

## تأثیر نظارت خارجی بر رابطه بین نسبت گردش سرمایه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

دکتر زهرا پورزمانی\* (نویسنده مسئول)

دانشیار، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی

zahra.poorzamani@yahoo.com

آزاده رضایی

کارشناسی ارشد مهندسی مالی و مدیریت ریسک، موسسه آموزش عالی پرندک

Rezaee\_azade@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۸/۲۵ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۱۲/۱۰

### چکیده:

عوامل بسیاری بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موثر می‌باشند. در این پژوهش تأثیر نظارت خارجی بر رابطه بین نسبت گردش سرمایه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد بررسی قرار گرفته است. در واقع به علت بالا بودن هزینه نظارت فقط سهامداران نهادی به علت دستیابی به مزایای کافی انگیزه نظارت دارند. جهت انجام پژوهش، تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای مجوز فعالیت از سازمان بورس اوراق بهادار از مهر ۱۳۹۱ تا پایان شهریور ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله حاکی از ارتباط معکوس و معنادار بین نسبت گردش سرمایه با عملکرد صندوق‌ها می‌باشد. همچنین ارتباط مستقیم و معناداری بین نظارت خارجی و عملکرد صندوق‌ها وجود دارد. در حالیکه نتایج رابطه معناداری بین نظارت خارجی و رابطه بین نسبت گردش سرمایه و عملکرد صندوق‌ها نشان نداد.

**واژه‌های کلیدی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، نظارت خارجی، عملکرد

مقدمه:

بازار سرمایه به عنوان یک زیرسیستم بخش مالی و اقتصاد در کنار بازار پول کارکرد بسیار مهمی در توسعه فعالیتهای اقتصادی و ایجاد شرایط مطلوب اقتصادی در کشورهای مختلف دارد. بازیگران اصلی این بازار نهادهای مالی هستند. صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک از جمله این نهادها می‌باشند که با هدف ایجاد مدیریت تخصصی برای خرید و فروش اوراق بهادار و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و در نهایت تشویق برای توسعه بازار سرمایه برای اولین بار در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا ایجاد شدند و جذابیت‌هایی همچون تنوع فعالیت بر اساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد و کاهش هزینه‌های کارگزاری و عملیاتی در مقایسه با معاملات کوچک سرمایه‌گذاران و کاهش خطر سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورند [۳].

عملکرد صندوق‌ها و بنگاه‌های اقتصادی تحت تأثیر بسیاری از عوامل داخلی و خارجی قرار می‌گیرد، که هر یک از این عوامل می‌تواند بر روی میزان موفقیت صندوق‌ها در به حداکثر رساندن درآمد شرکت و پرداخت سود بالاتر به سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. مدیران صندوق‌ها و دست‌اندرکاران بازار سرمایه و سیاست‌گذاران اقتصادی باید با شناخت دقیق این عوامل محیطی تصمیماتی اتخاذ نمایند که سرمایه‌گذاران بتوانند با قبول ریسک معقول به بازده مناسبی دست یابند.

### چارچوب نظری پژوهش

نگاهی به بخش مالی اقتصاد ایران حکایت از این واقعیت دارد که اقتصاد کشور هنوز از ضرورت‌ها و مزایای بازارهای مالی مطلوب که پاسخگوی نیازهای گسترده اقتصادی جامعه باشد محروم است. تحت چنین شرایطی بازار سرمایه به ابزار و امکانات جدیدی نیاز دارد که ضمن حفظ حقوق صاحبان سهام و برخورداری از ریسک متعادل حداقل نرخ بازدهی مورد درخواست آنها را تامین نماید. با توجه به فلسفه وجودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد اما در سطح وسیع می‌باشد، توسعه این صندوق‌ها نقش اساسی در جمع‌آوری پس‌اندازهای راکد توسط بورس و افزایش نقدینگی در فعالیتهای مولد و از سوی دیگر رونق اقتصادی و کاهش تورم ایفا می‌کند.

