



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دوازدهم، شماره چهل و چهارم، بهار ۱۴۰۳

صفحات ۱۶۰-۱۳۹



مقاله پژوهشی

## بررسی انگیزه‌های تغییر ریسک مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازارهای صعودی و نزولی و تأثیر آن بر بازدهی<sup>۱</sup>

رضا تهرانی<sup>۲</sup>، جمشید بیگدلو<sup>۳</sup>، میلاد عرفانی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۱/۲۷

### چکیده

انگیزه‌های مدیران صندوق‌ها و توانایی‌های برتر آن‌ها در سرمایه‌گذاری و مدیریت آن، دو توضیح برای تغییرات ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در شرایط مختلف بازار است. در این پژوهش بر همین اساس از طریق تحلیل ۲۱ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام برای دوره ۷۹ ماهه از شهریور ۱۳۹۰ تا اسفند ۱۳۹۶ با استفاده از روش حداقل مربعات، به بررسی انگیزه‌های تغییر ریسک مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و تأثیر آن بر بازدهی پرداخته‌ایم. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در بازارهای صعودی بین صندوق‌های بازنده انگیزه‌ی جبران سازی خسارت وجود دارد به طوری که مدیران این صندوق‌ها با افزایش سطح ریسک موجب افزایش بازدهی دوره آتی صندوق‌ها می‌شوند. در مقابل، مدیران صندوق‌های برنده با استفاده از مهارت‌های برتر در سرمایه‌گذاری، ریسک صندوق را کاهش داده و باعث افزایش بازده دوره‌ی آتی می‌شوند. طبق نتایج، در بازارهای نزولی مدیران با افزایش ریسک صندوق باعث کاهش بازده دوره آتی خواهند شد که نشان دهنده ضعف سازمانی و یا ضعف مهارت مدیران در سرمایه‌گذاری است. در مقابل مدیرانی که سطح ریسک صندوق را کاهش می‌دهند در صد افزایش بازده دوره آتی صندوق هستند که بیانگر انگیزه‌ی نگرانی‌های شغلی مدیران است.

**واژگان کلیدی:** جبران خسارت، نگرانی شغلی، تغییر ریسک، مهارت مدیران، بازار صعودی و نزولی.  
**طبقه‌بندی موضوعی:** G11, G20, G29.

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2019.24725.1985

۲. استاد، گروه مدیریت مالی و بیمه، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Email: rtehrani@ut.ac.ir

۳. کارشناس ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشگاه البرز، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول). Email: jamshidbigdelo@gmail.com

۴. کارشناس ارشد، گروه اقتصاد، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. Email: milad.er1991@gmail.com

## مقدمه

عملکرد سرمایه‌گذاری با دو رکن ریسک و بازدهی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و همواره بیشترین بازدهی با توجه به سطح مشخصی از ریسک، معیاری مناسب برای سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین در بررسی عملکرد پرتفوی‌های مختلف سعی بر آن است میزان بازدهی آن‌ها با توجه به ریسک متحمل شده توسط سرمایه‌گذار، بررسی شود. به نظر می‌رسد در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز چنین مسئله‌ای وجود دارد زیرا، هدف اولیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، بیشینه کردن بازده دارایی‌های تحت مدیریتشان در طول زمان است. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سطح ریسک در مجموعه‌ی خودشان را به صورت محسوس در طول زمان تغییر می‌دهند. انگیزه‌های مدیران صندوق‌ها و توانایی‌های برتر آن‌ها برای سرمایه‌گذاری و مدیریت آن، دو توضیح برای تغییرات ریسک در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند. به‌خصوص، انگیزه‌های جبران خسارت مدیران می‌تواند موجب شود که آن‌ها سطح ریسک مجموعه‌ی خودشان را افزایش دهند به این امید که عملکرد خودشان را بهبود بخشند و بتوانند نقدینگی را به سمت خود جذب کنند. از طرفی انگیزه‌های جبران خسارت مدیران صندوق، باید در مقابل نگرانی‌های شغلی مدیران صندوق (انگیزه‌های اشتغال) در نظر گرفته شود، زیرا رفتار تغییر ریسک در آن‌ها مبتنی بر قدرت‌های نسبی این دو انگیزه است. انگیزه‌های جبران سازی خسارت در بازار پررونق قوی‌تر و انگیزه‌های نگرانی شغلی در بازار کم رونق، قوی‌تر است؛ همچنین تغییرات در سطح ریسک مدیران صندوق مشترک می‌تواند نتیجه‌ی بهره‌مندی مدیران از توانایی‌های سرمایه‌گذاری برتر آن‌ها باشد (پاپسکو و ژا، ۲۰۱۷).

با توجه به اهمیت نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشور و نبود پژوهشی در زمینه شناخت انگیزه‌های تغییر ریسک مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و پیامدهای آن، ضرورت انجام این پژوهش بیشتر از پیش نمایان می‌شود؛ در نتیجه این مطالعه به بررسی انگیزه‌های تغییر ریسک مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در بازارهای صعودی و نزولی و تأثیر آن بر بازدهی می‌پردازد.

## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

این حقیقت وجود دارد که خواست بازدهی بالاتر مستلزم قبول ریسک بیشتر است و برخی متغیرها مانند سبک مدیریت، اندازه، بازده دوره‌ی قبل، وجه نقد، هزینه‌ها، گردش سرمایه، سن و نظایر این‌ها بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. بعضی مطالعات هزینه‌های بیشتر صندوق سرمایه‌گذاری را نشانه مهارت بیشتر مدیران و ایجاد بازدهی بیشتر دانسته، درحالی‌که شواهدی وجود دارد که عکس آن را نشان داده است (درامز و والکر ۱۹۹۶، کرهارت ۱۹۹۷، دالکوویست، انگسترام و سودرلایند ۲۰۰۰، پیترسون و همکاران ۲۰۰۱، تالاتافزا و رف ۲۰۰۹، سی و جاسو ۲۰۱۲ و روحی و صفری ۱۳۸۹). طبق برخی تحقیقات بالا بودن نسبت گردش سرمایه باعث ایجاد بازدهی بالاتر می‌شود درحالی‌که تحقیقاتی وجود دارد که آن بازدهی بیشتر را قابل تهاوت با هزینه‌های بیشتر کارگزاری و مالیات می‌دانند (گرینبلت و کلهرجو ۲۰۰۰،

پیترسون و همکاران ۲۰۰۱ و بودینو و مارتنز ۲۰۱۰)، برخی تحقیقات صندوق‌های سرمایه‌گذاری را فاقد صرفه‌جویی نسبت به مقیاس می‌دانند، در حالی که برخی وجود فرصت‌های اندک را موجب تضعیف عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ می‌دانند، تحقیقاتی جریان وجه نقد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را موجب افزایش بازده صندوق‌ها می‌دانند؛ همچنین، طبق برخی تحقیقات تعداد سال‌های مدت تصدی صندوق سرمایه‌گذاری توسط مدیریت نشانه تجربه بیشتر مدیریت می‌شود، لذا می‌تواند بر عملکرد آتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اثر گذارد (پیترسون و همکاران ۲۰۰۱، پرسون و کارلسون ۲۰۰۵ و فریرا و همکاران ۲۰۱۲). در ادامه به برخی از تحقیقات انجام‌شده خارجی و داخلی که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم با موضوع پژوهش حاضر مرتبط است، اشاره می‌گردد.

لازم به ذکر است که در رابطه با تأثیر ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر بازده پژوهش‌هایی انجام پذیرفته است اما با توجه به بررسی‌های صورت گرفته مشخص گردید که پژوهش‌های خارجی محدودی در زمینه انگیزه‌های تغییر ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به شرایط بازار انجام پذیرفته است؛ همچنین تاکنون هیچ‌گونه پژوهشی در رابطه با موضوع پرداخته‌شده در پژوهش حاضر در ایران صورت نگرفته است و پژوهش حاضر به‌عنوان تحقیقی پیش‌گام در این زمینه محسوب می‌شود.

درامز و والکر<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) از تحلیل سری‌های زمانی متقاطع برای تحلیل عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده کردند. در این مطالعه رابطه میان بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عواملی شامل اندازه، نسبت هزینه‌ها، نسبت گردش پرتفوی و کارمزد بررسی گردید و مشخص شد تنها نسبت هزینه‌ها با بازدهی رابطه مستقیم دارد.

کرهاارت<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) در تحقیقی راجع به عملکرد صندوق‌ها به این نتیجه رسید که بازده سال قبل با بازده سال جاری ارتباط مثبت دارد ولی نسبت هزینه، نسبت فعالیت معاملاتی و کارمزد صندوق بر عملکرد صندوق اثر منفی دارند. بر این اساس وی نتیجه می‌گیرد که: (۱) سرمایه‌گذاران از صندوق‌هایی که به‌صورت مداوم بازده پایین دارند اجتناب کنند (۲) 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 (۳) صندوق‌ها با هزینه‌های بالا، هزینه‌های نقل‌وانتقال و کارمزد بالا برای سرمایه‌گذاری مناسب نیستند.

