

بررسی عوامل تأثیرگذار بر جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

حسنعلی سینایی^۱، ادريس محمودی^۲، مجید ابوعلی^۳

چکیده

بدین منظور داده‌های هفتگی و ماهانه مربوط به جریان‌های سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شاخص کل بورس، نرخ دلار و سکه در بازار آزاد، نرخ سود سپرده بانکی کوتاه‌مدت و نرخ تورم از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان شهریور ماه سال ۱۳۹۱ جمع‌آوری شده و پس از انجام محاسبات اولیه جهت استخراج سری‌های زمانی مربوط به میزان رشد و بازده‌های هفتگی و ماهانه و آزمون‌های ریشه واحد و همخطی در رابطه با متغیرهای پژوهش، مدل نهایی تحقیق به روش الگوی پویای خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی (ARDL) برآورد گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بر مبنای داده‌های هفتگی، بازده بازار سهام در هفته قبل (یک وقفه)، تأثیر مثبتی بر خالص جریان سرمایه در هفته جاری دارد. همچنین، خالص جریان سرمایه در هفته قبل و همچنین دو هفته قبل (وقفه اول و دوم)، تأثیر مثبتی بر خالص جریان سرمایه در هفته جاری دارند. اما بازده بازار سکه و نرخ تورم تأثیر منفی بر خالص جریان سرمایه دارند. بر مبنای داده‌های ماهانه، خالص جریان سرمایه در ماه قبل (وقفه اول) تأثیر مثبت بر خالص جریان سرمایه در ماه جاری دارد. اما خالص جریان سرمایه در دو ماه قبل (وقفه دوم)، بازده سکه و نرخ تورم تأثیر منفی بر خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ماه جاری دارند. در هر دو مدل هفتگی و ماهانه شواهدی مربوط به تأثیرگذاری نرخ سود بانکی و بازده بازار دلار بر خالص جریان سرمایه یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: خالص جریان سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار.

طبقه‌بندی JEL: G ۳۳

۱. دانشیار مدیریت، دانشگاه شهید چمران اهواز

۲. استادیار مدیریت، دانشگاه شهید چمران اهواز

۳. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه شهید چمران اهواز

۱. مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادهای مالی هستند که موضوع اصلی فعالیتشان سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان صندوق شریکند. این نهادها به عنوان یک واسطه مالی میان سرمایه‌گذاران و شرکت‌های منتشرکننده اوراق بهادار عمل می‌کنند (عبده‌تبریزی، ۱۳۸۹). نقش این نهادها در جذب سرمایه‌های خرد و کلان سرمایه‌گذاران و هدایت این منابع به سمت تولید و کاهش نقدینگی بسیار مهم است. این منابع جریان نقدی ورودی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری را شکل می‌دهند که به نوبه خود ارزش بازار سرمایه کشور را از طریق خرید، نگهداری و فروش سهام (توسط صندوق‌ها) می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برای سرمایه‌گذاران مزایای مدیریتی حرفه‌ای پرتفوی و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری از طریق تنوع، هزینه پایین، معافیت‌های مالیاتی و سطح بالای شفافیت عملیاتی نسبت به سایر مؤسسات مالی نظیر بانک‌ها، اتحادیه‌های اعتباری، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی دارند که این امر می‌تواند پاسخگوی نیاز خانوارها باشد (کلاپر و همکاران، ۲۰۰۴). مسأله تحقیق این است که چرا با وجود این مزایا و منافع و این امتیاز ویژه صندوق‌ها که نقدشوندگی نامحدود را تضمین می‌کنند (گرین و هوجز ۲۰۰۷) و با توجه به حجم نقدینگی بالا در ایران، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آنچنان که در دیگر کشورها با استقبال مواجه شده‌اند رشد و توسعه نیافته‌اند. در واقع چرا میزان سرمایه جمع شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نسبت به ارزش بازار سرمایه کشور اینقدر کم است^۱ (حدود ۱ درصد)، در حالی که طبق اطلاعات مندرج در پایگاه اطلاعاتی فدراسیون جهانی بورس^۲ (WFE)^۳ و نیز نهاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۴ (ICI)^۵ در پایان سال ۲۰۱۲ این نسبت برای کشورهایی مانند ترکیه حدود ۸ درصد، مالزی ۱۹ درصد، ژاپن ۱۹ درصد، انگلستان ۲۶ درصد، کره جنوبی ۳۲ درصد، کانادا ۳۴ درصد و برای آمریکا حدود ۷۴ درصد می‌باشد.

۲. مبانی نظری

۲.۱. مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری

جریان پولی ورودی و خروجی از صندوق سرمایه‌گذاری مشترک جریان سرمایه صندوق نام دارد. می‌توان جریان سرمایه را برای همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت کلی (در سطح کلان)

۱. منبع: گزارش‌های سازمان بورس و اوراق بهادار (<http://seo.ir>)

2. <http://www.world-exchanges.org/statistics>

3. world federation exchanges

4. <http://www.ici.org/research/statistics>

5. Investment Company Institute

محاسبه نمود که در این صورت مجموع خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به دست می‌آید. فرازینی و لامونت (۲۰۰۵)، و بیامونت و دیگران (۲۰۰۸) و بن‌رافائل و دیگران (۲۰۱۲) مجموع جریان‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را به عنوان معیاری برای احساس و قصد سرمایه‌گذاران حقیقی به کار گرفتند. ما نیز از آن جهت جریان سرمایه صندوق‌ها را مورد مطالعه قرار می‌دهیم که خروجی تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی که حدود ۷۰ درصد از سرمایه صندوق‌ها را در اختیار دارند، می‌باشد. در این پژوهش به پیروی از روش گوتزمن و دیگران (۲۰۰۸) و ادیلن و وارنر (۲۰۰۱) مجموع جریان سرمایه صندوق‌ها (TNF)^۱ جمع خالص پول ورودی به صنعت صندوق‌ها در هر هفته است و از طریق رابطه زیر به دست می‌آید:

$$TNF_t = \sum F_n, t$$

$$F_n, t = TNAn, t - TNAn, t - 1 * (1 + R_n, t)$$

$$R_n, t = \frac{NAVn, t - NAVn, t - 1}{NAVn, t - 1}$$

در زمان تورم سرمایه‌گذاری در دارایی‌های حقیقی بر دارایی‌های مالی نظیر سهام، اوراق مشارکت و غیره برتری دارند. اما آنچه که برای سرمایه‌گذار اهمیت دارد بازده دارایی‌ها است. دارایی‌های عمده‌ای که خانوارهای ایرانی در سبد خود نگه می‌دارند عبارت‌اند از انواع سکه و طلا، انواع ارز، سهام، اوراق مشارکت، سپرده بانکی، گواهی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مسکن.

