فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال ششم/ شماره ۲۲ /تابستان۹۳ /صفحات ۲۵- ۱

رابطه عملکرد گذشته و جریان وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران

علی رحمانی*
میرحسین موسوی**
هانیه حکمت***

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۰/۲۱ تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۳/۲۵

چکیده:

در ایران از فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمان زیادی نمی گذرد، ولی این صندوق‌ها رشد چشم گیری داشته اند. یکی از عوامل موثر بر رشد صندوق‌ها، عملکرد گذشته آن‌ها می‌باشد. لذا در پژوهش حاضر با انتخاب نمونه ای شامل ۴۲ صندوق سرمایه گذاری در سهام در بازه‌ی زمانی ۳۱ خرداد ماه ۹۰ تا ۳۱ خرداد ماه ۹۲ به بررسی رابطه‌ی رشد نسبی جریان وجوه- عملکرد گذشته می‌پردازد و هم چنین تاثیر پذیری این رابطه نسبت به متغیرهای کنترلیِ کیفیت عملکرد، سن و اندازه‌ی صندوق بررسی شده است. نتایج حاصله از برازش روش رگرسیونی داده‌های تابلویی حاکی از رابطه مستقیم بین عملکرد گذشته و رشد صندوق می‌باشد. به علاوه، سرمایه گذاران در تصمیمات خود عامل زمان را لحاظ می‌کنند و نسبت به عملکرد گذشته صندوق به سرعت و با

* دانشیار حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، گروه حسابداری، تهران، ایران (نویسنده مسئول) .
Email:rahmani@alzahra.ac.ir
** دانشیار حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، گروه حسابداری، تهران، ایران
*** دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا(س)، گروه حسابداری، تهران، ایران.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کمترین وقفه‌ی زمانی (حداکثر ۲ هفته) واکنش نشان می‌دهند. به نظر می‌رسد رشد این صندوق‌ها به صورتی غیر خطی متاثر از عملکرد گذشته است.

واژه های کلیدی: صندوق‌های سرمایه گذاری، رشد نسبی صندوق‌های سرمایه گذاری، عملکرد گذشته صندوق‌های سرمایه گذاری، جریان‌های وجوه صندوق‌های سرمایه گذاری

۱- مقدمه

روش‌های مختلفی برای تخصیص منابع وجود دارد و سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در زمره‌ی یکی از این روش‌هاست که با تنوع بخشی پرتفوی، ریسک سرمایه‌گذار را حداقل می‌نماید.

صندوق‌های سرمایه گذاری ، نوعی از مدیریت حرفه ای تجمیع سرمایه‌های خرد برای خرید سهام، اوراق مشارکت و ابزارهای بازار پول است. با استفاده از این نهاد مالی، سرمایه گذارانی که لزوماً تخصصی در سرمایه گذاری ندارند، امکان معامله و ورود مطمئن تر به بازارهای مالی را پیدا می کنند. از این رو، وجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری به بازارهای مالی رونق می بخشد و رشد و توسعه اقتصادی را شتاب می دهد. این صنعت که در ابتدای سدهٔ ۱۹ در آمریکا رواج یافت، به سرعت مسیر رشد و تعالی پیموده و امروزه نقش شایسته ای در بازارهای مالی جهانی بازی می‌کند. بر طبق آمارهای منتشره، تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سراسر جهان از ۵۶،۸۶۷ در سال ۲۰۰۵ به ۷۲،۶۵۷ در سال ۲۰۱۱ افزایش یافته است. (موسسه شرکت‌های سرمایه گذاری[1]، ۲۰۱۲)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران علی رغم مدت کوتاه فعالیت شان، توانسته اند رشد قابل توجهی را تجربه کنند، به گونه ای از آغاز فعالیت صندوق‌ها در سال ۱۳۸۶، تعداد آن‌ها در پایان سه ماهه‌ی اول سال ۱۳۹۲ به ۹۷ صندوق افزایش یافته است. با توجه به این که یکی از موضوعات مهم در مدیریت سرمایه‌گذاری، درک عوامل موثر بر جمع آوری وجوه و رشد صندوق‌های سرمایه‌گذاری است، این مسئله مطرح است که چه رابطه ای بین رشد جریان‌های نقدی و عملکرد گذشته وجود دارد و آیا چنین رابطه ای نسبت به متغیرهایی نظیر سن، کیفیت عملکرد و اندازه‌ی

[1] Investment Company Institute

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

صندوق پویا است. در این مقاله، نخست تاثیر عملکرد گذشته بر رشد جریان‌های نقدی ، و سپس حساسیت و پویایی این رابطه با توجه به عوامل گذر زمان، کیفیت عملکرد، سن و اندازه‌ی صندوق مورد بررسی قرار می‌گیرد.

انجام این پژوهش کوششی بر افزودن دانش به ادبیات سرمایه گذاری از چند طریق می‌باشد؛ نخست تاکنون در کشور ما پژوهش های بسیار محدودی در حوزه‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری صورت گرفته است، به علاوه، این پژوهش در زمره‌ی اولین بررسی‌های انجام شده در زمینه‌ی رشد صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد، لذا امید است که بتواند مقدمه ای بر انجام پژوهش های بیشتر در این حوزه باشد. دیگر آن که درک رابطه‌ی جریان‌های نقدی و عملکرد گذشته می‌تواند هم برای مدیران و هم برای مقررات گذاران مفید باشد. برای مدیران از آن جهت حائز اهمیت می‌باشد که دانستن عواملی که بر چگونگی نرخ رشد صندوق‌ها اثر می‌گذارد، در پیش بینی موفقیت راه‌اندازی صندوق و حق‌الزحمه‌ی آن‌ها که به صورت درصدی از جمع خالص دارایی‌های صندوق می‌باشد ، مفید است. از سوی دیگر مقررات گذاران باید از انگیزه‌های ریسک پذیری مدیران در پاسخ به چنین پیش بینی‌هایی آگاه باشند. در ادامه‌ی مقاله،پیشینه و مبانی نظری، روش شناسی، فرضیات، یافته‌های پژوهش و نتیجه گیری ارائه خواهد شد.

۲- پیشینه و مبانی نظری پژوهش

پژوهش های بسیاری به این امر پرداخته اند که تا چه میزان تصمیمات سرمایه گذاران بر مبنای عملکرد گذشته‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌شود. مطالعات صورت گرفته توسط گروبر[1] (۱۹۹۶) نشان می‌دهد که رابطه‌ی مستقیمی بین عملکرد گذشته و جریان‌های نقدی وجود دارد، به عبارت دیگر سرمایه گذاران عملکرد گذشته را دنبال کرده و بر مبنای آن تصمیم گیری می‌کنند. هم چنین، طبق پژوهش های پیشین چنین رابطه ای از نقطه نظر سن صندوق‌ها، کیفیت عملکرد صندوق‌ها و اندازه‌ی صندوق‌ها غیر خطی و محدب می‌باشد؛

بر مبنای پژوهش های چوالیر و الیسون[2] (۱۹۹۷)، حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری که عمر کمتری دارند ، نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است؛ زیرا چنین

[1] Gruber
[2] Chevalier and Ellison

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

صندوق‌هایی از آن جا که اصطلاحا جوان هستند، اعتبار تثبیت شده ای نداشته و عملا سرمایه گذاران به عملکرد گذشته‌ی آنان حساس ترند. سیری و توفانو[1] (۱۹۹۸) به این نتیجه رسیدند که از آن جا که سرمایه گذاران به دنبال سرمایه‌گذاری در صندوق‌هایی با بهترین عملکرد گذشته می‌باشند، لذا حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌هایی که در چندک‌های عملکردی بالا قرار دارند، نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است.