گرینبلت و کلهرجو<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) در تحقیقی رابطه مثبت بین عملکرد صندوق و نسبت فعالیت معاملاتی را نشان دادند و پیشنهاد دادند در صورتی که صندوق‌ها، معاملات بیشتری در بازار انجام دهند می‌توانند سهام با قیمت پایین‌تری را پیدا کنند و معاملات بیشتر باعث بازده بیشتر می‌شود.

پیترسون و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۱) ویژگی‌هایی شامل ریسک، سبک مدیریت، هزینه‌ها، گردش پرتفوی، اندازه، جریان وجوه، طول مدت تصدی مدیریت، ساختار مدیریت، طول عمر صندوق سرمایه‌گذاری را بر عملکرد و انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری مؤثر می‌دانند.

1. Droms & Walker
2. Carhart
3. Grinblatt and Keloharju
4. Peterson, Pietranico, Riepe & Xu

پرسون و کارلسون<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) در تحقیقی در رابطه با ویژگی‌های توضیح‌دهنده عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشور سوئد، ویژگی‌هایی شامل ریسک، اندازه، طول مدت تصدی مدیریت و طول عمر صندوق سرمایه‌گذاری را بر عملکرد آتی صندوق سرمایه‌گذاری مؤثر تشخیص دادند.

هانگ، وای و یان<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) در پژوهش خودشان نشان دادند که افزایش ریسک موجب کاهش عملکرد می‌شود و به این نتیجه رسیدند که تغییر ریسک، نتیجه‌ی توانایی سرمایه‌گذاری ضعیف و یا مشکلات سازمانی است اما هیچ تفاوتی بین انگیزه‌هایی که مدیران صندوق‌های برنده و بازنده در شرایط مختلف بازار با آن مواجه می‌شوند در نظر نگرفتند.

جاوید<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) در پژوهش خود به اثر ریسک بر عملکرد صندوق‌ها پرداخته‌اند؛ آن‌ها بیان می‌کنند که هرچه ریسک بیشتر باشد بازده صندوق بالاتر بوده و عامل اثرگذار دیگر اندازه صندوق است. استدلال آن‌ها این است که هرچه صندوق بزرگ‌تر باشد می‌تواند تنوع بیشتری ایجاد کند؛ همچنین سوابق مدیر سبد و رشته تحصیلی وی بر بازده صندوق اثرگذار بوده است و سابقه صندوق بر بازده آن تأثیری نداشته است.

تالاتافزا و رف<sup>۴</sup> (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 صندوق، هزینه صندوق و نسبت فعالیت معاملاتی بر بازده صندوق بود. بنابراین صندوق‌های پر سابقه، دارای بازده بیشتری هستند و به صورت کاراتری عمل می‌کنند. در این تحقیق اثر بازده دوره قبل بر بازده صندوق نیز مورد بررسی قرار گرفت که اثر بازده دوره قبل بر بازده صندوق مورد تأیید قرار گرفت. میزان وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق اثر مثبت بر بازده صندوق دارد، در واقع اگر میزان وجه نقد صندوق بیشتر باشد، مطلوبیت سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد، چراکه خود را برای سرمایه‌گذاری در شرایط بهتری، آزادانه‌تر و با ریسک نقد شوندگی کمتری، تصور می‌کنند.

کمپ، روینزی و دایل<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) اولین کسانی بودند که رفتار تغییر ریسک را در پاسخ به هر دو انگیزه جبران سازی خسارت و انگیزه اشتغال، ارزیابی کردند و نشان دادند که رفتار تغییر ریسک مدیران صندوق سهام تحت تأثیر تمایل آن‌ها برای حفظ شغل (انگیزه اشتغال) در طول بازارهای کم رونق و به دست آوردن جبران خسارت بیشتر (انگیزه جبران سازی) در طول بازارهای پر رونق است. به عبارت دیگر؛ در طول بازارهای کم رونق، جریان‌های نقد به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، پایین‌تر است و از این رو، احتمال از دست دادن شغل نیز برای مدیران صندوق‌های معمولی، افزایش پیدا می‌کند؛ اما در طول بازارهای

1. Persson & Karlsson
2. Huang, Wei & Yan
3. Javed
4. Talat & Rauf
5. Kempf, Ruenzi & Thiele



پروونق، این شرایط دقیقاً برعکس است. جریان نقدینگی به سمت صندوق‌ها بیشتر است و از این رو تصمیم‌های مدیران بیشتر تحت تأثیر حق امتیاز و انگیزه‌های جبران خسارت است.

بودینو و مارتنز<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) مطالعه‌ای در رابطه با انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری با استفاده از برخی ویژگی‌های آن‌ها انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری بر اساس عملکرد گذشته، توانمندی و نسبت گردش معاملات معنی‌دار است.

هانگ، سیالم و ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و انتقال ریسک در دوره زمانی ۱۹۸۳ الی ۲۰۰۹ پرداخته‌اند. آن‌ها با استفاده از معیار مبتنی بر انتقال ریسک دریافتند که صندوق‌هایی که در طول زمان مرتباً ریسک خود را از سطحی به سطح دیگر تغییر می‌دهند عملکرد بسیار ضعیف‌تری نسبت به صندوق‌هایی که ریسک خود را در طول زمان ثابت نگه داشته‌اند دارند. این نتایج در رابطه با اینکه صندوق‌هایی که بطور مرتب ریسک خود را تغییر داده‌اند نشان دهنده این است که آن‌ها به دلیل تعارضات نمایندگی از توانایی کمتری در اداره پرتفوی برخوردار بوده و فرصت طلبانه برخورد می‌کنند در صورتی که صندوق‌هایی که از مدیران مجرب و با مهارت استفاده می‌کنند توانایی استفاده از فرصت‌های ناشی از تغییرات در سرمایه‌گذاری‌ها را به خوبی دارند.

فریرا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) با استفاده از مدل چهار عاملی کرهاوت ویژگی‌هایی نظیر عمر، اندازه، حق‌الزحمه، ساختار مدیریت، مدت تصدی مدیریت و ویژگی‌های کشوری نظیر توسعه اقتصادی، توسعه مالی و حمایت از سرمایه‌گذار در نظر گرفتند. طبق نتایج صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عمر کمتر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با حق‌الزحمه بالا و صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مدیران باتجربه‌تر عملکرد بهتری دارند.

سی و جاسو<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی ویژگی‌های مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت بین ریسک صندوق و عملکرد آن و همچنین نسبت هزینه‌ها و عملکرد صندوق است به‌علاوه آن‌ها بیان نمودند که افزایش عمر صندوق سرمایه‌گذاری، باعث کاهش شاخص عملکرد آن می‌شود؛ به‌بیان دیگر، صندوق‌ها با عمر بیشتر، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به صندوق‌های جوان‌تر دارند؛ همچنین در پژوهش آن‌ها شواهدی مبنی بر تأثیر نسبت گردش دارایی‌ها و اندازه صندوق بر عملکرد آن یافت نشده است.

جوئل<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی عملکرد صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در هند، طی دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ پرداخته است. طبق نتایج این پژوهش سن و نسبت افزایش دارایی‌های صندوق بر کارایی عملکرد آن تأثیر منفی داشته و عملکرد گذشته‌ی صندوق سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبتی بر کارایی

1. Budiono & Martens
2. Huang, Sialm & Zhang
3. Ferreira, Keswani, Miguel & Ramos
4. See & Jusoh
5. Goel

عملکرد آن دارد؛ همچنین بین اندازه و ریسک صندوق و کارایی عملکرد آن رابطه معنی‌داری مشاهده نشده است.

بابالوس، ماماتزاکیز و ماتوسک<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) با استفاده از روش تحلیل مرزی تصادفی<sup>۲</sup> عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری آمریکایی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که سبک مدیریت و اندازه بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است.

پاپسکو و ژا (۲۰۱۷) در پژوهش خود به کشف انگیزه و محرک تغییر رفتار ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و بررسی تأثیر آن بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن مشوق‌های جبران خسارت و نگرانی‌های شغلی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۰ پرداخته‌اند. طبق نتایج پژوهش آن‌ها صندوق‌هایی با عملکرد ضعیف (عملکرد قوی) احتمالاً در بازار صعودی، سطح خطر خودشان را افزایش (کاهش) می‌دهند، درحالی‌که در طول بازارهای نزولی، سطح ریسک خودشان را کاهش (افزایش) می‌دهند. علاوه بر این، صندوق‌هایی که ریسک را افزایش می‌دهند عملکرد ضعیفی دارند، درحالی‌که آن صندوق‌هایی که ریسک مجموعه‌ی خودشان را کاهش می‌دهند، با این مشکل روبه‌رو نمی‌شوند. به‌علاوه، صندوق‌هایی با عملکرد ضعیف ریسک خودشان را در بازارهای صعودی و نزولی افزایش (کاهش) می‌دهند درحالی‌که صندوق‌هایی با عملکرد بالا، نخست در بازارهای صعودی ریسک خودشان را کاهش داده و سپس عملکردی بهتر از حد انتظار نشان می‌دهند.

