

تداوم عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک اروپایی

چکیده

تداوم عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی با سبک سازگار در بین سالهای 1988 تا 2010 را بررسی می کند. با استفاده از یک نمونه فاقد بایاس بقاء بزرگ برای شش کشور اروپایی، ما شواهد معتبر تداوم در نرخهای بازگشت سازگار با معیار در طول دورههای زمانی یک ساله و نیز دورههای زمانی طولانیتر را مستند می کنیم. ما به لحاظ آماری و اقتصادی تداوم عملکرد قابل توجه برای افقهای زمانی تا 36 ماه به دست می آوریم اگرچه تداوم برای بهترین و بدترین اجرا کننده ها بسیار بیشتر برجسته می باشد. بنابراین، عملکرد گذشته صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی دارای توان توضیحی برای عملکرد آینده می باشد و سرمایه گذاران می توانند شواهد مفید از داده های عملکرد گذشته به دست آورند.

واژگان کلیدی: صندوق های سرمایه گذاری مشترک، تداوم عملکرد، مدیریت اسناد دارایی، آنالیز سبک

1. مقدمه

علیرغم اهمیت اقتصادی صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی، صندوقهای سرمایه گذاری ثبت شده اروپایی یک موضوع تحت پژوهش می باشند. هیچ مطالعه ای وجود ندارد که عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری مشترک که در بازارهای مالی اصلی اروپایی سرمایه گذاری می کنند را در طول یک دوره طولانی مدت مورد تحقیق و بررسی قرار داده باشد. این یک حوزه تحقیق مهم می باشد، سرمایه گذاران می توانند به آسانی عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری

مشترک که در کشورهای مختلف اروپایی سرمایه‌گذاری می‌کنند را مقایسه کنند از زمانی که واحد پولی (ارز) مشترک یورو معرفی گردیده است.

مقاله ما عملکرد نرخهای بازگشت (نرخهای بازدهی) ماهانه برای صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترکدارنده یک تمرکز سهام از ژانویه 1988 تا دسامبر 2010 را بررسی می‌کند. تحقیق ما هدف فراهم کردن شواهد در این باره دارد که آیا کشورها و سبکهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی اروپایی به بخش‌های مجزا تقسیم شده‌اند. هستون و روانهورت (1994) تاثیر فاکتورهای صنعت و کشور را بر روی نرخهای بازگشت سهام مطالعه کردند و نشان دادند که فاکتور کشور دارای تاثیر قویتر می‌باشد. اخیراً، سانی (2009) پی برد که تحلیلگران سهام کسانی که در کشورهای خاص متمرکز شده‌اند دارای یک مزیت نسبت اطلاعاتی نسبت به متخصصان بخش (سکتور) می‌باشند که این به دلیل دانش بهتر آنها درباره فاکتور مختص به کشور و مجاورت جغرافیایی با شرکتهایی می‌باشد که آنها را مورد تحقیق قرار می‌دهند.

تحقیق درباره تداوم عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری دارای تاریخچه طولانی می‌باشد، منابع و مراجع موافق با این هستند که تداوم عملکرد یک مسئله مرتبط می‌باشد اما در ارتباط با میزان تداوم موجود نظرات متفاوتی در منابع و مراجع عنوان گردیده است. تحقیق اولیه جنسن (1968) بر روی صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک بیان می‌کند که صندوقهای سرمایه‌گذاری فاقد عملکرد غیرنرمال می‌باشند. برخی مقالات بعدی این نتیجه‌گیری را نقض می‌کنند و نشان می‌دهند که عملکرد نسبی در طول دوره‌های زمانی کوتاه مدت و بلند مدت تداوم می‌یابد. بولن و بوز (2005)، آواموف و روس (2006) و کوسوسکی و همکاران (2006) قابلیت پیش‌بینی را در عملکرد صندوقهای سرمایه‌گذاری نشان دادند حتی بعد از به حساب آوردن مومنتوم. در مقابل، کارهارت (1997) با استفاده از نمونه فاقد بقاء صندوقهای سرمایه‌گذاری سهام ایالات متحده نشان داد که تداوم بعد از به حساب آوردن مومنتوم در نرخهای بازگشت (بازدهی) سهام از بین می‌رود. هنریکسن (1984)، باراس و همکاران (2010)، فاما و فرنچ (2010) و وز و همکاران (2010) هیچ شواهدی یا شواهد بسیار اندکی درباره تداوم در طول افقهای زمانی طولانی نشان می‌دهند.

هدف اصلی ما تعیین این می باشد که آیا یک سرمایه گذاری می تواند به طور موثر یک صندوق سرمایه گذاری مشترک در اروپا را با یک هدف عملکرد مداوم نسبت به فاکتور ریسک اروپایی انتخاب کند. اغلب مطالعات که در این سوال را در نظر گرفته اند، بر روی صندوقهای سرمایه گذاری مشترک ایالات متحده متمرکز شده اند. این مهم است تا مشخص گردد که اگر این نتیجه گیری به بازارهای دیگر اعمال شود، به منظور اثبات نتایج ایالات متحده و برای مشاهده اینکه چگونه مشخصه های اقتصاد کلان عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری سهام را در اروپا تحت تاثیر قرار می دهند.

