



## Identifying Best Ideas in Iranian Mutual Funds

**Mahdi Heidari \*** 

\*Corresponding Author, Assistant Prof., Department of Finance, Tehran Institute for Advanced Studies (TeIAS), Khatam University, Tehran, Iran. E-mail: m.heidari@khatam.ac.ir

**Ali Marashi** 

MSc., Department of Economics, Tehran Institute for Advanced Studies (TeIAS), Khatam University, Tehran, Iran. E-mail: a.marashi@teias.institute

### Abstract

#### Objective

Best ideas refer to trades within mutual funds that are driven by the goal of outperforming the index and are primarily based on expert analysis. According to the extant literature, in this study, we use four measures to detect the best ideas in mutual funds trading activities. By comparing the performance of the best ideas detected by these measures, in this paper, we identify the best method to define the best ideas. Our findings demonstrate that the best ideas yield higher profits than other trading strategies.

#### Methods

Based on the existing literature, we choose four methods to define the best ideas, (1) common trades, (2) aggressive positions, (3) consensus wisdom, and (4) innovational trades. Common trades, introduced by Pomorski (2009), are common trades of funds managed by the same company's management. Aggressive positions mentioned by Antón et al. (2020), are the top three stocks with the highest weight difference from the market index in the mutual fund portfolio. Consensus wisdom, as introduced by Jiang et al. (2014), refers to the upper decile of average overweighted stocks among all funds, and is considered a measure of the collective expertise of active mutual fund managers. Innovational trades, introduced by Lantushenko (2015), are completely new portfolio positions that a fund has not previously held. To calculate the performance of the best ideas, we create a unique portfolio containing the best ideas. Each month, new best ideas are added to the portfolio, and after one month, they are removed from it. Finally, we use CAPM, Fama-French, and Carhart alphas to measure the portfolio's performance.

#### Results

By comparing the performance of the portfolios created by the four mentioned methods, "common trades of funds from the same company" is recognized as the best method of

defining the best ideas. Also, results show that the portfolio containing the common trades as best ideas can generate an alpha of 4 to 5.1 percent with a T-statistic of 2.641 to 5.329. Specifically, we test our results across two distinct market periods: before July 2020, when the market experienced aggressive growth, and after July 2020, when the market stabilized. Our findings demonstrate robustness in both periods. Common trades of funds in unrelated management companies are fundamentally different from those with the same company, this paper shows that trades made commonly in funds that are in unrelated management companies fail to generate economically positive and statistically significant alphas. In the following, we demonstrate that the performance of best ideas is not driven by the speculative behavior of funds. Additionally, we show that fund herding does not account for the abnormal returns of best ideas.

### Conclusion

Results show that the best ideas detected by the common trades method can generate a meaningful and positive alpha (statistically and economically), independent of size (SMB), market value (HML), and momentum (UMD) factors. Finally, the common trades of funds from the same company serve as the best measure for defining the best ideas in Iran's stock exchange.

**Keywords:** Best Ideas, Portfolio Performance, Mutual Funds.

**Citation:** Heidari, Mahdi & Marsahi, Ali (2024). Identifying Best Ideas in Iranian Mutual Funds. *Financial Research Journal*, 26(3), 579-597. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.354273.1007436> (in Persian)

Financial Research Journal, 2024, Vol. 26, No.3, pp. 579-597  
Published by University of Tehran, Faculty of Management  
<https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.354273.1007436>  
Article Type: Research Paper  
© Authors

Received: January 24, 2023  
Received in revised form: November 22, 2023  
Accepted: December 30, 2023  
Published online: October 01, 2024



## ایده‌های برتر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران

مهدی حیدری\*

\* نویسنده مسئول، استادیار، گروه مدیریت مالی، مؤسسه پژوهش‌های پیشرفته تهران (TeIAS)، دانشگاه خاتم، تهران، ایران. رایانامه: m.heidari@khatam.ac.ir

علی مرعشی

کارشناس ارشد، گروه اقتصاد، مؤسسه پژوهش‌های پیشرفته تهران (TeIAS)، دانشگاه خاتم، تهران، ایران. رایانامه: a.marashi@teias.institute

### چکیده

**هدف:** بخشی از معاملات انجام شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که با انگیزه سودآوری بیشتر از شاخص و بر مبنای تحلیل‌های کارشناسانه صورت می‌گیرد، ایده‌های برتر نامیده می‌شود. بر مبنای ادبیات مربوطه، در این پژوهش، به منظور شناسایی ایده‌های برتر، از چهار معیار مختلف استفاده می‌شود. پژوهش حاضر با مقایسه عملکرد ایده‌های برتر شناسایی شده با معیارهای فوق، مناسب‌ترین معیار را به منظور شناسایی ایده‌های برتر معرفی می‌کند و نشان می‌دهد که ایده‌های برتر به نسبت سایر سهام موجود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، بازدهی بیشتری ایجاد می‌کنند.

**روش:** بر اساس ادبیات مربوطه، در این پژوهش از چهار معیار مختلف برای شناسایی ایده‌های برتر استفاده می‌شود. معیارهای مذکور عبارت‌اند از: «معاملات مشترک تحت مدیریت واحد»، «بیشترین انحراف وزنی»، «خرد جمعی» و «معاملات نوآورانه». معیار معاملات مشترک تحت مدیریت واحد که توسط پومورسکی (۲۰۰۹) مورد مطالعه قرار گرفت، شامل معاملاتی بوده است که در دوره زمانی یکسان توسط صندوق‌هایی که تحت مدیریت شرکتی واحد هستند، اجرا می‌شوند. معیار بیشترین انحراف وزنی که توسط آنتوان و همکاران (۲۰۲۱) به کار برده شده، شامل سهامی است که در پرتفوی هر صندوق، در مقایسه با پرتفوی هموزن بازار، بیشترین انحراف وزنی را دارد. معیار خرد جمعی که توسط جیانگ و همکاران (۲۰۱۴) معرفی شده، عبارت است از میانگین انحراف وزنی هر سهم از پرتفوی هموزن بازار، در میان تمامی صندوق‌ها که به‌عنوان معیاری از خرد جمعی مدیران صندوق‌ها در نظر گرفته می‌شود. معاملات نوآورانه که توسط لانتوشنکو (۲۰۰۹) ذکر شده، عبارت است از معاملات کاملاً جدید هر صندوق، به‌نحوی که صندوق سابقه انجام معامله مذکور را نداشته باشد. برای محاسبه عملکرد ایده‌های برتر، پرتفوی واحد از آن‌ها تشکیل می‌شود. ایده‌های برتر وارد پرتفوی مذکور شده و پس از یک ماه خارج می‌شوند. در نهایت عملکرد این پرتفو با استفاده از آلفای محاسبه شده در مدل‌های CAPM، فاما - فرنچ و کارهارت بررسی می‌شود.

**یافته‌ها:** با مقایسه عملکرد پرتفوی ایجاد شده بر اساس معیارهای ذکر شده، معاملات مشترک انجام شده توسط صندوق‌هایی که تحت مدیریت شرکتی واحد قرار دارند، به‌عنوان مناسب‌ترین معیار برای احصای ایده‌های برتر معرفی می‌شوند. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که پرتفوی متشکل از ایده‌های برتر آلفایی، معادل ۴ تا ۵/۱ درصد با آماره T معادل ۲/۶۴۱ تا ۵/۳۲۹ ایجاد می‌کند. می‌کند. در ادامه نیز نشان داده شد که این بازدهی، از رفتار جمعی صندوق‌ها نشئت نمی‌گیرد.

**نتیجه‌گیری:** نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که ایده‌های برتر شناسایی شده توسط معیار معاملات مشترک تحت مدیریت واحد، از جنبه سه مدل CAPM، فاما - فرنچ و کارهارت، از منظر اقتصادی و آماری عملکردی قابل قبول دارند؛ زیرا می‌توان گفت این معیار مستقل از عامل‌های ارزش بازار (HML)، اندازه سهم (SMB) و مومنتوم (UMD) توانایی شناسایی معاملاتی با بازدهی بالاتر از شاخص

را دارد. به‌طور خاص، معاملات مشترک انجام شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد، مناسب‌ترین معیار جهت شناسایی ایده‌های برتر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران هستند.