در این میان، سرمایه‌گذارانی که قصد دارند در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، در راستای کسب بازدهی بیشتر و یا حداقل حفاظت از سرمایه خویش همواره به دنبال ارزیابی و مقایسه عملکرد این صندوق‌ها می‌باشند. در این ارتباط شناسایی عوامل تبیین‌کننده عملکرد صندوق‌ها می‌تواند ارزیابی‌های سرمایه‌گذاران را تسهیل کرده و نتایج تصمیم‌گیری‌های آن را بهبود بخشد. نظارت‌های خارجی از جمله اهرم‌هایی می‌باشد که به نوعی مکمل افزایش سطح بهینه سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود [۱۴]. سهامداران دولتی و سهامداران نهادی بیشتر توجه خود را معطوف به اموری می‌نمایند که تصمیم‌گیری در مورد آن‌ها مستقیماً مرتبط با اهداف بلند مدت شرکت‌ها که همانا افزایش سودآوری همراه با افزایش کیفیت است، می‌باشد [۱۱]. سیل عظیم رسوایی شرکت‌ها در سال‌های اخیر نقش حاکمیت شرکتی را در نظارت موثر بر تصمیمات مدیران و عملکرد شرکت‌ها به چالش کشیده است. اصلاح چنین وضعی مستلزم نظارت موثر بر عملکرد شرکت‌ها و تصمیمات اخذ شده از سوی مدیران آن‌هاست [۱۲]. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکت‌ها منجر شود، این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد [۱۸]. هدف اصلی این مطالعه بررسی برخی از عوامل تبیین‌کننده عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد. در این راستا تلاش خواهد شد تا تأثیر نظارت خارجی، نسبت گردش سرمایه و تأثیر نظارت خارجی بر رابطه بین نسبت گردش سرمایه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد بررسی قرار گرفته و چگونگی اثرپذیری عملکرد صندوق‌ها از سه عامل فوق تشریح گردد.

### **پیشینه پژوهش**

تحقیقی توسط جاوید و دیگران (۲۰۰۸) انجام شد که در این تحقیق اثر ریسک بر عملکرد صندوق‌ها تأیید گردید. به عبارتی هر چه ریسک بیشتر باشد، بازده صندوق بالاتر بوده است. عامل اثرگذار دیگر، اندازه صندوق است. استدلال محقق این بود که هر چه صندوق بزرگ‌تر باشد، می‌تواند تنوع بیشتری ایجاد کند و این بر عملکرد صندوق اثرگذار می‌-

باشد. در این تحقیق، همچنین پیشینه مدیریت که همان سوابق مدیر و رشته تحصیلی وی می‌باشد، بر بازده صندوق اثرگذار بوده است.

تالات و راوف (۲۰۰۹) در تحقیقی رابطه اندازه صندوق با بازده صندوق را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که اندازه صندوق با بازده آن ارتباطی ندارد. نتیجه دیگر این تحقیق، تأیید تأثیر عمر، هزینه صندوق و نسبت فعالیت معاملاتی بر بازده صندوق بود. شین پینگ و تسنگ هسین (۲۰۰۹) نیز به بررسی رابطه بین مالکیت درونی و مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تایوان در دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۳ پرداختند. نتایج آنها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی نشان داد که بین مالکیت درونی و عملکرد شرکت رابطه معکوس یو شکل وجود دارد. همچنین، بین مالکیت نهادی دولتی و مالکیت نهادی شرکتی با عملکرد، رابطه منفی معنی‌دار و بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد، رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد.

سعیدی، محسنی و مشتاق (۱۳۸۹) نیز ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را در بازه زمانی ۱۳۸۸/۴/۲۴ تا ۱۳۸۹/۴/۳۰ مورد بررسی قرار داده‌اند. در تحقیق آن‌ها ۱۰ عامل بررسی شده شامل متغیرهای: تعداد صنعت موجود در سبد سرمایه‌گذاری، نرخ رشد ارزش صندوق، ارزش صدور، ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق، درصد تملک سهامداران حقیقی، ارزش ابطال، بازده بازار، ریسک، نسبت فعالیت، سرمایه و بازده دوره قبل می‌باشد. نتایج تحقیق وجود ارتباط معنی‌دار بین ۶ متغیر بازده بازار، نرخ رشد ارزش صندوق، قدر مطلق انحراف از میانگین، ارزش صدور، نسبت فعالیت، ارزش ابطال را با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأیید می‌کند.

پورزمانی و دیگران (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مبتنی بر نسبت‌های شارپ و پتانسیل مطلوب را مورد مقایسه قرار داده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در بازار سرمایه ایران، بین رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس نسبت شارپ، نسبت بازدهی واقعی و نسبت پتانسیل مطلوب همبستگی معنی‌داری وجود دارد بطوری که جهت تغییرات هر سه نسبت یکسان بوده و هر سه نسبت بطور متوسط رتبه‌بندی مشابه‌ای را از میان گزینه‌های سرمایه‌گذاری

ارائه می دهند. بنابراین بر اساس یافته‌های این مطالعه می توان گفت بین رتبه بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس هر سه نسبت شارپ، پتانسیل مطلوب و بازدهی واقعی تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.

خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) در تحقیقی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۴ را با استفاده از روش رگرسیونی داده‌های ترکیبی مورد مطالعه قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد سرمایه‌گذار نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه‌ی مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. همچنین ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و عملکرد آن دارای رابطه مثبت و معنی‌داری است.