لی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر رتبه بندی صندوق‌ها بر روی تعدیل ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در چین طی سال‌های ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۲ پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که مدیران صندوق با عملکرد ضعیف، اواسط سال تمایل به افزایش ریسک وجوه خود در نیمه دوم سال دارند. علاوه بر این رفتارهای تعدیل ریسک مدیران صندوق تحت تأثیر شرایط بازار است و مدیران ریسک صندوق را به طور اساسی در رکود بازار تنظیم می‌کنند.

اندرو، سارتو و سرانو<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی پیامدهای تغییر ریسک با توجه به ویژگی‌های مدیران با استفاده از اطلاعات ۱۴۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در اسپانیا، طی دوره زمانی ۱۹۹۹ الی ۲۰۱۱ پرداخته‌اند. طبق نتایج پژوهش آن‌ها صندوق‌هایی که سطح ریسک خود را افزایش می‌دهند عملکرد بهتری نسبت به صندوق‌هایی با سطح ریسک پایدار یا کاهش یافته به دست می‌آورند؛ همچنین ویژگی‌های مدیران صندوق‌ها مانند جنسیت، سطح تحصیلات و سطح تخصص متغیرهای مهم برای تمایز عملکرد بعد از تغییر ریسک صندوق است.

1. Babalos, Mamatzakis & Matousek
2. Stochastic Frontier Analysis
3. Li, Chen, Zhang & Lu
4. Andreu, Sarto & Serrano



در داخل کشور نیز مطالعاتی در این خصوص انجام شده است. پور زمانی، روحی، صفری، (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران پرداخته‌اند. طبق پژوهش آن‌ها، بین نوسانات بازده صندوق در دوره قبل، بازده دوره گذشته صندوق، سن صندوق، نرخ گردش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق در دوره قبل و بازده کسب‌شده توسط صندوق همبستگی مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین شواهد حاکی از آن است که میان دارایی‌های تحت مدیریت صندوق در دوره قبل، هزینه‌های صندوق، نرخ رشد پول جدید نسبت به دوره قبل و بازدهی صندوق تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

سعیدی، محسنی، مشتاق (۱۳۸۹) در پژوهش خود، بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌ها را مورد توجه قرار داده‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها وجود ارتباط خطی معنی‌دار بین ۶ متغیر (به ترتیب اولویت): بازده بازار، نرخ رشد ارزش صندوق، قدر مطلق انحراف از میانگین بازده صندوق، ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، نسبت فعالیت صندوق، ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را با بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری تایید می‌کند.

رشیدی زاده (۱۳۹۲) در پژوهش خود به شناسایی برخی از عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های فعال در بازار سرمایه ایران شامل اندازه، ساختار مالکیت و عمر صندوق‌ها، نوع و میزان تأثیر هر یک از این عوامل پرداخته است. بر اساس نتایج حاصل از این مطالعه رابطه مثبت و معنی‌داری میان اندازه و ساختار مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها وجود دارد و همچنین رابطه معنی‌داری میان عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها وجود ندارد.

خواجه سروی (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی رابطه بین خبرگی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با عملکرد آن‌ها پرداخته است که نتیجه حاصل، بر اثرگذاری و پیوستگی بالای تحصیلات و تجربه بر عملکرد و بازده صندوق حکایت داشت.

قالیباف اصل، پورداداش مهربانی و دهقان نیری (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین ریسک گریزی مدیران و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، نتیجه گرفتند که در کل بین ریسک گریزی مدیران و عملکرد (ریسک، بازده، حجم مبادلات و تنوع پرتفوی) صندوق‌ها و بین ریسک گریزی مدیران و ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد.

کربلایی (۱۳۹۴) در تحقیقی تأثیر عمر، اندازه، رشد، شیوه مدیریت، میزان سرمایه و میزان دارایی‌ها از جمله عوامل داخلی مؤثر بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بررسی نمود. نتایج حاصل از تحلیل فرضیات نشان می‌دهد که نرخ رشد و عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیرگذاری مثبت و معنی‌داری بر بازدهی این صندوق‌ها می‌گذارند.

رحمانی، حسینی و کاشف (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی تأثیر عوامل مختلف و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله عملکرد گذشته، اندازه، نسبت هزینه‌ها، نسبت گردش، تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق و نوع مؤسس صندوق بر عملکرد آن‌ها پرداخته است. نتایج

پژوهش حاکی از اثرگذاری دو متغیر عملکرد گذشته‌ی صندوق و هم‌چنین نوع مؤسس صندوق بر عملکرد جاری آن است.

### پرسش‌های پژوهش

این پژوهش تلاش دارد تا با بررسی رابطه بین تغییر ریسک در شرایط مختلف بازار و بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام، انگیزه‌های اصلی مدیران برای تغییر ریسک را شناسایی و معرفی نماید؛ در نتیجه هدف پژوهش پاسخ به سؤالات زیر است.

۱. انگیزه‌های مدیران از تغییر ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در طول بازارهای صعودی و نزولی چیست؟
۲. آیا انگیزه‌های تغییر ریسک در صندوق‌های با عملکرد مناسب و ضعیف متفاوت است؟
۳. هر یک از انگیزه‌های تغییر ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در شرایط مختلف بازار چه تأثیری بر بازده صندوق‌های مذکور دارد؟

### روش‌شناسی پژوهش

با توجه به نوپا بودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران و بررسی‌های انجام گرفته تعداد اندکی صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) برای انجام پژوهش حاضر وجود دارد، به طوری که طبق سایت فرابورس ایران فقط شانزده صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) وجود دارد که تاریخ آغاز فعالیت اکثر آنها از ابتدای سال ۱۳۹۴ می باشد و تعداد اندکی نیز از میانه سال ۱۳۹۲ شروع به فعالیت کرده اند لذا در پژوهش حاضر جهت افزایش تعداد مشاهدات و به طبع آن افزایش قابلیت اتکا نتایج پژوهش، از اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام (غیر قابل معامله) استفاده شده است.

از آنجا که پژوهش حاضر به بررسی و شناسایی انگیزه‌های مدیران در بازارهای صعودی و نزولی و تأثیر این انگیزه‌ها بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام می‌پردازد، این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی است.

گردآوری داده‌های موردنیاز به صورت روزانه و ماهانه از طریق سایت‌های بورس اوراق بهادار، مرکز پردازش اطلاعات مالی و سایت هریک از صندوق‌ها انجام شد و برای برازش مدل‌های رگرسیونی از روش حداقل مربعات معمولی و تعمیم‌یافته<sup>۱</sup> استفاده گردید. جامعه آماری این پژوهش کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۷۹ ماهه از شهریور ۱۳۹۰ تا اسفند

۱. برای مشخص کردن هر چه بهتر انگیزه‌های تغییر سطح ریسک صندوق‌ها، بین صندوق‌های برنده و بازنده تمایز قائل می‌شویم و در نتیجه به علت کاهش تعداد مشاهدات و حذف داده‌های بازدی، نمی‌توان از روش فاما مکبت استفاده نمود (وجود خطای بیش از حد مجاز بودن تعداد مشاهدات حذف شده در نرم‌افزار).



۱۳۹۶ است. در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف هدفمند انجام شده است، لذا تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که شرایط زیر را دارا باشند به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. قبل از تاریخ ۱۳۹۰/۰۵/۳۱ فعالیت خود را آغاز کرده باشند.
۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام باشند.
۳. در همه‌ی ماه‌های موردبررسی، به فعالیت خود ادامه داده و داده‌های موردنیاز آن‌ها در دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌ها تعداد ۲۱ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام به‌عنوان نمونه آماری انتخاب گردیده است.

### مدل پژوهش و متغیرهای آن

در پژوهش حاضر از دو مدل رگرسیونی مطابق با پژوهش پاپسکو و ژا (۲۰۱۷) استفاده شده است؛ به‌طوری‌که در مدل رگرسیونی (۱) به بررسی رابطه بین تغییر ریسک صندوق و بازده دوره‌ی آتی پرداخته می‌شود و در مرحله بعد با استفاده از مدل رگرسیونی (۲) به بررسی رابطه تغییر ریسک در بازار صعودی و نزولی و بازده دوره‌ی آتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام پرداخته می‌شود؛ همچنین برای بررسی دقیق‌تر این رابطه بین صندوق‌هایی که بازده دوره‌ی موردبررسی آن‌ها بیشتر (کمتر) از میانگین بازدهی به‌دست‌آمده تمام صندوق‌های عضو نمونه است به‌عنوان صندوق‌های برنده (بازنده) تمایز قائل می‌شویم و مدل‌های رگرسیونی بیان‌شده را مجدداً برای صندوق‌های برنده و بازنده برازش می‌کنیم تا به نتایج قابل‌اتکاتری از انگیزه‌ی تغییر ریسک در شرایط مختلف بازار و رابطه‌ی آن با بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام عضو نمونه آماری پژوهش، نائل شویم.

