰۰۱) که به این نتیجه رسیدند که جریان سرمایه تنها با وقفه‌ای یک روزه از بازده بازار تبعیت می‌کند. با این حال در این پژوهش تمرکز بر دوره‌های بسیار کوتاه‌مدت نیست، بلکه بازده بازار برای دوره‌های میان‌مدت رکود و رونق در نظر گرفته شده و میزان تأثیرپذیری جریان منابع صندوق‌های سرمایه‌گذاری از این تحركات بازده، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### فرضیه‌های پژوهش

این واقعیت که جریان نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار دارای همبستگی مثبت هستند، الزاماً به آن معنا نیست که یکی از آن دو، دلیل دیگری است. در پژوهش‌های انجام شده تاکنون فقدان بررسی نقش متغیرها و شرایط کلان اقتصادی و به‌ویژه چرخه‌های تجاری حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار بر جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشهود است.

از طرفی بانک‌ها بزرگ‌ترین منابع نقدینگی اقتصاد و واسطه وجوه سرمایه‌گذاران و مقاصد سرمایه‌گذاری هستند. این نهادها مالی عمدتاً تمایل به سرمایه‌گذاری مستقیم در زمینه‌های بلندمدت و کم‌ریسک دارند؛ بر این اساس بررسی جریان وجوه نقدی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک در شرایط مختلف اقتصادی نیز می‌تواند جهت‌گیری و نگاه مدیران بانکی و همچنین تمایل سرمایه‌گذاران را مشخص کند؛ لذا در این پژوهش خالص جریان‌های ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری از لحاظ وابستگی مدیریت به بانک و تأثیر دوره‌های رونق و رکود مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است.

فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

۱- تفاوت معناداری بین خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، در دوره‌های رونق و دوره‌های رکود وجود دارد.

۲- مدیریت بانک‌ها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی آن‌ها تأثیر معناداری دارد.

۳- تفاوت معناداری بین خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مدیریت بانکی، در دوره‌های رونق و دوره‌های رکود وجود دارد.

- ۴- ارزش خالص دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> بر رابطه بین دوره رکود و رونق و خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.
- ۵- ارزش خالص دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین نوع مدیریت صندوق و خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

### روش شناسی پژوهش

#### قلمرو زمانی پژوهش

با توجه به این که در سال‌های اول تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری، در ایران تعداد صندوق‌های پذیرفته شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار تهران اندک بوده است، دوره مورد بررسی از آغاز سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۶ و شامل صندوق‌هایی که در طول این بازه زمانی تأسیس شده‌اند می‌باشد.

#### نمونه پژوهش

شرایطی که نمونه باید دارا باشد به شرح زیر است.  
قبل از سال ۹۶ مجوز فعالیت دریافت کرده باشند و فعالیت خود را آغاز کرده باشند.  
تمامی اطلاعات مورد نیاز آن‌ها موجود باشد.  
پس از انجام نمونه‌گیری مشخص شد که تعداد ۹۸ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام حائز شرایط پژوهش می‌باشند که دیتای ماهانه آن‌ها از سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی<sup>۲</sup> و وبسایت اختصاصی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد تحقیق استخراج شده است. در نهایت داده‌های مورد نظر برای ۴۲۱۳ ماه-صندوق جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل شد.

#### روش انجام پژوهش

برای آزمون و بررسی میزان همبستگی متغیر وابسته و متغیرهای مستقل پژوهش، همانند پژوهش‌های (قریشی، کوتان، اسماعیل و جی، ۲۰۱۷) و رودریگز<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) و مورهادی<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) از

<sup>1</sup> Net Asset Value (NAV)

<sup>2</sup> Fipiran.Com

<sup>3</sup> Rodriguez

<sup>4</sup> Murhadi

مدل رگرسیون زیر استفاده شده است؛ با این تفاوت که متغیر دوره رکود - دوره رونق به‌عنوان متغیر مستقل به مدل اضافه شده است.

$$\text{Flows}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Index} + \beta_2 \text{Management}_{i,t} + \beta_3 \text{NAV}_{i,t} + \beta_4 \text{MV}_{i,t} + \beta_5 \text{age}_{i,t} + \epsilon_{pt} \quad (1) \text{ مدل}$$

### متغیر وابسته

$\text{Flows}_{i,t}$ : جریان‌های نقدی صندوق  $i$  در دوره  $t$

$$\text{flows}_{i,t} = \frac{\text{TNA}_{i,t} - (\text{TNA}_{i,t-1})(1 + R_{i,t})}{\text{TNA}_{i,t-1}}$$

که در آن:

$\text{TNA}_{i,t}$ : بیانگر خالص ارزش دارایی‌های صندوق  $i$  در ماه  $t$

$R_{i,t}$ : بیانگر بازده صندوق  $i$  در ماه  $t$  و به‌شرح ذیل است:

$$R_{i,t} = \frac{\text{NAV}_{i,t} - \text{NAV}_{i,t-1}}{\text{NAV}_{i,t-1}}$$

### متغیرهای مستقل

$\text{Index}$ : متغیر مجازی است؛ اگر شرایط بازار رونق باشد برابر ۱ و اگر شرایط بازار رکود باشد برابر صفر است.