احمدپور و دیگران (۱۳۸۸) به بررسی رفتار مدیریت سود و رابطه آن با ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی، مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی عمده با کمک رگرسیون داده‌های ترکیبی و با استفاده از اطلاعات ۱۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۲ پرداختند. نتایج آزمون بیانگر این موضوع است که وقتی انگیزه برای دستکاری سود بالاست، مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی نقش ضعیفی بر کاهش ناهنجاری ارقام غیرتعهدی غیرعادی دارند.

### **فرضیه‌های پژوهش**

فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر قابل بیان می باشد:

۱. نظارت خارجی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد آن‌ها تاثیرگذار می‌باشد.
۲. نسبت گردش سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد آن‌ها تاثیرگذار می‌باشد.
۳. نظارت خارجی بر رابطه بین نسبت گردش سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و عملکرد آن‌ها تاثیرگذار می‌باشد.

### **روش شناسی پژوهش**

در این تحقیق، برای تجزیه و تحلیل داده‌های بدست آمده از نمونه‌ها از روش های آمار توصیفی و استنباطی استفاده می شود. این تحقیق با هدف پیدا کردن رابطه‌های میان متغیرها از نوع همبستگی است. تحقیق حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی تایید یا عدم تایید این رابطه در شرایط کنونی بر اساس داده‌های تاریخی می‌باشد. در این تحقیق از روش آرشویی برای جمع‌آوری اطلاعات استفاده شد. کلیه اطلاعات مورد نیاز وارد نرم افزار Excel شده، سپس اطلاعات وارد نرم افزار STATA شده و مورد آزمون و تحلیل قرار خواهد گرفت. در تحقیق حاضر از روش رگرسیون بصورت داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) برای بررسی همبستگی بین متغیرها استفاده خواهد شد. در روش تحلیل رگرسیون رابطه میان متغیرها براساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد. همچنین این تحقیق با توجه به هدف در قلمرو تحقیقات کاربردی قرار دارد.

### **جامعه و نمونه آماری**

در این تحقیق کل جامعه مورد مطالعه قرار خواهد گرفت و نمونه‌گیری صورت نگرفته است. جامعه مورد نظر در این تحقیق عبارتست از تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام و دارای مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار که از سال ۱۳۸۷ فعالیت خود را آغاز کرده و تا پایان شهریور سال ۱۳۹۳ فعالیت خود را ادامه داده‌اند. سپس با تطابق شرایط نمونه با جامعه آماری، پروسه نمونه‌گیری انجام خواهد شد. شرایطی که نمونه باید دارا باشد به شرح زیر است:

۱. جزء صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام با مقیاس کوچک باشد. ۲. تاریخ تأسیس آن قبل از پایان شهریور سال ۱۳۹۱ بوده و تا پایان شهریور سال ۱۳۹۳ جزء صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران باشد. ۳. اطلاعات مورد نیاز درخصوص این صندوق در بازه زمانی پژوهش در دسترس باشد. بعد از مدنظر قرار دادن این معیارها، تعداد ۴۴ صندوق سرمایه‌گذاری به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است که با توجه به بازه زمانی ۲۴ ماهه، تعداد مشاهدات به ۱۰۵۶ ماه - صندوق رسید.

### **مدل ها و متغیرهای پژوهش :**

در مطالعه حاضر برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیات از مدل رگرسیونی ارائه شده توسط تانگ و دیگران (۲۰۱۱) بصورت داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود.

**مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه اول:** آیا نظارت خارجی بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد آن تاثیرگذار می‌باشد؟

$$r_{i,t} = S_0 + S_1 \text{MONITORING}_{i,t-1} + S_2 \text{LOGAGE}_{i,t-1} + S_3 \text{LOGTNA}_{i,t-1} + v_{i,t}$$

**مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه دوم:** آیا نسبت گردش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بر عملکرد آن تاثیرگذار می‌باشد؟

$$r_{i,t} = S_0 + S_1 \text{TURNOVER}_{i,t-1} + S_2 \text{LOGAGE}_{i,t-1} + S_3 \text{LOGTNA}_{i,t-1} + v_{i,t}$$

**مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه سوم:** آیا نظارت خارجی بر رابطه بین نسبت گردش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و عملکرد آن تاثیرگذار می‌باشد؟

$$r_{i,t} = S_0 + S_1 \text{TURNOVER}_{i,t-1} + S_2 \text{MONITORING}_{i,t-1} + S_3 \text{TURN} * \text{MONIT}_{i,t-1} + S_4 \text{LOGAGE}_{i,t-1} + S_5 \text{LOGTNA}_{i,t-1} + v_{i,t}$$

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد که بر اساس معیار آلفای جنسن و با استفاده از مدل ذیل اندازه‌گیری خواهد شد.

$$(R_{i,t} - R_{f,t}) = \alpha_i + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) + e_{i,t}$$