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 * P_{i,t-1} + \beta_2 * N_{i,t-1} + \beta_3 * R_{i,t-1} + \beta_4 * S_{i,t-1} + \beta_5 * C_{i,t-1} + \beta_6 * E_{i,t-1} + \beta_7 * T_{i,t-1} + \beta_8 * G_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 * (P_{i,t-1} * up) + \beta_2 * (N_{i,t-1} * up) + \beta_3 * (P_{i,t-1} * down) + \beta_4 * (N_{i,t-1} * down) + \beta_5 * R_{i,t-1} + \beta_6 * S_{i,t-1} + \beta_7 * C_{i,t-1} + \beta_8 * E_{i,t-1} + \beta_9 * T_{i,t-1} + \beta_{10} * G_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در مدل‌های رگرسیونی معرفی شده R بازده صندوق به‌عنوان متغیر وابسته، P تغییر ریسک مثبت صندوق، N تغییر ریسک منفی صندوق،  $P_{t-1} * up$  تغییر ریسک مثبت در بازار صعودی،  $N_{t-1} * up$  تغییر ریسک منفی در بازار صعودی،  $P_{t-1} * down$  تغییر ریسک مثبت در بازار نزولی،  $N_{t-1} * down$  تغییر ریسک منفی در بازار نزولی به‌عنوان متغیرهای مستقل و S لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها (اندازه صندوق)، C وجه نقد صندوق، E هزینه‌های صندوق، T نسبت فعالیت سرمایه صندوق و G سن صندوق به‌عنوان متغیرهای کنترل پژوهش به کار می‌روند؛ همچنین Up و Down به ترتیب متغیرهای ساختگی برای بازار صعودی و نزولی، می‌باشند. به‌طوری‌که متغیر ساختگی Up (Down) مساوی یک است در صورتی‌که بازار صعودی (نزولی) باشد.

### تعریف متغیرهای پژوهش

- **بازده صندوق‌ها:** این متغیر با استفاده از ارزش خالص دارایی‌های روزانه صندوق‌ها به دست می‌آید به طوری که ارزش خالص دارایی‌ها در روز  $t$  را منهای ارزش خالص دارایی‌ها در روز  $t-1$  کرده و حاصل را بر ارزش خالص دارایی‌ها در روز  $t-1$  تقسیم می‌کنیم.
- **تغییر ریسک صندوق سرمایه‌گذاری:** تغییر ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک  $i$  را در زمان  $t$  به‌عنوان تغییر ریسک موردنظر به‌صورت  $(\delta_{i,t} - \delta_{i,t-1})$  به دست می‌آوریم که به‌عنوان نسبت ریسک موردنظر در نیمه‌ی دوم ماه  $\delta_{i,t}$  و ریسک محقق شده در نیمه‌ی اول ماه  $\delta_{i,t-1}$  به دست می‌آید؛ یعنی  $\delta_{i,t-1}$  را به‌عنوان انحراف استاندارد بازده صندوق به‌صورت روزانه در نیمه‌ی اول ماه در نظر می‌گیریم و  $\delta_{i,t}$  هم به‌صورت مشابه محاسبه می‌شود، اما با استفاده از بازده صندوق در نیمه‌ی دوم ماه به دست می‌آید که اگر حاصل عبارت  $(\delta_{i,t} - \delta_{i,t-1})$  مثبت باشد نشان‌دهنده تغییر ریسک مثبت و اگر منفی باشد نشان‌دهنده تغییر ریسک منفی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در دوره‌ی موردنظر است.
- **بازار صعودی و بازار نزولی و رابطه آن با انگیزه‌ی مدیران صندوق‌ها:** در پژوهش حاضر، از حالت‌های مختلف بازار به‌عنوان نماینده‌های قدرت نسبی هر کدام از انگیزه‌ها استفاده می‌کنیم به طوری که انگیزه‌های جبران سازی خسارت در بازار صعودی قوی‌تر و انگیزه‌های نگرانی شغلی در بازار نزولی، قوی‌تر است. با استفاده از بازه‌ی زمانی روزانه، بازده کلی بازار به‌صورت ماهانه را مشخص کرده و در صورتی که تفاوت بازده ماهانه بازار در دوره فعلی و بازده ماهانه بازار در دوره قبلی مثبت (منفی) باشد حالت بازار را به‌صورت صعودی (نزولی) در نظر می‌گیریم.
- **اندازه صندوق:** این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری محاسبه می‌شود.
- **نسبت وجه نقد:** این متغیر از تقسیم میزان وجه نقد بر ارزش کل دارایی‌های صندوق محاسبه می‌شود.
- **نسبت هزینه صندوق:** این متغیر با تقسیم جمع هزینه‌ها (بر اساس نرخ‌های مندرج در امیدنامه‌ی هر صندوق که در بردارنده‌ی هزینه تأسیس، هزینه برگزاری مجامع، کارمزد مدیر صندوق، کارمزد متولی، کارمزد ضامن نقد شوندگی، حق الزحمه حسابرس، کارمزد تسویه و هزینه آبونمان نرم‌افزار است) بر ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق برای هر دوره محاسبه می‌شود.
- **نسبت فعالیت سرمایه:** این نسبت از طریق تقسیم متوسط جمع ارزش صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری بر متوسط ارزش صندوق سرمایه‌گذاری برای هر دوره محاسبه می‌شود. لازم به ذکر است که تعداد و قیمت واحدهای صادر شده و ابطال شده صندوق در روزهای مختلف از گزارش ارزش دارایی‌ها و تعداد واحدهای موجود در سایت هر یک از صندوق‌ها بصورت روزانه استخراج می‌شود.
- **سن صندوق:** این متغیر مساوی با لگاریتم طبیعی تعداد ماه‌های تشکیل و آغاز به فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری موردنظر است.



## تحلیل داده‌ها

پیش از پرداختن به تحلیل داده‌ها، نخست آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، شامل میانگین، انحراف معیار، میانه، حداکثر و حداقل، در جدول (۱) ارائه می‌گردد.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده صندوق	0/023	-0/006	2/929	-0/686	0/203	6/522	74/511
تغییر ریسک مثبت	0/004	0/000	0/412	0/000	0/017	15/688	310/211
تغییر ریسک منفی	-0/003	0/000	0/000	-0/380	0/013	-16/664	405/107
تغییر ریسک مثبت در بازار صعودی	0/002	0/000	0/412	0/000	0/015	22/298	564/294
تغییر ریسک منفی در بازار صعودی	-0/002	0/000	0/000	-0/164	0/008	-12/655	209/217
تغییر ریسک مثبت در بازار نزولی	0/002	0/000	0/216	0/000	0/010	14/268	264/900
تغییر ریسک منفی در بازار نزولی	-0/002	0/000	0/000	-0/380	0/011	-26/839	906/923
اندازه صندوق	1/49 E +11	7/33 E +10	1/62 E +12	5/14 E +09	2/53 E +11	3/468	15/191
نسبت وجه نقد صندوق	0/003	0/000	0/084	0/000	0/009	5/745	40/630
نسبت هزینه صندوق	0/004	0/004	0/058	0/000	0/003	6/236	85/624
نسبت فعالیت سرمایه	0/032	0/009	0/578	0/000	0/060	3/974	24/728
سن صندوق	56	56	120	1	26/390	0/072	2/262

منبع: یافته‌های پژوهش

لازم به ذکر است که بیشترین مقدار متغیر سن صندوق (۱۲۰ ماه)، مربوط به تاریخ تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران (۱۳۸۷) است و اندازه (دارایی‌های تحت مدیریت) صندوق‌های عضو نمونه آماری در طول دوره مورد بررسی به‌طور میانگین یک‌صد و چهل‌ونه میلیارد ریال (1/49 E +11) است؛ همچنین بیشترین میزان دارایی تحت مدیریت (اندازه) صندوق مربوط به صندوق سرمایه‌گذاری بورسیران در آذرماه ۱۳۹۲ به میزان یک بیلیون و شش‌صد و بیست میلیارد ریال (1/62 E +12) و کمترین میزان دارایی تحت مدیریت مربوط به صندوق سرمایه‌گذاری ارزش کاوان آینده در شهریورماه ۱۳۹۱ به میزان پنج میلیارد و یک‌صد و چهل میلیون ریال (5/14 E +09) است.

## بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

با استفاده از ضرایب همبستگی صرفاً می‌توان هم خطی دوگانه (هم خطی دوبه‌دو بین متغیرها) را بررسی کرد و این ابزار برای تشخیص هم خطی‌های چندگانه (حالتی که در آن، یک متغیر مستقل ترکیب خطی از مقادیر سایر متغیرها باشد) چندان کارساز نیست. بدین منظور از معیار عامل تورم واریانس استفاده شده است. نتایج آزمون عامل تورم واریانس در جدول (۲) ارائه شده است.