**کلیدواژه‌ها:** ایده‌های برتر، عملکرد پرتفوی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.

**استناد:** حیدری، مهدی و مرعشی، علی (۱۴۰۳). ایده‌های برتر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۶(۳)، ۵۷۹-۵۹۷.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۱/۰۴

تاریخ ویرایش: ۱۴۰۲/۰۹/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۰/۰۹

تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۰۷/۱۰

<https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.354273.1007436>

تحقیقات مالی، ۱۴۰۳، دوره ۲۶، شماره ۳، صص. ۵۷۹-۵۹۷

ناشر: دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© نویسندگان

## مقدمه

به‌طور کلی، معاملات انجام شده در صندوق‌های مشترک را می‌توان از منظر انگیزه انجام آن به دو دسته ایده‌محور و شاخص‌محور تقسیم کرد. معاملات ایده‌محور عمدتاً بر مبنای ایده‌های سرمایه‌گذاری کارشناسان یا اطلاعات اختصاصی مدیران از آینده سهام انجام می‌شوند که عامل اصلی سودآوری صندوق‌ها هستند. معاملات شاخص‌محور با احتساب کارمزد معاملات، بازدهی پایین‌تری نسبت به شاخص ایجاد می‌کنند. محرک اصلی صندوق‌ها برای انجام چنین معاملاتی مواردی از قبیل افزایش نسبت شارپ، کاهش ریسک سیستماتیک و افزایش نقدشوندگی است (پومورسکی، ۲۰۰۹).

به عبارت دیگر، هر معامله صورت‌گرفته در صندوق‌های مشترک را می‌توان از منظر انگیزه اجرا در یک طیف از ایده‌محوری تا شاخص‌محوری قرار داد. حد بالای این طیف شامل برترین ایده‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و به عبارتی ایده‌های برتر است (پومورسکی، ۲۰۰۹). بر مبنای ادبیات صندوق‌های مشترک، این مقاله از چهار معیار مختلف جهت شناسایی ایده‌های برتر استفاده می‌کند که عبارت‌اند از: معیار معاملات مشترک تحت مدیریت واحد، معیار بیشترین انحراف وزنی، معیار خرد جمعی و معیار معاملات نوآورانه. به‌منظور مقایسه عملکرد ایده‌های برتر احصا شده توسط هر یک از معیارهای فوق، چهار پرتفوی مجزا تشکیل شده و آلفای پرتفوی، به‌عنوان معیاری از عملکرد آن، به سه روش CAPM، فاما - فرنچ<sup>۲</sup> و کارهارت<sup>۳</sup> محاسبه می‌شود.

داده این مقاله شامل صورت وضعیت پرتفوی صندوق‌های مشترک در بازه اردیبهشت ۱۳۹۸ تا شهریور ۱۴۰۰ است. ضمن بررسی انجام شده مشخص می‌شود تنها ایده‌های برتر شناسایی شده با معیار معاملات مشترک تحت مدیریت واحد یا به‌اختصار معاملات مشترک، از منظر سه مدل CAPM، فاما - فرنچ و کارهارت، عملکردی قابل قبول از منظر اقتصادی و آماری نشان می‌دهند. این مشاهده نشان می‌دهد که معیار معاملات مشترک مستقل از عامل‌های ارزش بازار (HML)، اندازه سهم (SMB) و مومنتوم (UMD) توانایی شناسایی معاملاتی با بازدهی بالاتر از شاخص را دارد.

ایده‌های برتر شناسایی شده توسط معیار معاملات مشترک، شامل معاملات انجام شده توسط صندوق‌های تحت مدیریت شرکتی واحد در هر ماه هستند. چنین معاملاتی، به‌علت بهره‌گیری از منبعی واحد از اطلاعات و تحلیل‌های کارشناسانه نسبت به سایر معاملات بازدهی بیشتری در پی دارند. به بیان دیگر، شرکتی که مدیریت‌کننده دو یا چند صندوق مشترک است، اطلاعات و تحلیل‌های مشترکی در خصوص بازدهی بالای برخی از سهام موجود در بازار را در اختیار مدیران صندوق‌های تحت مدیریت خود قرار می‌دهد که این اشتراک اطلاعات میان صندوق‌ها در معامله سهام فوق در دوره‌های زمانی یکسان نمود پیدا می‌کند.

معاملات مشترک انجام شده توسط صندوق‌های تحت مدیریت واحد نسبت به معاملات غیرمشترک انجام شده توسط این صندوق‌ها (معاملاتی که توسط تنها یک صندوق تحت مدیریت واحد انجام می‌شود)، بازدهی بیشتری دارند (پومورسکی، ۲۰۰۹). با تقسیم داده به دو بخش قبل و بعد از ریزش بازار سهام در مرداد ۱۳۹۹، بازدهی بالاتر معاملات

1. Pomorski  
2. Fama-French  
3. Carhartt

مشترک نسبت به معاملات غیرمشترک در بازه بعد از ریزش بازار مشهودتر است. به عبارتی، در بازه ابتدایی داده، به‌علت رفتار صعودی بازار، بازدهی تمامی معاملات، از جمله بازدهی معاملات مشترک و غیرمشترک صندوق‌های تحت مدیریت واحد بیشتر شده و باعث کمرنگ‌شدن اختلاف بازدهی معاملات مشترک و غیرمشترک شده است. به بیان دیگر، در بازه دوم داده به‌علت رفتار متعارف‌تر بازار، اختلاف بازدهی فوق بین معاملات مشترک و غیرمشترک نمایان‌تر شده است.

معاملات مشترک انجام‌شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد با معاملاتی که به‌طور مشترک توسط صندوق‌های غیرمرتبط انجام می‌شوند، تفاوت بنیادین دارد (پومورسکی، ۲۰۰۹). انجام چنین معاملاتی، دو دلیل عمده دارد: اول اینکه معاملات مذکور بر مبنای اطلاعات مشترک میان تمامی صندوق‌ها انجام شده‌اند. این اطلاعات به‌علت عمومی بودن، نسبت به اطلاعات مشترک میان صندوق‌های تحت مدیریت واحد، اهمیت کمتری دارند. بنابراین انتظار می‌رود که بازدهی چنین معاملاتی نسبت به بازدهی ایده‌های برتر به مراتب کمتر باشد. علت دوم این است که این گونه معاملات ممکن است به‌دلیل شاخص‌محور بودن آن‌ها رخ دهد. به بیان دیگر، ممکن است که صندوق‌ها به‌منظور نزدیک کردن سبد سهام خود به سبد هم‌وزن با شاخص، معاملاتی در جهت شاخص انجام دهند و به خرید سهامی مشابه در جهت حرکت بازار اقدام کنند. همان‌طور که گفته شد، معاملات شاخص‌محور بازدهی پایین‌تر از شاخص ایجاد می‌کنند و به‌صورت بنیادی با ایده‌های برتر متفاوت‌اند.

یکی از تفاسیر احتمالی در رابطه با علت بازدهی بالای معاملات مشترک صندوق‌های تحت مدیریت واحد تأثیر فشار خرید بر افزایش قیمت سهام است (گومپرز و متریک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). به عبارت دیگر، اگر چندین صندوق در یک دوره زمانی مشخص به خرید سهامی واحد اقدام کنند، رفتار جمعی<sup>۲</sup> آن‌ها، باعث افزایش فشار خرید و در نتیجه، افزایش قیمت می‌شود (سیاس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴). این مقاله نشان می‌دهد با افزایش تعداد صندوق‌های غیرمرتبطی که در بازه زمانی مشخص به‌طور مشترک به خرید سهامی واحد اقدام می‌کنند، عملکرد پرتفوی متشکل از سهام مذکور معنادار نبوده که این مشاهده در تضاد با رفتار جمعی صندوق‌هاست.

به بیان دیگر، سهامی که در یک دوره زمانی توسط دو یا چند صندوق با مدیریت واحد خریداری شده باشد، به‌طور متوسط بازدهی بیشتری نسبت به سهامی دارد که در همان دوره توسط دو یا چند صندوق غیرمرتبط خرید شده است. در صورتی که اگر علت ایجاد آلفای مثبت حرکت فشار خرید صندوق‌ها بود، انتظار می‌رفت مستقل از مرتبط یا غیرمرتبط بودن صندوق‌ها، با افزایش تعداد صندوق‌هایی که سهامی واحد را معامله می‌کنند، سهام مذکور بازدهی بالاتر و در عین حال معناداری نسبت به سایر سهام داشته باشد.

از طرف دیگر، در صورت وجود رفتار جمعی در معاملات مشترک صندوق‌های تحت مدیریت واحد، می‌بایست شاهد بازگشت قیمت این معاملات و عملکرد منفی پرتفوی متشکل از آن‌ها در دوره‌های بعد باشیم. این درحالی است که عملکرد پرتفوی متشکل از ایده‌های برتر با در نظر گرفتن تأخیر یک تا شش ماهه مثبت بوده که با فرض رفتار جمعی صندوق‌ها در تناقض است (پومورسکی، ۲۰۰۹).