در این مدل داریم:

$$R_{i,t} = \text{بازده صندوق } i \text{ در ماه } t$$

$$R_{f,t} = \text{نرخ بازده بدون ریسک در ماه } t$$

$$\alpha_i = \text{آلفای جنسن که نشان عملکرد صندوق } i \text{ می‌باشد}$$

$$\beta = \text{ریسک سیستماتیک صندوق}$$

$$R_{m,t} = \text{بازده بازار در ماه } t$$

$$e_{i,t} = \text{خطای تصادفی}$$

### متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل در این پژوهش نسبت گردش سرمایه صندوق و نظارت خارجی می‌باشند، که به شرح زیر قابل محاسبه است:

نحوه محاسبه نسبت گردش سرمایه صندوق

فعالیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری از حیث داد و ستد و گردش دارایی و از منظر صدور و ابطال و گردش سرمایه می‌تواند حائز اهمیت باشد. در این مطالعه در راستای کنترل اثر نسبت گردش سرمایه صندوق بر عملکرد آن، این متغیر نیز وارد مدل تحقیق شده است. برای محاسبه نسبت گردش سرمایه صندوق از رابطه ذیل استفاده خواهد شد:

$$TURNOVER_{i,t} = \frac{(VI_{i,t} + VR_{i,t})/2}{TNA}$$

که در آن:

$$TURNOVER_{i,t} = \text{نسبت گردش سرمایه صندوق } i \text{ در ماه } t$$

$$VI_{i,t} = \text{جمع ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق } i \text{ در ماه } t$$

$$VR_{i,t} = \text{جمع ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق } i \text{ در ماه } t$$

$$TNA_{i,t} = \text{میانگین خالص ارزش دارایی‌های صندوق } i \text{ در ماه } t$$

نحوه محاسبه نظارت خارجی

به کنترل غیرمستقیم سرمایه‌گذاران نهادی و سایر ذینفعان در منافع شرکت در راستای دستیابی به اهداف بلندمدت شرکت، نظارت خارجی اطلاق می‌شود [۹]. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری و کار بلد بودن مالکین نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلند مدت شرکت شود [۱۰]. تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار



مؤسسات سرمایه‌گذاری و یا سایر شرکت های تجاری قرار دارد، میزان مالکیت سهامداران نهادی را نشان می دهد

اگر در شرکت مورد بررسی درصد مالکیت نهادی آن بالاتر از میانه شرکت ها در نمونه باشد به عنوان شرکت با نظارت خارجی قوی طبقه بندی می شود.

### متغیر کنترلی تحقیق

متغیرهای کنترلی در این پژوهش اندازه صندوق و عمر صندوق می باشد که به شرح زیر قابل محاسبه است:

نحوه محاسبه اندازه صندوق

اندازه صندوق از طریق لگاریتم میانگین خالص ارزش دارایی های صندوق و با استفاده از رابطه ذیل محاسبه خواهد شد:

$$LOGTNA_{i,t} = LOG\left(\frac{1}{D_t} \sum_{k=1}^{D_t} NAV_{i,k}\right)$$

که در آن:

$LOGTNA_{i,t}$  = اندازه صندوق  $i$  در ماه  $t$

$NAV_{i,k}$  = خالص ارزش دارایی های صندوق  $i$  در روز  $k$  از ماه مربوطه که از سایت هر صندوق قابل استخراج می باشد

$D_t$  = تعداد روزهایی از ماه  $t$  که برای آن روز خالص ارزش دارایی های صندوق قابل محاسبه می باشد.

نحوه محاسبه عمر صندوق

عمر صندوق های سرمایه گذاری از طریق لگاریتم تعداد ماه های فعالیت صندوق از تاریخ تأسیس تا ماه مربوطه اندازه گیری می شود.

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها

در مدل های تحقیق برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده های ترکیبی در برآورد مدل های فوق کارآمد خواهد بود یا نه از آزمون F لیمبر و برای تعیین

نوع مدل اعم از مدل اثرات ثابت و یا مدل اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم. در این آزمون مدل را در هر دو نوع حالت تصادفی و ثابت، آزمون کرده و نتایج را با یکدیگر مقایسه می‌کنیم. نتایج آزمون‌ها در نگاره شماره ۱ نشان داده شده است. میزان احتمال بدست آمده برای F لیمر را مشاهده می‌کنیم. با توجه به احتمال بدست آمده (۰,۰۰۰۰) فرض مناسب بودن مدل تجمعی را رد کرده و نتایج رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانل) را می‌پذیریم. همچنین با توجه به احتمال بدست آمده آزمون هاسمن (۰,۰۰۰۰) که از حد ۰,۰۵ کوچکتر است، فرض مناسب بودن مدل با اثرات تصادفی را در سطح خطای ۰,۰۵ رد کرده و از مدل اثرات ثابت استفاده می‌کنیم.