نتایج ما دارای پیامدهای اقتصادی و عملی برای مدیریت سرمایه گذاری می باشد. از یک دیدگاه اقتصادی، اگر عملکرد نرخ بازدهی قبلی بتواند برای پیش بینی نرخهای بازدهی آینده استفاده شود، این یک چالش مهم برای کارایی بازار می باشد. از یک دیدگاه عملی، اگر هیچ تداومی در عملکرد وجود نداشته باشد، سپس سرمایه گذاران می توانند در مدیریت دارایی کاملاً منفعل (غیرفعال) مشارکت کنند. اگرچه با به حساب آوردن مسائل کارگزاری، مدیریت دارایی کاملاً منفعل یک نتیجه غیرمحمتمل می باشد. بنابراین، برخی میزانهای مدیریت فعال باید وجود داشته باشد.

یک راهکار تجارت موفق باید برای بسیاری از سرمایه گذاران در صندوقهای سرمایه گذاری سهام اروپایی جالب توجه باشد. با در نظرگیری صندوقهای سرمایه گذاری مشترک که اهداف سرمایه گذاری آنها بر روی یک کشور و سبک سرمایه گذاری خاص متمرکز می باشند، ما باید یک استراتژی سرمایه گذاری بالقوه را مجاز بداریم تا نرخهای بازگشت (بازدهی) غیرنرمال را به وسیله زمانبندی کشورها و سبکهای سرمایه گذاری یا به وسیله شناسایی صندوقهای سرمایه گذاری با گزینش سهام برتر در هر یک از طبقات ما، ایجاد کند. نتایج ما می توانند تعیین کنند که آیا صندوقهای سرمایه گذاری مختص به کشور یا سبک خاص می توانند نسبت به صندوقهای سرمایه گذاری عمومی، که به طور بسیار گسترده در کشورها و سبکهای سرمایه گذاری در اروپا سرمایه گذاری می کنند، عملکرد بهتری داشته باشند. به علاوه، مدل‌های ما تعیین می کنند که آیا فاکتورهای اقتصاد کلان در شناسایی صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی برتر مفید می باشند.

این مقاله به شکل زیر سازمان یافته است: بخش 2 داده‌ها و متغیرهای استفاده شده در این مطالعه را توصیف می‌کند. بخش 3 مدل‌های پایه و متدولوژی را مرور می‌کند. بخش 4 نتایج تجربی اصلی را ارائه می‌کند. بخش 5 نتایج تجربی اضافی را فراهم می‌کند. در نهایت، بخش 6 اظهارات نتیجه‌گیری را پیشنهاد می‌کند. جداول، اشکال و جزئیات درباره منابع داده‌ها در ضمیمه A ارائه شده‌اند.

2. داده‌ها و خلاصه آماری

2.1 داده‌ها

مجموعه داده اصلی ما متشکل از نرخهای بازگشت ماهانه 1050 صندوق سرمایه‌گذاری مشترک سهام با مدیریت فعال می‌باشد. ما بر روی شش بازار بزرگ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اروپایی تمرکز می‌کنیم از آنجایی که این‌ها تقریباً 90 درصد کل دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اروپا را به خود اختصاص می‌دهند. صندوقهای سرمایه‌گذاری در بریتانیای کبیر، فرانسه، ایتالیا، اسپانیا، آلمان و هلند ثبت شده‌اند.¹ تمام نرخهای بازگشت در واحد ارزی محلی، از جمله هرگونه سود سهام پرداخت شده، بوده و تنها کلاس سهام اولیه در نظر گرفته شده است. نرخهای بازگشت، خالص هزینه‌های عملیاتی صندوق سرمایه‌گذاری می‌باشند که این به معنی شامل شدن هزینه‌های توزیع و مدیریت می‌باشد اگرچه بارهای فروشها شامل نمی‌شوند. ما این داده‌ها را از پایگاه داده (دیتابیس) صندوق سرمایه‌گذاری مشترک Lipper به دست آوردیم. به علاوه، ما از سبکهای سرمایه‌گذاری صندوقی استفاده کردیم که از پایگاه داده Morningstar Direct به دست آورده بودیم. ما نامهای صندوق و کدهای ISIN را برای شناسایی و لینک کردن داده‌های صندوق در میان پایگاههای داده مختلف استفاده کردیم. بازه زمانی ما یک دوره 22 ساله، شروع شده از 1 ژانویه 1988 تا پایان 31 دسامبر 2010 می‌باشد. ما به طور متقابل تعداد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک را با دو پایگاه داده مشابه دیگر، Morningstar و Datastream، کنترل کردیم. پوشش داده Lipper نسبت به دیگر جایگزینها و منابع بهتر می‌باشد. علاوه بر نرخ بازگشت، پایگاه داده Lipper حاوی اطلاعات توصیفی

نیز می‌باشد. ما اطلاعات مقطعی را در ارتباط با ارزش تجاری آن، هزینه عملکرد آن، بدهکاری اولیه آن و بدهی بازپرداخت به دست آوردیم. از Morningstar Direct ما همچنین اطلاعات سریهای زمانی را درباره بخش سرمایه‌گذاری آن، دارایی تحت مدیریت و اندازه صندوق استخراج کردیم.