**جدول ۲. نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترل**

صندوق‌های بازنده		صندوق‌های برنده		حالت کلی		متغیر
Centered VIF		Centered VIF		Centered VIF		
مدل (۲)	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۱)	
	1/206		1/778		1/497	تغییر ریسک مثبت
	1/435		1/488		1/373	تغییر ریسک منفی
1/059		1/586		1/325		تغییر ریسک مثبت در بازار صعودی
1/229		1/382		1/276		تغییر ریسک منفی در بازار صعودی
1/208		1/293		1/213		تغییر ریسک مثبت در بازار نزولی
1/325		1/166		1/170		تغییر ریسک منفی در بازار نزولی
1/263	1/174	1/839	1/831	1/449	1/438	بازده دوره قبل صندوق
1/291	1/285	1/213	1/208	1/240	1/236	اندازه دوره قبل صندوق
1/065	1/065	1/061	1/060	1/058	1/058	نسبت وجه نقد دوره قبل صندوق
1/156	1/148	1/133	1/134	1/128	1/128	نسبت هزینه دوره قبل صندوق
1/618	1/541	2/973	2/875	2/166	2/066	نسبت فعالیت سرمایه دوره قبل
1/138	1/136	1/092	1/090	1/110	1/110	سن دوره قبل صندوق

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نتایج ارائه شده در جدول (۲) از آنجا که مقادیر centered VIF برای تمام متغیرها در حالت‌های مختلف بررسی، کمتر از ۵ است بین متغیرها هم خطی شدیدی وجود ندارد.

### نتایج پژوهش

در این قسمت آزمون‌های موردنیاز برای برآورد مدل‌های پژوهش و همچنین نتایج حاصل از برآورد ارائه شده است.

### آزمون ایستایی (مانایی)

آزمون ایستایی در اقتصادسنجی برای پرهیز از داشتن یک رگرسیون با روابط کاذب موردنیاز است و اگر داده‌ها ایستا نباشند امکان استفاده از آن‌ها در رابطه رگرسیون و اتکا به نتایج آن‌ها امکان‌پذیر نیست؛ به‌منظور بررسی مانایی متغیرها در این مطالعه از آزمون‌های لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون فیشر استفاده و در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های ایستایی

PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		Im, Pesaran and Shin W-stat		Levin, Lin & Chut		متغیر
احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	
۰/۰۰۰	۵۸۷/۱۲۵	۰/۰۰۰	۳۱۷/۳۹۱	۰/۰۰۰	-۱۵/۳۱۲	۰/۰۰۰	-۱۱/۸۵۸	بازده صندوق
۰/۰۰۰	۶۳۱/۵۹۶	۰/۰۰۰	۳۷۲/۴۶۸	۰/۰۰۰	-۱۷/۴۱۹	۰/۰۰۰	-۷/۲۲۸	تغییر ریسک مثبت
۰/۰۰۰	۶۲۱/۶۲۴	۰/۰۰۰	۳۸۸/۱۴۱	۰/۰۰۰	-۱۸/۰۱۵	۰/۰۰۰	-۱۵/۹۴۷	تغییر ریسک منفی
۰/۰۰۰	۵۷۲/۵۳۵	۰/۰۰۰	۳۸۹/۰۵۷	۰/۰۰۰	-۱۸/۱۴۱	۰/۰۰۰	-۱۴/۱۸۷	تغییر ریسک مثبت در بازار صعودی
۰/۰۰۰	۶۱۸/۹۳۴	۰/۰۰۰	۳۷۹/۶۳۷	۰/۰۰۰	-۱۷/۶۹۴	۰/۰۰۰	-۱۶/۴۹۰	تغییر ریسک منفی در بازار صعودی
۰/۰۰۰	۵۹۲/۲۷۹	۰/۰۰۰	۴۰۴/۵۱۵	۰/۰۰۰	-۱۸/۶۱۷	۰/۰۰۰	-۵/۴۰۸	تغییر ریسک مثبت در بازار نزولی
۰/۰۰۰	۵۹۳/۴۴۵	۰/۰۰۰	۳۸۷/۳۸۲	۰/۰۰۰	-۱۸/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۱۲/۵۲۱	تغییر ریسک منفی در بازار نزولی
۰/۰۰۰	۵۷۱/۱۷۶	۰/۰۰۰	۳۲۰/۹۸۳	۰/۰۰۰	-۱۵/۵۳۲	۰/۰۰۰	-۱۱/۳۳۳	اندازه صندوق
۰/۰۰۰	۱۳۹/۶۲۰	۰/۰۰۰	۱۱۴/۵۷۷	۰/۰۰۰	-۵/۹۹۰	۰/۰۱۲	-۲/۲۵۳	وجه نقد صندوق
۰/۰۰۰	۱۷۱/۳۵۸	۰/۰۰۰	۱۵۵/۸۴۲	۰/۰۰۰	-۸/۳۸۱	۰/۰۰۰	-۳/۷۰۰	هزینه صندوق
۰/۰۰۰	۵۷۳/۴۶۸	۰/۰۰۰	۲۷۲/۰۹۳	۰/۰۰۰	-۱۳/۳۸۱	۰/۰۰۰	-۱۰/۲۷۷	نسبت فعالیت سرمایه
۰/۰۰۰	۴۲۳/۵۹۸	۰/۰۰۰	۳۸۶/۸۳۴	۰/۰۰۰	-۱۳۷/۳۵۰	۰/۰۰۰	-۵۲/۲۱۲	سن صندوق

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نتایج جدول (۳)، بررسی مقادیر آماره‌های محاسبه شده و احتمال آن‌ها نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح مانا هستند. در نتیجه میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده و استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

### تعیین نوع برآورد

در پژوهش حاضر از آزمون لیمر برای انتخاب الگوی برتر از بین الگوهای مقید و اثرات ثابت مکانی استفاده شده است؛ اگر آماره آزمون لیمر معنی‌دار باشد فرضیه صفر مبنی بر برابری اثرات فردی رد شده و الگوی مناسب برای برآورد مدل مورد بررسی در طبقه پانل قرار می‌گیرد. در مرحله بعد با استفاده از آزمون هاسمن اثرات ثابت با الگوی اثرات تصادفی مقایسه می‌شود به طوری که با معنی‌داری آماره آزمون هاسمن فرضیه صفر مبنی بر برتری الگوی اثرات تصادفی بر الگوی اثرات ثابت رد می‌شود؛ در نتیجه الگوی اثرات ثابت الگوی مناسب برای برآورد مدل مورد بررسی خواهد بود.

همچنین اگر الگوی مناسب برای برآورد، الگوی اثرات تصادفی باشد لازم است از آزمون بروش پاگان جهت انتخاب الگوی برتر از بین الگوهای اثرات تصادفی و الگوی مقید استفاده شود؛ فرضیه صفر این آزمون مناسب بودن الگوی مقید و فرضیه مقابل مناسب بودن الگوی اثرات تصادفی است. در ادامه نتایج حاصل از

آزمون لیمر، هاسمن و بروش پاگان (در صورت لزوم) و الگوی مناسب برای برآورد مدل پژوهش در جدول (۴) ارائه شده است.

**جدول ۴. نتایج تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل‌های رگرسیون**

مدل مناسب	آزمون بروش پاگان		آزمون هاسمن		آزمون F لیمر		مدل	شرایط بررسی
	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره		
اثرات ثابت	--	--	۰/۰۰۰	۳۹/۶۶۶	۰/۰۰۶	۱/۹۸۵	مدل (۱)	به صورت کلی
اثرات ثابت	--	--	۰/۰۰۰	۳۹/۹۸۹	۰/۰۰۵	۲/۰۰۱	مدل (۲)	
الگوی مقید	۰/۱۶۶	۱/۹۱۷	۰/۳۴۵	۸/۹۶۳	۰/۸۶۰	۰/۶۶۸	مدل (۱)	صندوق‌ها ی برنده
الگوی مقید	۰/۱۱۶	۲/۴۷۴	۰/۵۱۹	۹/۱۴۳	۰/۹۰۹	۰/۶۰۸	مدل (۲)	
اثرات ثابت	--	--	۰/۰۰۰	۸۳/۴۴۹	۰/۰۰۰	۴/۶۶۱	مدل (۱)	صندوق‌ها ی بازنده
اثرات ثابت	--	--	۰/۰۰۰	۸۵/۴۹۰	۰/۰۰۰	۴/۶۹۵	مدل (۲)	

منبع: یافته‌های پژوهش

#### بررسی نرمال بودن جملات اخلاص

در این پژوهش، از آزمون جاکرک برا برای بررسی نرمال بودن جملات اخلاص استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول (۵) ارائه شده است.

**جدول ۵. بررسی نرمال بودن جملات اخلاص**

نتیجه آزمون	احتمال	آماره	مدل	شرایط بررسی
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۵۰۴۳/۰۵۹	مدل (۱)	به صورت کلی
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۳۶۶۶۷۳/۱	مدل (۲)	
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۳۱۰۳/۶۶۸	مدل (۱)	صندوق‌های برنده
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۲۸۰۷/۳۰۷	مدل (۲)	
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۱۱۰۴/۹۵۲	مدل (۱)	صندوق‌های بازنده
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۱۴۰۱/۲۳۳	مدل (۲)	

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج آزمون ارائه شده در جدول (۵)، چون سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن توزیع جملات اخلاص در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

#### آزمون ناهمسانی واریانس

به منظور بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون‌های بروش پاگان و وایت استفاده شده است. در صورتی که آماره احتمال مربوط به این آزمون‌ها کمتر از ۰/۰۵ باشد فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس رد می‌شود

و فرضیه مقابل مبنی بر ناهمسانی واریانس پذیرفته می‌شود. جدول (۶) نتایج حاصل از بررسی همسانی واریانس با استفاده از آزمون‌های بروش پاگان و وایت را نشان می‌دهد.