نگاره ۱ - نتایج انتخاب الگو برای مدل تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	Prob
آزمون F لیمر	F	/	۰,۰۰۰
آزمون هاسمن	<sup>2</sup>	/	۰,۰۰۰

### آزمون فرضیه اول:

فرض صفر: بین نظارت خارجی صندوق در ماه گذشته و عملکرد صندوق این ماه رابطه وجود ندارد.

فرض یک: بین نظارت خارجی صندوق در ماه گذشته و عملکرد صندوق این ماه رابطه وجود دارد.

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به نگاره ۲ از آنجاییکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد (۰/۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود. مشاهده می‌گردد که ضریب تعیین تعدیل شده مدل در نظر گرفته شده در حدود ۱۲,۹ درصد می‌باشد. این بدین معنی است که مدل توانسته ۱۲,۹ درصد تغییرات در متغیر وابسته (عملکرد صندوق) را با استفاده از تغییرات در متغیرهای مستقل، تبیین کند. همچنین بیشتر

از ۰.۲۶ (Rho) از واریانس عناصر باقیمانده مربوط به عوامل ثابت تفاوت‌های صندوق‌ها می‌باشد که توسط مدل تبیین گردیده است. همچنین سطح همبستگی بین عوامل ثابت در نظر گرفته شده و متغیرهای مستقل مدل در حدود -۰.۷۷، برآورد گردیده است. با توجه به احتمالات بدست آمده برای ضرایب هر متغیر در مدل، نتایج زیر بدست می‌آید:

بین وقفه متغیر سطح نظارت صندوق و عملکرد صندوق با توجه به احتمال بدست آمده (۰.۰۳۳) در سطح خطای ۰.۰۵ رابطه معنی داری وجود دارد. این بدین معنی است که ما فرض صفر (برابری ضریب رگرسیونی این متغیر با عدد صفر) را در سطح خطای ۰.۰۵ رد می‌کنیم. با توجه به علامت ضریب برآورد شده، این رابطه یک رابطه مستقیم می‌باشد. بصورت میانگین، عملکرد صندوق‌های دارای نظارت خارجی زیاد در مقایسه با صندوق‌های دارای نظارت خارجی کم، میزان ۰.۰۲٪ بیشتر می‌باشد

نگاره ۲ - ضرایب برآورد شده رگرسیونی با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری				
سطح همبستگی: ۰.۷۷-			تعداد مشاهدات: ۱۰۵۶ ماه- صندوق	
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	Prob.
ضریب ثابت	0	۰,۷۸۶	۸,۱۲	۰,۰۰۰
نظارت خارجی	${}_{1}\text{Monitoring}_{it-1}$	۰,۰۲۳	۲,۱۳	۰,۰۳۳
عمر	${}_{2}\text{LOGAGE}_{it-1}$	-۰,۱۱۸	-۳,۴۲	۰,۰۰۱
اندازه	${}_{3}\text{LOGTNA}_{it-1}$	۰,۰۵۶	-۴,۹۸	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰,۱۲۹۳		Prob: ۰,۰۰۰		
آماره F: ۴۳,۴۱		واریانس عناصر باقیمانده (Rho): ۰,۲۶۹		

### آزمون فرضیه دوم:

فرض صفر: بین نسبت گردش سرمایه در ماه گذشته و عملکرد صندوق این ماه رابطه وجود ندارد.

فرض یک: بین نسبت گردش سرمایه صندوق در ماه گذشته و عملکرد صندوق این ماه رابطه وجود دارد.

نگاره ۳ - ضرایب برآورد شده رگرسیونی با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری				
تعداد مشاهدات: ۱۰۵۶ ماه-صندوق سطح همبستگی: ۰,۷۶-				
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	Prob.
ضریب ثابت	0	۰,۸۷۷	۹,۵۳	۰,۰۰۰
نسبت گردش سرمایه	$1 \text{Turnover}_{it-1}$	-۰,۰۵۰	-۳,۰۹	۰,۰۰۲
عمر	$2 \text{LOGAGE}_{it-1}$	-۰,۱۲۹	-۳,۷۹	۰,۰۰۰
اندازه	$3 \text{LOGTNA}_{it-1}$	۰,۰۶۲	-۵,۵۱	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰,۱۳۴۲		Prob: ۰,۰۰۰		
آماره F: ۴۵,۳۲		واریانس عناصر باقیمانده (Rho): ۰,۲۶۰		