1. Gompers & Metrick  
2. Herding  
3. Sias

با توجه به آنچه بیان شد، پژوهش پیش‌رو برای نخستین بار در ایران مناسب‌ترین معیار برای شناسایی ایده‌های برتر را شناسایی کرده است و نشان می‌دهد که ایده‌های برتر از منظر اقتصادی و آماری، توانایی ایجاد آلفای مثبت و معنادار را دارد.

در ادامه، پیشینه پژوهش بررسی و پس از آن، روش‌شناسی پژوهش شرح داده می‌شود. در بخش نتایج، داده‌های استفاده شده توصیف و در بخش پنج، یافته‌های پژوهش نشان داده می‌شود. در پایان ضمن نتیجه‌گیری، پیشنهادهایی برای ادامه کار بیان خواهد شد.

### پیشینه نظری و تجربی پژوهش

در ادبیات صندوق‌های مشترک، به‌منظور شناسایی ایده‌های برتر از معیارهای متعددی استفاده می‌شود. پومورسکی (۲۰۰۹) از معاملات مشترک انجام شده توسط صندوق‌های با مدیریت واحد به‌منظور شناسایی ایده‌های برتر استفاده کرد. مدیریت شرکتی واحد بر دو یا چند صندوق، به دسترسی آن‌ها به منابع اطلاعاتی و کارشناسی موجود در شرکت مذکور منجر می‌شود. این دسترسی واحد موجب انجام معاملات مشترک در دوره‌های زمانی یکسان شده که نسبت به سایر معاملات صندوق، بازدهی بالاتری دارند. آنتوان، کوهن و پولک<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در هر صندوق، سهامی که بیشترین انحراف وزنی از شاخص را دارد، به‌عنوان ایده برتر معرفی می‌کنند. جیانگ، وربیک و وانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) میانگین انحراف وزنی از شاخص هر سهم در میان تمامی صندوق‌ها را به‌عنوان معیاری از خرد جمعی صندوق‌ها در نظر می‌گیرند. مقاله مذکور نشان می‌دهد سهمی که میانگین وزنی بالایی دارد حاوی اطلاعات ارزشمندی از منظر مدیران صندوق‌ها است. لانتوشنکو<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) معاملات جدید صندوق‌ها که در دوره‌های قبل انجام نشده باشد را به‌عنوان عامل اصلی بازدهی صندوق در دوره‌های بعد معرفی می‌کند.

علاوه بر موارد ذکر شده الکساندر، سیسی و گیسیون<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند معاملاتی که در خلاف جریان مالی صندوق هستند (خرید هم‌زمان با جریان مالی خروجی سنگین از صندوق و یا فروش هم‌زمان با جریان مالی ورودی سنگین از صندوق) بازدهی بالاتری نسبت به شاخص ایجاد می‌کنند. از طرفی، کرمرز و پتاجیستو<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) با محاسبه نسبت ارزش پرتفوی فعال صندوق به کل پرتفوی، سهم فعال صندوق را محاسبه کرده و نشان می‌دهند صندوق‌هایی که سهم فعال بالایی دارند به‌طور معناداری بازدهی بالاتر از شاخص ایجاد می‌کنند.

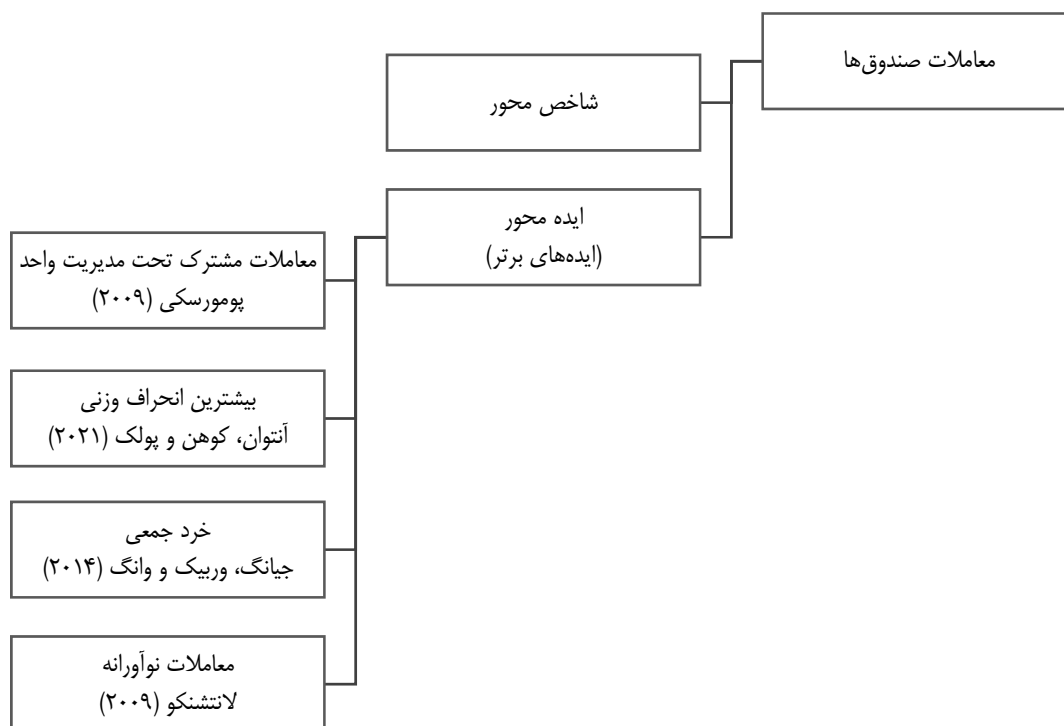
در پژوهش‌های داخلی مطالعات محدودی در این حوزه انجام شده است. نبی‌زاده و سپهوند (۱۳۹۹) با استفاده از آلفا و مجموع مجذور انحرافات در مدل پنج عاملی فاما- فرنچ به‌عنوان معیارهایی از عملکرد و میزان انفعال صندوق، نشان دادند که میان میزان فعال بودن مدیریت و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

1. Antón, Cohen and Polk
2. Jiang, Verbeek and Wang
3. Lantushenko
4. Alexander, Cici, and Gibson
5. Cremers and Petajisto

عبده تبریزی، اسدی و مظاهری (۱۳۹۲) توانمندی مدیریت فعال، شامل بازاریابی و اوراق‌گزینی، در هشت صندوق منتخب را مطابق دو مدل ترینور-مازوی<sup>۱</sup> و هنریکسون - مرتون<sup>۲</sup> بررسی کردند و نشان دادند که در میان صندوق‌های مذکور، توانمندی بازاریابی به صورت معنادار در هیچ موردی وجود نداشته و اوراق‌گزینی مثبت تنها در دو صندوق قابل مشاهده است.

ابراهیم نژاد، برکچیان و مرادیان (۱۴۰۱) به بررسی هزینه‌های معاملاتی مرتبط با سهام در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایران و کشف اثر این هزینه‌ها بر عملکرد صندوق‌ها پرداختند و نشان دادند که معاملات زیاد مدیران صندوق‌ها قادر به بهبود عملکرد آنها نبوده و در بهترین حالت، هزینه‌های معاملاتی را پوشش می‌دهد.

ابراهیم نژاد، برکچیان و نشاط امیدواران (۱۴۰۰) تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران نهادی، به خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، در بازار سهام ایران را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داده است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار تهران به‌طور قاعده‌مند تمایل دارند سهام با بازده مثبت را بفروشند و سهام با بازده منفی را نگه دارند که این اثر تمایلی از اثر معامله‌گری مالیات‌محور نیز مستقل است.



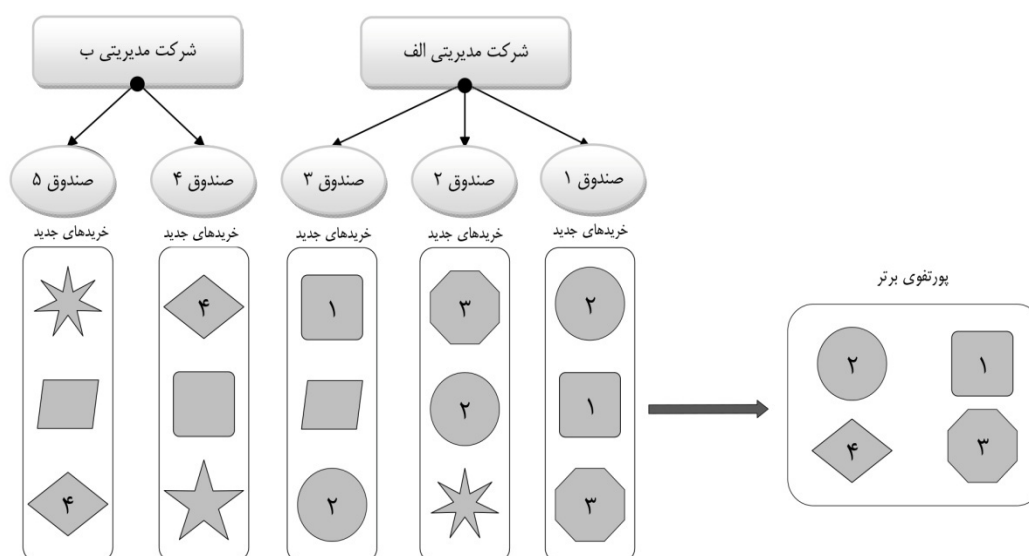
شکل ۱. پیشینه پژوهش



## روش‌شناسی پژوهش

در پژوهش پیش رو، از چهار معیار متفاوت جهت شناسایی ایده‌های برتر استفاده شده است. هر یک از معیارهای مذکور بر مبنای روش‌شناسی یکی از مقالات مربوطه در ادبیات صندوق‌های مشترک برداشت شده که در ادامه هر یک از آن‌ها معرفی می‌شوند.