علاوه بر حساسیت رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد گذشته نسبت به متغیرهای سن و کیفیت عملکرد، گوریاو[2] (۲۰۰۲) نشان داد که این رابطه نسبت به متغیر اندازه‌ی صندوق نیز حساس است، به گونه ای که هر چه صندوق‌ها کوچک تر باشند، حساسیت رابطه نسبت به عملکرد، بیشتر خواهد بود.

از یک سو، برخی پژوهش های پیشین حاکی از رابطه‌ی خطی مثبت رشد دارایی‌های (منظور جریان‌های وجوه) صندوق و عملکرد آن است. از سوی دیگر، پژوهش های اخیر بیانگر رابطه‌ی غیر خطی جریان وجوه - عملکرد می‌باشد. به عنوان مثال ایپولیتو[3] (۱۹۹۲) دریافت که ضرایب عملکرد رشد صندوق‌ها برای صندوق‌هایی با بازده‌ی اضافی مثبت مبتنی بر مدل بازار بیشتر از سایرین می‌باشد. سایر پژوهش ها نظیر کارهارت[4] (۱۹۹۷)، گوتزمن و پلس[5] (۱۹۹۷)، چوالیر و الیسون (۱۹۹۵) ، گروبر (۱۹۹۶)،باربر و اودین[6] (۲۰۰۰) ، گوریاو (۲۰۰۲) نیز مفهوم غیرخطی بودن را به صورت دقیق‌تری مورد بررسی قرار دادند.

در ایران، با توجه به نوپایی حضور صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پژوهش های محدودی در این حوزه انجام گرفته است. به طور خاص در حوزه‌ی رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد در ایران تاکنون پژوهشی مشاهده نشده است و در این صورت، پژوهش حاضر نخستین پژوهش انجام شده در این باره می‌باشد. با این وجود از جمله نخستین پژوهش‌هایی که در خصوص ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران صورت گرفته است می‌توان به می‌توان به پژوهش مقدسیان

[1] Sirri and Tufano
[2] Goriaev
[3] Ippolito
[4] Carhart
[5] Goetzmann and Peles
[6] Barber and Odean

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و سعیدی(۱۳۸۹)، اشاره کرد که از بازده‌ی تعدیل شده بر اساس ریسک بر مبنای معیارهای شارپ، ترینر، سورتینو و جنسن بهره گرفته است. هم چنین، عابد (۱۳۹۱) بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن پرتفوی و تئوری فرامدرن پرتفوی به ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه‌ی ارتباط میان رتبه بندی‌های این معیارها با یکدیگر پرداخت. وی با بررسی صندوق‌های فعال در فاصله زمانی سال ۱۳۸۷ تا پایان سه ماهه اول سال ۱۳۹۱ به این نتیجه رسید که رتبه بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری مدرن و فرامدرن پرتفوی یکسان نیست و بین رتبه بندی معیارهای فوق رابطه معناداری وجود دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

در این پژوهش که در زمره‌ی پژوهش های کاربردی، توصیفی و هم بستگی به شمار می‌رود، جامعه‌ی آماری ، تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار که از ابتدای سال ۱۳۸۷ فعالیت خود را آغاز کردند و تا پایان خرداد ماه ۱۳۹۲ به فعالیت خود ادامه داده‌اند، می باشد.

نمونه شامل کلیه‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام است که حائز شرایط زیر باشند:

- از تاریخ تاسیس تا تاریخ ۹۲/۰۳/۳۱ جزء صندوق‌های فعال باشد.
- دست کم ۱۰۴ هفته از تاریخ شروع فعالیت آن‌ها می‌گذرد.
- اطلاعات مورد نیاز آن در دسترس باشد.

بر این اساس، نمونه‌ی شامل ۴۲ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در بازه‌ی زمانی از ۳۱ خرداد ماه ۱۳۹۰ تا ۳۱ خرداد ماه ۱۳۹۲ برگزیده شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۱- آمار توصیفی

	سن صندوق- هفته	رشد جریان وجوه نسبی	رشد صنعت	لگاریتم سن صندوق	لگاریتم اندازه ی صندوق	بازده صندوق	انحراف معیار صندوق	اندازه صندوق	هزینه‌های صندوق
میانگین	۱۲۰,۹۷۶۲	-۰,۰۰۶۰۴۳	-۰,۰۰۴۲۷	۲,۰۰۵۹۸	۱۰,۳۵۶۹۲	۰,۰۰۵۴۱۵	۰,۰۰۶۰۹	+۱۰ E٦,٥١	٥٣٥٢٤٢٧
میانه	۱۱۰	۰	-۰,۰۰٤٤٢٤	۲,۰٤۱۳۹	۱۰,۲٤۰٥۹	۰,۰۰۲٤	۰,۰۰٥۳٥	+۱۰ E۱,۷٤	۲۰٥۰۱۰۸
بیشترین مقدار	۲۷۳	۱,٥٥۳۹	۰,۰۹۸۷۹۹	۲,٤۳٦۱٦	۱۲,۱۸٤۹۱	۰,۱۹۳۷	۰,۰٦۲۸۰	+۱۲ E۱,٥۳	+۰۸ E۱,۰٥
کمترین مقدار	۲	-۰,٦٥۱۸	-۰,۱٤۷۹۱۹	۰,۳۰۱۰۳	۹,۳۸۰٤۷	-۰,۱۰۷۷	۰,۰۰۰۰۰	+۰۹ E۲,٤۰	۳۷٦۷۹٥
انحراف معیار	٦٤,۹۱۲۷٤	۰,۰٥٤۰۹٥	۰,۰۳٤٥۰٥	۰,۲۹۸۹۸٥	۰,٥۲۱۸٦	۰,۰۲٥۷۲۸	۰,۰۰٤۰۹	+۱۱ E۱,۷۷	۹۹۳۱۹۹۸
چولگی	۰,۳٦٦۱٥۲	۹,۰۷۷٥٦۲	۰,۰۰۱۸۷٤	-۱,۱۱۳۹۲۷	۱,۰۹٦٤٤	۰,۹۳۸۳۳٥	۲,۱۱٤۱۰	٥,۷۹۲۸۸	٤,٤۱۱٤٥۳
کشیدگی	۲,۲۲۲۲۷٦	۳۰۰,۸۱۹۱	٥,۹۹٥٤۱۳	٤,٦۸۰٦۳۸	٤,۰٦۳٥۳٤	٦,٤۲۳۱۸٤	۱۷,۹۹۱٤	٤۰,۰۷۷۹	۲٦,۰۰۱۰٥
تعداد مشاهدات	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦	٤۳۲٦

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به تابلویی بودن ماهیت داده‌های این پژوهش، مدل رگرسیون حداقل مربعات با استفاده از نرم افزار Eviews 6 برازش شده و بدین منظور آزمون‌های ایستایی متغیرها، آزمون‌های نسبت درست نمایی وهاسمن به منظور انتخاب نوع الگو انجام شده است و پس از بررسی معنی داری کلی رگرسیون و معنی داری تک تک ضرایب، با استفاده از آزمون والد حساسیت رابطه مورد سنجش قرار گرفت. در ادامه فرضیه‌های پژوهش، تعریف عملیاتی متغیرها و مدل‌های مورد استفاده ارائه می‌شود.