در این تحقیق دوره رکود و رونق براساس شاخص کل بازار طی هر سال، از طریق فیلتر هادریک پرسکات مشخص می‌گردد. این فیلتر روند رونق و رکود را طی سال‌های مورد پژوهش مشخص می‌کند. به منظور جداسازی روند و چرخه‌های متغیرهای مالی، از فیلتر هادریک - پرسکات می‌توان استفاده نمود. این روش استاندارد برای روندزدایی، سری‌های زمانی است به ویژه در شناسایی حقایق آشکار شده ادوار مورد استفاده قرار می‌گیرد. این فیلتر در سطح گسترده در مطالعات ادوار مورد استفاده است. در این معادله، مقدار عددی پارامتر لاندا باید براساس اطلاعات گذشته و به وسیله متوسط طول یک دوره کامل انتخاب شود. براساس تحقیقات انجام شده این مقدار معمولاً ۶ سال در نظر گرفته می‌شود. در تحقیقات جدید نظیر هالگرن<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) از این فیلتر در روند زدایی بازده بورس‌های اوراق بهادار آمستردام هلند AEX و فوتسی FTSE استفاده شده است. فیلتر هادریک - پرسکات

<sup>1</sup> Hallgren

روند زمانی غیرقابل مشاهده را برای یک متغیر سری زمانی ارائه می‌کند. با فرض اینکه یک سری زمانی قابل مشاهده بوده و دلالت بر تغییرات شاخص بورس داشته باشد، فیلتر هادریک-پرسکات را براساس رابطه زیر به یک‌روند زمانی و یک سری زمانی از عناصر دورانی پایا تجزیه می‌کند.

$$\min_T \left( \sum_{t=1}^T (Y_t - v_t^T)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(v_{t+1} - v_t) - (v_t - v_{t-1})]^2 \right)$$

فیلتر هودریک-پرسکات با حداقل کردن مجموع مجذور انحراف متغیر  $Y$  (در اینجا شاخص بازار سرمایه در هر ماه) از روند آن به دست می‌آید. در این معادله،  $v_t^T$  لگاریتم روند شاخص بازار سرمایه و  $Y_t$  لگاریتم واقعی شاخص بازار سرمایه،  $T$  تعداد مشاهدات و پارامتر  $\lambda$  عامل موزون است که میزان هموار بودن روند را تعیین می‌کند.  $\lambda=1600$  برای آمار ماهانه استفاده می‌شود.  $Management_{i,t}$ : اگر کارگزاری مدیر صندوق، به بانک‌ها وابسته باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر است.

### متغیرهای کنترلی

$NAV_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی ارزش خالص یک واحد فروش سرمایه‌گذاری صندوق  $i$  برحسب ارزش کل دارایی‌های صندوق  $i$  در پایان ماه  $t$ .  
 $MV_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی ارزش روز صندوق  $i$  در پایان ماه  $t$  و نشان‌دهنده اندازه صندوق است.  
 $Age_{i,t}$ : برابر لگاریتم طبیعی تعداد روزهایی که از زمان تأسیس و دریافت مجوز صندوق  $i$  تا پایان ماه  $t$  گذشته است.  
 $E_{pt}$ : خطای باقی‌مانده طی دوره ارزیابی.  
 همچنین برای بررسی فرضیه‌های (۵) و (۴) مدل‌های زیر مورد آزمون قرار گرفت.

مدل (۲)

$$Flows_{i,t} = \alpha + \beta_1 NAV_{i,t} + \beta_2 (NAV_{i,t}) (Management_{i,t}) + \beta_3 Management_{i,t} + \beta_4 age_{i,t} + \beta_5 MV_{i,t} + \epsilon_{pt}$$

مدل (۳)

$$\text{Flows}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{NAV}_{i,t} + \beta_2 (\text{NAV}_{i,t}) (\text{Index}_{i,t}) + \beta_3 \text{Index}_{i,t} + \beta_4 \text{age}_{i,t} + \beta_5 \text{MV}_{i,t} + \epsilon_{pt}$$

### یافته‌های پژوهش

در نگاره شماره‌های (۱) و (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش خلاصه شده است. مشخص است به استثنای متغیر NAV، مابقی متغیرهای کمی، نرمال هستند.