۱. معیار معاملات مشترک: پومورسکی، معاملات مشترک صندوق‌هایی که تحت مدیریت شرکتی واحد قرار دارند را به‌عنوان ایده‌های برتر سرمایه‌گذاری در نظر گرفت. در شکل ۲، دو شرکت مدیریتی الف و ب به ترتیب مالک ۳ و ۲ صندوق هستند. صندوق‌های مذکور در یک ماه مشخص تعدادی خرید انجام می‌دهند. از میان خریدهای انجام شده توسط صندوق‌های تحت مالکیت شرکت الف سهام شماره ۱، ۲ و ۳ که به صورت مشترک توسط صندوق‌های ۱، ۲ و ۳ خریداری شده است، به‌عنوان ایده برتر شناخته می‌شود. در صندوق‌های تحت مدیریت شرکت ب نیز تنها سهام شماره ۴ به صورت مشترک مورد معامله قرار گرفته و به‌عنوان ایده برتر در نظر گرفته می‌شود. از میان چهار ایده برتر موجود در شکل ۲، سه سهم به صورت مشترک توسط دو صندوق و یک سهم به صورت مشترک توسط سه صندوق خریداری شده است (پومورسکی، ۲۰۰۹).
۲. معیار بیشترین انحراف وزنی: آنتوان و همکاران در هر صندوق، سهامی که بیشترین انحراف نسبت به پرتفوی هم‌وزن بازار را دارد به‌عنوان ایده برتر معرفی می‌کنند. بدین منظور وزن هر سهم در پرتفوی ماهانه هر صندوق محاسبه شده و با وزن سهم مورد نظر در پرتفوی هم‌وزن بازار مقایسه می‌شود. سه سهمی که در هر صندوق بیشترین اختلاف وزنی با پرتفوی هم‌وزن بازار را داشته باشد به‌عنوان ایده‌های برتر هر صندوق در ماه مورد نظر شناخته می‌شود (آنتوان و همکاران، ۲۰۲۱).
۳. معیار خرد جمعی: جیانگ و همکاران، میانگین انحراف وزنی از شاخص هر سهم در میان تمامی صندوق‌ها را به‌عنوان معیاری از خرد جمعی صندوق‌ها در نظر می‌گیرند. بدین منظور، انحراف وزنی هر سهم نسبت به پرتفوی هم‌وزن بازار برای تمامی صندوق‌ها محاسبه می‌شود. سپس برای هر سهم میانگین انحراف وزنی فوق در بین تمامی صندوق‌ها محاسبه شده و در پایان، سهام فوق را بر مبنای میانگین انحراف از پرتفوی بازار دهک‌بندی شده و سهامی که در دهک بالایی این تقسیم‌بندی قرار می‌گیرند به‌عنوان ایده برتر معرفی می‌شود (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۴).
۴. معیار معاملات نوآورانه: لانتوشنکو بازدهی معاملات جدید در هر صندوق که سابقه معامله در آن صندوق را نداشته باشند، به‌عنوان عامل اصلی بازدهی آن در دوره‌های بعد عنوان می‌کند. به عبارت دیگر، خرید سهامی که برای اولین بار در صندوق معامله می‌شود، نشان‌دهنده تحلیل‌های کارشناسان در آن صندوق بوده است؛ از این رو، چنین معاملاتی می‌توانند در زمره ایده‌های برتر قرار گیرند (لانتوشنکو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).



شکل ۲. روش‌شناسی انتخاب ایده‌های برتر به روش معاملات مشترک

منبع: پومورسکی (۲۰۰۹)

ایده‌های برتر شناسایی شده در هر ماه، در پرتفویی با نام پرتفوی برتر تجمع شده و پس از یک ماه از آن خارج می‌شوند. به عبارت دیگر، در هر ماه، ایده‌های برتر جدید وارد پرتفوی شده و ایده‌های برتر مربوط به یک ماه قبل، از آن خارج می‌شود. برای محاسبه بازدهی پرتفوی برتر، این پرتفوی به دو روش مختلف وزن‌دهی می‌شود. در روش اول تمامی ایده‌های برتر به صورت یکسان وزن‌دهی شده و در روش دوم، ایده‌های برتر بر مبنای ارزش معاملات انجام شده وزن‌دهی می‌شوند. به منظور محاسبه عملکرد پرتفوی برتر نیز، از سه روش CAPM، فاما - فرنچ و کارهارت استفاده شده است.

## داده

داده‌های این مقاله شامل صورت وضعیت پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازه اردیبهشت ۱۳۹۸ تا شهریور ۱۴۰۰ بوده که معادل ۲۹ ماه است.

مطابق جدول ۱، داده اصلی به‌طور میانگین شامل ۶۲ صندوق و ۴۰ شرکت مدیریتی است. نسبت تعداد صندوق به تعداد شرکت مدیریتی نیز در داده اصلی معادل ۱/۵ است. به منظور بررسی بهتر، از داده اصلی نمونه‌ای شامل صندوق‌های حاوی ایده‌های برتر با معیار معاملات مشترک برداشته شده است. به عبارت دیگر، شرکت‌های مدیریتی که شامل دو یا چند صندوق باشند، در نمونه قرار می‌گیرند. نمونه مذکور به صورت میانگین شامل ۴۱ صندوق و ۱۹ شرکت مدیریتی بوده و نسبت صندوق به شرکت مدیریتی در آن برابر ۲/۱ است. از ۱۹ شرکت مدیریتی ذکر شده، ۱۳ شرکت مدیریت ۲ صندوق، ۵ شرکت مدیریت ۳ صندوق و یک شرکت مدیریت ۴ صندوق را بر عهده دارد.

## جدول ۱. خلاصه آماری تعداد صندوق‌ها و تعداد شرکت‌های مدیریت‌کننده آنها

تمامی صندوق‌ها				
میانگین	کمینه	میانه	بیشینه	
۶۲/۲	۲۰	۶۴	۷۳	تعداد صندوق
۴۰/۴	۱۴	۴۱	۴۸	تعداد شرکت مدیریت‌کننده صندوق
۱/۵	۱/۴	۱/۵	۱/۶	نسبت صندوق به شرکت مدیریت‌کننده
صندوق‌هایی که توسط شرکتی واحد مدیریت می‌شوند				
میانگین	کمینه	میانه	بیشینه	
۴/۴۱	۱۳	۴۲	۴۵	تعداد صندوق
۵/۱۹	۷	۲۰	۲۰	تعداد شرکت مدیریت‌کننده صندوق
۲/۱	۱/۹	۲/۱	۲/۳	نسبت صندوق به شرکت مدیریت‌کننده

بر اساس جدول ۲، در صندوق‌های مشترک به صورت میانگین در هر ماه ۸۵۸ خرید و ۶۳۱ فروش انجام شده که ۲۴ درصد از خرید صورت گرفته و همچنین ۱۲ درصد از فروش انجام شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد است. از منظر ارزش معاملات نیز به صورت میانگین ماهانه ۲۵۰۶ میلیارد تومان خرید و ۱۶۷۷ میلیارد تومان فروش انجام می‌شود که ۲۷ درصد از خرید صورت گرفته و همچنین ۱۶ درصد از فروش انجام شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد است. شایان ذکر است که به منظور افزایش دقت این مطالعه، عرضه‌های اولیه و حق تقدم سهام از پرتفوی برتر حذف شدند.