۴- فرضیات پژوهش

با توجه به پیشینه و پیش بینی روابط بین متغیرها فرضیه‌های زیر قابل استنباط می‌باشد:

فرضیه ۱: بین عملکرد گذشته و جریان‌های وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ی مثبت و معنی داری برقرار می‌باشد.

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(Per_{i,t-1}) + \alpha_2(Per_{i,t}) + \alpha_3(Per_{i,t-2}) + \alpha_4(Per_{i,t-3}) + \alpha_5(Per_{i,t-4}) + \alpha_6(LogAge_{i,t-1}) + \alpha_7(\log TNA_{i,t-1}) + \alpha_8(Total\ Fees_{i,t-1}) + \alpha_9(SD_{i,t-1}) + \alpha_{10}(Industry\ growth_t) \quad (۱)$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرضیه ۲: گذشت زمان بر رابطه عملکرد گذشته بر جریان‌های وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری موثر است.

فرضیه ۳: حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد برتر، در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد ضعیف تر، نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است.

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{3}\gamma_k \left(PerRankk_{i,t-1}\right).\left(Per_{i,t-1}\right) + \alpha_1\left(Per_{i,t}\right) + \alpha_2\left(Per_{i,t-2}\right) + \alpha_3\left(Per_{i,t-3}\right) + \alpha_4\left(Per_{i,t-4}\right) + \alpha_5\left(LogAge_{i,t-1}\right) + \alpha_6\left(\log TNA_{i,t-1}\right) + \alpha_7\left(Total\ Fees_{i,t-1}\right) + \alpha_8\left(SD_{i,t-1}\right) + \alpha_9(Industry\ growth_t) \quad (۲)$$

فرضیه ۴ : حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تازه تاسیس در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی تر نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است.

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{3}\gamma_k \left(logAgek_{i,t-1}\right).\left(Per_{i,t-1}\right) + \alpha_1\left(Per_{i,t}\right) + \alpha_2\left(Per_{i,t-2}\right) + \alpha_3\left(Per_{i,t-3}\right) + \alpha_4\left(Per_{i,t-4}\right) + \alpha_5(LogAge_{i,t-1}) + \alpha_6\left(\log TNA_{i,t-1}\right) + \alpha_7\left(Total\ Fees_{i,t-1}\right) + \alpha_8\left(SD_{i,t-1}\right) + \alpha_9(Industry\ growth_t) \quad (۳)$$

فرضیه ۵ : حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک، در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ، نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است.

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{3}\gamma_k \left(LogTNAk_{i,t-1}\right).\left(Per_{i,t-1}\right) + \alpha_1\left(Per_{i,t}\right) + \alpha_2\left(Per_{i,t-2}\right) + \alpha_3\left(Per_{i,t-3}\right) + \alpha_4\left(Per_{i,t-4}\right) + \alpha_5(LogAge_{i,t-1}) + \alpha_6\left(\log TNA_{i,t-1}\right) + \alpha_7\left(Total\ Fees_{i,t-1}\right) + \alpha_8\left(SD_{i,t-1}\right) + \alpha_9(Industry\ growth_t) \quad (۴)$$

متغیرهای اصلی مورد استفاده در این فرضیات عبارت خواهند بود از؛

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

- **متغیر وابسته**

خالص جریان‌های وجوه نسبی($f_{i,t}$)، به عنوان متغیر وابسته، در مدل رگرسیون در نظر گرفته می‌شود. بر اساس پژوهش های گذشته، این متغیر به عنوان خالص درصد رشد دارایی‌های صندوق به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$f_{i.t} = \frac{TNA_{i.t} - TNA_{i.t-1}(1+R_{i,t})}{TNA_{i.t-1}} = \frac{F_{i,t}}{TNA_{i.t-1}} \quad (۵)$$

به طوری که $TNA_{i.t}$ نمایانگر جمع خالص دارایی‌های صندوق i ام در پایان هفته‌ی t و $R_{i,t}$، بازدهی‌های صندوق iام در هفته‌ی t می‌باشد. این تعریف با توجه به نوع فعالیت‌های صندوق‌های سرمایه گذاری فرض می‌کند که همه‌ی سودهای سرمایه گذاران به طور خودکار در صندوق سرمایه‌گذاری می‌شود و جریان‌های وجوه در پایان هفته‌ی t رخ می‌دهد.

- **متغیر مستقل**

عملکرد گذشته $(Per_{i,t-j})$ ، به عنوان متغیر مستقل در مدل لحاظ می‌شود. از آن جا که عملکرد گذشته را می‌توان بر مبنای شاخص‌های متعددی ارزیابی کرد، بنابراین با توجه به محدودیت دسترسی به اطلاعات مرتبط با پرتفوی تمامی صندوق‌ها و نیز با هدف تمرکز بر معیارهای عملکردِ در دسترس سرمایه گذاران، معیار نرخ بازده‌ی صندوق به عنوان شاخص عملکرد گذشته گزینش شد.

نرخ بازده‌ی ساده‌ی صندوق در هفته‌ی t ، برابر تفاوت ارزش خالص دارایی‌های صندوق در ابتدا و انتهای هفته، تقسیم بر ارزش خالص دارایی‌های ابتدای هفته می‌باشد.

$$R_{NAV_{i,t}} = \frac{NAV_{i.t} - NAV_{i.t-1}}{NAV_{i.t-1}} \quad (۶)$$

به طوری که ؛

$R_{NAV_{i,t}}$: بازده‌ی صندوق i در هفته‌ی t

$NAV_{i\,,\,t}$: خالص ارزش دارایی‌های صندوق i در پایان هفته‌ی t

$NAV_{i\,,\,t-1}$: خالص ارزش دارایی‌های صندوق i در پایان هفته‌ی t-1

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی موثر بر رابطه‌ی جریان وجوه - عملکرد که در مدل لحاظ شده اند عبارتند از اندازه ، سن، جمع هزینه‌ها، ریسک، رشد صنعت، گذشت زمان.

اندازه‌ی صندوق ($\log TNA_{i,t-1}$) : لگاریتم جمع خالص دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری i ام در پایان هفته‌ی t-1 است.

سن صندوق($\log Age_{i,t-1}$) : لگاریتم تعداد هفته‌های فعالیت صندوق i ام از زمان تاسیس تا پایان هفته ی t-1 است.

ریسک صندوق($SD_{i,t-1}$) : انحراف معیار تاریخی بازده‌های روزانه‌ی یک هفته‌ی گذشته‌ی صندوق i ام که نشان دهنده‌ی ریسک صندوق سرمایه‌گذاری i ام در هفته‌ی t-1 می‌باشد.

$$\sigma_i = \sqrt{Var(R)} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{n}(R_i - \bar{R})^2}{n-1}} \quad (۷)$$

جمع هزینه‌ها ($Total\ Fees_{i,t-1}$) : جمع هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری i ام در هفته‌ی t-1 که از جمع هزینه‌ها بر اساس نرخ‌های مندرج در امیدنامه‌ی هر صندوقی محاسبه شده است. این هزینه‌ها در بردارنده‌ی هزینه‌ی تاسیس، هزینه‌ی برگزاری مجامع، کارمزد مدیر صندوق، کارمزد متولی، کارمزد ضامن نقدشوندگی، حق‌الزحمه حسابرس، کارمزد تصفیه، و هزینه آبونمان نرم افزار می‌باشد.