**جدول ۶. نتایج آزمون‌های همسانی واریانس**

آزمون وایت		آزمون بروش پاگان		مدل	شرایط بررسی
احتمال	آماره	احتمال	آماره		
۰/۰۰۰	۸/۹۷۵	۰/۰۰۰	۹/۵۱۰	مدل (۱)	به صورت کلی
۰/۰۰۰	۹/۵۹۹	۰/۰۰۰	۸/۹۷۹	مدل (۲)	
۰/۰۰۰	۶/۷۵۲	۰/۰۰۰	۵/۴۰۸	مدل (۱)	صندوق‌های برنده
۰/۰۰۰	۶/۸۸۰	۰/۰۰۰	۴/۵۰۷	مدل (۲)	
۰/۰۰۳	۱/۷۱۲	۰/۰۰۴	۲/۸۷۸	مدل (۱)	صندوق‌های بازنده
۰/۰۰۰	۱/۸۴۹	۰/۰۰۳	۲/۶۹۵	مدل (۲)	

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نتایج جدول (۶)، با توجه به معنی‌داری آماره آزمون‌های بروش پاگان و وایت، مدل‌های پژوهش در تمامی حالات مورد بررسی دارای مشکل ناهمسانی می‌باشند که جهت رفع آن از روش وزن دهی به ماتریس کوواریانس استفاده می‌شود.

#### آزمون خودهمبستگی پیاپی

دوربین واتسون آزمونی است که صرفاً همبستگی مرتبه اول خطاها را مدنظر قرار می‌دهد؛ بنابراین اگر شرایط لازم جهت اعتبار آزمون دوربین واتسون برقرار نباشد این آزمون نتایج صحیحی ارائه نخواهد داد، لذا در این پژوهش آزمون ضرایب لاگرانژ برای بررسی خودهمبستگی پیاپی مرتبه اول تا مرتبه دوم انجام شده است و نتایج آن در جدول (۷) ارائه شده است.

**جدول ۷. نتایج آزمون خودهمبستگی پیاپی مرتبه دوم بین باقیمانده‌ها**

آزمون بروش گودفری		مدل	شرایط بررسی
احتمال	آماره		
۰/۰۴۱	۳/۲۰۳	مدل (۱)	به صورت کلی
۰/۲۰۱	۱/۶۰۵	مدل (۲)	
۰/۰۰۱	۷/۳۱۶	مدل (۱)	صندوق‌های برنده
۰/۰۰۰	۸/۲۴۰	مدل (۲)	
۰/۱۷۷	۱/۷۳۵	مدل (۱)	صندوق‌های بازنده
۰/۱۱۱	۲/۲۰۶	مدل (۲)	

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نتایج جدول (۷)، با توجه به عدم معنی‌داری آماره آزمون مدل دوم در شرایط بررسی کلی و مدل‌های اول و دوم در شرایط بررسی صندوق‌های بازنده، فرض صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص رد نمی‌شود؛ به عبارت دیگر نتایج آماره آزمون نشان می‌دهد که باقیمانده‌های مدل اول در شرایط بررسی کلی و مدل‌های اول و دوم در شرایط بررسی صندوق‌های برنده مشکل خودهمبستگی پیاپی مرتبه دوم دارند، برای رفع خودهمبستگی پیاپی در مدل‌های پژوهش حاضر می‌توان از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده کرد زیرا این مدل‌ها دارای ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها می‌باشند و در روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته این مشکل رفع خواهد شد (افلاطونی، ۱۳۹۴).

#### بررسی وابستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها

وجود وابستگی مقطعی روی قابلیت اتکای نتایج برآورد مدل تأثیر منفی دارد. در این پژوهش به منظور بررسی وابستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها از آزمون‌های بروش-پاگان، پسران و فریدمن استفاده شده است و نتایج در جدول (۸) ارائه شده است.

**جدول ۸. نتایج بررسی وابستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها**

شرایط بررسی	مدل	بروش پاگان		پسران		فریدمن	
		آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
به صورت کلی	مدل (۱)	۲۴۱۶/۳۳۲	۰/۰۰۰	۱۰۶/۶۳۳	۰/۰۰۰	۸۶۴/۵۶۷	۰/۰۰۰
	مدل (۲)	۲۰۵۴/۴۵۳	۰/۰۰۰	۸۸/۹۷۵	۰/۰۰۰	۷۶۸/۴۷۸	۰/۰۰۰
صندوق‌های برنده	مدل (۱)	۶۶۱/۰۲۶	۰/۰۰۰	۲۰/۹۸۳	۰/۰۰۰	۹۸۹/۵۴۱	۰/۰۰۰
	مدل (۲)	۶۷۹/۸۲۳	۰/۰۰۰	۲۱/۹۰۰	۰/۰۰۰	۹۶۰/۹۹۲	۰/۰۰۰
صندوق‌های بازنده	مدل (۱)	۱۵۸۸/۳۸۹	۰/۰۰۰	۶۶/۲۳۴	۰/۰۰۰	۱۰۲۶/۸۲۳	۰/۰۰۰
	مدل (۲)	۱۳۴۷/۲۳۸	۰/۰۰۰	۵۴/۴۶۷	۰/۰۰۰	۹۰۷/۳۶۴	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق جدول (۸)، نتایج بیانگر عدم وجود وابستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها است.

#### برآورد مدل‌های پژوهش در شرایط مختلف بررسی

پس از بررسی برقراری فروض رگرسیون و انجام تعدیلات لازم با توجه به نتایج آزمون‌ها، نتایج برازش مدل‌های پژوهش در شرایط مختلف بررسی بیان شده در جدول (۹) ارائه شده است.





**جدول ۹. نتایج برازش مدل‌های پژوهش در شرایط مختلف بررسی**

متغیر	به صورت کلی		صندوق‌های برنده		صندوق‌های بازنده	
	ضریب (آماره t)		ضریب (آماره t)		ضریب (آماره t)	
	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۱)	مدل (۲)
عرض از مبدأ	۱/۰۰۱ (۶/۴۹۳) <sup>***</sup>	۰/۶۸۳ (۳/۲۰۶) <sup>***</sup>	۰/۰۴۲ (۰/۵۴۷)	۰/۰۶۷ (۰/۸۸۴)	۰/۵۵۶ (۳/۷۶۳) <sup>***</sup>	۰/۵۶۰ (۳/۶۳۸) <sup>***</sup>
تغییر ریسک مثبت	-۰/۰۹۴ (-۰/۴۰۵)		-۰/۶۵۴ (-۱/۸۵۱) <sup>*</sup>		-۰/۱۴۸ (-۰/۳۴۱)	
تغییر ریسک منفی	۰/۸۳۶ (۳/۴۱۸) <sup>***</sup>		۱/۹۷۳ (۴/۷۸۱) <sup>***</sup>		۰/۳۲۵ (۰/۹۲۵)	
تغییر ریسک مثبت در بازار سعودی	-۰/۲۷۷ (-۰/۴۷۵)		۰/۶۹۷ (۱/۵۰۱) <sup>*</sup>		۴/۵۳۷ (۴/۷۳۵) <sup>***</sup>	
تغییر ریسک منفی در بازار سعودی	۱/۶۱۲ (۲/۱۸۱) <sup>**</sup>		۲/۱۰۳ (۴/۴۰۸) <sup>***</sup>		-۱/۳۰۹ (-۳/۲۳) <sup>***</sup>	
تغییر ریسک مثبت در بازار نزولی	-۲/۴۳۲ (-۴/۲۹) <sup>***</sup>		-۲/۵۷۶ (-۶/۴۱) <sup>***</sup>		-۰/۴۶۵ (-۱/۶۸۶) <sup>*</sup>	
تغییر ریسک منفی در بازار نزولی	۲/۰۲۱ (۳/۵۵۹) <sup>***</sup>		۱/۱۴۷ (۲/۱۵۷) <sup>**</sup>		۰/۷۰۴ (۲/۰۷۹) <sup>**</sup>	
بازده دوره قبل صندوق	۰/۱۷۳ (۷/۴۷۳) <sup>***</sup>	۰/۲۱۵ (۵/۹۹۰) <sup>***</sup>	۰/۱۲۱ (۳/۶۱۱) <sup>***</sup>	۰/۱۶۰ (۴/۵۹۹) <sup>***</sup>	۰/۱۶۶ (۷/۰۱۳) <sup>***</sup>	۰/۲۰۴ (۸/۷۵۸) <sup>***</sup>
اندازه دوره قبل صندوق	-۰/۰۴۵ (-۷/۴۸) <sup>***</sup>	-۰/۰۳۶ (-۴/۱۷) <sup>***</sup>	-۰/۰۰۵ (-۱/۶۱۵) <sup>*</sup>	-۰/۰۰۶ (-۱/۹۸۳) <sup>**</sup>	-۰/۰۲۹ (-۴/۷۶) <sup>***</sup>	-۰/۰۳۰ (-۴/۵۴) <sup>***</sup>
نسبت وجه نقد دوره قبل صندوق	۰/۳۲۸ (۲/۱۵۴) <sup>**</sup>	۰/۷۰۵ (۱/۵۷۱) <sup>*</sup>	۰/۵۳۵ (۲/۱۴۹) <sup>**</sup>	۰/۴۵۸ (۱/۸۹۲) <sup>**</sup>	-۰/۱۳۸ (-۰/۳۶۲)	-۰/۰۱۸ (-۰/۰۴۷)
نسبت هزینه دوره قبل صندوق	۱۰/۵۱۴ (۹/۳۰۰) <sup>***</sup>	۱۵/۵۴۴ (۵/۹۰۱) <sup>***</sup>	۱۲/۵۰۴ (۷/۶۷۹) <sup>***</sup>	۱۲/۳۹۷ (۷/۶۸۷) <sup>***</sup>	۳/۷۲۰ (۱/۸۹۹) <sup>**</sup>	۲/۷۵۲ (۱/۴۰۷) <sup>*</sup>
نسبت فعالیت سرمایه دوره قبل	۰/۴۳۲ (۶/۶۲۱) <sup>***</sup>	۰/۷۲۵ (۵/۰۶۵) <sup>***</sup>	۰/۹۵۳ (۷/۹۲۹) <sup>***</sup>	۰/۸۸۱ (۷/۱۷۳) <sup>***</sup>	-۰/۲۱۹ (-۲/۳۵۸) <sup>**</sup>	-۰/۳۱۱ (-۳/۵۰) <sup>***</sup>
سن دوره قبل صندوق	۰/۰۱۹ (۳/۹۶۶) <sup>***</sup>	۰/۰۴۲ (۵/۱۵۹) <sup>***</sup>	۰/۰۱۴ (۲/۵۵۰) <sup>**</sup>	۰/۰۱۴ (۲/۶۴۳) <sup>**</sup>	۰/۰۳۷ (۵/۴۹۰) <sup>***</sup>	۰/۰۳۷ (۵/۳۶۹) <sup>***</sup>
آماره F (احتمال)	۱۳/۳۴۳ (۰/۰۰۰)	۱۰/۲۸۷ (۰/۰۰۰)	۲۷/۵۲۹ (۰/۰۰۰)	۲۵/۹۱۴ (۰/۰۰۰)	۷/۸۷۵ (۰/۰۰۰)	۸/۹۶۳ (۰/۰۰۰)
ضریب تعیین	۰/۱۸۸	۰/۱۶۱	۰/۲۳۱	۰/۲۶۱	۰/۲۰۳	۰/۲۳۸
مشاهدات	۱۶۳۸	۱۶۳۸	۷۴۴	۷۴۴	۸۹۴	۸۹۴