## جدول ۲. معاملات انجام شده توسط صندوق‌های مشترک

تعداد معاملات انجام شده در پورتفوی صندوق‌ها					
میانگین	انحراف معیار	کمینه	میانه	بیشینه	
۸۵۷/۸۱	۳۲۹/۷۸	۱۸۲	۸۴۰	۱۵۶۹	تعداد خرید
۶۳۱/۴۴	۱۷۱/۲۰	۱۲۵	۶۴۰	۱۰۰۲	تعداد فروش
نسبت تعداد معاملات انجام شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد					
میانگین	انحراف معیار	کمینه	میانه	بیشینه	
۰/۲۴	۰/۳۶	۰/۲۴	۰/۲۳	۰/۳۷	نسبت تعداد خرید
۰/۱۲	۰/۱۹	۰/۲۷	۰/۱۱	۰/۱۹	نسبت تعداد فروش
ارزش معاملات انجام شده در پورتفوی صندوق‌ها					
میانگین	انحراف معیار	کمینه	میانه	بیشینه	
۲۵۰۶/۵۹	۲۸۳۹/۱۷	۱۰۲/۵۸	۱۵۱۴/۳۵	۱۲۵۷۷/۶۶	ارزش خرید (میلیارد تومان)
۱۶۷۷/۴۷	۱۶۲۹/۲۷	۵۴/۶۹	۱۱۱۰/۵۳	۶۲۱۹/۰۴	ارزش فروش (میلیارد تومان)
نسبت ارزش معاملات انجام شده در پورتفوی صندوق‌ها					
میانگین	انحراف معیار	کمینه	میانه	بیشینه	
۰/۲۷	۰/۳۳	۰/۱۴	۰/۲۰	۰/۳۳	نسبت ارزش خرید
۰/۱۶	۰/۱۹	۰/۰۷	۰/۱۲	۰/۲۱	نسبت ارزش فروش

## یافته‌های پژوهش

در این بخش، ابتدا به مقایسه عملکرد ایده‌های برتر احصا شده توسط چهار معیار ذکر شده در بخش روش‌شناسی پژوهش پرداخته می‌شود. در ادامه، به صورت خاص، عملکرد ایده‌های برتر با معیار معاملات مشترک و پس از آن، عملکرد آن در دو بازه قبل و بعد از ریزش بازار بررسی می‌شود. در ادامه، عملکرد معاملات مشترکی که توسط صندوق‌های غیرمرتبط انجام شده‌اند، بررسی می‌شود. در پایان، نشان داده خواهد شد که بازدهی ایده‌های برتر، ناشی از ارزش ذاتی ایده‌های برتر بوده است و ارتباطی با رفتار جمعی صندوق‌ها و افزایش فشار خرید ناشی از آن‌ها ندارد.

در جدول ۳ عملکرد ایده‌های برتر که توسط چهار معیار معاملات مشترک، بیشترین انحراف وزنی، خرد جمعی و معاملات نوآورانه شناسایی شده و با استفاده از سه مدل CAPM، فاما - فرنج و کارهارت و با دو روش وزن‌دهی برابر و بر مبنای ارزش آورده شده است. با توجه به این جدول، عملکرد ایده‌های احصا شده توسط تمامی معیارها از منظر مدل‌های CAPM و فاما - فرنج معنادار است؛ اما از منظر مدل کارهارت تنها ایده‌های برتر احصا شده توسط معیار معاملات مشترک موفق به ایجاد آلفایی معنادار می‌شود. از این رو، در ادامه مقاله به بررسی دقیق‌تر معیار معاملات مشترک به عنوان مناسب‌ترین معیار جهت شناسایی ایده‌های برتر در بازار سهام ایران پرداخته می‌شود.

جدول ۳. مقایسه عملکرد ایده‌های برتر بر مبنای معیارهای مختلف

معاملات نوآورانه	خرد جمعی	بیشترین انحراف وزنی	معاملات مشترک	
پرتفوی با وزن‌دهی برابر				
-۰/۱۰۱	-۰/۰۹۹	-۰/۰۷۲	۰/۱	میانگین بازدهی
-۰/۱۴۳	-۰/۱۵۴	-۰/۱۳۳	-۰/۱۵۵	انحراف معیار بازدهی
***۰/۰۴۸	**۰/۰۴۷	*۰/۰۳۴	***۰/۰۴	آلفای CAPM
(۴/۰۴۳)	(۲/۷۴)	(۱/۷۶۹)	(۴/۸۹۴)	آماره T
***۰/۰۴۹	**۰/۰۴۹	*۰/۰۳۴	***۰/۰۴۱	آلفای فاما - فرنج
(۳/۹۱۱)	(۲/۷۰۸)	(۱/۶۷۹)	(۴/۹۵۱)	آماره T
-۰/۰۱۴	-۰/۰۱۱	-۰/۰۳	**۰/۰۳۲	آلفای کارهارت
(۰/۹۰۱)	(-۰/۵۲۲)	(-۱/۲۲۱)	(۲/۶۴۱)	آماره T
پرتفوی با وزن‌دهی بر مبنای ارزش				
-۰/۱۱۱	-۰/۱۰۵	-۰/۰۸۷	۰/۱۱	میانگین بازدهی
-۰/۱۴۹	-۰/۱۵۹	-۰/۱۵۱	-۰/۱۶۶	انحراف معیار بازدهی
***۰/۰۵۵	***۰/۰۵۲	**۰/۰۴۲	***۰/۰۴۶	آلفای CAPM
(۵/۵۵۶)	(۲/۷۶۱)	(۲/۰۴۴)	(۵/۲۰۳)	آماره T
***۰/۰۵۶	**۰/۰۵۷	**۰/۰۴۵	***۰/۰۴۸	آلفای فاما - فرنج
(۵/۵۸)	(۲/۸۳۹)	(۲/۰۷۲)	(۵/۳۲۹)	آماره T
**۰/۰۳۴	-۰/۰۱۳	-۰/۰۲۵	***۰/۰۵۱	آلفای کارهارت
(۲/۴۷۳)	(-۰/۵۵۷)	(-۰/۹۷۳)	(۳/۷۹۵)	آماره T

در جدول ۴ ایده‌های برتر از منظر پومورسکی (معاملات انجام شده در شرکت‌هایی با مالکیت چند صندوق) نمایش داده شده است. ستون‌های این جدول نشان‌دهنده چگونگی معامله یک سهم توسط صندوق‌های تحت مدیریت واحد است. ستون اول شامل سهامی است که در میان صندوق‌های با مدیریت واحد، دقیقاً یک بار معامله شده‌اند. ستون‌های دوم و سوم، به ترتیب شامل معاملات مشترک انجام شده توسط دو صندوق یا بیشتر و سه صندوق یا بیشتر بوده است. به بیان دیگر، همان ایده‌های برتر است. به علت تعداد کم معاملاتی که به صورت مشترک در چهار صندوق رخ می‌دهد، این معاملات به صورت مجزا در این جدول بررسی نشدند.

جدول ۴. عملکرد پرتفوی برتر با معیار معاملات مشترک

پرتفوی با وزن‌دهی برابر			
۰/۱۱۵	۰/۱	۰/۰۹	میانگین بازدهی
۰/۱۷۸	۰/۱۵۵	۰/۱۵۱	انحراف معیار بازدهی
۰/۰۵۸**	۰/۰۴***	۰/۰۳۲***	آلفای CAPM
(۲/۶۶۷)	(۴/۸۹۴)	(۳/۶۲۱)	آماره T
۰/۰۵۷**	۰/۰۴۱***	۰/۰۳۲***	آلفای فاما - فرنچ
(۲/۴۸۹)	(۴/۹۵۱)	(۳/۴۴۸)	آماره T
۰/۰۵۵	۰/۰۳۲**	۰/۰۰۷	آلفای کارهارت
(۱/۶۱۸)	(۲/۶۴۱)	(۰/۵۹۶)	آماره T
پرتفوی با وزن‌دهی بر مبنای ارزش			
۰/۱۰۸	۰/۱۱	۰/۱۰۲	میانگین بازدهی
۰/۱۹۴	۰/۱۶۶	۰/۱۶۲	انحراف معیار بازدهی
۰/۰۳۱**	۰/۰۴۶***	۰/۰۳۹***	آلفای CAPM
(۱/۹۷۱)	(۵/۲۰۳)	(۵/۷۴)	آماره T
۰/۰۳*	۰/۰۴۸**	۰/۰۳۹***	آلفای فاما - فرنچ
(۱/۷۷۳)	(۵/۳۲۹)	(۵/۴۱۶)	آماره T
۰/۰۲	۰/۰۵۱***	۰/۰۲۲**	آلفای کارهارت
(۰/۸۱۱)	(۳/۷۹۵)	(۲/۳۹۸)	آماره T