نگاره شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

شاخص‌های پراکندگی				شاخص‌های مرکزی			نام و تعداد متغیرها		
بیشترین	کمترین	کشدگی	چولگی	انحراف معیار	میانه	میانه کین	تعداد ماه - صندوق	علامت اختصاری	متغیرها
۸/۴۲۳	-۱۵/۵۴۹	-۰/۰۴۹	-۰/۶۷۶	۶/۱۷	-۰/۲۸	-۱/۲۴	۴۲۱۳	Flows	جریان‌های نقدی (درصد تغییرات)
۱۷/۳۶۹	۸/۷۴۷	۶/۹۳۶	-۲/۲۳۹	۱/۳۷۲	۱۴/۵۲۵	۱۴/۴	۴۲۱۳	NAV	لگاریتم طبیعی ارزش فروش (یک واحد ریال)
۲۶/۳۹۸	۲۲/۵۶۸	-۱/۰۱۲	۰/۱	۱/۰۹	۲۴/۳۴۶	۲۴/۳۷	۴۲۱۳	MV	لگاریتم طبیعی ارزش روز صندوق (ریال)
۸/۰۹۷	۱/۳۸۶	۱/۹۱۶	-۱/۲۸۶	۰/۸۹	۷/۰۱۹	۶/۸۲۶	۴۲۱۳	Age	لگاریتم طبیعی سن صندوق (روز)

نگاره شماره ۲: آمار توصیفی متغیرهای کیفی

درصد	فراوانی		
۵۲.۷	۲۲۲۰	رکود	Index
۴۷.۳	۱۹۹۳	رونق	
۷۲.۴	۳۰۵۰	وابسته به بانک	Management
۲۷.۶	۱۱۶۳	غیر وابسته به بانک	

وجود متغیرهای نامانا در مدل سبب می‌شود تا آزمون‌های  $t$  و  $F$  نیز از اعتبار لازم برخوردار نباشند و کمیت‌های بحرانی ارائه‌شده توسط توزیع‌های  $t$  و  $F$ ، مقادیر صحیحی برای انجام آزمون نیستند. در این شرایط کمیت‌های بحرانی ناشی از  $t$  و  $F$  به‌گونه‌ای هستند که با افزایش حجم نمونه امکان رد هر چه بیشتر فرض صفر را فراهم می‌کند. با رد نادرست فرض صفر نتیجه می‌شود که رابطه مستحکم و معناداری بین متغیرهای مدل وجود دارد، درحالی‌که واقعیت جز این است (در صورتی‌که داده‌ها مانا نباشند، نتایج به‌دست‌آمده از رگرسیون نمی‌تواند واقعی باشد) و رگرسیون به‌دست‌آمده، رگرسیون کاذبی بیش نیست. از مشخصه‌های معمول یک رگرسیون کاذب، داشتن ضریب تعیین نزدیک به یک و آماره دوربین- واتسون نزدیک به صفر است بنابراین قبل از برآورد مدل رگرسیون باید از مانا بودن متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی اطمینان حاصل کردیم. طبق نگاره شماره (۳) نتایج به‌دست‌آمده از آزمون لوین، لین و چو حاکی از مانا بودن متغیرها در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد.

#### نگاره شماره ۳: نتایج آزمون مانایی لوین، لین و چو برای بررسی مانایی متغیرها

متغیر	علامت اختصاری	مرتبیه تفاضل	سطح معناداری	آماره آزمون	نتیجه
خالص ارزش یک واحد	NAV	بدون تفاضل	۰/۰۳۴۶	-۳/۴۴۲	مانا $I(0)$
ارزش خالص دارایی‌های صندوق	MV	بدون تفاضل	۰/۰۰۰	-۶/۸۴۱	مانا $I(0)$
جریان‌های نقدی	Flows	بدون تفاضل	۰/۰۰۰	-۱۰۷/۶۹۱	مانا $I(0)$
عمر صندوق	Age	بدون تفاضل	۰/۰۰۰	-۴/۶۵۹۶	مانا $I(0)$

ابتدا مدل مناسب از میان مدل‌ها (مدل ادغام شده، مدل با اثرات ثابت و یا مدل با اثرات تصادفی) انتخاب می‌گردد. نتایج آزمون چاو برای تشخیص مدل مناسب در نگاره زیر ارائه شده است:

#### نگاره شماره ۴: آزمون چاو یا لیمر برای انتخاب مدل

نتیجه	آزمون چاو یا لیمر			آزمون اثرات	
	مقدار احتمال	درجه‌ی آزادی	آماره آزمون	مدل	
استفاده از مدل پانل	۰/۰۰۶	(۹۶ و ۴۰۱۳)	۱/۴۰۳	مدل	F مقدار
	۰/۰۰۴۷	۸۹۶	۱۳۵/۸۶۰		مقدار کای- دو

با توجه به نگاره شماره (۴)، مقدار احتمال برای مدل کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، بنابراین استفاده از مدل پانل ارجحیت دارد پس باید برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی برای این مدل، آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن در نگاره شماره (۵) مشاهده می‌شود.