رشد صنعت ($Industry\ Growth_{i,t}$): رشد جمع دارایی‌های تحت مدیریت صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در هفته t

رتبه بندی بر مبنای متغیر مجازی سن صندوق($Agek_{i,t-1}$): متغیرهای مجازی ۰-۱ معرف کیفیت سن صندوق سرمایه‌گذاری i ام در هفته‌ی t-1 است؛ به طوری که k از یک تا سه بوده و با رتبه بندی صندوق‌ها در هر ماه بر اساس لگاریتم سن هفتگی صندوق و لحاظ کردن ارزش ۱ برای هر یک از این سه متغیر مجازی بر مبنای ۳۳ ٪ بالایی برای صندوق‌هایی با عمر کم (k=1) ، ۳۴٪ میانی برای صندوق‌های با سن متوسط(k=2) و ۳۳٪ پایینی برای صندوق‌هایی با عمر طولانی (k=3).

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

رتبه بندی بر مبنای متغیر مجازی عملکرد گذشته صندوق ($PerRankk_{i,t-1}$): متغیرهای مجازی۰-۱ معرف رتبه‌ی نسبی عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری i ام در هفته‌ی t-1 است؛ به طوری که k از یک تا سه بوده و با رتبه بندی صندوق‌ها در هر هفته بر اساس بازده‌ی هفتگی صندوق و لحاظ کردن ارزش ۱ برای هر یک از این سه متغیر مجازی بر مبنای ۳۳ ٪ بالایی برای صندوق‌هایی در پایین‌ترین چندک عملکردی (k=1) ، ۳۴٪ میانی برای صندوق‌های با چندک عملکردی متوسط(k=2) و ۳۳٪ پایینی برای صندوق‌هایی با بالاترین چندک عملکردی (k=3).

رتبه بندی بر مبنای متغیر اندازه‌ی صندوق ($TNAk_{i,t-1}$): متغیرهای مجازی۰-۱ معرف اندازه صندوق سرمایه‌گذاریi ام در هفته‌ی t-1 است؛ به طوری که k از یک تا سه بوده و با رتبه بندی صندوق‌ها در هر هفته بر اساس جمع خالص دارایی‌های صندوق در آن هفته و لحاظ کردن ارزش ۱ برای هر یک از این سه متغیر مجازی بر مبنای ۳۳ ٪ بالایی برای صندوق‌هایی با اندازه‌ی کوچک (k=1) ، ۳۴٪ میانی برای صندوق‌های با اندازه‌ی متوسط(k=2) و ۳۳٪ پایینی برای صندوق‌هایی با اندازه‌ی بزرگ (k=3).

۵- یافته‌های پژوهش

بعد از اطمینان از عدم وجود هم خطی متغیرهای مستقل با استفاده از تحلیل هم بستگی برازش الگوهای رگرسیونی هر یک از فرضیات به شرح زیر صورت گرفت.

فرضیه اول

" بین عملکرد گذشته و جریان‌های وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ی مثبت و معنی داری برقرار می‌باشد."

به منظور تعیین نوع الگوی رگرسیون، آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی انجام شد که نتایج در جدول ۲ ارائه شده است. همان طور که از مقدار سطح معنی داری مشخص است؛ فرض صفر که ارجحیت الگوی تلفیقی بر الگوی اثر ثابت است، رد می‌شود و بنابراین الگو اثر ثابت است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۲-آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون F	**۲,۵۱۳۸۲۱**	**(٤١ ،٤١٤٨)**	**۰,۰۰۰۰**
آزمون کای-۲	**۱۰۳,۰۸۳۳۰۰**	**٤١**	**۰,۰۰۰۰**

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۳، نتایج آزمون‌هاسمن ارائه شده است. با توجه به سطح معنی‌داری(۰,۰۰۰۵) فرض صفر رد شده، فلذا الگوی اثر ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول ۳- آزمون‌هاسمن

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون کای-۲	**۲۹,٤٧٦١٢٧**	**۹**	**۰,۰۰۰۵**

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برازش رگرسیون داده های تابلویی فرضیه اول، در جدول ۴ ارائه شده است. متغیرهای عملکرد جاری، عملکرد ۱هفته و ۲ هفته‌ی گذشته، لگاریتم اندازه صندوق و جمع هزینه‌ها و رشد صنعت معنی دار هستند.

با توجه به ضرایب متغیرها در مدل، عملکرد با رشد نسبی جریان وجوه صندوق رابطه ای مستقیم دارند و لذا فرضیه‌ی اول پذیرفته می‌شود.

نظر به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون(۲,۱۷۵۸۸۷)، مشکل خود همبستگی باقی مانده‌ها وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده‌ی مدل ۶٪ است، که اگرچه پایین است ولی با پژوهش های گذشته و نتایج گذشته و نتایج مدل‌های پانلی سازگار است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ٤-بررسی رابطه‌ی عملکرد گذشته و جریان وجوه

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(Per_{i,t}) + \alpha_2(Per_{i,t-1}) + \alpha_3(Per_{i,t-2}) + \alpha_4(Per_{i,t-3}) + \alpha_5(Per_{i,t-4}) + \alpha_6(\log Age_{i,t}) + \alpha_7(\log Age_{i,t-1}) + \alpha_8(\log Age_{i,t-1}) + \alpha_9(\log TNA_{i,t-2}) + \alpha_{10}(Total\ Fees_{i,t-1}) + \alpha_{11}(SD_{i,t-1}) + \alpha_{12}(Industrygrowth_{i,t})$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی آزمون (t)	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	۰,۵۲۱۱٤٥	۰,۰٦۹٥۹۲	۷,٤۸۸٥۸۷	۰,۰۰۰۰
عملکرد هفته جاری	۰,۱۷٥۹۹۰	۰,۰٤۰۲۰۰	٤,۳۷۷۸۳٦	۰,۰۰۰۰
عملکرد ۱ هفته گذشته	۰,۱۱٤۸٤۷	۰,۰۳٤۱٤۱	۳,۳٦۳۸٥۷	۰,۰۰۰۸
عملکرد ۲ هفته گذشته	۰,۰۷۹٥٤٦	۰,۰۳٤٥۷٥	۲,۳۰۰٦٤۷	۰,۰۲۱٥
عملکرد ۳ هفته گذشته	-۰,۰۰۰٥٥۹	۰,۰۳٤٤۲۱	-۰,۰۱٦۲٤۷	۰,۹۸۷۰
عملکرد ٤ هفته گذشته	۰,۰٥۹٤۳٤	۰,۰۳۳۹۰٥	۱,۷٥۲۹۸۱	۰,۰۷۹۷
لگاریتم سن صندوق- ۱ هفته گذشته	۰,۰۰۳۱٥٥	۰,۰۰٥٤٦۰	۰,٥۷۷۹٤٥	۰,٥٦۳۳
لگاریتم اندازه صندوق- ۱ هفته گذشته	-۰,۰٥۲۱۹٥	۰,۰۰٦٤۳۲	-۸,۱۱٤۸۲٦	۰,۰۰۰۰
جمع هزینه‌ها - هفته گذشته	۱۰E- ۷,۹۷	۱۰E- ۲,۲۲	۳,٥۹٦۷۱٤	۰,۰۰۰۳
ریسک صندوق	۰,۱۳۷۲۱٤	۰,۲٤۲۰۸٥	۰,٥٦٦۸۰۲	۰,٥۷۰۹
رشد صنعت	۰,۰۹٤٥۷۰	۰,۰۲۸۸٤۷	۳,۲۷۸۳٥۷	۰,۰۰۱۱
ضریب تعیین	۰,۰٦٤٤٤۹	R^2 تعدیل شده		۰,۰٥۲۹٤۷
آماره F	٥,٦۰۲۹۸٥	نسبت درست نمایی		٦۳۹۹,۱۷۹
معنی داری آماره F	۰,۰۰۰	آماره دوربین واتسون		۲,۱۷٥۸۸۷

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه دوم

" گذشت زمان بر رابطه عملکرد گذشته بر جریان‌های وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری موثر است."