زمانی که یک سهم توسط دو یا چند صندوق تحت مدیریت واحد معامله شود، انتظار می‌رود بازدهی بالاتری نسبت به سایر معاملات ایجاد کند. جدول ۴ نشان می‌دهد، ایده‌های برتری که توسط ۲ صندوق و بیشتر معامله شده‌اند نسبت به معاملاتی که دقیقاً توسط یک صندوق انجام شده، بازدهی بالاتر و معنادارتری دارند که با انتظار ما از ایده‌های برتر مطابقت دارد. از طرف دیگر، تفاوت بازدهی میان ستون‌های دوم و سوم با فرضیه ذکر شده در مقاله پومورسکی سازگار نیست. به علت عدم معناداری آلفای کارهارت در معاملاتی که به طور مشترک توسط سه صندوق تحت مدیریت واحد انجام می‌شوند، می‌توان عامل مومنتوم را علت اصلی بازدهی چنین معاملاتی عنوان کرد. از طرفی با توجه به آماره T مویوط به آلفای فاما - فرنچ در ستون سوم می‌توان دریافت که این آماره نسبت به معادل خود در ستون دوم به میزان چشمگیری کم شده است. بنابراین می‌توان گفت که علاوه بر عامل مومنتوم، عوامل ارزش بازار و اندازه سهم نیز در

بازدهی پایین‌تر معاملات مشترکی که توسط بیش سه صندوق تحت مدیریت واحد انجام می‌شوند نسبت به معاملات مشابهی که توسط بیش از دو صندوق انجام می‌شوند مؤثر است.

بر مبنای آنچه گفته شد، زمانی که دو یا چند صندوق تحت مدیریت واحد بر اساس اطلاعاتی مشترک به معامله سهمی اقدام می‌کنند، بازدهی سهم مذکور بایستی در مقایسه با سهامی که منحصراً توسط هر یک از صندوق‌های فوق معامله می‌شود، تفاوت چشمگیری داشته باشد. به عبارتی، تفاوت بازدهی سهام در ستون‌های اول و دوم در جدول ۴ بیانگر کارایی ایده‌های برتر شناسایی شده توسط معیار معاملات مشترک است. به منظور بررسی دقیق‌تر می‌توان بازه زمانی مورد بررسی این مقاله را به دو قسمت تقسیم کرده و عملکرد معاملات مشترک را در هر قسمت بررسی کرد. از ابتدای بازه مورد بررسی این مقاله (اردیبهشت ۱۳۹۸) تا مرداد ۱۳۹۹ بازار به صورت غیرمتمعارفی صعودی بوده و عمده سهام بازار بازدهی قابل توجهی داشتند. از مرداد ۱۳۹۹ تا پایان بازه داده (شهریور ۱۴۰۰) بازار پس از مدت کوتاهی افت، روند به نسبت متعادل‌تری نسبت به بازه قبلی پیدا کرد. از این رو به نظر می‌رسد بازدهی معاملاتی که منحصراً توسط یک صندوق تحت مدیریت واحد صورت گرفته، عمدتاً به علت صعودی بودن بازار در بازه قبل از مرداد ۱۳۹۹ است.

جدول ۵. عملکرد ایده‌های برتر احصاشده با معیار معاملات مشترک در بازه‌های قبل و بعد از ریزش بازار سهام در مرداد ماه ۱۳۹۹

قسمت ب			قسمت الف			
سهامی که توسط			سهامی که توسط			
دقیقاً ۱	بیش از ۱	بیش از ۲	دقیقاً ۱	بیش از ۱	بیش از ۲	
صندوق تحت مدیریت واحد مشترکاً خریداری شده			صندوق تحت مدیریت واحد مشترکاً خریداری شده			
پرتفوی با وزن دهی برابر			پرتفوی با وزن دهی برابر			
-۰/۰۳۹	-۰/۰	-۰/۰۱۱	۰/۱۸۵	۰/۱۹۳	۰/۱۸۴	میانگین بازدهی
-۰/۱۸۲	۰/۱۰۴	۰/۰۹۶	۰/۱۴۶	۰/۱۳۶	۰/۱۳۱	انحراف معیار بازدهی
-۰/۰۷۸*	۰/۰۳۳***	۰/۰۱۹**	-۰/۰۵۳**	-۰/۰۶۵***	۰/۰۶۲**	آلفای CAPM
(۱/۹۰۹)	(۳/۸۸۵)	(۲/۳۴۹)	(۲/۱۹)	(۳/۷۲۳)	(۳/۲۸)	آماره T
-۰/۰۷۶	۰/۰۳۴***	۰/۰۱۲	۰/۰۲۷	-۰/۰۳۵**	-۰/۰۲۳	آلفای فاما - فرنچ
(۱/۵۵۸)	(۳/۶۱۴)	(۱/۴۹۹)	(۰/۸۷۹)	(۲/۰۴۵)	(۱/۵۲۵)	آماره T
-۰/۱۱۱	۰/۰۳۳**	-۰/۰۰۵	۰/۰۵۴	-۰/۰۵۶	-۰/۰۴۱	آلفای کارهارت
(۱/۵۸۶)	(۲/۳۰۲)	(-۰/۶۱۶)	(۰/۷۵۱)	(۱/۴۲۶)	(۱/۱۶۵)	آماره T
پرتفوی با وزن دهی بر مبنای ارزش			پرتفوی با وزن دهی بر مبنای ارزش			
-۰/۰۰۳	۰/۰۱	-۰/۰۰۱	۰/۱۹۸	۰/۲۰۴	-۰/۱۹۸	میانگین بازدهی
-۰/۱۸۵	۰/۱۱۷	۰/۱۰۵	۰/۱۵۷	۰/۱۵۱	-۰/۱۴۸	انحراف معیار بازدهی
-۰/۰۵۳**	۰/۰۴۵***	۰/۰۳۳***	-۰/۰۵۲**	۰/۰۶***	۰/۰۵۶***	آلفای CAPM
(۲/۳۹۷)	(۳/۶۵۲)	(۴/۶۳۹)	(۲/۳۳۸)	(۳/۴۷۵)	(۳/۷۳۲)	آماره T
-۰/۰۵۴**	۰/۰۵۳***	۰/۰۲۸***	۰/۰۳۹	-۰/۰۳۹**	-۰/۰۲۶**	آلفای فاما - فرنچ
(۲/۱۲۲)	(۴/۰۵۸)	(۳/۶۴۴)	(۱/۲۷۶)	(۲/۰۹۸)	(۲/۱۲۵)	آماره T
-۰/۰۱۹	۰/۰۴۷**	۰/۰۰۲*	۰/۰۸۵	-۰/۰۶۸	-۰/۰۳۶	آلفای کارهارت
(۰/۵۱)	(۲/۴۶۱)	(۱/۸۹۶)	(۱/۲۳۱)	(۱/۶۰۶)	(۱/۲۵۴)	آماره T

برای بررسی دقیق‌تر، داده اصلی به دو قسمت قبل از مرداد ۱۳۹۹ و پس از آن تقسیم شده است. قسمت الف از جدول ۵، نتایج جدول قبل برای بازه پیش از مرداد ۱۳۹۹ مجدداً محاسبه شده است. مطابق انتظار، به علت صعودی بودن بازار در این بازه، بازدهی معاملاتی که منحصراً توسط یک صندوق انجام گرفته، به نسبت بالا بوده و نزدیک به بازدهی ایده‌های برتر است. قسمت ب در جدول ۵ که با استفاده از قسمت دوم داده محاسبه شده، نشان می‌دهد که بازدهی معاملاتی که منحصراً توسط یک صندوق تحت مدیریت واحد انجام می‌گیرد، به صورت معناداری با بازدهی ایده‌های برتر متفاوت است. به عبارت دیگر، زمانی که بازار در شرایط نسبتاً متعادلی قرار دارد، بازدهی ایده‌های برتر به نسبت سایر معاملات انجام شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد به میزان قابل توجهی بیشتر است.