نگاره شماره ۵: نتایج آزمون هاسمن برای مدل

آزمون هاسمن				
مدل‌ها	مقدار کای-دو	درجه‌ی آزادی	مقدار احتمال	نتیجه
مدل	۱۳۴/۲۰۲	۵	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

نتیجه ارائه شده در نگاره شماره (۵)، حاکی از رد فرضیه صفر برای مدل، مبنی بر برتری الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات تصادفی است؛ بنابراین الگوی مناسب برای برآورد مدل، الگوی اثرات ثابت است. (مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ شده است).

### نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

در مدل شماره (۱) برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم، تأثیر متغیر مستقل به همراه متغیرهای کنترلی شامل شرایط بازار در دوره  $t$ ، خالص ارزش یک واحد صندوق  $i$  در دوره  $t$ ، ارزش خالص کل دارایی‌های صندوق  $i$  در دوره  $t$ ، عمر صندوق  $i$  در دوره  $t$  و نوع مدیریت صندوق  $i$  (وابستگی به بانک) در دوره  $t$ ، بر متغیر جریان‌های نقدی صندوق  $i$  در دوره  $t$  بررسی شده است. آماره آزمون فیشر مدل با مقدار ۲۹/۴۳ بزرگ‌تر از مقدار بحرانی و سطح معناداری محاسبه شده آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که از وجود رابطه خطی بین حداقل یکی از متغیرهای مستقل یا کنترلی با متغیر وابسته است.

نگاره شماره ۶: برازش و برآورد پارامترهای مدل (۱)

پارامترها	مقدار ضرایب	خطا	تی	مقدار احتمال	نتیجه
Index	-۷.۶۲۲	۰.۱۴۸	-۵۱.۴۸۰	۰.۰۰۰	معنادار و منفی
Management	۰.۱۶۹	۱.۰۱۴	۰.۱۷۰	۰.۸۶۸	غیرمعنادار
NAV	-۱.۸۴۰	۰.۳۹۱	-۴.۷۰۰	۰.۰۰۰	معنادار و منفی
MV	۱.۰۸۳	۰.۲۰۸	۵.۲۰۰	۰.۰۰۰	معنادار و مثبت
Age	۱.۰۹۹	۰.۱۳۵	۸.۱۳۰	۰.۰۰۰	معنادار و مثبت
شاخص‌های مدل	F مقدار		۲۹.۴۳		F مقدار احتمال
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۴۱		دوربین واتسون
					۲.۱۱

مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۴۱ درصد از تغییرات جریان‌های نقدی صندوق  $i$  در دوره  $t$  به وسیله متغیرهای  $Index$ ،  $NAV$ ،  $MV$  و  $Age$  و  $Management$  قابل تبیین است. با توجه به نتایج جدول متغیر رکود یا رونق تأثیر معنی‌داری بر جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌گذارد و این تأثیر منفی است. با توجه به تعریف عملیاتی متغیر  $Index$  رابطه منفی به این معنی است که در دوره رونق جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. لذا فرضیه اول ما مبنی بر تفاوت جریان‌های نقدی صندوق‌ها در دوره‌های رونق و رکود تأیید می‌شود. اما متغیر مستقل دوم یعنی نوع مدیریت تأثیر معناداری بر جریان‌های نقدی صندوق نداشته است. زیرا مقدار احتمال از سطح خطای ۵ درصد بزرگ‌تر شده است. این بدان معنی است که جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری متأثر از مدیریت بانکی یا غیربانکی آن‌ها نیست. این نتیجه با پیش بینی ما سازگار نیست و لذا فرضیه شماره (۲) تأیید نمی‌شود.

نتایج رگرسیون همچنین نشان‌دهنده رابطه معنی‌دار بین ارزش خالص دارایی‌های صندوق، ارزش روز صندوق و سن صندوق با خالص جریان‌های نقدی صندوق می‌باشد. این رابطه در مورد ارزش خالص دارایی صندوق منفی است به این معنی که صندوق‌هایی که ارزش خالص دارایی‌شان (برای هر واحد سرمایه‌گذاری) بزرگتر است جریان نقدی ورودی شان کمتر است یا به عبارتی سرمایه کمتری جذب می‌کنند. در حالی که رابطه برای دو متغیر کنترلی دیگر مثبت است به این معنی که صندوقی که ارزش بازار بیشتر داشته باشد و یا زمان بیشتری از شروع کارش گذشته باشد یا اصطلاحاً قدیمی‌تر باشد موفق به جذب جریان‌های نقدی بیشتری در طی یک ماه می‌گردد.