بازدهی بازار سهام می‌تواند به عنوان عاملی تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای تعویض دارایی‌ها (خرید و فروش سهام، اوراق مشارکت سکه، ارز، سپرده، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و غیره) یا تغییر نسبت آن در پرتفوی خود می‌باشد. بازده هفتگی بازار سهام (RM_t) از طریق محاسبه نرخ رشد شاخص کل طی هفته به دست می‌آید.

$$RM_t = \left(\frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \right) * 100$$

در ایران بازار ارز به عنوان یک بازار موازی، رقیبی جدی برای سایر بازارهای سرمایه‌گذاری و نرخ ارز نیز به عنوان یک متغیر مهم و کلیدی در الگوهای اقتصادی محسوب می‌شود و تأثیر بسزایی بر بخش حقیقی و مالی اقتصاد دارد. بنابراین انتظار می‌رود که بازده آن بر میزان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و به تبع آن صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. در این

1. Total Net Flow

پژوهش بازده هفتگی بازار دلار آمریکا (RD_t) از تفاوت قیمت دلار در بازار آزاد ایران تقسیم بر قیمت هفته قبل به دست می‌آید.

$$RD_t = \left(\frac{PD_t - PD_{t-1}}{PD_{t-1}} \right) * 100$$

قیمت سکه منعکس‌کننده واکنش متقابل فروشندگان و خریدارانی است که اخبار و اطلاعات آن را رصد می‌کنند (اسلاملوئیان و زارع، ۱۳۸۵). در این پژوهش بازده هفتگی بازار سکه بهار آزادی (RG_t) از طریق تفاوت قیمت سکه تقسیم بر قیمت هفته قبل به دست می‌آید:

$$RG_t = \left(\frac{PG_t - PG_{t-1}}{PG_{t-1}} \right) * 100$$

۲.۲. نرخ سپرده‌ها

از آنجا که سرمایه‌گذاران اصولاً تنها یک نوع دارایی را انتخاب نمی‌کنند بلکه سرمایه‌گذاری آن‌ها شامل اوراق بهادار با درآمد ثابت (در ایران سپرده‌های بانکی) به عنوان بخشی از سبد سرمایه‌گذاریشان می‌باشد (شارپ، ۱۹۹۵)، انتظار داریم که با افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاران صندوق‌ها را ترک و به سمت بانک‌ها سرازیر شوند. بنابراین یک رابطه منفی میان سطوح نرخ سود بانکی و جریان پولی جدید به صندوق‌های سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود. در این پژوهش میانگین نرخ سود سپرده‌گذاری کوتاه‌مدت در بانک‌های دولتی و خصوصی به عنوان بازده بازار پول در دو بخش دولتی و خصوصی در نظر گرفته می‌شود.

$$DR_t = \left(\frac{GBSDR}{365} \right) * 7$$

تورم یکی از عوامل موثر بر بازدهی سرمایه‌گذاری است و در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی و مالی تأثیر قابل توجهی دارد. تأثیر بسیار مهم و اساسی تورم، کاهش میل به سرمایه‌گذاری است. در شرایط تورمی قدرت خرید مردم کاهش می‌یابد و افزایش هزینه‌های زندگی به گونه‌ای است که مجال برای پس‌انداز باقی نمی‌ماند (پورحیدری و پهلوان، ۱۳۸۷). انتظار می‌رود افزایش نرخ تورم تأثیر منفی بر جریان پولی ورودی به صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد. در این پژوهش نرخ تورم هفتگی ($INFR_t$) از طریق تغییرات هفتگی در شاخص کل سطح عمومی قیمت‌ها تقسیم بر مقدار شاخص در هفته قبل به دست می‌آید.

$$INFR_t = \left(\frac{PIX_t - PIX_{t-1}}{PIX_{t-1}} \right) * 100$$

۲.۳. تصمیمات سرمایه‌گذاری و تخصیص دارایی‌ها

با توجه به تئوری پرتفوی، تصمیم‌گیری افراد برای تعیین نحوه و میزان پس‌انداز وجوه مازاد خود بستگی به عوامل متعددی از جمله بازده دارایی‌های جایگزین پول دارد. بر مبنای تئوری پرتفوی مارکوویتز (۱۹۵۲) تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد براساس ریسک و بازده مورد انتظار دارایی‌های مالی صورت می‌گیرد و سرمایه‌گذار می‌کوشد تا از طریق تشکیل یک پرتفوی متنوع به بازده مورد انتظار با حداقل ریسک دست یابد. نظریه مارکوویتز بر تنوع دارایی‌ها تأکید می‌کند و آنچه در این نظریه مهم است متنوع بودن دارایی‌ها در سبد دارایی و متفاوت بودن جهت تغییرات دارایی‌ها از یکدیگر می‌باشد. به عبارتی چون دارایی‌های گوناگون به طور یکسان از جریان‌های اقتصادی تأثیر نمی‌پذیرند، همواره در یک جهت حرکت نمی‌کنند و می‌توان با تنوع و ترکیب آن‌ها در یک سبد دارایی، ریسک را به گونه‌ای کاهش داد که بازده کم نشود. در این صورت تغییر در قیمت یک دارایی رقیب می‌تواند سهم نسبی دارایی مورد نظر را در سبد متأثر سازد و ترکیب دارایی‌های نگهداری شده را تغییر دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به صورت تئوریک دارای این ویژگی هستند که با مدیریت حرفه‌ای پرتفوی و امکان نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری، دستیابی به بخشی از یک پرتفوی متنوع با هزینه پایین را برای افراد فراهم می‌کند (ادیلن، ۱۹۹۹). مطالعه گوتزمن و دیگران (۲۰۰۸) پیشنهاد می‌کند که مؤلفه‌های مشترکی در رفتار سرمایه‌گذاران صندوق‌های مشترک وجود دارد و نشان می‌دهند که چه نوع دارایی‌هایی (اوراق بهادار بازار پول، فلزات گرانبها) ممکن است به عنوان جایگزین‌های اقتصادی برای سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به وسیله مشارکت‌کنندگان بازار در نظر گرفته شود. در کشور ایران سهام، سپرده بانکی، ارز، سکه و زمین می‌تواند به عنوان دارایی‌های جایگزین برای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مطرح باشند. از این رو انتظار می‌رود بازده این دارایی‌ها بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های مشترک تأثیرگذار باشد.