با توجه به عدم معنی داری متغیرهای عملکرد گذشته ۳ و ۴ هفته‌ی گذشته و نیز متغیرهای سن و ریسک صندوق ، مدل مورد استفاده برای آزمون این فرضیه به شرح جدول شماره ۵ است؛

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۵- بررسی رابطه‌ی عملکرد گذشته و جریان وجوه (با احتساب متغیرهای معنی دار در مدل)

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(Per_{i,t}) + \alpha_2(Per_{i,t-1}) + \alpha_3(Per_{i,t-2}) + \alpha_4(\log TNA_{i,t-2}) + \alpha_5(Total\ Fees_{i,t-1}) + \alpha_6(Industrygrowth_{i,t})$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی آزمون (t)	سطح معنی داری
عرض از مبدا	۰,۵۰۸۳۵۱	۰,۰۶۱۶۸۱	۸,۲۴۱۶۸۰	۰,۰۰۰۰
عملکرد هفته جاری	۰,۱۸۱۴۵۳	۰,۰۳۸۵۶۹	۴,۷۰۴۵۸۳	۰,۰۰۰۰
عملکرد ۱ هفته گذشته	۰,۱۲۴۴۱۳	۰,۰۳۳۰۶۵	۳,۷۶۲۶۷۵	۰,۰۰۰۲
عملکرد ۲ هفته گذشته	۰,۰۷۹۰۵۷	۰,۰۳۲۴۵۰	۲,۴۳۶۲۷۹	۰,۰۱۴۹
لگاریتم اندازه صندوق- ۱هفته گذشته	-۰,۰۵۰۲۲۲	۰,۰۰۶۰۰۹	-۸,۳۵۷۶۱۴	۰,۰۰۰۰
جمع هزینه‌ها - هفته گذشته	۱۰E-۷,۸۷	۱۰E-۲,۱۷	۳,۶۱۹۳۱۵	۰,۰۰۰۳
رشد صنعت	۰,۰۹۹۷۵۷	۰,۰۲۸۱۴۵	۳,۵۴۴۳۹۵	۰,۰۰۰۴
ضریب تعیین	۰,۰۶۲۳۳۶	R^2 تعدیل شده		۰,۰۵۱۹۳۲
آماره F	۵,۹۹۱۶۷۲	نسبت درست نمایی		۶۵۴۰,۱۴۲
معنی داری آماره F	۰,۰۰۰	آماره دوربین واتسون		۲,۱۶۰۶۶۴

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از بررسی معنی داری کل رگرسیون فوق و معنی داری تک تک ضرایب، ملاحظه می‌شود، ضرایب عملکرد از زمان حال تا گذشته نزولی است. لذا به نظر می‌رسد که حساسیت رابطه نسبت به آخرین عملکرد بیشتر باشد.

به منظور بررسی بیشتر، بین ضرایب عملکردی، یک آزمون والد انجام می‌گیرد. بر این اساس می‌توان نسبت به وجود یا عدم وجود تفاوت معنی دار ضرایب متغیرهای عملکردی تصمیم گیری نمود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ٦- آزمون والد- بررسی اثر گذشت زمان بر رشد نسبی جریان وجوه

	مقدار	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون F	٤,٤٥٠٣٥٠	(١ ،٤٢٣٦)	٠,٠٣٥٠
آزمون کای-۲	٤,٤٥٠٣٥٠	١	٠,٠٣٤٩

منبع: یافته‌های پژوهش

با عنایت به سطح معنی داری، فرض صفر یعنی یکسانی ضرایب رد می‌شود و بنابراین بین ضرایب عملکرد تفاوت معنی داری وجود دارد و این می‌تواند حاکی از تاثیر گذشت زمان بر رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد باشد. بر این اساس فرضیه دوم تایید می‌شود.

شایان ذکر است که همان گونه که در مدل رگرسیون قبلا بیان شد، ضرایب عملکرد نزولی بوده؛ به طوری که ضرایب عملکرد ۳ و ۴ هفته‌ی گذشته نیز فاقد معنی داری است، این خود تاکیدی دیگر بر این مسئله است که گذشت زمان از تاثیر عملکرد بر رشد جریان وجوه کاسته تا نهایتا در زمان‌های دور این تاثیر گذاری به صفر گراییده و از بین رود.

فرضیه سوم

" حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد برتر در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد ضعیف‌تر، نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است."

با توجه به عدم معنی داری متغیرهای عملکرد گذشته ۳ و ۴ هفته‌ی گذشته و نیز متغیرهای سن و ریسک صندوق، مدل مورد استفاده برای آزمون این فرضیه به شرح زیر است؛

خلاصه نتایج آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی در جدول ۷ خلاصه شده است. همان طور که از سطح معنی داری مشخص است؛ فرض صفر که ارجحیت الگوی تلفیقی بر الگوی اثر ثابت است، رد می‌شود و بنابراین الگو اثر ثابت است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۷- آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون F	۲,۵۷۷۹۰۵	(٤١ ،٤٢٣٤)	۰,۰۰۰۰
آزمون کای-۲	۱۰۵,٦۲۹۲٤۷	٤١	۰,۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۸ نتایج آزمون‌هاسمن ارائه شده است که با توجه به سطح معنی داری فرض صفر (ارجحیت الگوی اثر تصادفی) رد شده و بر این اساس، الگو اثر ثابت است.

جدول ۸- آزمون‌هاسمن

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون کای-۲	۱۷,۰۰۵۳۹۵	۷	۰,۰۱۷٤

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برازش رگرسیون داده های تابلویی در جدول شماره ۹ ارائه شده است. پس از بررسی معنی‌داری کلی رگرسیون، معنی داری تک تک ضرایب مورد سنجش قرار می‌گیرد. بر این اساس، در مدل رگرسیون متغیر مجازی تضاربی عملکرد مطلوب در عملکرد یک هفته گذشته، عملکرد هفته‌ی جاری، عملکرد دو هفته گذشته، لگاریتم اندازه صندوق، جمع هزینه‌های صندوق و رشد صنعت معنادار است.

نظر به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون(۲,۱۶۳۴۳۵)، مشکل خود همبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده‌ی مدل ۶٪ است، که اگرچه پایین است ولی با پژوهش های گذشته و نتایج گذشته و نتایج مدل‌های پانلی سازگار است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۹- بررسی حساسیت رابطه جریان وجوه- عملکرد گذشته نسبت به نوع عملکرد