### نتایج آزمون فرضیه سوم

در فرضیه دوم دیده شد که مدیریت بانکی تأثیری بر جذب منابع توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری ندارد. در فرضیه سوم سوالی که پیش می‌آید این است که آیا این موضوع چه در دوره رکود و چه در دوره رونق بازار حاکم است؟ از این رو تأثیر نوع مدیریت صندوق (بانکی یا غیربانکی بودن مدیریت) را به‌طور جداگانه در دوره‌های رکود و رونق آزمون کردیم.

نگاره شماره ۷: برازش و برآورد پارامترهای مدل فرضیه سوم

SIG.	T	ضرایب		متغیرهای مستقل	INDEX
		خطا	B		
۰/۲۶۱	۱/۱۲۴	۳/۰۱۲	۳/۳۸۶	(Constant)	۱
۰/۰۰۰	-۷/۴۶۲	۰/۱۰۷	-۰/۷۹۷	Ln nav	
۰/۴۰۸	-۰/۸۲۸	۰/۲۸۲	-۰/۲۳۳	management	
۰/۴۷۵	-۰/۷۱۴	۰/۱۱۷	-۰/۰۸۴	Wln mv	
۰/۰۰۰	۴/۳۸۷	۰/۱۶۴	۰/۷۲۱	Ln age	
۰/۰۷۶	۱/۷۷۳	۲/۰۱۰	۳/۵۶۴	(Constant)	۰
۰/۲۵۲	-۱/۱۴۶	۰/۰۷۰	-۰/۰۸۱	Ln nav	
۰/۳۹۰	۰/۸۵۹	۰/۱۹۳	۰/۱۶۶	management	
۰/۴۵۹	-۰/۷۴۱	۰/۰۷۸	-۰/۰۵۸	Wln mv	
۰/۰۷۲	۱/۸۰۲	۰/۱۱۳	۰/۲۰۳	Ln age	

نتیجه مدل	دوربین واتسون	R2adj	R2	Sig.	F	index
تأیید	۱/۸۷۹	۰/۰۲۹	۰/۱۶۹	۰/۰۰۰	۱۴/۶۳۹	۱
رد	۱/۹۰۸	۰/۰۰۲	۰/۰۴۵	۰/۰۳۷	۱/۱۳۷	۰

در این مدل تأثیر ۴ متغیر مستقل به بر متغیر Flow در مدل به تفکیک Index صفر و یک بررسی شده است. آماره آزمون فیشر مدل برای شرکت‌های با Index1 برابر ۱۴/۶۳۹ و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار ولی برای شرکت‌های با Index برابر ۱/۱۳۷ و در سطح اطمینان ۹۵٪ بی‌معنا شده است. برای هر دو حالت Index، اثر متغیر Managment در سطح اطمینان ۹۵٪ رد و بی‌معنا شده است (مقدار سطح معناداری از ۰/۰۵ بیشتر است). بنابراین حتی با ورود متغیر رونق و رکود نیز، مدیریت بانکی اثری بر خالص جریان‌های ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ندارد.

### نتایج آزمون فرضیه چهارم

در این مدل مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که حدود ۳۹/۸٪ از تغییرات خالص جریان‌های ورودی صندوق به‌وسیله متغیرهای مستقل، قابل تبیین است. نتایج به‌دست آمده که در نگاره زیر خلاصه شده است نشان می‌دهد متغیر تعدیلگر خالص ارزش دارایی‌ها بر رابطه بین دوران تورم و رکود و خالص جریان‌های نقدی صندوق‌ها مؤثر نیست. مقدار تی به‌دست آمده برای متغیر تعدیلگر -

۰.۱۹۵ می‌باشد که قدر مطلق آن از ۱.۹۶ بسیار کوچکتر است و نشان‌دهنده رد فرضیه چهارم است. به عبارتی پایین بودن یا بالا بودن مقدار خالص ارزش دارایی‌ها رابطه بین دوران تورم یا رکود و خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نه تقویت و نه تضعیف می‌کند.