مهم‌ترین عناصر مربوط به یک دارایی برای ارزش‌گذاری و انتخاب آن در سبد دارایی‌ها عوامل مربوط به بازده و ریسک آن دارایی هستند. یکی از الزامات تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ^۱ (APT) راس (۱۹۷۶) این است که سرمایه‌گذاران نسبت به مجموعه عواملی که محرک بازده دارایی‌ها هستند هوشیار بوده و آن را درک می‌کنند. این الزام اساساً یک الزام رفتاری است، با این حال تحقیق در مورد عوامل APT عموماً بر بازده دارایی‌ها و متغیرهای اقتصاد کلان تمرکز می‌کند تا بر انتخاب پرتفوی در سطح فردی (گوتزمن و دیگران، ۲۰۰۸).

بعد از آن که یک سرمایه‌گذار تصمیم گرفت وجوه خود را در چه نوع دارایی‌های سرمایه‌گذاری کند، تصمیم بعدی آن است که چگونه وجوه خود را میان این دارایی‌های مختلف تقسیم کند. یعنی آنکه سهم هر یک از دارایی‌ها را در پرتفوی خود مشخص کند. به این تصمیم‌گیری، تخصیص دارایی^۱ گفته می‌شود. سرمایه‌گذاران ثروت خود را به انواع متفاوتی از دارایی‌ها شامل پول داخلی و اوراق بهادار داخلی و خارجی تخصیص می‌دهند. تئوری پرتفوی رابطه‌ی جانشینی بین سهام و دارایی‌های مالی دیگر از قبیل ارز، طلا و سپرده‌های بانکی را بیان می‌کند. تغییر در بازده هر یک از این بازارها (دارایی‌ها) می‌تواند سهم هر یک از این دارایی‌ها در پرتفوی را تغییر دهد و سرمایه‌گذاران صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری را تشویق کند تا پول و سرمایه خود را به صندوق‌ها وارد یا از آن خارج نمایند.

۲.۴. پیشینه تحقیق

ادبیات مربوط به جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان به دو بخش مطالعات خرد و کلان تقسیم کرد (وارتر، ۱۹۹۵). در رویکرد خرد جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در میان صندوق‌ها و به صورت انفرادی تحلیل می‌شود و به این موضوع می‌پردازد که چرا و چگونه سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجوه خود را از یک صندوق به صندوق دیگر می‌برند (ادیلن، ۱۹۹۹). در سطح خرد رابطه‌ی لیست گسترده‌ای از متغیرها شامل عملکرد، اندازه (دارایی‌های تحت مدیریت صندوق)، کارمزدها، بازاریابی و تبلیغات، سیاست بازخريد سهام صندوق و سایر ویژگی‌های مرتبط با صندوق‌ها و اداره آن‌ها با جریان‌های (ورودی- خروجی و خالص جریان) صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سطح انفرادی مورد پژوهش قرار می‌گیرد (سانتینی و آبر، ۱۹۹۸). برای مثال هندریسک و دیگران (۱۹۹۴)، سیری و توفانو (۱۹۹۸)، اسمیت (۱۹۷۸)، ورهید (۱۹۸۲) و ایپولیتو (۱۹۹۲) رابطه‌ی میان جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد گذشته آن‌ها را مورد پژوهش قرار دادند.

اما در سطح کلان رابطه‌ی میان مجموع جریان سرمایه صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و عوامل مرتبط با آن نظیر بازده دارایی‌ها و بازارهای مالی، اوراق بهادار و متغیرهای اقتصاد کلان مورد مطالعه قرار می‌گیرد (سانتینی و آبر، ۱۹۹۸). در این رویکرد بر عوامل تعیین‌کننده و تأثیرگذار بر مجموع جریان پولی ورودی و خروجی از کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأکید می‌شود. وارتر (۱۹۹۵) بیان می‌کند که این دو رویکرد تفاوت بنیادی با یکدیگر دارند. رویکرد خرد به رقابت میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری را برای جذب منابع

سرمایه‌گذاران توجه دارد در حالی که رویکرد کلان به رقابت میان صنعت صندوق‌ها و دیگر نهادهای مالی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه) و بازارهای موازی (بازار پول، طلا، ارز، زمین، مسکن، کالا) برای جذب پول اشاره دارد. سانتینی و آبر (۱۹۹۸) نشان دادند که تغییر رویکرد از تمرکز بر سطح خرد به سطح کلان صندوق‌ها، قدرت توضیح‌دهندگی جریان‌ها را به شدت افزایش می‌دهد.

بیش‌تر تحقیقات سطح کلان رابطه میان بازده بازار سهام و جریان‌های سرمایه‌صندوق‌های سرمایه‌گذاری را مطالعه می‌کنند. وارتر (۱۹۹۵)، ادوارد و ژانگ (۱۹۹۸) و فانت (۱۹۹۹) یک رابطه مثبت همزمان میان مجموع خالص جریان سرمایه ماهانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و بازده‌های جاری بازار سهام یافتند.