ما چندین فیلتر ساده بر روی مجموعه داده‌های اولیه اعمال کردیم. ابتدا، ما گزینش خود را به صندوقهای سرمایه‌گذاری سهام محلی محدود کردیم از آنجایی که ما علاقمند به صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک مقیم اروپایی می‌باشیم. ما صندوقهای ادغام شده و منحل شده را در نمونه گنجانیدیم. دوم، ما نمونه خود را به صندوقهای سرمایه‌گذاری سهام با حداقل 24 ماه داده محدود کردیم. یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نیازمند یک تاریخچه نرخ بازگشت به حد کافی طولانی می‌باشد تا به طور قابل اعتماد یک فاکتور رگرسیون مدل را تخمین بزند. ما صندوقهای شاخص، صندوقهای سرمایه‌گذاری بخش (همانند تکنولوژی یا بهداشت و درمان)، صندوقهای سهام که دارای سرمایه‌گذاری بین‌المللی می‌باشند، صندوقهایی که حاوی مولفه‌های غیرسهام همانند بدهی قابل تبدیل یا صندوقهایی که به یکی از انواع اینها در سال بعد در طول دوره نمونه تبدیل می‌شوند را حذف کردیم. در نهایت، ما تمام صندوقهایی که فاقد اطلاعات شناسایی سبک سرمایه‌گذاری بودند را نیز حذف کردیم. سبکهای صندوق سرمایه‌گذاری سهام Morningstar شامل شده عبارتند از: Small Value، Small Blend، Small Growth،

Large Growth و Large Value، Mid Value، Mid Growth، Mid Blend

درصد صندوقهای سرمایه‌گذاری مرده در طول دوره نمونه 34 درصد برای آلمان، 29 درصد برای اسپانیا، 17 درصد برای بریتانیای کبیر، 45 درصد برای ایتالیا، 22 درصد برای فرانسه و 22 درصد برای هلند بود. ما برآورد اضافی را به وسیله بایاس بقاء برای تمام کشورهای اروپایی مشخص کردیم و پی بردیم که محدود کردن نمونه خود به صندوقهای در حال تلاش برای بقاء منجر به برآورد اضافی نرخهای بازگشت متوسط به میزان 0/31 درصد برای آلمان، 0/24 درصد برای اسپانیا، 0/40 درصد برای بریتانیا کبیر، 0/17 درصد برای اسپانیا، 0/33 درصد برای فرانسه و 0/12 درصد برای هلند بر هر سال می‌شود. بنابراین، بایاس بقاء یک مسئله مهم در تحقیق صندوق سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد (التون و همکاران، 1996؛ کارهارت، 1997 را ببینید). ما صندوقهای مرده را در نمونه گنجانیدیم تا زمانی

که آنها ناپدید شوند. بعد از آن، اوراق بهادار مجدداً با صندوقهای سرمایه‌گذاری در حال بقاء وزن‌دهی شدند. بایاس بقاء یک خصوصیت از روش انتخاب نمونه می‌باشد و پیامد گنجاندن تنها صندوقهایی در نمونه می‌باشد که تا پایان دوره مطالعه باقی می‌مانند. دیگر خصوصیت مرتبط برای در نظرگیری در متدولوژی آزمون ما بایاس نگاه به آینده می‌باشد. این بایاس حاصل از حذف صندوقهایی از نمونه می‌باشد که حتی یک دوره زمانی کوتاه بعد از دوره رتبه‌بندی باقی نمی‌مانند. آزمونهای تداوم عملکرد نیازمند صندوقهایی می‌باشند که در طول هر دو دوره‌های رتبه‌بندی و ارزیابی زنده بمانند. در مطالعه ما، بایاس آینده ممکن است نتایج ما را تحت تاثیر قرار دهد از آنجایی که ما نیازمند حداقل 20 مشاهده سری زمانی برای برآورد پارامترها در رگرسیون (1) می‌باشیم. ما یک متدولوژی بایاس آینده کامل بر روی نمونه خود اعمال می‌کنیم که بدین معنی است که ما صندوقهای از بین رفته را قبل از شروع فرآیند رتبه‌بندی حذف می‌کنیم. برطبق کارینر و لینچ (1999)، بایاس نگاه به آینده نسبی نسبت به بایاس نگاه به آینده کامل در هر دو مورد بیشتر برجسته می‌باشد، در معیار دوره مجزا (منفرد) و معیار دوره متعدد. بنابراین، ما متدولوژی نگاه به آینده کامل را در ساخت نمونه اجرا کردیم و یک معیار حذف چند دوره‌ای را اعمال کردیم که مشاهدات را وقتی که داده ارزشمند کمتر از 20 وجود داشت را حذف می‌کند.

در این مطالعه، ما از داده‌ها برای تمام صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک انتخابی بدون توجه به تغییر مدیریت آنها استفاده می‌کنیم. این محتمل است که بایاس بقاء در صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک با مدیریت مشابه بسیار مهم باشند از آنجایی که شرکتهای صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آنهایی که مدیر صندوق مشابه حفظ می‌کنند، محتمل است تا از سابقه عملکرد مدیر صندوق رضایت داشته باشد. بنابراین با حذف بایاس بقاء، نمونه ما از احتمال بیشتری برای پیدا کردن تداوم حقیقی برخوردار می‌باشد.