نگاره شماره ۸: برازش و برآورد پارامترهای مدل (۲)

نتیجه جهت رابطه	Sig.	t	ضرایب		
			Beta		
	۰.۰۰۴	۲.۸۹۵			(Constant)
معنادار و منفی	۰.۰۰۰	-۶.۵۳۵	-۰.۰۹۱		NAV
معنادار و مثبت	۰.۰۰۰	۴.۵۷۴	۰.۰۶۴		Age
غیرمعنادار	۰.۴۹۲	-۰.۶۸۸	-۰.۰۱۱		MV
غیرمعنادار	۰.۸۴۵	-۰.۱۹۵	-۰.۰۵۲		(NAV)(Index)
معنادار و منفی	۰.۰۳۳	-۲.۱۲۹	-۰.۵۷۰		index
۰.۰۰۰	مقدار احتمال F	۵۵۷.۳۶۸	مقدار F		شاخص‌های مدل
۱.۹۰۹	دوربین واتسون	۰.۳۹۸	ضریب تعیین تعدیل شده		

### نتایج آزمون فرضیه پنجم

بر اساس نگاره شماره ۸) نتایج به دست آمده از ضرایب بتا و آماره تی رگرسیون نشان می‌دهد با توجه به این که مقدار آماره تی برای متغیرهای (NAV) (Management) خارج بازه بحرانی است (مقدار قدر مطلق تی بزرگتر از ۱/۹۶ شده است)، بنابراین با احتمال ۰/۹۵ فرضیه معناداری ضرایب تأیید می‌گردد. به عبارتی ارزش خالص دارایی‌های صندوق تأثیر منفی بر رابطه مدیریت صندوق و خالص جریان‌های ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارد. به این معنی که هر چه مقدار ارزش خالص دارایی‌های صندوق کوچکتر باشد رابطه بین مدیریت صندوق و خالص جریان‌های ورودی صندوق قوی‌تر و هر چه این مقدار بزرگتر باشد رابطه مزبور ضعیف‌تر است.

نگاره شماره ۹: برازش و برآورد پارامترهای مدل (۳)

نتیجه	احتمال	t	ضرایب	
			Beta	
	۰.۰۶۷	۱.۸۳۴		(Constant)
معنادر و منفی	۰.۰۳۰	-۲.۱۶۷	-۰.۶۴۴	(NAV)(Management)
معنادر و منفی	۰.۰۰۰	-۶.۴۰۹	-۰.۱۱۵	NAV
معنادر و منفی	۰.۰۰۰	۴.۷۴۳	۰.۰۸۸	Age
معنادر و مثبت	۰.۰۳۱	۲.۱۵۵	۰.۶۳۸	Management
غیرمعنادر	۰.۳۱۰	-۱.۰۱۵	-۰.۰۱۶	MV
۰.۰۰۰	مقدار احتمال F	۱۰.۶۹۰	مقدار F	شاخص‌های مدل
۱.۸۷۱	دوربین واتسون	۰.۰۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده	

### بحث و نتیجه‌گیری

#### تأثیر دوره‌های رکود و رونق

نتایج آزمون‌ها برای بررسی وجود تفاوت بین خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، در دوره‌های رونق و دوره‌های رکود نشان می‌دهد در دوره‌های رونق جریان منابع به صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر است. اگر چه فرضیه اول که تنها بیانگر وجود تفاوت معنی‌دار بین جریان منابع ورودی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره رونق و رکود بود، تأیید شد؛ با این حال جهت رابطه که در نتایج به دست آمد، مورد انتظار ما نبود. براساس پیشینه پژوهش انتظار بر این بود که در دوره‌های رونق (بازده بالای بازار) جریان منابع به صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیشتر باشد اما جهت رابطه در آزمون فرضیه اول، عکس این انتظار را نشان داد. دلیل پایین‌تر بودن جریان منابع ورودی در دوره‌های رونق اقتصادی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند به دلیل پویا بودن و توجیه اقتصادی داشتن سایر فرصت‌های جذب سرمایه در این دوران باشد. اما در دوران رکود که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاسته می‌شود و شرایط اقتصادی کشور رونق ندارد، مردم ترجیح می‌دهند سرمایه‌هایشان را در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وارد کنند تا این صندوق‌ها با توجه به تیم‌های کارشناسی بتوانند بهترین فرصت‌ها را برای سرمایه‌گذاری بهینه وجوه مردم بیابند و مدیریت کنند. به عبارتی می‌توان گفت تخصص و دانش صندوق‌ها در زمینه سرمایه‌گذاری و ترس سرمایه‌گذاران از گرفتار شدن در نمادهای نزولی در دوران رکود، موجب جذب بیشتر منابع نقدینگی در این صندوق‌ها هنگام رکود بازار