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{3} \gamma_k \left(PerRankk_{i,t-1}\right).\left(Per_{i,t-1}\right) + \alpha_1\left(Per_{i,t}\right) + \alpha_2\left(Per_{i,t-2}\right) + \alpha_3\left(\log TNA_{i,t-1}\right) + \alpha_4\left(Total\ Fees_{i,t-1}\right) + \alpha_5\left(Industrygrowth_{i,t}\right)$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی(t)	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	۰,۵۰۰۵۹۹	۰,۰۶۱۷۵۲	۸,۱۰۶۶۶۹	۰,۰۰۰۰
متغیر مجازی عملکرد ضعیف * عملکرد هفته گذشته	-۰,۰۳۰۳۸۰	۰,۰۷۳۹۱۲	-۰,۴۱۱۰۲۹	۰,۶۸۱۱
متغیر مجازی عملکرد متوسط * عملکرد هفته گذشته	۰,۳۰۶۹۷۳	۰,۲۳۸۶۳۷	۱,۲۸۶۳۶۳	۰,۱۹۸۴
متغیر مجازی عملکرد مطلوب * عملکرد هفته گذشته	۰,۱۸۹۲۳۸	۰,۰۴۴۳۱۱	۴,۲۷۰۶۸۱	۰,۰۰۰۰
عملکرد هفته جاری	۰,۱۸۴۴۲۴	۰,۰۳۸۵۸۱	۴,۷۸۰۲۲۸	۰,۰۰۰۰
عملکرد ۲ هفته گذشته	۰,۰۸۱۰۶۵	۰,۰۳۲۴۴۸	۲,۴۹۸۲۸۴	۰,۰۱۲۵
لگاریتم اندازه صندوق- ۱ هفته گذشته	-۰,۰۴۹۶۳۰	۰,۰۰۶۰۱۳	-۸,۲۵۴۳۵۶	۰,۰۰۰۰
جمع هزینه‌ها - هفته گذشته	۱۰E-۷,۷۹	۱۰E-۲,۱۷	۳,۵۸۴۹۰۴	۰,۰۰۰۳
رشد صنعت	۰,۰۹۴۴۷۹	۰,۰۲۸۲۳۶	۳,۳۴۶۰۰۰	۰,۰۰۰۸
ضریب تعیین	۰,۰۶۳۶۲۹	R^2 تعدیل شده		۰,۰۵۲۷۹۳
آماره F	۵,۸۷۱۶۹۴	نسبت درست نمایی		۶۵۴۳,۰۹۹
معنی داری آماره F	۰,۰۰۰	آماره دوربین‌واتسون		۲,۱۶۳۴۳۵

منبع: یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی میزان حساسیت رابطه جریان وجوه و عملکرد در صندوق‌های با عملکرد مطلوب و ضعیف اگرچه فقط متغیر مجازی عملکرد مطلوب در عملکرد گذشته معنادار است، ولی لازم است آزمون والد در میان ضرایب این دو متغیر عملکرد برقرار شود.

جدول ۱۰-آزمون والد- بررسی تاثیر کیفیت عملکرد بر رابطه‌ی جریان وجوه و عملکرد هفته گذشته

	مقدار	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون F	۵,۳۱۰۷۱۷	(۱ ،۴۲۳۴)	۰,۰۲۱۲
آزمون کای-۲	۵,۳۱۰۷۱۷	۱	۰,۰۲۱۲

منبع: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با عنایت به سطح معنی داری ، فرض صفر یعنی یکسانی ضرایب رد می‌شود و بنابراین بین ضرایب عملکرد صندوق‌های با عملکرد مطلوب و ضعیف تفاوت معنی داری وجود دارد و این می‌تواند حاکی از تاثیر کیفیت عملکرد گذشته بر حساسیت رابطه جریان وجوه- عملکرد باشد. اما با توجه به منفی بودن مقدار این تفاوت (۰,۲۱۹۶۱۸-) حساسیت این رابطه برای صندوق‌های با عملکرد مطلوب تر بیشتر از صندوق‌های با عملکرد ضعیف‌تر می‌باشد. لذا فرضیه سوم تایید شد.

فرضیه چهارم

" حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کم در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر طولانی‌تر نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است."

با توجه به عدم معنی داری متغیرهای عملکرد گذشته ۳ و ۴ هفته‌ی گذشته و نیز متغیرهای سن و ریسک صندوق، مدل مورد استفاده برای آزمون این فرضیه به شرح زیر است؛

در جدول ۱۱ سطح معنی داری آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی نشان داده شده است که فرض صفر (ارجحیت الگوی تلفیقی بر الگوی اثر ثابت است)، رد می‌شود و الگو اثر ثابت است.

جدول ۱۱- آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون F	**۲,۵۹۱۱۹۵**	**(٤١ ،٤٢٣٤)**	**۰,۰۰۰۰**
آزمون کای-۲	**۱۰٦,۱٦۷۱۲۰**	**٤١**	**۰,۰۰۰۰**

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۱۲ نتایج آزمون‌هاسمن ارائه شده است که با توجه به سطح معنی داری فرض صفر (ارجحیت الگوی اثر تصادفی) رد شده، فلذا الگو اثر ثابت است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۱۲- آزمون‌هاسمن

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون کای-۲	۲۲,۳۵٤۸۰٤	۷	۰,۰۰۲۲

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برازش رگرسیون داده های تابلویی در جدول ۱۳ ارائه شده است. پس از بررسی معنی داری کلی رگرسیون، معنی‌داری تک تک ضرایب مورد سنجش قرار می‌گیرد. بر این اساس، در مدل رگرسیون متغیر مجازی تضاربی صندوق‌های با عمر طولانی در عملکرد یک هفته گذشته، عملکرد جاری، عملکرد ۲ هفته گذشته، لگاریتم اندازه صندوق، جمع هزینه‌های صندوق و رشد صنعت از معنی داری لازم (در سطح اطمینان ۹۵٪) بر خوردارند.

با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون(۲,۱۶۴۹۴۱)، مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

جدول ۱۳- بررسی حساسیت رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد گذشته نسبت به متغیر سن صندوق

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{3} \gamma_k \left(logAgek_{i,t-1}\right).\left(Per_{i,t-1}\right) + \alpha_1\left(Per_{i,t}\right) + \alpha_2\left(Per_{i,t-2}\right) + \alpha_3\left(\log TNA_{i,t-1}\right) + \alpha_4\left(Total\ Fees_{i,t-1}\right) + \alpha_5\left(Industrygrowth_{i,t}\right)$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی آزمون (t)	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	۰,۵۰۵۹۰۹	۰,۰٦۱۷۰۵	۸,۱۹۸۸٤۹	۰,۰۰۰۰
متغیر مجازی صندوق‌های کم عمر * عملکرد هفته گذشته	۰,۰٦۰۰۳٤	۰,۰۷٤۲۳٤	۰,۸۰۸۷۰۸	۰,٤۱۸۷
متغیر مجازی صندوق‌ها با عمر متوسط * عملکرد هفته گذشته	۰,۰۷٦۹۸۷	۰,۰۵۱۲۷٤	۱,۵۰۱٤۹۸	۰,۱۳۳۳
متغیر مجازی صندوق‌های عمر طولانی * عملکرد هفته گذشته	۰,۱۹۵٦۳۲	۰,۰٤۹۳۹۰	۳,۹٦۰۹۷۱	۰,۰۰۰۱
عملکرد هفته جاری	۰,۱۸۱۵۷۱	۰,۰۳۸۵٦۱	٤,۷۰۸٦۳۲	۰,۰۰۰۰
عملکرد ۲ هفته گذشته	۰,۰۷۸۷۲٤	۰,۰۳۲٤٤٤	۲,٤۲٦٤۳۸	۰,۰۱۵۳

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی آزمون (t)	سطح معنی‌داری
لگاریتم اندازه صندوق- ۱ هفته گذشته	۰,۱۹۵٦۳۲ -	۰,۰۰٦۰۱۲	۸,۳۱۳٤۱۵ -	۰,۰۰۰۰
جمع هزینه‌ها - هفته گذشته	۱۰E-۷,٦۲	۱۰E-۲,۱۸	۳,٤۹۷۳۸۵	۰,۰۰۰۵
رشد صنعت	۰,۰۹۹٤٤۲	۰,۰۲۸۱٤٦	۳,۵۳۳۱۳۳	۰,۰۰۰٤
ضریب تعیین	۰,۰٦۳۱۷٦	R^2 تعدیل شده		۰,۰۵۲۳۳۵
آماره F	۵,۸۲۷۰۹۰	نسبت درست نمایی		٦۵٤۲,۰٦۳
معنی داری آماره F	۰,۰۰۰۰۰۰	آماره دوربین‌واتسون		۲,۱٦٤۹٤۱

منبع: یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی میزان حساسیت رابطه جریان وجوه و عملکرد در صندوق‌هایی با عمر کم و صندوق‌هایی با عمر طولانی لازم است آزمون والد در میان ضرایب این دو متغیر عملکرد برقرار شود.