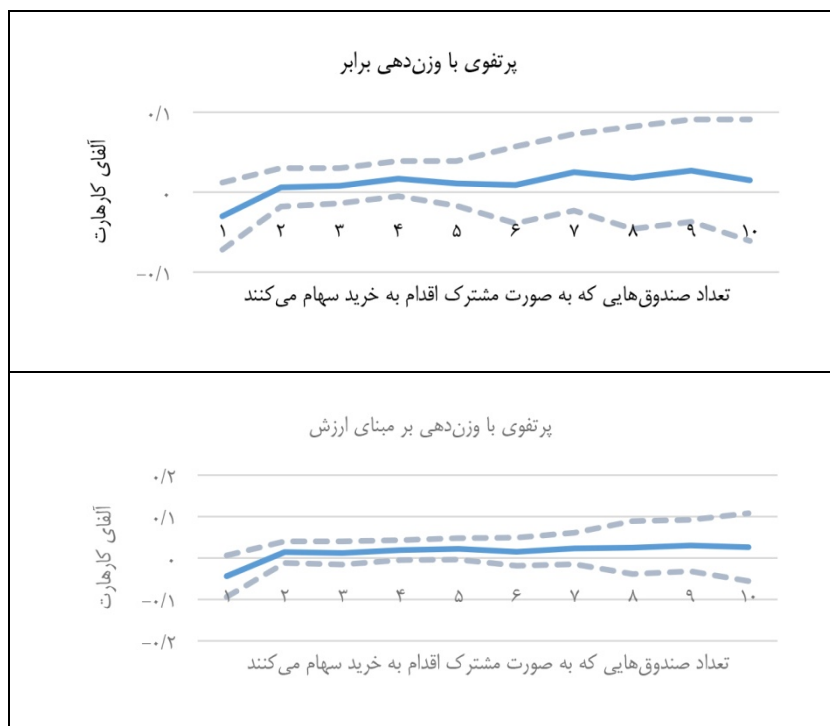
معاملات مشترک انجام شده در صندوق‌های تحت مدیریت واحد با معاملات مشترکی که در صندوق‌های نامرتب انجام می‌شوند، تفاوت بنیادین دارد. در جدول ۶، بازدهی معاملات مشترک میان صندوق‌های غیرمرتبط از منظر مدیریت بررسی شده است. به طور کلی، ایده‌های برتر در مقایسه با چنین معاملاتی عملکرد بهتری از خود به نمایش می‌گذارند.

جدول ۶. عملکرد خریدهای مشترک انجام شده توسط صندوق‌های غیرمرتبط

پرتفوی با وزن دهی برابر				
۰/۰۸۶	۰/۰۸۴	۰/۰۸۳	۰/۰۷۱	میانگین بازدهی
۰/۱۷۶	۰/۱۶۲	۰/۱۵۶	۰/۱۴۵	انحراف معیار بازدهی
۰/۰۲۴**	۰/۰۲۶**	۰/۰۲۸**	۰/۰۲۸	آلفای CAPM
(۳/۰۵۶)	(۳/۱۲۷)	(۳/۱۷۱)	(۱/۴۵)	آماره T
۰/۰۲۱**	۰/۰۲۵**	۰/۰۲۸**	۰/۰۲۹	آلفای فاما - فرنچ
(۲/۷۶)	(۲/۸۳۲)	(۲/۹۰۹)	(۱/۴۳۵)	آماره T
۰/۰۱۷	۰/۰۰۸	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۳	آلفای کارهارت
(۱/۵۶)	(۰/۶۷)	(۰/۵۴)	(-۱/۴۳)	آماره T
پرتفوی با وزن دهی بر مبنای ارزش				
۰/۰۸۴	۰/۰۸۲	۰/۰۸۶	۰/۰۷۹	میانگین بازدهی
۰/۱۷۳	۰/۱۶۴	۰/۱۵۵	۰/۱۶۶	انحراف معیار بازدهی
۰/۰۲۳**	۰/۰۲۵**	۰/۰۳۱***	۰/۰۳۲	آلفای CAPM
(۲/۴۸۱)	(۲/۵۷۷)	(۳/۴۰۷)	(۱/۳۱۷)	آماره T
۰/۰۱۹**	۰/۰۲۳**	۰/۰۳**	۰/۰۳۴	آلفای فاما - فرنچ
(۲/۲۷۳)	(۲/۲۹۹)	(۳/۰۹۴)	(۱/۳۳۷)	آماره T
۰/۰۱۹	۰/۰۱۲	۰/۰۱۴	-۰/۰۴۴	آلفای کارهارت
(۱/۵۳۴)	(۰/۸۸۹)	(۱/۰۷۳)	(-۱/۷۹۹)	آماره T

در این جدول، با افزایش تعداد صندوق‌هایی که مشترکاً اقدام به خرید سهامی واحد می‌کنند، عملکرد پرتفوی از منظر اقتصادی و آماری تضعیف می‌شود. مشاهده مذکور دو علت عمده دارد. اول اینکه معاملات مشترک صورت گرفته در میان صندوق‌های غیرمرتبط بر مبنای اطلاعاتی مشترک بین تمامی صندوق‌ها شکل می‌گیرد. این اطلاعات نسبت به اطلاعاتی که صرفاً میان صندوق‌هایی با مدیریت واحد به اشتراک گذاشته می‌شود، اهمیت کمتری دارند. علت دوم آن

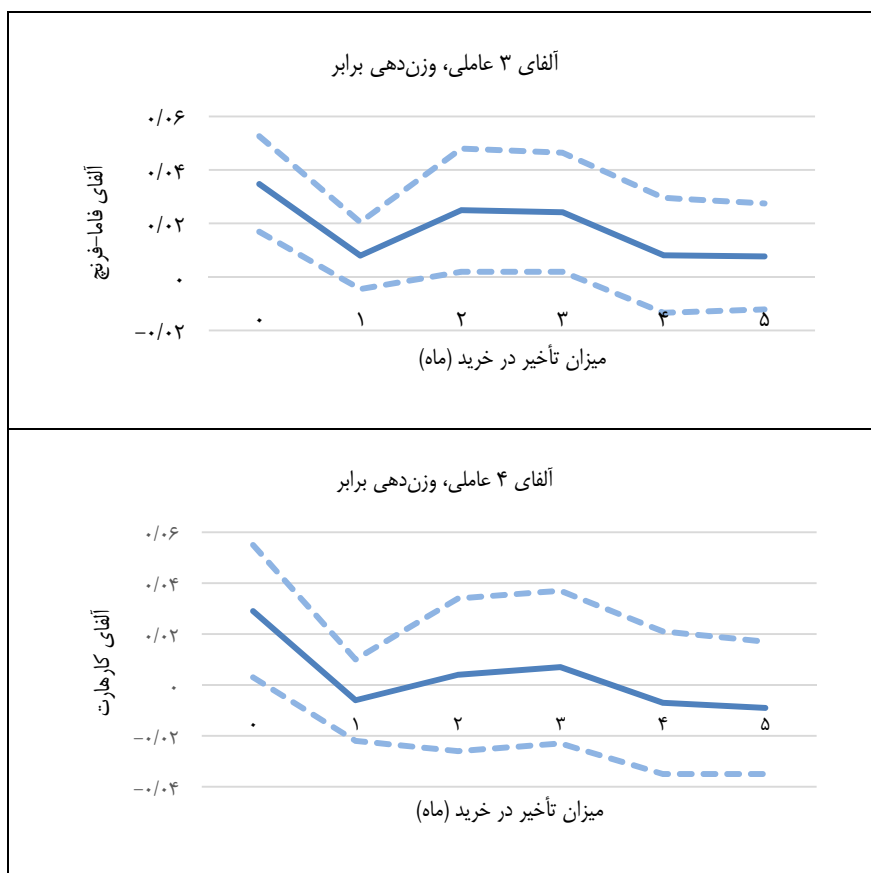
است که برخی از معاملات مشترک انجام شده توسط صندوق‌های غیرمرتبط به‌منظور نزدیک کردن پرتفوی صندوق به شاخص انجام می‌شود. بنا به آنچه گفته شد این گونه معاملات شاخص محور بوده و قابلیت ایجاد آلفا ندارند. یکی از دلایل احتمالی بازدهی بالای ایده‌های برتر، وجود افزایش فشار صندوق‌ها در خرید هم‌زمان سهام است. به عبارت دیگر، این احتمال وجود دارد که علت اصلی بازدهی بالای ایده‌های برتر رفتار جمعی چند صندوق در خرید سهمی واحد و نه تحلیل کارشناسی مشترک میان صندوق‌ها باشد. به‌منظور بررسی این مسئله، معاملات مشترک میان صندوق‌های غیرمرتبط در هر دوره زمانی مورد توجه قرار گرفته است. زمانی که تعداد زیادی از صندوق‌ها به صورت هم‌زمان اقدام به خرید سهمی واحد می‌کنند، آن سهم تحت تأثیر رفتار جمعی صندوق‌ها قرار می‌گیرد. به‌منظور ارزیابی رفتار جمعی صندوق‌ها بر عملکرد پرتفوی متشکل از خریدهای مشترک آن‌ها، سهامی که مشترکاً توسط دو صندوق غیرمرتبط و بیشتر خریداری شده‌اند، در پرتفوی مشابه پرتفوی برتر تجمیع شده و آلفای کاره‌ارت آن محاسبه می‌شود. فرایند فوق برای سهامی که توسط ۳، ۴ الی ۱۰ صندوق غیرمرتبط و حتی بیش‌تر خریداری شده‌اند تکرار می‌شود. نتایج این محاسبات در قالب دو نمودار برای پرتفوهایی با وزن‌دهی برابر و بر مبنای ارزش در شکل ۳ نشان داده شده است. شکل مذکور نشان می‌دهد با افزایش تعداد صندوق‌هایی که به صورت مشترک سهامی خاص را خریداری می‌کنند، عملکرد پرتفوی مربوطه تقریباً ثابت بوده اما از منظر آماری بی‌معنا می‌شود. این مشاهده بیانگر آن است که رفتار جمعی صندوق‌ها نه تنها تأثیر مثبتی بر عملکرد پرتفوی متشکل از خریدهای مشترک صندوق‌ها نداشته، بلکه باعث کاهش معنادار در آلفای آن نیز می‌شود.