ما به طور کای به 137965 مشاهده مقاله به پایان رساندیم، متوسط طول عمر یک صندوق سرمایه‌گذاری در پایگاه داده ما 9 سال می‌باشد. با توجه به دانش ما، این نمونه بزرگترین و کاملترین پایگاه داده کنونی در دسترس صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک اروپایی می‌باشد. اگرچه اوتن و بامز (2002) و بانگاس و همکاران (2011) از پایگاه داده مشابه برای مطالعه صندوقهای سرمایه‌گذاری اروپایی استفاده کردند. اوتن و بامز (2002) از نرخهای بازگشت

ماهانه صندوقهای سرمایه‌گذاری سهام محلی محض برای پنج کشور بزرگ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در اروپا پوشش دادند. 85 درصد داراییهای کل، از ژانویه 1991 تا دسامبر 1998، را استفاده می‌کنند در حالیکه مجموعه داده ما از یک دوره زمانی بزرگتر و طولانیتر استفاده می‌کند و درصد داراییهای کل اندکی بیشتر را پوشش می‌دهد. بانگاس و همکاران (2011) از داده‌های به دست آمده از Lipper، مشاهدات ماهانه از ژوئن 1988 تا فوریه 2008 استفاده می‌کنند. اگرچه آنها از صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک مقیم شده اروپایی با یک تمرکز سرمایه‌گذاری اروپایی استفاده می‌کنند، مجموعه داده‌های آنها همچنین شامل سرمایه‌گذاری پان‌اروپایی (صندوقهایی که مجاز به سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام تمام کشورهای توسعه یافته اروپایی می‌باشند) یا مختص به بخش و نیز صندوقهای خصوصی با یک هدف سرمایه‌گذاری بیشتر غیرفعال می‌باشد. با توجه به دانش مولفان، داده‌های آنها در برخی ابعاد محدود شده و از بایاس گزینش متضرر می‌شود. مجموعه داده ما این مشکلات را کاهش می‌دهد از آنجایی که ما نرخهای بازگشت کلی ماهانه را برای صندوقهای سرمایه‌گذاری با مدیریت فعال برای هر یک از بازارهای اروپایی اصلی به دست می‌آوریم.

2.2 پنج مارکها

در هر کشور، ما یک نسخه اروپایی از مدل‌های کارهات چهار فاکتوری و فاما-فرنج سه فاکتوری را می‌سازیم، ما تمام سهام شامل شده در پایگاه داده Worldscope (کمپانی مالی تامسون) را برای هر کشور در نظر می‌گیریم. Worldscope شامل بیش از 98 درصد سرمایه کل بازار برتر هر کشور می‌باشد. ما گزینش خود را تنها به مظنه-های اولیه اوراق بهادار محدود می‌کنیم، قیمت‌ها تنظیم شده‌اند و ما همچنین سهامهای مرده و معلق را نیز شامل کردیم. نرخ بازگشت اضافی بازار به صورت تفاوت بین شاخص نرخ بازگشت کلی MSCI کشور و نرخ اوراق قرضه خزانه‌داری 1 ماهه برای هر کشور محاسبه کردیم. برای فاکتور SMB، ما تمام سهام را بر مبنای اندازه رتبه‌بندی کردیم سپس ما تخمین زدیم که نرخ بازگشت سهام 30 درصد پایینی نسبت به 30 درصد بالایی که توسط سرمایه بازار رتبه‌بندی شده‌اند، کمتر می‌باشد. برای فاکتور HML، تمام سهامها بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

رتبه‌بندی شدند. ما تخمین می‌زنیم که این فاکتور نرخ بازگشت 30 درصد پایینی سهامها را از نرخ بازگشت 30 درصد بالایی سهامها با نسبتهای ارزش دفتری به ارزش بازار بالا کم می‌کند. ما یک فاکتور پورتفولیو مومنتوم به وسیله رتبه‌بندی تمام سهامها با توجه به نرخ بازگشت شش ماهه قبلی آن ایجاد کردیم. ما فاکتور مومنتوم را به صورت تفاوت در نرخهای بازگشت بین 30 درصد بالایی و 30 درصد پایینی رتبه‌بندی شده متوسط سرمایه بازار تخمین می‌زنیم.

2.3 آمارهای توصیفی

جدول A10 آمارهای توصیفی نمونه را برای هر سبک سرمایه‌گذاری ارائه می‌کند. طبقه‌بندیهای سبک براساس تمرکز سرمایه‌گذاری (رشد، مخلوط، ارزش) و سرمایه بازار صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک (سرمایه بزرگ، متوسط، کوچک) می‌باشند. جدول A1 سبکهای سرمایه‌گذاری Morningstar بازنمایی شده در نمونه ما را نشان می‌دهد.

ستون دوم جدول A1 تعداد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک برای هر سبک سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد، ستون دوم ارائه دهنده تعداد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک فعال از 1988 تا 2010 می‌باشد و ستون چهارم تعداد صندوقهایی را نشان می‌دهد که فعالیتهای آنها را قبل از 31 دسامبر 2010 متوقف کرده اند. برای دوره زمانی نمونه ما، بیشترین تعداد صندوقهای سرمایه‌گذاری کننده در سهام محلی مقیم در بریتانیای کبیر (582) می‌باشد در حالیکه کمترین تعداد در هلند (27) می‌باشد. صندوقهای سرمایه‌گذاری بزرگ نماینده 73 درصد کل نمونه صندوق می‌باشند در حالیکه صرمایه متوسط 15 درصد و سرمایه کوچک 12 درصد را به خود اختصاص می‌دهند. تا پایان 2010، 78 درصد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک هنوز به فعالیت ادامه می‌دهند. نرخهای بازگشت میانگین (نشان داده شده در ستون 5) به میزان اندکی در میان کشورها، از 0/65 درصد برای فرانسه تا 1/04 درصد برای بریتانیای کبیر، تغییر می‌کنند.