ادیلن و وارنر (۱۹۹۹) رابطه میان بازده‌های بازار و مجموع جریان سرمایه ورودی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا را با استفاده از داده‌های روزانه جریان و بازده مورد مطالعه قرار دادند. آزمون‌های آن‌ها نشان داد که رابطه مثبت میان جریان سرمایه و بازده‌های بازار روزانه، تأثیر جریان سرمایه و معاملات نهادی بر بازده‌ها را منعکس می‌کند. همچنین مجموع جریان با یک وقفه یک روزه از بازده بازار پیروی می‌کند. واکنش با وقفه جریان پیشنهاد می‌کند که یک واکنش مشترک هم از سوی جریان و هم از سوی بازده‌ها به اطلاعات جدید یا به عبارتی معاملات با بازخورد مثبت وجود دارد.

مطالعه سانتینی و آبر (۱۹۹۸) نشان داد که نرخ بهره بلندمدت با وقفه به صورت منفی و عملکرد همزمان بازار سهام و درآمد قابل تصرف افراد به صورت مثبت با جریان پولی جدید به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مرتبط می‌شود. نتایج این تحقیق مبنی بر عدم معناداری تأثیر عملکرد با وقفه بازار در توضیح جریان پولی جدید متوالی به صندوق‌ها، گفته وارتر (۱۹۹۵) در مورد رد فرضیه معامله‌گر - بازخورد را تأیید می‌کند.

در داخل کشور تحقیقات کمی در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک صورت گرفته است و این موضوع با توجه به عمر کوتاه صندوق‌ها (۵ سال) طبیعی است. از این میان عمده تحقیقات انجام شده حول محور عملکرد (سعیدی و مقدسیان، ۱۳۸۹، روشن‌گرزاده و رمضان‌احمدی، ۱۳۹۰) و عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری (پورحیدری و پهلوان، ۱۳۸۷، سعیدی و مقدسیان، ۱۳۸۹) بوده و تنها یک پژوهش (سعیدی، ۱۳۹۰) به صورت خاص جریان سرمایه صندوق‌ها را مورد مطالعه قرار می‌دهد.

سعیدی (۱۳۹۰) روابط متقابل مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار سهام ایران را طی یک دوره دو ساله ۱۳۸۷-۱۳۸۹ با روش خودرگرسیون برداری^۱ (VAR) مورد پژوهش قرار داد و نتایج نشان داد، که بر اساس اطلاعات ماهانه، ارزش جاری صدور و خالص وجه نقد بر بازده بازار اثرگذار است، ولی بر اساس اطلاعات هفتگی تأثیری تأیید نشد. همچنین بر اساس اطلاعات هفتگی، وقفه اول بازده بازار بر خالص وجه نقد مؤثر است. همچنین وقفه اول بازده بازار بر ارزش جاری صدور و وقفه دوم بازده بازار بر ارزش جاری ابطال اثرگذار است. اما بر اساس اطلاعات ماهانه، هیچیک از وقفه‌ها توان توضیح متغیرهای پژوهش را نداشتند.

۲. روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر هدف کاربردی، و از لحاظ ماهیت و روش، علی بوده و احتمال وجود روابط علی میان متغیرهای مستقل و متغیر وابسته را تحلیل می‌کند.

سری زمانی متغیرهای پژوهش با استفاده از مقادیر شاخص‌ها محاسبه می‌شوند و شامل ارزش‌های هفتگی متغیرهای مجموع خالص جریان سرمایه، بازده بازار سهام، بازده بازار سکه، بازده بازار ارز (دلار)، نرخ سپرده‌های بانکی و نرخ تورم در دوره زمانی فروردین ۱۳۸۸ تا پایان شهریور ۱۳۹۱ می‌باشد. این سری‌های زمانی بر مبنای درصد بوده و بیانگر نرخ رشد هفتگی شاخص‌های مربوطه می‌باشند.

جامعه آماری این پژوهش کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران می‌باشد. نمونه مورد نظر با توجه به دو محدودیت زیر انتخاب می‌شوند:

۱- از آنجا که صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمدتاً از ابتدای سال ۱۳۸۷ به بعد تاسیس و شروع به فعالیت نمودند صندوق‌هایی که طی دوره پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا انتهای شهریور سال ۱۳۹۱ فعال بوده باشند وارد نمونه می‌شوند.

۲- صندوق‌های سرمایه‌گذاری که اطلاعات روزانه مربوط به خالص ارزش مجموع دارایی‌ها^۲ (TNA) و خالص ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری^۳ (NAV) آن‌ها در دوره مورد نظر در دسترس باشد انتخاب می‌شوند.

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از آمار توصیفی و تحلیل رگرسیون چندمتغیره سری‌های زمانی استفاده می‌شود. داده‌های این پژوهش به کمک نرم‌افزار Eviews6 پردازش و

1. Vector Auto Regressive

2. Total Net Assets

3. Net Asset Valuo

مدل به صورت رگرسیون چندمتغیره معمولی برآورد می‌شود. در صورت وجود خود همبستگی در مدل از روش خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی^۱ (ARDL) استفاده خواهد شد.

۳.۱. فرضیات تحقیق

- فرضیه ۱:** بازده هفتگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری بر خالص مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارد.
- فرضیه ۲:** بازده هفتگی بازار طلا (سکه) تأثیر منفی و معناداری بر خالص مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارد.
- فرضیه ۳:** بازده هفتگی بازار ارز (دلار) تأثیر منفی و معناداری بر خالص مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارد.
- فرضیه ۴:** نرخ هفتگی سود سپرده بانکی تأثیر منفی و معناداری بر خالص مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارد.
- فرضیه ۵:** نرخ تورم هفتگی تأثیر منفی و معناداری بر خالص مجموع جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دارد.