منبع: یافته‌های پژوهش

نحوه داوری: در صورتی که قدر مطلق مقدار آماره t، از مقدار معادل آن در جدول t استیو دنت با همان سطح اطمینان (در این پژوهش معادل ۱، ۵ و ۱۰ درصد که به ترتیب با \*\*، \*\*\* و \* مشخص شده است) بیشتر باشد، معنی داری متغیر مورد نظر تایید می‌شود.

طبق نتایج برازش مدل‌های (۱) و (۲) در شرایط مختلف بررسی که در جدول (۹) ارائه شده است، افزایش یک درصد سطح ریسک صندوق‌های برنده باعث کاهش  $0/654$  درصد بازده دوره آتی خواهد شد که می‌تواند نتیجه ضعف سازمانی یا مهارت کم مدیران در سرمایه‌گذاری باشد و از طرفی کاهش سطح ریسک در شرایط بررسی، کلیه‌ی صندوق‌ها و صندوق‌های برنده موجب افزایش بازده دوره آتی صندوق‌ها خواهد شد به طوری که با کاهش یک درصد در سطح ریسک صندوق بازده آتی صندوق‌ها  $0/836$  درصد افزایش در شرایط بررسی کلیه صندوق‌ها و  $1/973$  درصد افزایش در شرایط بررسی صندوق‌های برنده خواهد داشت که طبق مبانی نظری بیانگر توانایی برتر مدیران صندوق در سرمایه‌گذاری است. در ادامه برای مشخص کردن هرچه بهتر انگیزه‌های تغییر سطح ریسک صندوق‌ها، تأثیر تغییر سطح ریسک بر بازده صندوق‌ها را در میان صندوق‌های بازنده و برنده را در حالت‌های مختلف بازار مقایسه می‌کنیم.

در بازارهای صعودی، زمانی که انگیزه‌های جبران خسارت قوی‌تر است، افزایش یک درصد در سطح ریسک صندوق‌های بازنده باعث افزایش  $4/537$  درصد بازده آتی خواهد شد در نتیجه صندوق‌های بازنده انگیزه‌ی قوی دارند تا ریسک پرتفوی خودشان را افزایش دهند تا بتوانند بازده خود را به صندوق‌های برنده برسانند؛ همچنین کاهش یک درصد در سطح ریسک در بازارهای صعودی باعث افزایش  $1/612$  درصد بازده آتی در شرایط بررسی کلی،  $2/103$  درصد بازده آتی در شرایط بررسی صندوق‌های برنده و کاهش  $1/309$  درصد بازده آتی در صندوق‌های بازنده خواهد شد که این نتایج بیانگر غالب بودن انگیزه‌ی مهارت سرمایه‌گذاری برتر مدیران در شرایط کلی و صندوق‌های برنده است.

در مقابل، طبق نتایج در بازارهای نزولی زمانی که نگرانی‌های شغلی غالب هستند، افزایش سطح ریسک صندوق در تمامی شرایط مورد بررسی دارای ضریب تأثیر منفی و معنی‌دار است که طبق مبانی نظری نمایانگر ضعف سازمانی و ضعف مهارت برتر مدیران در سرمایه‌گذاری است؛ در نتیجه نمی‌توان بیان نمود که تمامی صندوق‌های برنده دارای مدیران با مهارت‌های برتر سرمایه‌گذاری می‌باشند اما با توجه به ضرایب حاصل از برازش مدل در شرایط مختلف بررسی می‌توان بیان نمود که تأثیر منفی بر بازده آتی حاصل از ضعف سازمانی و مدیران در صندوق‌های برنده بیشتر از صندوق‌های بازنده است در نتیجه صندوق‌های برنده نسبت به ضعف سازمانی و مهارت ضعیف مدیران حساسیت بیشتری داشته و پیامدهای منفی آن (که همان کاهش بازده آتی صندوق‌ها است) بیشتر است.

همچنین، کاهش سطح ریسک صندوق در بازارهای نزولی در تمامی شرایط مورد بررسی پژوهش دارای ضریب تأثیر مثبت است به طوری که با کاهش یک درصد سطح ریسک صندوق بازده آتی به ترتیب  $2/021$ ،  $1/147$  و  $0/704$  درصد افزایش در شرایط بررسی کلی، صندوق‌های برنده و صندوق‌های بازنده خواهد داشت در نتیجه در طول بازار کم رونق، زمانی که نگرانی‌های شغلی غالب هستند، صندوق‌ها تمایل دارند تا ریسک مجموعه‌ی خودشان را کاهش دهند و از این رو احتمال از دست رفتن شغل برای آن‌ها کاهش پیدا کند. یافته‌های این پژوهش مطابق با پژوهش‌های کمپ، رونیزی و دایل (۲۰۰۹) و پاپسکو و ژا (۲۰۱۷) است زیرا طبق نتایج پژوهش آن‌ها نیز صندوق‌های بازنده در شرایط بازارهای صعودی ریسک پرتفوی خودشان را برای بهبود عملکرد افزایش و در بازارهای نزولی برای ایجاد حاشیه‌ی امنیت شغلی، کاهش

می‌دهند؛ همچنین صندوق‌های بازنده احتمالاً از ضعف‌های سازمانی یا ضعف مهارت سرمایه‌گذاری مدیران رنج می‌برند و بررسی صندوق‌های برنده نیز نشان‌دهنده‌ی مهارت سرمایه‌گذاری بالای مدیران در طول بازارهای صعودی است.

### بحث و نتیجه‌گیری

مدیران صندوق‌های مشترک، سطح ریسک خودشان را در دوره‌های مختلف تغییر می‌دهند و این رفتار تغییر ریسک می‌تواند تأثیر مختلفی بر روی عملکرد داشته باشد که این تأثیر مثبتی بر این است که آیا این تغییرات مثبتی بر پاسخ مدیران صندوق در رویارویی با انگیزه‌های مختلف است یا توانایی برتر آن‌ها در سرمایه‌گذاری؟

برای دستیابی به این مهم در پژوهش حاضر از رفتار تغییر ریسک در شرایط مختلف بازار استفاده نموده‌ایم و طبق نتایج در حالت کلی، افزایش سطح ریسک صندوق‌های برنده باعث کاهش بازده دوره آتی خواهد شد که می‌تواند نتیجه ضعف سازمانی یا ضعف مهارت مدیران در سرمایه‌گذاری باشد و از طرفی کاهش سطح ریسک در شرایط بررسی، کلیه‌ی صندوق‌ها و صندوق‌های برنده موجب افزایش بازده دوره آتی صندوق‌ها خواهد شد که طبق مبانی نظری بیانگر توانایی برتر مدیران صندوق در سرمایه‌گذاری است. در ادامه برای مشخص کردن هرچه بهتر انگیزه‌های تغییر سطح ریسک صندوق‌ها، از تأثیر تغییر سطح ریسک بر بازده صندوق‌ها میان صندوق‌های بازنده و برنده، در حالت‌های مختلف بازار استفاده شد.