ستون ششم متوسط اندازه داراییها (در واحد میلیون) را ارائه می کند. به طور کلی، داراییهای با اندازه متوسط برای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک با سرمایه بزرگ بیشتر می باشند، اندازههای دارایی کل بر هر کشور در بازه 279 میلیون برای اسپانیا تا 1631 میلیون برای آلمان می باشد. همچنین تغییر قابل توجه در هزینههای مدیریت در میان سبکهای سرمایه گذاری و کشورها وجود دارد (ستون 7 را ببینید). به طور کلی، صندوقهای سرمایه گذاری مشترک با سرمایه کوچک و متوسط بیانگر بالاترین هزینه ها می باشند در حالیکه صندوقهای با سرمایه بزرگ دارای پایینترین هزینه ها می باشند. با در نظرگیری این کشورها، بریتانیای کبیر دارای کمترین هزینه ها (1/17 درصد) و اسپانیا دارای بالاترین هزینه (1/93 درصد) می باشد. هزینه های مدیریت به طور نرمال در طول دوره زمانی تحقیق ما ثابت می باشند، بیش از 10 نقطه بایاس در طول کل دوره نمونه نوسان ندارند. ستونهای هفتم و هشتم بدهیهای اولیه و بدهیهای بازخرید (هزینه های بار) به صورت یک درصدی از سرمایه نشان می دهند. تغییر قابل توجه همچنین در هر دو بدهی در میان کشورها وجود دارد، از 0/01 درصد (برای اسپانیا) تا 4/6 درصد (برای آلمان) برای بدهی اولیه و از 0/01 درصد (برای بریتانیای کبیر) تا 0/87 درصد (برای ایتالیا) برای بدهیهای بازخرید تغییر می کنند. بنابراین، صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی دارای بدهی ائلیه بالاتر (به طور متوسط 2/42 درصد) و بدهی بازخرید به طور قابل توجه کمتر (به طور متوسط 0/35 درصد) می باشند. هزینه های بار نیز به طور کلی در طول دوره زمانی مقاله ما پایدار بوده اند، همگام با هزینه های مدیریت تغییر می کنند.

3. مدل‌های اندازه گیری عملکرد

ما تداوم عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری را به وسیله بررسی این اندازه گیری می کنیم که آیا صندوقهایی که در گذشته دارای عملکرد بهتری بودند می توانند این عملکرد را در دوره های بعدی نیز تکرار کنند. ما سازگاری در عملکرد یک سبک سرمایه گذاری خاص را بررسی می کنیم، ما عملکرد را در میان تمام صندوقها در حوزه آن سبک سرمایه گذاری اندازه گیری می کنیم. هر سبک سرمایه گذاری متشکل از نرخهای بازگشت ارزش وزندهی شده از تمام صندوقهای سرمایه گذاری مشترک شامل شده در آن طبقه می باشد. ما با توجه به اندازه صندوق را می سنجیم

زیرا که مدیران صندوق یک سرویس بهتر ارائه می کنند و تلاش بیشتری را برای مدیریت صندوقهای بزرگتر انجام می دهند از آنجایی که اگر برمبنای ارزش داراییهای تحت مدیریت باشند، صندوقهای سرمایه گذاری مشترک بزرگتر یک هزینه بالاتر برای مدیر صندوق پرداخت می کنند. صندوقها به وسیله داراییهای تحت مدیریت در شروع هر ماه وزندهی شده اند (سنجیده شده اند).

ما در دوره 1 ساله بر روی تداوم تمرکز می کنیم از آنجایی که سرمایه گذاران معمولاً عملکرد را در طول دوره های سالانه بررسی می کنند و محققان باید اغلب شواهدی از تداوم برای افقهای 1 ساله پیدا کنند. ما تداوم عملکرد را با استفاده از نرخهای بازگشت سازگار با بنچ مارک اندازه گیری می کنیم از آنجایی که ما دارای نرخهای بازگشت ماهانه برای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی موجود و منحل شده می باشیم و کیفیت این سازگاری بنچ مارک در بین سبکهای سرمایه گذاری برابر می باشند. بنابراین صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی می توانند به خوبی با مدل‌های چند فاکتوری به خوبی تحقیق شده آنالیز شوند.

پیرو کنوانسیون در منابع و مراجع صندوق سرمایه گذاری مشترک، ما از استراتژیهای پرتفولیو رتبه بندی شده عملکرد استفاده خواهیم کرد. آزمون پرتفولیو رتبه بندی شده عملکرد در هر دوره صندوقها را به پرتفولیوها برطبق عملکرد گذشته طبقه بندی می کند. بعد از یک دور رتبه بندی اولیه، عملکرد صندوقها مقایسه شده و رتبه بندی می شوند. دوره زمانی رتبه بندی ما یک سال می باشد. صندوقها برمبنای نرخ بازگشت متوسط آنها در دوره رتبه بندی، رتبه بندی شده اند و پرتفولیوهای سبک برمبنای این رتبه بندی، با تعداد متفاوت صندوقها در هر پرتفولیو، طبقه بندی شده‌اند. بهترین پرتفولیو شامل صندوقهای با بالاترین نرخ بازگشت غیرنرمال میانگین در دوره رتبه بندی می باشد و بدترین پرتفولیو متشکل از صندوقهایی با پایینترین نرخ بازگشت غیرنرمال میانگین می باشد.