۳.۲. مدل پژوهش

مدل پیشنهادی پژوهش شامل یک معادله رگرسیون برای خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که بر روی متغیرهای بازده‌های هفتگی سکه، سهام، دلار و نرخ تورم و سود سپرده بانکی به شکل زیر تصریح می‌شود:

$$TNF_t = C + \beta_1 * RM_t + \beta_2 * RD_t + \beta_3 * RG_t + \beta_4 * DR_t + \beta_5 * IR_t + ut$$

۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

۴.۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

در میان دارایی‌های جایگزین، سکه دارای بالاترین میانگین بازده هفتگی طی دوره تحقیق (۰/۸۶ درصد) بوده است. این مقدار برای یک سال به طور متوسط برابر ۴۵ درصد می‌باشد بازده هفتگی سکه دارای تغییرپذیری بالا (۳/۷۴) و توزیع غیرنرمال است.

1. Auto Regressive Distributed Logs

سهام از نظر بازدهی در رده دوم قرار دارد. میانگین بازده هفتگی و بازده سالانه بازار سهام به ترتیب ۰/۶۸ و ۳۵ درصد می‌باشد. ضریب تغییرات این متغیر نیز بالا (۲/۹) و توزیع آن غیر نرمال می‌باشد.

میانگین نرخ تورم هفتگی ۰/۳۳ درصد و برای یک سال ۱۷ درصد است. ضریب تغییرات این متغیر به واسطه انحراف معیار نسبتاً پایین آن نسبت به بقیه دارایی‌ها (۰/۲) کم‌تر از سکه، دلار و سهام و برابر ۰/۶ می‌باشد.

نرخ سود بانکی متغیر دارای پایین‌ترین میانگین بازده هفتگی (۰/۲۲)، بازده سالانه (۱۱/۴۷)، انحراف معیار (۰/۰۲) و ضریب تغییرات (۰/۱) و در واقع دارای کم‌ترین پراکندگی در میان متغیرهای پژوهش می‌باشد. با این حال توزیع آن غیر نرمال می‌باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر شاخص	نرخ سود سپرده بانکی (درصد)	بازده بازار سهام (درصد)	نرخ تورم (درصد)	بازده سکه (درصد)	بازده دلار (درصد)	خالص جریان سرمایه (درصد)
میانگین	۰/۲۲	۰/۶۸	۰/۳۳	۰/۸۶	۰/۵۲	۱/۴۵
انحراف معیار (ریسک)	۰/۰۲	۱/۹۷	۰/۲	۳/۲۲	۲/۴۱	۳/۱
بازده متوسط ماهانه	۰/۰۹۶	۲/۹	۱/۴	۳/۷	۲/۲۳	-
بازده متوسط سالانه	۱۱/۴۷	۳۵	۱۷	۴۵	۲۷	-
ضریب تغییرات	۰/۱	۲/۹	۰/۶	۳/۷۴	۴/۶	۲/۱۴

۴.۲. آمار تحلیلی داده‌ها

آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته نشان داده است که تمامی متغیرهای پژوهش به جز نرخ سپرده بانکی در سطح صفر مانا می‌باشند. لازم به ذکر است که تعداد وقفه‌های بهینه برای هر سری بر اساس معیار اطلاعات آکائیک محاسبه شده و به همراه نتایج در جدول ۲ ارائه شده است. برای جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب نرخ سود سپرده بانکی را از مدل پیشنهادی حذف می‌کنیم. بررسی ضرائب همبستگی نشان می‌دهد که میان بازده هفتگی دلار و بازده هفتگی سکه همبستگی مثبت بالایی (۰/۷) وجود دارد که نشان از همخطی میان این دو متغیر دارد. با

توجه به این که بازده دلار دارای ضرائب همبستگی بالاتری با سایر متغیرهای توضیحی نسبت به بازده سکه می‌باشد از این رو بازده دلار از مدل پیشنهادی حذف می‌گردد. (جدول ۳)

جدول ۲: نتایج آزمون دیکی- فولر تعمیم‌یافته ریشه واحد برای متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره ADF در سطح	مقدار بحرانی در سطح ۱ درصد	مقدار بحرانی در سطح ۵ درصد	مقدار بحرانی در سطح ۱۰ درصد	تعداد وقفه	وضعیت مانایی
TNF	-۳/۹۴	-۳/۴۷	-۲/۸۸	-۲/۵۸	۱	مانا
RM	-۹/۸۲	-۳/۴۷	-۲/۸۸	-۲/۵۸	صفر	مانا
RG	-۵/۹۹	-۳/۴۷	-۲/۸۸	-۲/۵۸	۱	مانا
RD	-۱۳/۳۹	-۳/۴۷	-۲/۸۸	-۲/۵۸	صفر	مانا
IR	-۳/۳۱	-۴/۰	-۲/۸۸	-۳/۱۴	۴	مانا
DR	-۰/۸۵	-۳/۴۷	-۲/۸۸	-۲/۵۸	صفر	نامانا

جدول ۳: ضرائب همبستگی میان متغیرهای توضیحی

متغیر	RM	RD	RG	IR
RM	۱/۰۰	-۰/۰۵	۰/۰۱	-۰/۰۳
RD	-۰/۰۵	۱/۰۰	۰/۰۷	۰/۰۶
RG	۰/۰۱	۰/۰۷	۱/۰۰	-۰/۰۴
IR	-۰/۰۳	۰/۰۶	-۰/۰۴	۱/۰۰

۴.۳. تصریح مدل رگرسیون اولیه

اکنون معادله رگرسیون اولیه را با توجه به متغیرهای توضیحی باقیمانده برای متغیر وابسته خالص جریان سرمایه (TNF) به صورت زیر تصریح و به روش حداقل مربعات معمولی برآورد می‌کنیم:

$$TNF_t = C + \beta_1 RM_t + \beta_2 RG_t + \beta_3 IR_t + u_t$$

نتایج رگرسیون اولیه در جدول ۴ آمده است. اگرچه آماره F و ارزش احتمال آن نشان می‌دهد که کل معادله معنی‌دار و علامت ضرائب متغیرهای توضیحی مطابق با تئوری و ضرائب نرخ تورم و مقدار ثابت معنی‌دار هستند، اما ضریب تعیین و آماره دوربین- واتسون پایین آن نشان از وجود اشکالاتی در مدل اولیه برآورد شده دارد. به منظور بررسی و رفع اشکالات و بهبود مدل اولیه مفروضات رگرسیون کلاسیک بررسی و مشخص گردید که مدل اولیه دچار خود همبستگی و ناهمسانی واریانس می‌باشد.