جدول ۱٤- بررسی تاثیر سن صندوق بر حساسیت رابطه‌ی جریان وجوه و عملکرد هفته گذشته

	مقدار	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون F	۲,۳٦۱۲۳٤	(۱ ،٤۲۳٤)	۰,۱۲٤۵
آزمون کای-۲	۲,۳٦۱۲۳٤	۱	۰,۱۲٤٤

منبع: یافته‌های پژوهش

با عنایت به سطح معنی داری ، فرض صفر(در سطح اطمینان ۹۵٪) را نمی توان رد کرد و بنابراین بین ضرایب عملکرد صندوق‌های با عمر کم و صندوق‌های با عمر طولانی تفاوت معنی داری وجود ندارد. لذا فرضیه چهارم رد می‌شود.

فرضیه پنجم

" حساسیت جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک، در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ، نسبت به عملکرد گذشته بیشتر است."

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با توجه به عدم معنی داری متغیرهای عملکرد گذشته ۳ و ۴ هفته‌ی گذشته و نیز متغیر سن صندوق، مدل مورد استفاده برای آزمون این فرضیه به شرح زیر است؛

در جدول شماره‌ی ۱۵ سطح معنی داری آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی نشان داده شده است که فرض صفر (ارجحیت الگوی تلفیقی بر الگوی اثر ثابت است)، رد شده و بنابراین الگو اثر ثابت است.

جدول ۱۵- آزمون F لیمر و نسبت درست نمایی

	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
آزمون F	۲,۵۴۰۵۹۹	(۴۱ ،۴۲۳۴)	۰,۰۰۰۰
آزمون کای-۲	۱۰۴,۱۱۹۰۶۶	۴۱	۰,۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۱۶ نتایج آزمون‌هاسمن ارائه شده است که با توجه به سطح معنی داری فرض صفر (ارجحیت الگوی اثر تصادفی) رد شده، فلذا الگو اثر ثابت است.

جدول ۱۶- آزمون‌هاسمن

	آماره آزمون	درجه آزادی	Prob.
آزمون کای-۲	**۱۸,۸۳۷۸۱۷**	**۷**	**۰,۰۰۸۷**

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برازش رگرسیون داده های تابلویی در جدول شماره ۱۷ ارائه شده است. پس از بررسی معنی داری کلی رگرسیون، معنی داری تک تک ضرایب مورد سنجش قرار می‌گیرد. بر این اساس، در مدل رگرسیون متغیر مجازی تضاربی صندوق‌هایی با اندازه متوسط در عملکرد یک هفته گذشته، متغیر مجازی تضاربی صندوق‌های بزرگ در عملکرد یک هفته گذشته، ، عملکرد جاری، عملکرد ۲ هفته‌ی گذشته، لگاریتم اندازه صندوق، جمع هزینه‌های صندوق و رشد صنعت از معنی داری لازم (در سطح اطمینان ۹۵٪) بر خوردارند.

با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون(۲,۱۶۳۶۵۹)، مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۱۷- بررسی حساسیت رابطه جریان وجوه- عملکرد گذشته نسبت به متغیر اندازه صندوق

$$f_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{3} \gamma_k \left(LogTNAk_{i,t-1}\right).\left(Per_{i,t-1}\right) + \alpha_1\left(Per_{i,t}\right) + \alpha_2\left(Per_{i,t-2}\right) + \alpha_3\left(\log TNA_{i,t-1}\right) + \alpha_4\left(Total\ Fees_{i,t-1}\right) + \alpha_5\left(Industrygrowth_{i,t}\right)$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره‌ی آزمون (t)	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	۰,۵۱۱۷٤۱	۰,۰٦۱٦۵۰	۸,۳۰۰۷۳۳	۰,۰۰۰۰
متغیر مجازی صندوق‌های کوچک * عملکرد هفته گذشته	۰,۰۱۱٤۹۵ -	۰,۰۵۸۹٤۸	۰,۱۹۵۰۰۰ -	۰,۸٤۵٤
متغیر مجازی صندوق‌های متوسط * عملکرد هفته گذشته	۰,۱۵۵۷۱۲	۰,۰۵۳۳۷۱	۲,۹۱۷۵٦۲	۰,۰۰۳۵
متغیر مجازی صندوق‌های بزرگ * عملکرد هفته گذشته	۰,۲۰۷۲۲۰	۰,۰۵٤۲۷۸	۳,۸۱۷۷٤۹	۰,۰۰۰۱
عملکرد هفته جاری	۰,۱۸۲۳۷۱	۰,۰۵٤۲۷۸	٤,۷۳۱۳۲٦	۰,۰۰۰۰
عملکرد ۲ هفته گذشته	۰,۰۷٦٦۲۷	۰,۰۳۲٤۳۹	۲,۳٦۲۲۱۷	۰,۰۱۸۲
لگاریتم اندازه صندوق- ۱ هفته گذشته	۰,۰۵۰۵۵۳ -	۰,۰۰٦۰۰٦	۸,٤۱٦۷٦۵ -	۰,۰۰۰۰
جمع هزینه‌ها - هفته گذشته	۱۰E-۷,۷۸	۱۰E-۲,۱۷	۳,۵۸۰۱٤۹	۰,۰۰۰۳
رشد صنعت	۰,۰۹۸۵٤۱	۰,۰۲۸۱۲۹	۳,۵۰۳۱۳۸	۰,۰۰۰۵
ضریب تعیین	۰,۰٦٤۱۵۰	R^2 تعدیل شده		۰,۰۵۳۳۱۹
آماره F	۵,۹۲۳۰۰٤	نسبت درست نمایی		٦۵٤٤,۲۸۹
معنی داری آماره F	۰,۰۰۰	آماره دوربین- واتسون		۲,۱٦۳٦۵۹

منبع: یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی میزان حساسیت رابطه جریان وجوه و عملکرد در صندوق‌های بزرگ و کوچک لازم است آزمون والد در میان ضرایب این دو متغیر عملکرد برقرار شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۱۸- بررسی تاثیر اندازه صندوق بر حساسیت رابطه‌ی جریان وجوه و عملکرد هفته گذشته

	مقدار	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون F	۷,٦٥٨۳۷٦	(۱ ،٤۲۳٤)	۰۰۵۷.۰
آزمون کای-۲	۷,٦٥٨۳۷٦	۱	۰۰۵۷.۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با عنایت به سطح معنی داری، فرض صفر(در سطح اطمینان ۵٪) یعنی یکسانی ضرایب رد می‌شود و بنابراین بین ضرایب عملکرد صندوق‌های بزرگ و کوچک تفاوت معنی داری وجود دارد. اما با توجه به منفی بودن مقدار این تفاوت (۰,۲۱۸۷۱۵-) حساسیت این رابطه برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ بیشتر از صندوق‌های کوچک است. فلذا فرضیه پنجم نیز رد می‌شود.