عملکرد صندوق سرمایه گذاری مشترک به صورت متوسط نرخ بازگشت غیرنرمال میانگین بر روی صندوقهای تحت مدیریت در هر پرتفولیو سبک سرمایه گذاری اندازه گیری شده است و نرخهای بازگشت غیرنرمال برای هر صندوق سرمایه گذاری مشترک از یک مدل قیمتگذاری دارایی محاسبه شده اند. رویکرد اولیه ما برای اندازه گیری عملکرد برای محاسبه مدل‌های فاکتور با رگرسیونهای سریهای زمانی می باشد. ما اندازه گیریهای عملکرد مجموع را با استفاده

از نرخهای بازگشت پورتفولیو ارزش وزندهی شده تمام صندوقهای سرمایه گذاری مشترک برای آن سال تشکیل می دهیم، هدف ما اندازه گیری تغییر مقطعی در عملکرد می باشد. مدل اندازه گیری عملکرد اصلی ما مدل چهار فاکتوری کارهات (1995) به دلیل پذیرش رایج آن در منابع و مراجع می باشد اگرچه ما همچنین نتایج برای مدل فاما و فرنچ (1993) را نیز به دلیل توانایی آن برای توضیح تغییر مقطعی در نرخهای بازگشت ارائه می کنیم.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + b_i(R_{Mt} - R_{ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + m_i \text{MOM}_t + e_{it} \quad (1)$$

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + b_i(R_{Mt} - R_{ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + e_{it} \quad (2)$$

جایی که R_{it} نرخ بازگشت صندوق i برای ماه t ، R_{ft} نرخ فاقد ریسک و R_{Mt} نرخ بازگشت بازار در طول دوره نمونه، SMB_t و HML_t فاکتورهای اندازه فاما و فرنچ (1993) و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و MOM_t ارزش دوره t نرخ بازگشت مومنتوم کارهات (1997) می باشد، e_{it} باقیمانده رگرسیون و α_i نرخ بازگشت میانگین توصیف نشده توسط مدل می باشد. رگرسیون 1 مدل چهار فاکتوری کارهات و رگرسیون 2 به جز فاکتور MOM_t ، مدل سه فاکتوری فاما و فرنچ می باشد. برای تخمین آمار t هر صندوق، ما از تخمین گر سازگار ناهمواریانسی و خودهمبستگی انحراف معیار نیوی و وست (1987) استفاده می کنیم. تقاطع رگرسیون نرخ بازگشت متوسط به دست آمده توسط یک صندوق علاوه بر نرخ بازگشت بر روی یک پورتفولیوی غیرفعال را اندازه گیری می کند. شبیهها بر روی متغیرهای توضیحی در سمت چپ قرارگیری در معرض هر صندوق سرمایه گذاری مشترک به یک پورتفولیو پنج مارکهای غیرفعال را تکرار می کند. e_{it} باقیمانده بخشی از مدل می باشد که نمی تواند توسط فاکتورها توصیف شود. بخشی از واریانس در نرخهای بازگشت پورتفولیو که می تواند به وسیله مدل‌های چند فاکتوری اندازه گیری شده توسط ضریب تعیین R^2 ، توضیح داده شود.

کارهات (1997) نشان داد که یک مدل چهار فاکتوری می تواند برای تفاوتها در عملکرد برندگان و بازندگان گذشته به حساب آید و فاکتور مومنتوم اغلب این تفاوت را توضیح می دهد. او بیان می کند که مومنتوم 1 ساله جگدایش و تیتمن (1993) در نرخهای بازگشت سهام تداوم نرخهای بازگشت صندوق را توصیف می کند از آنجایی که این صندوقها موقعیتهای نسبتا بزرگ را در آخرین سالهای سهامهای برنده نگه می دارند. ورمر (1997) مشخص

می کند که این استراتژیهای مومنوم دنبال شده توسط صندوقهای سرمایه گذاری با عملکرد بهتر می باشد که تداوم کوتاه مدت را ایجاد می کنند.

فاکتورهای ریسک مدل کارهارت (1997) گنجانده شده اند نه به منظور پاداش دادن به مدیران صندوق بلکه به منظور سود بردن از آنومالیهای سیستماتیک سهام. از آنجایی که صندوقهای ما به سبکهای سرمایه گذاری خاص با نگهداری کلاسهای دارایی خاص طبقه بندی شده اند، مدل چهار فاکتوری با هدف اندازه گیری عملکرد صندوق بسیار مرتبط می باشد.