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به نگاره ۳ از آنجاییکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد (۰/۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود. مشاهده می‌گردد که ضریب تعیین تعدیل شده مدل در نظر گرفته شده در حدود ۱۳ درصد می‌باشد. این بدین معنی است که مدل توانسته ۱۳ درصد تغییرات در متغیر وابسته (عملکرد صندوق) را با استفاده از تغییرات در متغیرهای مستقل، تبیین کند. همچنین بیشتر از ۲۶٪ (Rho) از واریانس عناصر باقیمانده مربوط به عوامل ثابت تفاوت‌های صندوق‌ها می‌باشد که توسط مدل تبیین گردیده است. سطح همبستگی بین عوامل ثابت در نظر گرفته شده و متغیرهای مستقل مدل در حدود ۰,۷۶- برآورد گردیده است. با توجه به احتمالات بدست آمده برای ضرایب هر متغیر در مدل، نتایج زیر بدست می‌آید: بین وقفه متغیر

لگاریتم نسبت گردش سرمایه و عملکرد صندوق با توجه به احتمال بدست آمده (۰,۰۰۲) در سطح خطای ۰,۰۵ رابطه معنی داری وجود دارد. این بدین معنی است که ما فرض صفر را در سطح خطای ۰,۰۵ رد می‌کنیم. با توجه به علامت ضریب برآورد شده، این رابطه یک رابطه معکوس می‌باشد. بصورت میانگین، به ازای هر یک واحد افزایش در لگاریتم نسبت گردش سرمایه صندوق، عملکرد صندوق به میزان ۰,۰۵٪ کاهش می‌یابد.

### آزمون فرضیه سوم

فرض صفر: بین کنش سطح نظارت صندوق با نسبت گردش سرمایه صندوق در ماه گذشته و عملکرد صندوق این ماه رابطه وجود ندارد.

فرض یک: بین کنش سطح نظارت صندوق با نسبت گردش سرمایه صندوق در ماه گذشته و عملکرد صندوق این ماه رابطه وجود دارد.

نگاره ۴ - ضرایب برآورد شده رگرسیونی با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری				
تعداد مشاهدات: ۱۰۵۶ ماه - صندوق				
سطح همبستگی: ۰,۷۷-				
Prob.	t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰,۰۰۰	۸,۵۰	۰,۸۲۶	0	ضریب ثابت
۰,۰۲۰	-۲,۳۲	-۰,۰۴۰	$1 \text{Turnover}_{it-1}$	نسبت گردش سرمایه
۰,۰۳۹	۲,۰۷	۰,۰۲۳	$2 \text{Monitoring}_{it-1}$	نظارت خارجی
۰,۱۷۹	-۱,۳۴	-۰,۰۷۱	$3 \text{Turn} * \text{Monit}$	نظارت و گردش سرمایه
۰,۰۰۱	-۳,۴۸	-۰,۱۲۰	$4 \text{LOGAGE}_{it-1}$	عمر
۰,۰۰۰	-۵,۲۷	۰,۰۶۰	$5 \text{LOGTNA}_{it-1}$	اندازه
Prob: ۰,۰۰۰			ضریب تعیین تعدیل شده: ۰,۱۳۹۳	
واریانس عناصر باقیمانده (Rho): ۰,۲۸۴			آماره F: ۲۸,۳۳	

در نگاره ۴ مشاهده می‌گردد که ضریب تعیین تعدیل شده مدل در نظر گرفته شده در حدود ۱۳ درصد می‌باشد. این بدین معنی است که مدل توانسته ۱۳ درصد تغییرات در متغیر وابسته (عملکرد صندوق) را با استفاده از تغییرات در متغیرهای مستقل، تبیین کند. همچنین بیشتر از ۲۸٪ (Rho) از واریانس عناصر باقیمانده مربوط به عوامل ثابت تفاوت‌های صندوق‌ها می‌باشد که توسط مدل تبیین گردیده است. همچنین سطح همبستگی بین عوامل ثابت در نظر گرفته شده و متغیرهای مستقل مدل در حدود ۰,۷۷- برآورد گردیده است. با توجه به احتمالات بدست آمده برای ضرایب هر متغیر در مدل، نتایج زیر بدست می‌آید: اثر تداخلی برآورد شده متغیرهای سطح نظارت خارجی و نسبت گردش سرمایه صندوق در سطح خطای ۰,۰۵ معنی دار نمی‌باشد.