جدول ۴: نتایج رگرسیون اولیه

متغیر وابسته	آماره F	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین (R_2)	ضریب تعیین تعدیل‌شده	آماره دوربین-واتسون	معنی‌داری ضرائب		
						متغیر توضیحی	آماره t	ارزش احتمال
TNF	۴/۴۶	۰/۰۰	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۶۸	RM	۰/۹۷۷۷۴۵	۰/۰۳۳
						IR	-۳/۳	۰/۰۰
						RG	-۱/۲۸	۰/۲۰
						C	۵/۹۷۵۷۷۳	۰/۰۰

وجود خودهمبستگی در مدل می‌تواند نشان‌های از تصریح نامناسب مدل باشد. ممکن است متغیرهای مستقل به کندی و با تأخیر بر متغیر وابسته تأثیر بگذارند. از این رو برای رفع مشکل خود همبستگی، متغیرهای توضیحی و وابسته تأخیری را وارد مدل کرده و به اصطلاح مدل را پویا می‌سازیم.

۴.۴. الگوی پویای خودرگرسیونی با وقفه‌های توزیعی

در جدول ۵ نتایج برآورد الگوی خودرگرسیونی با وقفه‌های توزیعی برای متغیر خالص جریان سرمایه و ضرائب کوتاه‌مدت برآورد شده متغیرهای توضیحی آمده است. همانطور که مشاهده می‌شود همه ضرائب به جز ضریب مربوط به بازده بازار سهام معنادار می‌باشند. ضریب تعیین برابر ۵۱ درصد بوده و نشان می‌دهد ۵۱ درصد از تغییرات خالص جریان سرمایه به وسیله معادله رگرسیون توضیح داده می‌شود. همچنین آماره دوربین-واتسون به اندازه کافی به ۲ نزدیک است و حاکی از آن است که رگرسیون برآورد شده کاذب نیست. آماره F بزرگ‌تر از مقدار بحرانی و معنادار بوده و نشانگر این است که کل معادله رگرسیون نیز معنادار می‌باشد. مدل نهایی پژوهش با توجه متغیرهای توضیحی اضافه شده به مدل رگرسیون اولیه به صورت زیر تصریح و آزمون‌های نقض فروض کلاسیک و همچنین آزمون‌های خاص در مورد ساختار مدل انجام گرفت و نتایج حاکی از درست بودن مدل برآورد شده بود.

$$TNF_t = C + \beta_1 TNF_{t-1} + \beta_2 TNF_{t-2} + \beta_3 RG_t + \beta_4 IR_t + \beta_5 RM_t + \beta_6 RM_{t-1} + ut$$

جدول ۵: نتایج برآورد معادله رگرسیون به روش الگوی خودرگرسیونی با وقفه‌های توزیعی

معنی‌داری	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
۰/۰۰	۳/۹۳۴۲۱۸	۰/۳۲۶۲۵۱	TNF(-1)
۰/۰۰	۵/۳۸۴۲۰۰	۰/۳۱۶۶۵۱	TNF(-2)
۰/۰۶	-۱/۹۱۹۵۹۰	-۰/۰۸۲۹۲۱	RG
۰/۰۳	-۲/۱۸۹۷۶۲	-۱/۳۱۷۶۵۸	IR
۰/۹۶	۰/۰۵۲۵۴۶	۰/۰۰۲۵۸۶	RM
۰/۰۲	۲/۴۱۷۳۵۱	۰/۱۰۷۷۷۴	RM(-1)
۰/۰۰	۲/۷۸۴۱۳۹	۰/۷۸۳۹۶۲	C
ضریب تعیین (R^2): ۰/۵۱		معیار آکائیک: ۴/۱۳	
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۹		خطای معیار معادله رگرسیون: ۱/۸۷	
آماره F = ۲۹/۶۲۶۷ و ارزش احتمال: (۰/۰۰)		آماره دوربین-واتسون: ۲/۰۵	

۴.۵. تحلیل و آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه ۱: ضریب مربوط به بازده با وقفه بازار با علامت مثبت و در سطح ۹۸ درصد اطمینان معنادار می‌باشد و این بدین معنی است که بازده بازار سهام با وقفه یک هفتگی بر خالص جریان سرمایه تأثیر مثبتی گذاشته است. بنابراین می‌توان فرضیه اول مبنی بر تأثیر مثبت بازده بازار سهام بر جریان خالص سرمایه را با یک وقفه یک هفته‌ای تأیید کرد.

فرضیه ۲: ضریب مربوط به بازده هفتگی بازار سکه نشان می‌دهد که این متغیر تأثیر منفی و معناداری بر خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در همان هفته داشته است. بنابراین می‌توان فرضیه دوم را در سطح ۹۴ درصد اطمینان تأیید کرد.

فرضیه ۳: ضریب متغیر بازده هفتگی دلار در معادله رگرسیونی که به منظور آزمون بررسی اثر متغیرهای حذف شده دلار و نرخ سپرده بانکی برآورد گردید دارای علامت منفی و مطابق با تئوری است اما ارزش پایین آماره t (-۰/۰۷۶) و ارزش احتمال آن (۰/۹۲۴) نشان داد که این ضریب معنادار نبوده و در واقع در مدل نهایی برابر صفر می‌باشد. از این رو فرضیه سوم تأیید نمی‌شود.

فرضیه ۴: ضریب متغیر نرخ هفتگی سپرده بانکی در معادله رگرسیونی که به منظور آزمون بررسی اثر متغیرهای حذف شده دلار و نرخ سپرده بانکی برآورد گردید دارای علامت منفی و مطابق با تئوری است اما ارزش پایین آماره t (-۰/۴۲) و ارزش احتمال آن (۰/۶۸۲) داد که ضریب نرخ هفتگی سود سپرده معنادار نبوده و در واقع در مدل نهایی برابر صفر می‌باشد. از این رو فرضیه چهارم تأیید نمی‌شود.