ما همچنین نرخهای بازگشت سازگار با بنچ مار را به وسیله کم کردن نرخ بازگشت بنچ مارک از نرخ بازگشت خام (اولیه) سالانه به دست می آوریم.

$$R_{xt} = R_{it} - R_{bt} \quad (3)$$

جایی که R_{it} نرخ بازگشت صندوق i در ماه t ، R_{bt} نرخ بازگشت بنچ مارک و R_{xt} نرخ بازگشت اضافی (مازاد) می باشد. اغلب سرمایه گذاران و مدیران صندوق بر روی نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک به عنوان سنجش عملکرد تمرکز می کنند از آنجایی که آلترناتیو (جایگزین) سرمایه گذاری یک صندوق سرمایه گذاری شاخص می باشد که نرخ بازگشت شاخص سهام را تکرار (تکثیر) می کند و غلبه بر این شاخص هدف سرمایه گذاری آنها می باشد. به علاوه، اگر شاخص قبلا اغلب تفاوتهای سبک را در میان صندوقهای سرمایه گذاری مشترک ارائه کرده باشد، سپس یک مدل گسترده ممکن است برای به حساب آوردن تفاوت سبک ضروری نباشد. ما از اندیسهای سبک MSCI به عنوان بنچ مارکهایی بر مبنای سبک سرمایه گذاری هر پورتفولیو برای سازگار (تنظیم) کردن نرخهای بازگشت اولیه (خام) استفاده می کنیم. بنابراین ما اندیسهای سبک کشور مجزا را در میان بنچ مارکها شامل می کنیم که اجازه تقسیم بندی نسبی بازار را می دهد.

3.1 رویکرد پورتفولیو رتبه بندی شده

ما متدولوژی هندریکس و همکاران (1993) و کارهارت (1997) را دنبال می کنیم و از نرخهای بازگشت با تاخیر یک ساله استفاده می کنیم. اول هر ژانویه، ما پورتفولیوهای وزندهی شده ارزش صندوقهای سرمایه گذاری مشترک را برای هر سبک سرمایه گذاری ایجاد می کنیم، خالص هزینه های مدیریت اما قبل از کسر هر گونه بدهیهای فروش، ما این پورتفولیوها را به مدت یک سال تقویمی نگه می داریم و سپس پورتفولیوها دوباره در سال بعد ایجاد می شوند. ما از بازه های زمانی سالانه استفاده می کنیم همان طور که اگر دوره ارزیابی بسیار کوتاه باشد، سیگنال عملکرد برتر به دلیل مهارت در نويز حاصل از فاکتورهای شانس از بین خواهد رفت. صندوقهای سرمایه گذاری مشترک که در طول سال ادغام یا منحل شده اند در میانگین ارزش وزندهی شده گنجانده شده اند تا زمانی که ناپدید شوند و سپس وزنهای پورتفولیو بر این اساس مجدداً بالانس شدند.

ما صندوقهای سرمایه گذاری مشترک را به یک رتبه بندی بر مبنای نرخهای بازگشت میانگین سالانه در طول سال گذشته مرتب می کنیم سپس ما پورتفولیوهای سبک ارزش وزندهی شده را ایجاد می کنیم که در طول سال بعدی نگه داشتیم و نرخهای بازگشت ماهانه آنها را محاسبه کردیم. این روش در انتهای هر سال تکرار شده است، ما یک سری زمانی نرخهای بازگشت ماهانه برای هر پورتفولیو سبک از ژانویه 1988 تا دسامبر 2010 به دست می آوریم.

برخلاف کارهارت (1997) ما یک رتبه بندی پورتفولیو سبک پیرو نرخهای بازگشت سازگتر شده (تنظیم شده) بنچ مارک به جای نرخهای بازگشت اولیه ایجاد می کنیم. این اساساً به لین دلیل است که طبقه بندی بر اساس نرخهای بازگشت اولیه می تواند رتبه بندیهای با برخی پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری را تحریف کند که همیشه به موقعیتهای برنده یا بازنده مرتب می شوند. با استفاده از نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک، ما یک رتبه بندی بر مبنای نرخهای بازگشت غیرنرمال کلاس دارایی آنها ایجاد می کنیم.

در انتهای 1988، ما پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری را بر طبق نرخ بازگشت سالانه اولیه سازگار شده بنچ مارک رتبه بندی می کنیم. سپس، ما نرخ بازگشت ارزش وزندهی شده را برای هر پورتفولیو در طول سال بعدی محاسبه می کنیم. ما با ایجاد یک مجموعه از نرخهای بازگشت سالانه بعد از رتبه بندی ادامه می دهیم. ما یک سری زمانی از

نرخهای بازگشت بعد از رتبه بندی برای هر پورتفولیو به دست می آوریم سپس تخمین های عملکرد غیر نرمال را از این سریهای زمانی محاسبه می کنیم. توجه کنید که آلفاها آلفاهای چند ساله نمی باشند، یک آلفا در یک سال معین مربوط به عملکرد پورتفولیو در آن سال بعد از رتبه بندی می باشد و نه عملکرد در طول سالهای قبلی.

3.2 جداول احتمالی

ما همچنین تداوم عملکرد سبک سرمایه گذاری صندوقهای سرمایه گذاری مشترک را از طریق جداول احتمالی آنالیز کردیم. آنالیز جدول احتمال غیرپارامتریک یک آزمون رایج برای تداوم جهت بررسی فراوانی می باشد که با آن صندوقهای برنده یا بازنده آن طبقه را در طول دورههای زمانی متوالی حفظ می کنند. به علاوه، آنالیز جداول احتمالی به ما اجازه بررسی اثرات تغییرات در متدولوژی را می دهد.

جداول احتمالی صندوقهای سرمایه گذاری را به صورت برندگان و بازندگان در هر دوره زمانی مرتب می سازند و ترکیبهای متفاوت شمارش شدند. برنده-برنده (WW)، برنده-بازنده (WL)، بازنده-برنده (LW) و بازنده-بازنده (LL). صندوقهای برنده و بازنده برطبق نرخ بازگشت میانه صندوق برای هر سال طبقه بندی شدند.