شکل ۳. عملکرد خریدهای مشترک انجام شده توسط صندوق‌های غیرمرتبط



از طرف دیگر، در صورت وجود رفتار جمعی در معاملات مشترک صندوق‌های تحت مدیریت واحد، می‌بایست شاهد رفتار نوسانی سهام در طول زمان باشیم. به عبارت دیگر، انتظار می‌رود در صورت افزایش فشار خرید ناشی از رفتار جمعی سهم شاهد افزایش غیرمتعارف قیمت در یک دوره و کاهش غیرمتعارف قیمت در دوره بعد و تکرار روند افزایشی-کاهشی قیمت در طول زمان باشیم. به‌طور مشابه، پرتفویی که از چنین سهامی تشکیل شده بایستی در دوره‌های بعد عملکردی نوسانی از خود نشان دهد. به بیان دیگر، پس از خرید ایده‌های برتر می‌بایست شاهد آلفای مثبت و معنی‌دار پرتفوی برتر بوده و پس از یک ماه عملکرد این پرتفوی منفی شده و در ماه بعدی، پس از دو ماه تأخیر، عملکرد پرتفوی مثبت شده و در دوره‌های بعد نیز به همین صورت نوسانی ادامه پیدا کند. بدین منظور در شکل ۴ عملکرد پرتفوی برتر با احتساب تأخیر در خرید سهام بررسی شده است. در پرتفوی مذکور، ایده‌های برتر با تأخیر یک تا شش ماه وارد و سپس خارج می‌شوند. در این شکل عملکرد پرتفوی مذکور به وسیله آلفای فاما فرنج (نمودار بالا) و کاره‌ارت (نمودار پایین) به دو روش وزن دهی برابر و بر مبنای ارزش محاسبه شده است. همان‌طور که در شکل مشخص است، در دو نمودار ریز پس از خرید پرتفوی برتر و عملکرد مثبت و معنادار پرتفوی برتر در ابتدا، در ماه‌های بعد شاهد افت عملکرد پرتفوی برتر از منظر اقتصادی و آماری هستیم. به بیان دیگر عملکرد پرتفوی برتر با تأخیر یک الی شش ماه از منظر اقتصادی عملکردی نزدیک به صفر و ارز منظر آماری عملکردی بی‌معنا به نمایش می‌گذارد.



شکل ۴. عملکرد پرتفوی برتر با احتساب تأخیر یک تا شش ماهه در خرید ایده‌های برتر

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این مقاله، عملکرد ایده‌های برتر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران توسط چهار معیار ذکر شده در ادبیات صندوق‌ها بررسی شد. با توجه به نتایج به دست آمده، معاملات مشترک صندوق‌هایی با مدیریت واحد که توسط پومورسکی (۲۰۰۹) بیان شد (معیار معاملات مشترک)، برترین معیار برای شناسایی ایده‌های برتر در صندوق‌های مشترک ایران است. در ادامه عملکرد ایده‌های برتر احصاء شده توسط معیار معاملات مشترک در دو بازه قبل و بعد از ریزش بازار بورس تهران (مرداد ماه ۱۳۹۹) بررسی شده و نشان داده شد بازدهی بالاتر ایده‌های برتر نسبت به سایر معاملات صندوق‌ها در بازه زمانی بعد از ریزش بازار مشهود است. در ادامه به تفاوت ایده‌های برتر پومورسکی با معاملات مشترک انجام شده توسط صندوق‌های غیرمرتبط پرداخته شده و بازدهی بالاتر ایده‌های برتر نشان داده شده است. همچنین فرضیه تأثیر رفتار جمعی صندوق‌ها بر بازدهی ایده‌های برتر احصاء شده با معیار معاملات مشترک مورد بررسی قرار گرفته و به طور کامل رد شده است. در پایان پیشنهاد می‌شود ترکیب صنایع موجود در پورترفوی صندوق‌ها مورد بررسی قرار گرفته و صنعت برتر از دیدگاه صندوق‌ها با استفاده از روش‌شناسی این مقاله مورد بررسی قرار گیرد. علاوه بر این، امکان استفاده از روش‌شناسی به کار رفته در این مقاله در پرتفوی اوراق درآمد ثابت صندوق‌ها نیز وجود دارد و بدین ترتیب می‌توان ایده‌های برتر صندوق‌ها در اوراق درآمد ثابت را نیز بررسی کرد. از طرفی، می‌توان عملکرد ایده‌های برتر را در مقاطع مختلف بازار از منظر بازدهی، دوره‌های صعود و نزول بازار، بررسی کرد.

## منابع

- ابراهیم نژاد، علی؛ برکچیان، سید مهدی و مرادیان، حامد (۱۴۰۱). هزینه‌های معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و اثر آن بر عملکرد صندوق‌ها. *تحقیقات مالی*، ۲۴(۲)، ۳۷-۶۰.
- ابراهیم نژاد، علی؛ برکچیان، سید مهدی و نشاط امیدواران، نوید (۱۴۰۰). بررسی اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۲۲۲-۲۴۸.
- عبده تبریزی، حسین؛ اسدی، بهرنگ و مظاهری، ساسان (۱۳۹۲). بررسی توانمندی بازاربینی و اوراق گزینی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۱۵(۲)، ۲۴۷-۲۶۸.
- نبی‌زاده، احمد و سپهوند، فرشید (۱۳۹۹). تأثیر مدیریت فعال بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۳)، ۳۶۶-۳۸۷.

## References

- Abdoh Tabrizi, H., Asadi, B. & Mazaheri, S. (2013). Study of Security Selection and Market Timing Abilities in Mutual Funds in Iranian Capital Market. *Financial Research Journal*, 15(2), 247-268. doi: 10.22059/jfr.2013.51080 (in Persian)

- Alexander, G. J., Cici, G. & Gibson, S. (2007). Does motivation matter when assessing trade performance? An analysis of mutual funds. *The Review of Financial Studies*, 20(1), 125-150.
- Antón, M., Cohen, R.B. & Polk, C. (2021). *Best ideas*. Available at: <https://personal.lse.ac.uk/polk/research/bestideas.pdf>
- Cremers, K. M. & Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. *The review of financial studies*, 22(9), 3329-3365.
- Ebrahim Nejad, A., Barakchian, S. M. & Moradian, H. (2022). Mutual Fund Transaction Costs and Their Effect on Funds Performance. *Financial Research Journal*, 24(1), 37-60. doi: 10.22059/frj.2021.317357.1007130 (in Persian)
- Ebrahim Nejad, A., Barakchian, S. M. & Neshat Omidvaran, N. (2021). The Disposition Effect in Mutual Funds: Evidence from Iran. *Financial Research Journal*, 23(2), 222-248. doi: 10.22059/frj.2021.297422.1006993 (in Persian)
- Gompers, P. A. & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. *The quarterly journal of Economics*, 116(1), 229-259.
- Jiang, H., Verbeek, M. & Wang, Y. (2014). Information content when mutual funds deviate from benchmarks. *Management Science*, 60(8), 2038-2053.
- Lantushenko, V. (2015). *Innovation in mutual fund portfolios: Implications for fund alpha and risk*. DOI:10.2139/ssrn.2578324
- Nabizade, A. & Sepahvand, F. (2020). The Effect of Active Management on Mutual Fund Performance in Tehran Stock Exchange Market. *Financial Research Journal*, 22(3), 366-387. doi: 10.22059/frj.2020.291722.1006949 (in Persian)
- Nabizadeh, Ahmed and Sephovand, Farshid. (2019). The effect of active management on the performance of joint investment funds active in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 22(3), 366-387. (in Persian)
- Pomorski, L. (2009). *Acting on the most valuable information: 'Best idea' trades of mutual fund managers*. Available at SSRN 1108186.
- Sias, R. W. (2004). Institutional herding. *The Review of Financial Studies*, 17(1), 165-206.