فرضیه ۵: ضریب نرخ تورم در معادله نهایی برابر با $1/318$ - می‌باشد که دارای علامت منفی و مطابق با تئوری است. همچنین قدر مطلق آماره t آن ($-2/189$) بزرگ‌تر از مقدار بحرانی و ارزش احتمال آن $0/03$ بوده و معنادار می‌باشد. بنابراین فرضیه پنجم پژوهش را می‌توان در سطح ۹۷ درصد اطمینان تأیید نمود.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

یک نتیجه مهم این پژوهش در مورد تأثیر مثبت بازده بازار سهام بر جریان سرمایه بود که از دو جنبه قابل تحلیل است:

جنبه اول: بازار سهام به عنوان یک بازار رقیب برای سایر بازارهای موازی طلا، ارز، مسکن و بازار پول (در اینجا بانک‌ها) در جذب نقدینگی و پس‌انداز افراد جامعه مطرح است. چنانچه سرمایه‌گذاری به واسطه افزایش شاخص کل طی هفته، بازار سهام را از نظر بازده و ریسک مطلوب‌تر ارزیابی کند و انتظار رشد آن را داشته باشد به دو طریق می‌تواند وارد این بازار شود: نخست آن که به صورت مستقیم اقدام به خرید سهام می‌کند، و یا دوم آن که از طریق واسطه‌های مالی بازار سرمایه (نظیر صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) اقدام به خرید واحدها یا سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌کند. در روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم (روش دوم) است که مطلوبیت بازار سهام منجر به ورود پول (جریان مثبت سرمایه) به صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد. از آنجا که فرآیند تحلیل بازار سهام و صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری مستلزم صرف زمان است. لذا همانگونه که در مدل نهایی نشان داده شده است بازده بازار سهام با یک تأخیر یک هفته‌ای بر خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مثبتی می‌گذارد.

جنبه دوم: دومین بعد تأثیرگذاری بازده بازار سهام بر خالص جریان سرمایه به واکنش سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به حرکت قیمت‌ها (شاخص) در بازار سرمایه مربوط است که در قالب فرضیه معامله‌گر - بازخور تحلیل می‌شود. نتایج این پژوهش نشان داد که جریان سرمایه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور معنادار و مثبتی تحت تأثیر بازده بازار سهام و به عبارتی شرایط بازار سرمایه قرار دارد. این نتیجه‌گیری در واقع تأیید وجود بازخور معاملاتی مثبت و با وقفه، توسط سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. این نتیجه‌گیری مطابق پژوهش انجام شده توسط سعیدی و دیگران (۱۳۹۰) در مورد رابطه جریان سرمایه صندوق‌ها و بازده بازار سهام در ایران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۹ و همچنین همسو با نتایج پژوهش ادیلن و وارنر (۱۹۹۹) مبنی بر پیروی جریان سرمایه از بازده بازار با یک وقفه یک روزه

و وجود فرضیه معاملات با بازخورد مثبت می‌باشد. سکه از آن جهت که دارای قابلیت نقدشوندگی بالاتری نسبت به سهام و سپرده‌های کوتاه مدت می‌باشد لذا با سرعت بیش‌تری نسبت به بازار سهام و تقریباً به صورت همزمان و به روز بر خالص جریان سرمایه تأثیر گذاشته است. در تحلیل این تأثیر منفی همزمان و سریع باید گفت بازار سکه همواره یک رقیب جدی برای بازار سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بوده و توان جذب منابع سرگردان سرمایه‌گذاران را داشته است. به نظر می‌رسد تقاضا برای دلار و ارز بیش‌تر از سوی سفته‌بازان و به منظور سود بردن از نوسانات قیمت بوده است و سرمایه‌گذاران حقیقی اغلب برای حفظ ارزش پول خود و کم‌تر برای سرمایه‌گذاری دلار نگهداری می‌کنند. نرخ سود بانکی تأثیری بر خالص جریان هفتگی و ماهیانه سرمایه‌های صندوق‌ها نگذاشته است. نرخ سود سپرده‌های بانکی به صورت سالانه توسط بانک مرکزی به بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری سپرده‌پذیر اعلام می‌شود و در کوتاه‌مدت تغییر نمی‌کند. سرمایه‌گذاری که قصد دارد منابع خود را به صورت کوتاه‌مدت (شش‌ماهه یا یکساله) به شکل سپرده نگهداری کند می‌داند که این نرخ ثابت بوده و در صورت افزایش یا کاهش بازده سایر بازارها تغییری نمی‌کند.

تورم مهم‌ترین عاملی بوده است که به شدت و به صورت منفی بر میزان سرمایه ورودی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذاشته است. علت این تأثیر منفی و شدید را می‌توان از دو جنبه کلان (تمامی بازارها) و خرد (بازار مالی) تحلیل کرد. از دیدگاه کلان می‌توان گفت که در شرایط تورمی که به طور مداوم قیمت‌ها رشد می‌کنند بخش بیش‌تری از درآمد خانوارها صرف مخارج مصرفی می‌گردد و بخش کم‌تری برای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری باقی می‌ماند. از این رو تورم بالا کل جریان سرمایه‌گذاری به همه بازارها را کاهش می‌دهد و سرمایه ورودی به صندوق‌ها را نیز شامل می‌شود. از دیدگاه خرد باید گفت که در شرایط تورمی بیش‌تر افرادی که به فکر حفظ ارزش پول خود هستند تلاش می‌کنند تا منابع خود را در شکل دارایی‌های غیر مالی و به شکل دارایی‌های فیزیکی و مشهود نظیر طلا، ارز و مسکن نگهداری کنند. طبیعی است که در چنین حالتی جریان سرمایه از بازارهای پول و سرمایه به سمت بازارهای طلا، ارز و مسکن سرازیر شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری واسطه‌های مالی هستند که در بازارهای پول و سرمایه فعالیت می‌کنند و عملکرد آن‌ها در جذب سرمایه به رونق این بازارها بستگی دارد. بنابراین افزایش نرخ تورم میزان سرمایه‌گذاری در بازارهای پول و سرمایه و به تبع آن صندوق‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. این نتیجه‌گیری با نتایج پژوهش فرسون و کیم (۲۰۱۲) در مورد تأثیرگذاری عامل تورم بر جریان‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک همسویی دارد.