نتایج بررسی نشان می‌دهد که در بازارهای صعودی، زمانی که انگیزه‌های جبران خسارت قوی‌تر است، صندوق‌های بازنده انگیزه‌ی قوی دارند تا ریسک پرتفوی خودشان را افزایش دهند تا بتوانند عملکرد خود را به صندوق‌های برنده برسانند؛ همچنین نتایج بیانگر غالب بودن انگیزه‌ی مهارت سرمایه‌گذاری برتر مدیران در شرایط کلی و صندوق‌های برنده است و در مقابل، در بازارهای نزولی زمانی که انگیزه نگرانی‌های شغلی غالب است، نتایج نمایانگر ضعف سازمانی و ضعف مهارت مدیران در سرمایه‌گذاری در تمامی شرایط موردبررسی است؛ در نتیجه نمی‌توان بیان نمود که تمامی صندوق‌های برنده در بازارهای صعودی و نزولی دارای مدیران با مهارت‌های برتر سرمایه‌گذاری می‌باشند زیرا طبق نتایج به دست آمده توانایی‌های برتر مدیران صندوق‌های برنده در بازارهای صعودی مورد تأیید قرار گرفت و در بازارهای نزولی نتایج نشان‌دهنده ضعف سازمانی یا ضعف مهارت مدیران در سرمایه‌گذاری است و با توجه به ضرایب حاصل از برازش می‌توان بیان نمود صندوق‌های برنده نسبت به ضعف سازمانی و مهارت ضعیف مدیران حساسیت بیشتری داشته و پیامدهای منفی آن که همان کاهش بازده آتی صندوق‌ها است، بیشتر است؛ همچنین، صندوق‌ها تمایل دارند تا ریسک مجموعه‌ی خودشان را کاهش دهند و از این رو احتمال از دست رفتن شغل برای آن‌ها کاهش پیدا کند و از طرفی نتایج پژوهش نظریه‌ی سازمانی را تأیید می‌کند زیرا با توجه به نظریه‌ی سازمانی، صندوق‌های برنده و بازنده در صورتی که مدیرانی با مهارت داشته باشند که بتوانند از این مهارت‌های برتر استفاده کنند، سطح ریسک خودشان را تغییر می‌دهند.

با توجه به مطالب بیان شده نتایج این پژوهش می‌تواند اطلاعات مفیدی در خصوص شناخت انگیزه مدیران برای تغییر ریسک و تأثیر آن بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام در اختیار مدیران، سرمایه‌گذاران و پژوهشگران قرار دهد، مدیران را با انگیزه‌های غالب در بازارهای مختلف و تأثیر آن‌ها بر بازدهی آشنا کرده و این به‌نوبه‌ی خود می‌تواند باعث شناخت بیشتر مدیران و کنترل اثرات منفی برخی از اقدامات شود در نتیجه به مدیران پیشنهاد می‌شود به نتایج این پژوهش توجه خاصی داشته باشند و به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود در بازارهای نزولی از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های برتر (صندوق‌هایی که در دوره قبل بازدهی بیشتر از بازدهی میانگین صندوق‌ها داشته‌اند) اجتناب کنند زیرا نتایج نشان‌دهنده ضعف سازمانی یا ضعف مهارت در سرمایه‌گذاری مدیران صندوق‌های برتر در طی بازارهای نزولی است؛ همچنین به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود برای تحقیقات آتی با بررسی دقیق‌تر بین صندوق‌های برتر نیز تمایز قائل شوند و انگیزه فرا اعتمادی مدیران صندوق‌های برتر را مورد بررسی قرار دهند و همچنین می‌توانند مدرک تحصیلی، مدارک حرفه‌ای بازار سرمایه و سابقه مدیران را نیز در پژوهش حاضر دخیل کرده تا به شناخت دقیق‌تری از مسئله دست یابند.

#### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.  
 مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.  
 تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.  
 تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



## References

- Aflatoni, A. 2016. Statistical Analysis with Eviews 8 in Accounting and Finance Research (Second Edition), Tehran, Termeh Publishers. (In Persian)
- Andreu, L. Sarto, J. L. & Serrano, M. (2019). Risk shifting consequences depending on manager characteristics. *International Review of Economics & Finance*, 62, pp. 131-152.
- Babalos, V. Mamatzakis, E. Matousek, R. 2015. The performance of US equity mutual funds. *Journal of Banking and Finance*, 52, pp. 217-229.
- Budiono, D. Martens, M. 2010. Mutual funds selection based on funds characteristics. *Journal of Financial Research*, 33(3), pp 249 - 265.
- Carhart, M. 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52, pp 57-82.
- Dahlquist, M. Engström, S. Soderlind, P. 2000. Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), pp 409-423.
- Droms, W. G. Walker, D. A. 1996. Mutual fund investment performance. *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 36(3), pp 347-363.
- Ferreira, M. Keswani, A. Miguel, A. Ramos, S. 2012. The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 17(2), pp 483-525.
- Ghalibaf ASL, H; poordadash mehrabani, N; dehghan, L. (2015). The Investigation of the Relationship between Managers` Risk Aversion and Financial Institutions` Performance in Market (Case Study: Mutual Funds). *Financial Management Strategy*, 3(3), 1-23. (In Persian)
- Goel, S. 2013. Performance of mutual funds and Investors'Behavior (Doctoral dissertation, Jaypee Institute of Information Technology).
- Grinblatt, M. Keloharju, M. 2000. The investment behavior and performance of varios investor types: a study of Finlad's unique data set. *Journal of financial Economics*, 55, pp 43-67.
- Huang, J. Sialm, C. & Zhang, H. (2011). Risk shifting and mutual fund performance. *The Review of Financial Studies*, 24(8), pp 2575-2616.
- Huang, J. Wei, K.D. Yan, H. 2007. Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance. *Journal of Finance*, 62(3), pp 1273-1311.
- Javed, A. A. 2008. Swedish Mutual Funds Performance. *Master Degree Project*, 55, pp 10-35.
- Karbalai, M. 2015. Impact of growth and life of Mutual Investment funds on their Returns, Master's degree, Islamic Azad University Central Tehran Branch, Iran. (In Persian)
- Kempf, A. Ruenzi, S. Thiele, T. 2009. Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: evidence from the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 92(1), pp 92-108.
- Khaje Sarvi, M. 2015. Investigate the relationship between Experiencing human forces (fund managers) of mutual investment funds and their performance, Master's degree, Islamic Azad University Yazd Branch, Iran (In Persian).
- Li, K. Chen, H. Zhang, Y. & Lu, J. (2017). The Impact of Mutual Fund Ranking on Risk Adjustment. In Proceedings of the Tenth International Conference on

Management Science and Engineering Management, pp. 1517-1526. (Springer, Singapore).

Persson, M. Karlsson, T. 2005. Mutual fund performance-Explaining the performance of Swedish domestic equity mutual funds using different fund characteristics. Master thesis in business administration industrial and financial management, School of Economics and Commercial Goteborg University, Sweden.

Peterson, J.D. Pietranico, P.A. Riepe, M. W. Xu, F. 2001. Explaining the performance of domestic equity mutual funds. *Journal of Investing*, 10, pp 81-92.

Popescu, M. Xu, Z. 2017. Market states and mutual fund risk shifting. *Managerial Finance*, 43(7), pp 828-838.

Poorzamani, Z; Rohy, A; Safari, A. (2010). The Effect of Environmental and Managerial Factors on Investment Mutual Funds' Return in Iran. , 21(86), 85-101. (In Persian).

Rahmani, A; Hosseini, S; Kashef, M. (2016). The Effects of Mutual Fund Attributes on Mutual Fund Performance. *Asset Management and Financing*, 4(2), 15-28. (In Persian).

Rashidzadeh, B. 2013. Impact of size, ownership structure, and life of mutual investment funds on their performance, Master's degree, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Iran. (In Persian).

Saeedi, A. Mohseni, GH. Mushtagh, S. 2010. Factors Affecting the Return on Equity Investment Funds in Tehran Stock Exchange. *Journal of Stock Exchange*, 10, pp. 123-141 (In Persian).

See, Y. P. Jusoh, R. 2012. Fund characteristics and fund performance: Evidence of Malaysian mutual funds. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(9), pp31-43.

Talat, A. Rauf, A. 2009. Performance Evaluation of Pakistani Mutual Funds. *Pakistan economic and social Review*, 47, pp 199-214.

## COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