### نتیجه گیری و پیشنهادات

در این پژوهش تاثیر نظارت خارجی، نسبت گردش سرمایه، عمر و اندازه صندوق بر عملکرد ۴۴ صندوق سرمایه گذاری مشترک در سهام با مقیاس کوچک، در بازه زمانی ۲۴ ماهه از ابتدای مهر سال ۱۳۹۱ تا پایان شهریور سال ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. در مورد تحلیل نتایج این فرضیات می‌توان گفت قبل از سرمایه‌گذاری در صندوق وضعیت کلی آن را مطالعه کنید تا مشخص شود که چه مدتی است صندوق در حال اجرا است و اندازه دارایی‌های آن چقدر است. صندوق‌هایی که تازه تاسیس شده‌اند و اندازه کوچکی دارند، برخی اوقات در کوتاه‌مدت عملکرد عالی دارند، چرا که این صندوق‌ها بعضاً با سرمایه کوچک خود در سهام کوچکتر که بازدهی بالایی دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند و این باعث عملکرد مطلوب صندوق می‌شود که طبیعتاً مستمر نخواهد بود. بنابراین اتکا بر عملکرد صندوق‌هایی که اندازه و عمر کمی دارند نمی‌تواند ملاک تصمیم‌گیری دقیقی باشد [۷]. بین وقفه متغیر سطح نظارت صندوق و عملکرد صندوق رابطه معنی‌دار و مستقیمی وجود دارد. حضور سهامداران نهادی و نظارت خارجی نقش مثبتی بر عملکرد صندوق‌ها ایفا کرده و منجر به بهبود عملکرد آن‌ها می‌شوند. شاید بتوان یکی از دلایل این موضوع را در اهمیت این نوع از سرمایه‌گذاران برای صندوق‌ها دانست. در این ارتباط با توجه به بالا بودن حجم و مبالغ سرمایه‌گذاری مالکین نهادی، به نظر می‌رسد مدیران

صندوق‌ها توجه خاصی به حضور آن‌ها در ساختار مالکیتی خود داشته و در راستای تداوم مالکیت آن‌ها در صندوق تلاش بیشتری را جهت بهبود عملکرد خود بکار می‌گیرند [۵].

بین وقفه نسبت گردش سرمایه صندوق و عملکرد صندوق رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد که با افزایش در لگاریتم نسبت گردش سرمایه صندوق، عملکرد صندوق نیز کاهش می‌یابد. نسبت گردش سرمایه نشان می‌دهد که چند درصد از منابع یک صندوق در طول سال در بازار مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. در حقیقت این نسبت به این پرسش می‌پردازد که یک صندوق چه میزان خرید و فروش انجام می‌دهد. صندوقی که خرید و فروش زیادی انجام می‌دهد احتمالاً هزینه‌های معاملات و مالیات بیشتری را متقبل می‌شود و از این نظر به ضرر سرمایه‌گذاران عمل خواهد کرد. از این رو با توجه به رابطه معکوس نسبت گردش سهام و بازدهی، سرمایه‌گذاران باید به دنبال صندوق‌هایی با میزان گردش پایین‌تر باشند که طبیعتاً بازدهی بیشتری را در طول زمان کسب می‌کنند [۷]. با توجه به اینکه اثر متغیر نسبت گردش سرمایه صندوق به سطوح متغیر سطح نظارت خارجی وابسته است و بالعکس، با توجه به احتمالات بدست آمده اثر تداخلی برآورد شده متغیرهای سطح نظارت خارجی و نسبت گردش سرمایه بر عملکرد صندوق معنی‌دار نمی‌باشد.

با توجه به شواهد تجربی به دست آمده رابطه معنی‌دار و معکوس میان اندازه صندوق و عملکرد آن برقرار می‌باشد، بطوری که با افزایش اندازه صندوق‌ها عملکرد آن‌ها کاهش می‌یابد. یافته فوق همسو با مطالعات تانگ و همکارانش (۲۰۱۱) می‌باشد. آن‌ها اندازه و عملکرد صندوق‌های مشترک چینی را با توجه به نقش مزیت مقیاس و نقدینگی مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آن‌ها بیانگر وجود یک رابطه معکوس U شکل میان اندازه صندوق و عملکرد آن می‌باشد. بر اساس نتایج پژوهش رابطه معنادار و معکوسی بین عمر و عملکرد صندوق‌ها وجود دارد که با مطالعات تالات و راوف (۲۰۰۹) همسو نمی‌باشد. آن‌ها در تحقیقی رابطه عمر صندوق با بازده صندوق را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسید که صندوق‌های پرسابقه، دارای بازده بیشتری هستند و به صورت کاراتری عمل می‌کنند. همچنین بر اساس نتایج پژوهش حاضر رابطه مثبت و معنی‌داری میان نظارت خارجی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها وجود دارد بطوری که با وجود

نظارت خارجی قوی، عملکرد صندوق‌ها نیز بهبود می‌یابد. سعیدی و همکارانش در بررسی‌های خود رابطه میان درصد تملک سهامداران حقیقی و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را مورد آزمون قرار دادند که نتایج بیانگر عدم وجود رابطه میان این دو متغیر بود. با توجه به رابطه معنادار و معکوس بین نسبت گردش سرمایه و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، این پژوهش همسو با نتایج یافته‌های پورزمانی و دیگران (۱۳۸۹) نمی‌باشد. ایشان در بررسی تاثیر برخی عوامل مدیریتی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، از ابتدای شهریور ۱۳۸۷ تا پایان آبان ۱۳۸۸ به این نتیجه رسید که رابطه مثبت و معناداری میان نرخ گردش دارایی‌ها و عملکرد صندوق‌ها وجود دارد.