۶- نتیجه گیری

در فرضیه اول رابطه‌ی مستقیم جریان وجوه و عملکرد گذشته‌ی صندوق‌ها مورد تایید قرار گرفت. این یافته مطابق یافته‌های پژوهش‌های پیشین نظیر گروبر (۱۹۹۶)، چوالیر والیسون(۱۹۹۷)، سیری و توفانو (۱۹۹۸)، باربر و اودین(۲۰۰۰)و پترویچ گوریاو (۲۰۰۲) می‌باشد.

در فرضیه دوم تاثیرگذشت زمان بر رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد گذشته مورد تایید قرار گرفت. این یافته‌ها نیز مطابق نتایج پژوهش‌های پترویچ گوریاو (۲۰۰۲) و چوالیر و الیسون(۱۹۹۷) است. به نظر می‌رسد که سازگار با پژوهش های چوالیر و الیسون با گذشت زمان از میزان این تاثیر گذاری کاسته شود. به دیگر سخن، سرمایه گذاران به سرعت و با کمترین وقفه‌ی زمانی(نهایتا ظرف دو هفته) نسبت به عملکرد گذشته واکنش نشان می‌دهند.

علاوه بر تایید رابطه‌ی مستقیم جریان وجوه- عملکرد، برخی پژوهش ها تاکید کردند که چنین رابطه ای از نقطه نظر کیفیت عملکرد صندوق‌ها، سن صندوق‌ها و اندازه‌ی صندوق‌ها غیر خطی و محدب می‌باشد. این موارد به ترتیب در فرضیه‌های سوم، چهارم و پنجم مورد بررسی قرار گرفت.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرضیه سوم مطابق یافته‌های سیری و توفانو (۱۹۹۸) تایید شد. بر این اساس جریان‌های نقدی صندوق‌هایی که عملکرد بهتری دارند در مقایسه با صندوق‌هایی که عملکرد ضعیف تری دارند، نسبت به عملکرد گذشته حساسیت بیشتری دارد.

فرضیه‌ی چهارم رد شد که این امر مغایر با یافته‌های چوالیر و الیسون(۱۹۹۷) و پتروویچ گوریاو (۲۰۰۲) می‌باشد، به عبارت دیگر، بین حساسیت رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد برای صندوق‌های با عمر کم و صندوق‌های با عمر طولانی تفاوت معنی داری وجود ندارد.

فرضیه پنجم رد شد که این یافته مغایر با یافته‌های پترویچ گوریاو(۲۰۰۲) در خصوص حساسیت بیشتر رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد برای صندوق‌های کوچک‌تر، می‌باشد. به دیگر سخن، علی رغم وجود تفاوت معنی دار حساسیت صندوق‌های بزرگ و کوچک، این حساسیت برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ بیشتر است.

با توجه به نتایج بر آمده از فرضیه‌های پژوهش در مجموع می‌توان نتیجه گرفت که نه تنها رابطه‌ی مستقیمی بین عملکرد گذشته و رشد صندوق یا به عبارت دیگر رشد جریان وجوه برقرار است، بلکه حساسیت رابطه‌ی جریان وجوه- عملکرد در صندوق‌های بزرگ و کوچک، و صندوق‌ها با عملکرد مطلوب و ضعیف تفاوت معنی داری دارد و از این رو، رشد این صندوق‌ها به صورتی غیر خطی متاثر از عملکرد گذشته است.

۷- محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش همانند سایر پژوهش های با محدودیت‌هایی روبرو بوده است. مهمترین محدودیت این پژوهش نوپایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران بود که این امر سبب آن شد دوره‌ی زمانی نمونه‌ی مورد بررسی کوتاه باشد. محدودیت دیگر عدم لحاظ کردن تاثیر جو بازار سرمایه و نوسان شاخص بورس بر جریان وجوه صندوق‌های سرمایه گذاری می‌باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۸- پیشنهادها

پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به این که رابطه ی مستقیم و غیر خطی بین عملکرد گذشته و رشد نسبی جریان‌های وجوه صندوق های سرمایه گذاری وجود دارد، و به عبارتی دیگر سرمایه گذاران بر اساس عملکرد گذشته تصمیمات سرمایه گذاری خود را اتخاذ می کنند، به مدیران صندوق‌های سرمایه گذاری پیشنهاد می شود که در راستای بهبود عملکرد صندوق های تحت مدیریت خود هر چه بیشتر بکوشند تا بدین طریق بتوانند در آینده از رشد بهتری برخوردار باشند.

پیشنهادات برای پژوهش های آتی

با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می شود:

در این پژوهش صرفا بازده‌ی خام صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان شاخص عملکردی به کار برده شده است. با توجه به گستردگی شاخص‌های عملکردی، پیشنهاد می‌شود که در پژوهش های آینده از سایر شاخص‌های عملکردی نظیر آلفای تک عامله‌ی جنسن و نسبت شارپ استفاده شود. هم چنین در نهایت می‌توان بین این شاخص‌های عملکردی تحلیل حساسیت نمود و تعیین کرد که کدامیک از شاخص‌های عملکردی در ایران بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران است.

با گذشت زمان و گستردگی فعالیت صندوق‌ها می‌توان همین پژوهش را در بازه زمانی- تعدادی گسترده تری تکرار نمود و نتایج آن را مورد مقایسه قرار داد. لازم به ذکر است که ضمن بررسی‌ها مشخص شد که در ایران عمدتا سرمایه گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری از میان موسسین و مدیران آن‌ها بوده، به دیگر سخن، هنوز سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها در میان عموم مردم فراگیر نشده است؛ با این وجود انتظار می‌رود با شروع به کار صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله استقبال عموم مردم به چنین سرمایه‌گذاری‌هایی بیشتر شود. هم چنین در پژوهش های بعدی اثر جو بازار سرمایه با نوسان شاخص هم می‌تواند در مدل‌ها لحاظ شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع :

۱- روشنگر زاده، امین، رمضان احمدی، محمد (۱۳۹۰)، "بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی و ارتباط بین رتبه بندی آنها با معیارهای مدرن پرتفوی"، **پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره اول(پیاپی ۷)،۱۴۳-۱۶۰.

۲- عابد، آمنه(۱۳۹۱) "ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران". پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا(س).

۳- مقدسیان، ایمان، سعیدی، علی (۱۳۹۰)." ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران ". **فصلنامه‌ی بورس و اوراق بهادار**،۹، ۲۴-۵.

4- Barber, Brad M., Terrance Odean , & Lu Zheng, 2000, The behavior of mutual funds Investors, Graduate School Of Management, Uc- Davis

5- Carhart, Mark M., 1997, “On Persistence In Mutual Fund Performance” , **Jornal Of Finance**, 52,1, 57-82

6- Chevalier, J., and G. Ellison, 1997," Risk taking by mutual funds as a response to incentives", **Journal of Political Economy**, 105, 1167-1200.

7- Goetzmann, William N, Peles Nadav, (1997), “cognitive dissonance and mutual fund investors” financial research, 20, 145-158

8- Goriaev, Alexei, 2002,"On the behavior of mutual fund investors & managers", PhD thesis of tilberg university

9- Gruber, Martin J., 1996, "Another puzzle: growth in actively managed mutual funds", **Journal of Finance** ,51, 783-810

10- Investment Company Institute (2012), "Investment Company Fact Book, A Review of Trends and Activity in the U.S. Investment Company Industry,” fifty second edition.

11- Ippolito, A Richard, 1992, “Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry”, **Journal Of Law And Economics**, 35, 45-70.

12- Jensen, Michael C. 1968, the performance of mutual funds in the period 1945-1964, **journal of finance**, 23 , 389- 419.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]