می‌شود. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق فانت (۱۹۹۹) مبنی بر وجود رابطه همزمان و پژوهش الکساکیس، نیارچس، پاترا و پوشاکل (۲۰۰۵) مبنی بر وجود رابطه دو طرفه بین جریان منابع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار سازگار است. با این حال نتایج این فرضیه در مورد جهت رابطه، با نتایج پژوهش ادلن و وارنر (۲۰۰۱) مغایر است زیرا آنها رابطه‌ای مثبت بین بازده بازار و جریان منابع صندوق‌ها یافتند در حالی که در این پژوهش جریان منابع در دوره‌های رکود (بازده پایین) بیشتر از دوره‌های رونق (بازده بالا) بوده است. همچنین در فرضیه چهارم بررسی شد آیا خالص ارزش دارایی‌های صندوق بر رابطه دوران رکود و رونق و استقبال مردم از سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها مؤثر است؟ رد این فرضیه نشان داد پایین بودن یا بالا بودن مقدار خالص ارزش دارایی‌ها رابطه بین دوران تورم یا رکود و خالص جریان‌های نقدی ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نه تقویت و نه تضعیف می‌کند. لذا مبلغ خالص ارزش دارایی‌های صندوق‌ها اثری بر جذب سرمایه در صندوق‌ها در دوران رکود یا رونق ندارد.

همچنین نتایج آزمون در مورد متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده استقبال بیشتر مردم از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های با خالص دارایی بیشتر یا به عبارتی صندوق‌هایی که از نظر حجم سرمایه در اختیار، بزرگتر هستند و صندوق‌های با سابقه‌تر (عمر طولانی‌تر) می‌باشد. این نتیجه که مردم برای سپردن سرمایه‌هایشان به یک نهاد مالی به صندوق‌های بزرگتر و قدیمی‌تر اعتماد بیشتر داشته باشند، قابل پیش‌بینی بوده و در آزمون‌ها نیز شواهد آن دیده شد.

### تأثیر نوع مدیریت صندوق

نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان داد خالص جریان‌های ورودی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری متأثر از نوع مدیریت صندوق نیست. اگر چه انتظار نخست این است که صندوق‌هایی که مدیریت آن‌ها به بانک وابسته است؛ با توجه به دسترسی بیشتر به سرمایه‌داران و سپرده‌گذاران قدرت جذب منابع بیشتری برای صندوق‌های متبوع بانک داشته باشند، ولی طبق نتایج این پژوهش مشخص است که این فرض تأیید نشده است. به عبارتی برخلاف انتظار ما برای سرمایه‌گذاران، بانکی بودن یا غیر بانکی بودن مدیریت یک صندوق اهمیتی ندارد و آنچه ملاک تصمیم‌گیری آنها برای سرمایه‌گذاری در یک صندوق سرمایه‌گذاری می‌باشد، وابستگی صندوق به بانک نیست. شاید دلیل این عدم تفاوت را بتوان در ریسک‌گریزی مدیران بانکی و ترجیح آن‌ها به سرمایه‌گذاری در زمینه‌های بلندمدت و کم ریسک دانست. لذا سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزتر در سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری می‌کنند و سرمایه‌گذاران

ریسک‌پذیرتر که به سمت سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری متمایل هستند، بانکی بودن مدیریت صندوق را مزیت اضافی برای انتخاب صندوق به‌شمار نمی‌آورند. در فرضیه‌های سوم و پنجم دو بررسی اضافی بر روی این رابطه انجام شد. در این فرضیه‌ها تأثیر دوران رکود و رونق و نیز تأثیر خالص دارایی‌های صندوق بر رابطه نوع مدیریت صندوق و میزان جذب جریان‌های نقدی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد عدم تأثیر نوع مدیریت صندوق بر خالص جریان‌های ورودی صندوق محدود به دوره خاصی نیست و هم در دوران رکود و هم در دوران رونق صادق است. به عبارتی شرایط رونق یا رکود در بازار نمی‌تواند رابطه‌ای بین نوع مدیریت و جریان‌های ورودی صندوق‌ها ایجاد کند. اما نتایج آزمون فرضیه پنجم نشان داد ارزش خالص دارایی‌های صندوق تأثیر منفی بر رابطه مدیریت صندوق و خالص جریان‌های ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارد. به این معنی که هر چه مقدار ارزش خالص دارایی‌های صندوق کوچکتر باشد رابطه بین مدیریت صندوق و خالص جریان‌های ورودی صندوق قوی‌تر و هر چه این مقدار بزرگتر باشد، رابطه مزبور ضعیف‌تر است. به عبارتی سرمایه‌گذاران در مورد صندوق‌های بزرگتر، کمتر به نوع مدیریت آن (بانکی یا غیربانکی بودن) توجه می‌کنند.

### پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر ارتباط بین دوره اقتصادی بازار و خالص جریان‌های ورودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به این مضمون که در دوره‌های رکود بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران استقبال بیشتری از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری می‌نمایند، توصیه می‌شود به‌خصوص در دوران رکود بازار، برای جلوگیری از خروج سرمایه‌ها از بازار سرمایه که می‌تواند منجر به ایجاد اختلال و جو روانی در سایر بازارهای سرمایه‌گذاری (مسکن، ارز، طلا و ...) گردد، تعداد و حجم سرمایه قابل پذیرش صندوق‌های سرمایه‌گذاری توسط ناظر بازار تقویت شود و تبلیغات گسترده‌تری بر روی نحوه عملکرد و ماهیت این صندوق‌ها صورت بگیرد تا سرمایه‌گذاران ناآگاه و یا غیرحرفه‌ای بتوانند از این پتانسیل استفاده کرده و سرمایه‌های سرگردان خود را در دوران رکود بازار سرمایه، روانه صندوق‌های حرفه‌ای مشترک نمایند؛ تا این صندوق‌ها بتوانند از طرفی بازدهی منطقی‌ای برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند و از طرفی از متشنج شدن فضای سرمایه‌گذاری و یا دلالی در بازارهای موازی جلوگیری کرده و با تخصص خود به صورت بهینه وجوه جمع‌آوری شده از مردم را در فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری کنند.

## منابع و مأخذ

- 1- Alexakis, C., Niarchos, N., Patra, T., & Poshakwale, S. (2005). The dynamics between stock returns and mutual fund flows: Empirical evidence from the Greek market. *International Review of Financial Analysis*, 14(5), 559-569.
- 2- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 52(1), 57-82.
- 3- Cha, H. J., & Kim, J. (2010). Stock returns and investment trust flows in the Japanese financial market: A system approach. *Journal of Asian Economics*, 21(4), 327-332.
- 4- Daghani, R, Farahbakhsh, S, Ahmadiania, H. (2011). market Timing in Investment Companies and Mutual Funds, Evidence from Iran, *Applied Sciences Journal*, 13(8).
- 5- Diane Del Guercio, & Reuter Jonathan (2014) Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha, *Journal of Finance*, 69(4): 1673-1704
- 6- Donovan, W. P. (1995). We Like Your Dollars: Amending the Tax Code to Encourage Nonresident Alien Investment in Mutual Funds Managed in the United States. *Suffolk Transnat'l L. Rev.*, 19, 215.
- 7- Edelen, R. M., & Warner, J. B. (2001). Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns. *Journal of Financial Economics*, 59(2), 195-220
- 8- Eslami bidgoli, G, Tehrani, R, Shirazian, Z. (2006), Relation between Investment companies' performance based on Treynor, Sharp and Jensen indexes and companies' size and liquidity. *Financial Research journal*, 7(1), 3-24. (*In Persian*)
- 9- Etemadi, H, Daghani, R, Azizkhani, M, Farahbakhsh, S. (2004) Timing in Portfolio Evaluation: Evidence of capital market. *Financial Research journal*, 6(1), 25-36. (*In Persian*)

- 10- Fant, L. F. (1999). Investment behavior of mutual fund shareholders: The evidence from aggregate fund flows. *Journal of Financial Markets*, 2(4), 391-402.
- 11- Hallgren, F. (2011) On Prediction and Filtering of Stock Index Returns *Working paper, Department of Mathematics, KTH Royal Institute of Technology*, Stockholm, Sweden.
- 12- Hosseini, M, khodaei, M, saeedi, A, (2019) "performance persistence investigation in equity mutual funds" *Financial management perspectives*, 8(24), 63-77. (In Persian)
- 13- Murhadi, Werner R. (2010). Performance Evaluation of Mutual Funds In Indonesia, *Faculty of Business & Economics, University Surabaya*.
- 14- Qureshi, F. Kutan, A. M. Ismail, I. & Gee, C. S. (2017). Mutual funds and stock market volatility: An empirical analysis of Asian emerging markets. *Emerging Markets Review*.
- 15- Rodriguez, J. (2008). Market timing: A global endeavor, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 18, p 545–556.
- 16- Saeedi, A, Mohseni, G, moshtagh, S. (2010), Effective Factors on Mutual Funds Return in Tehran Stock Exchange, *Journal of Securities exchange*, 3(10), 123-141. (In Persian)
- 17- Sinaie, H, Mahmoodi, E, Abouali, M (2016) A Study on factors influencing mutual joint investment fund flows in Iran, *Accounting review*, 3(11), 97-114. (In Persian)
- 18- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *The journal of finance*, 53(5), 1589-1622.
- 19- Wang, Y, Watson, J & Wickramanayake, J. (2018). The global financial crisis and the mutual fund flow-performance relationship. *The World Economy*, 41(11). 3172-3193.