## فهرست منابع

۱. احمدپور، احمد و ملکیان، اسفندیار و کردتبار، حسین. (۱۳۸۸). "بررسی تاثیر مدیران غیرموظف و سرمایه گذاران نهادی بر رفتار مدیریت سود". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**. ش ۳، سال اول، ص
۲. پورزمانی، زهرا، و روحی، علی، و امیرمحمد، صفری. (۱۳۸۹). "بررسی تاثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران". **پژوهش های مدیریت** ش (۸۶)، ص ۸۵-۱۰۱
۳. پورزمانی، زهرا، جهانشاد، آزیتا و قنادی، نادیا (۱۳۹۲)؛ "مقایسه ارزیابی عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک مبتنی بر نسبت های شارپ، پتانسیل مطلوب و بازده واقعی" **مجله فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی**، پاییز ۹۱، ش ۱۲، سال سوم.
۴. توکلی، مریم. (۱۳۸۸). "ضرورت ایجاد صندوق سرمایه گذاری مشترک در ایران"، **مجموعه مقالات همایش صندوق های سرمایه گذاری مشترک**.
۵. خدادادی، ولی و تاکر، رضا. (۱۳۹۱). "تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، ش ۱۵، سال چهارم، ص ۸۸-۱۰۱

۶. رشیدی زاده، بابک. (۱۳۹۱). "تاثیر اندازه، ساختار مالکیت و عمر صندوقهای

سرمایه گذاری مشترک بر عملکرد آنها"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**

**حسابداری**، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد تهران مرکز.

۷. سعیدی، علی، محسنی، قاسم و سعید مشتاق. (۱۳۸۹). "عوامل مؤثر بر بازده

صندوقهای سرمایه گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه**

**بورس اوراق بهادار**، ش(۱۰)، سال سوم، ص ۱۴۱-۱۲۳

۸. شهریاری، شروین. کارشناس بازار سرمایه. (۱۳۹۲). **روزنامه دنیای اقتصاد**،

شماره ۳۱۰۵

9. Almeida, Heitor and Murillo Campello.(2007).“Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment”.**Review of Financial Studies**. 20, 1429-1460.
- 10.Bartov, E., S. Radharkrishnan, and I. Krinsky (2000). “Investor sophistication and Patterns in stock returns”. **The Accounting Review**,43-63
- 11.Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M..(2013). “Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?”. **J. Finance** 64, 1985-2021.
- 12.Cornett, Marcia Millon,Marcus, Alan, Tehranian, Hassan and Saunders, Anthony. (2007). “The impact of institutional

ownership on corporate operating performance". **Journal of Banking & Finance**. 31,1771-1794

13. Javed, Aslam. (2008). "Swedish Mutual Funds Performance", Master Degree Project, Vol.:55, P: 10-35.
14. Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D., (2012). "Do managers withhold bad news?" **J. Account. Res.** 47, 241–276.
15. Shin-Ping, Lee and Chuang Tsung-Hsien (2009). "The Determinants of Corporate Performance: A Viewpoint from Insider Ownership and Institutional Ownership", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 24, No. 3.
16. Talat A. and A. Rauf, (2009), "Performance Evaluation Of Pakistani Mutual Funds", **Pakistan economic and social Review**, Vol.:47, Pp: 199-214.
17. Tang, K., Wang, W. and Xu, R. (2011). "Size and performance of Chinese mutual funds: The role of economy of scale and liquidity", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 20, pp: 228–246.
18. Velury, U. and D.S. Jenkins. (2006). "Institutional Ownership and the Quality of Earnings", **Journal of Business Research**, 59:1043-1051.

## **The Effect of Outside Monitoring on Relation of Asset Turnover Ratio and Mutual Funds Performance**

### **Abstract**

Fund performance is affected by many features. This research studies the effect of outside monitoring and asset turnover ratio on the performance of the mutual funds. Because of high expenses of outside monitoring, only institutional owners have enough motivation to use it in order to achieve more benefit. Our study draws from Tehran stock exchange database that provides the monthly reports for all Tehran mutual funds for the period of Oct -2012 To 22- Sep – 2014. The results indicate that there is a revers and meaningful relationship between assetturnover ratio in mutual fund and the performance of them. Also there is a direct and meaningful relationship between outside monitoring of mutual fund and the performance of them and there is no meaningful relationship between outside monitoring and relation of asset turnover ratio and the performance of the mutual funds.

**Keywords:** Mutual Funds, Outside Monitoring, Performance