۶. راهکارها و پیشنهادات

با توجه به تأثیرگذاری بازده سکه بر خالص جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌گردد که برای حفظ یک جریان مداوم سرمایه به صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، دولت با عرضه به موقع سکه در بازار از نوسانات شدید قیمت و سفته‌بازی جلوگیری کند تا منابع سرمایه‌گذاران جذب یک بازار غیرمولد نگردد. بانک مرکزی نیز با اتخاذ سیاست‌های پولی مناسب به منظور کاهش و مهار نرخ تورم می‌تواند جریان سرمایه صندوق‌ها را حفظ و تقویت نماید. اطلاع‌رسانی دقیق، کامل و به موقع در مورد جریان‌ها و بازده‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت خرد و کلان در مورد جریان سرمایه و بازده صندوق‌ها نیز می‌تواند عامل مهمی در تقویت جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشد.

منابع

- اسلاملوئیان، ک. و زارع، ه. (۱۳۸۵). "بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی و دارایی‌های عمده جایگزین بر شاخص سهام در ایران: با استفاده از الگوی خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۸ (۱۹)، ۱۷-۴۲.
- پورحیدری، ا. و پهلوان، ح. (۱۳۸۷). "بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازدهی بورس اوراق بهادار". فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱ (۱)، ۷۷-۹۹.
- روشنگرزاده، ا. و رمضان‌احمدی، م. (۱۳۹۰). "بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی و ارتباط بین رتبه‌بندی آن‌ها با معیارهای مدرن پرتفوی". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۱)، ۱۴۳-۱۶۰.
- سعیدی، ع.، محسنی، ق. و مشتاق، س. (۱۳۹۰). "عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۳ (۱)، ۱۲۳-۱۴۱.
- سعیدی، ع. و مقدسیان، ا. (۱۳۸۹). "ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۳ (۹)، ۵-۲۴.
- سعیدی، ع. و سعیدی، ح. (۱۳۹۰). "ارتباط بین جریان سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازده بازار: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". نشریه تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۳ (۳۲)، ۳۵-۵۶.
- عبده‌تبریزی، ح. (۱۳۸۹). "مبانی بازارها و نهادهای مالی"، جلد یکم، چاپ سوم، تهران، انتشارات پیشبرد.

- Beaumont, R. Daele, M.V., Frijns, B., Lehnert, T. and Muller, A. (2008). "Investor Sentiment, Mutual Fund Flows and its Impact on Returns and Volatility". *Managerial Finance*, 34 (11): 772-785.
- Ben-Rephael, A., Kandel, S. and Wohl, A. (2012). "Measuring Investor Sentiment with Mutual Fund Flows". *Journal of Financial Economics*, 104 (2): 363-382.
- Edelen, R. (1999). "Investor Flows and the Assessed Performance of Open-end Mutual Funds". *Journal of Financial Economics*, 53 (3): 439-466.
- Edelen, R.M. and Warner, J.B. (2001). "Aggregate Price Effects of Institutional Trading: a Study of Mutual Fund Flow and Market Returns". *Journal of Financial Economics*, 59 (2): 195-220.
- Edwards, F.R. and Zhang, X. (1998). "Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability". *Journal of Financial Services Research*, 13 (3): 257-282.
- Fant, L.F. (1999). "Investment Behavior of Mutual Fund Shareholders: The Evidence from Aggregate Fund Flows". *Journal of Financial Markets*, 2 (4): 391-402.
- Ferson, W. and Kim, M. (2012). "The Factor Structure of Mutual Fund Flows". *International Journal of Portfolio Analysis and Management*, 1 (2): 112-143.
- Frazzini, A. and Lamont, O. (2005). "Dumb money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, 88 (2): 299-322.
- Goetzmann, W., Massa, M. and Rouwenhorst, G. (2008). "Behavioral Factors in Mutual Fund Flows". *Managerial Finance*, 34 (11): 772-785.
- Greene, J.T. and Hodges, C.W. (2007). "Daily Mutual Fund Flows and Redemption Policies". *Journal of Banking and Finance*, 31 (12): 3822-3842.
- Hendricks, D., Patel, J. and Zeckhauser, R. (1994). "Investment Flows and Performance: Evidence from Mutual Funds, Cross-border Investments, and New Issues". In (R. Sato, R. Levich, and R. Ramachandran, eds.). *Japan, Europe and International Financial Markets: Analytical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Ippolito, R.A. (1992). "Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry". *Journal of Law and Economics*, 35 (1): 45-70.
- Klapper, L., Sulla, V. and Vittas, D. (2004). "The Development of Mutual Funds around the World". *Emerging Markets Review*, 5 (1): 1-38.

- Markowitz, H. (1952). "Portfolio Selection". *Journal of Finance*, 7 (1): 77-91.
- Ross, S.A. (1976). "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing". *Journal of Economic Theory*, 13 (3): 341-360.
- Santini, D.L. and Aber, J.W. (1998). "Determinants of Net New Money Ows to the Equity Mutual Fund Industry". *Journal of Economics and Business*, 50 (5): 419-429.
- Sharpe, W. (1995). "Investments (5th ed.)". *Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall Institute*.
- Sirri, E. and Tufano, P. (1998). "Costly Search and Mutual Fund Flows". *Journal of Finance*, 53 (5): 1589-1622.
- Smith, K.V. (1978). "Is Fund Growth Related to Fund Performance?". *The Journal of Portfolio Management*, 4 (3): 49-54.
- Warther, V.A. (1995). "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns". *Journal of Financial Economics*, 39 (2): 209-235.
- Woerheide, W. (1982). "Investor Response to Suggested Criteria for the Selection of Mutual Funds". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17 (1): 129-137.