برنده-برنده (WW) اشاره به یک صندوقی دارد که نشان دهنده نرخهای بازگشت غیرنرمال بالاتر از نرخ بازگشت میانه در هر دوره می باشد، برنده-بازنده اشاره به صندوقی دارد که نرخهای بازگشت بالاتر از میانه در دوره اولیه و پایین تر از میانه در دوره بعدی و غیره دارد. بنابراین جداول احتمالی فراوانی را ارائه می کنند که با آن برندگان و بازندگان تکرار می شوند. تداوم عملکرد وجود دارد اگر شواهد آماری یک تعداد به طور قابل توجه زیادتیر مشاهدات را در طبقات WW/LL نسبت به دو طبقه دیگر نشان می دهند. نیرومندی روش جدول احتمالی بر مبنای شیوه ای می باشد که در آن این روش نوسان صندوقهای مجزا را ردیابی می کند و احتمالات انتقالی آنها را ارزیابی می کند. ما درصد نرخهای بازگشت سالانه را برای هر پورتفولیو سبک سرمایه گذاری برای دوره 1988 تا 2010 محاسبه می کنیم، ما نرخهای بازگشت سازگار شده پنج مارک را به دلایل قبلا ذکر شده استفاده می کنیم.

استفاده از جداول احتمالات برای درک توسط سرمایه گذاران خصوصی ساده و آسان می باشد خصوصا اگر نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک استفاده شده باشند. جداول احتمالی به دیگر روشهای رتبه بندی ترجیح داده می شوند وقتی که یک نمونه محدود از صندوقهای سرمایه گذاری مشترک وجود داشته باشد. جداول احتمال، احتمال اینکه یک صندوق در یک رتبه بندی دارای رتبه مشابه در دوره بعدی نیز باشد را نشان می دهند. اگر عملکرد کاملا تصادفی بود، سرمایه گذاران یک شانس برابر با شانس یک صندوق با رتبه برتر خاتمه پذیرنده در هر موقعیت رتبه بندی در دوره سرمایه گذاری بعدی را انتظار خواهند داشت از آنجایی که دوره ارزیابی قبلی فاقد تاثیر بر روی دوره بعدی می باشد. برای جلوگیری از این احتمال که یک نسبت بالای صندوقها به صورت شانسی در رتبه های بالایی باقی بمانند، ما تمام داده های در دسترس را آزمایش کردیم و همچنین از آزمونهای آماری مختلف استفاده کردیم. آنالیز جداول احتمالی پیشین عملکرد صندوق نتایج کاملا متفاوت بسته به نوع نرخهای بازگشت استفاده در مطالعه، اولیه (خام) یا تنظیم شده (سازگار شده) ریسک، نشان می دهند. استفاده از نرخهای بازگشت اولیه معمولا معکوس شدگی عملکرد را آشکار می کند در حالیکه استفاده از نرخهای بازگشت سازگار شده ریسک وجود تداوم عملکرد را پیشنهاد می کنند. با توجه به بهترین دانش ما، هیچ مطالعه جداول احتمالی وجود ندارد که تداوم عملکرد را در نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک بررسی کرده باشد.

تداوم عملکرد می تواند به سادگی نرخ بازگشت دیفرانسیلی را بین صندوقهای ریسک بالا و ریسک پایین را نشان می دهد و سازگاری را به دلیل مهارت‌های مدیریتی نشان نمی دهد. به منظور به حساب آوردن این اثر، ما جداول احتمالی را با در نظرگیری آلفاهای تنظیم (سازگار شده) بنچ مارک ارزیابی می کنیم.

ما از چندین آزمون آماری برای بررسی نیرومندی اثر محتمل تداوم عملکرد استفاده می کنیم. حتی در موارد فاقد تداوم، ما می توانیم تعدادی صندوق پیدا کنیم که عملکرد خوب یا بد را تنها به وسیله شانس تکرار می کنند. اگر شواهد آماری پیدا کنیم که برندگان در یک سال در سال بعدی نیز برنده باقی می مانند، فرضیه نول (صفر) تداوم رد خواهد شد. برای آزمایش عدم وابستگی در نتایج از سال به سال، تخمین‌های جدول احتمال توسط استفاده از

رویکردهای نسبت شانس (براون، 1995)، آمار مربع کای (کان، 1995) و برنده تکراری (مالکیل، 1995) مورد بررسی قرار گرفت.

اولین آزمون استراتژی برنده تکراری پیشنهادی توسط مالکیل (1995) می باشد. این آزمون درصد برندگان (WW) به برنده-بازندگان (WL) تکراری را ارائه می کند. او از یک آزمون دوجمله‌ای $p > 1/2$ برای بررسی اهمیت نسبت WW به (WW+WL) استفاده می کند:

$$Z = \frac{(y - np)}{\sqrt{np(1 - p)}} \quad (4)$$

جایی که Z متغیر آماری با یک توزیع نرمال (0،1)، y تعداد برندگان تکراری (WW)، n تعداد برندگان و برنده/بازندگان (WW+WL) می باشد. یک درصدی از پوتفولیوهای برنده به تعداد برندگان و برنده/بازندگان تکراری بالای 50 درصد و یک Z آماری بالای صفر، تدام عملکرد را نشان می دهند.

در آزمون آماری دوم، ما نسبت ضرب خارجی (CPR) را محاسبه می کنیم، همچنین به عنوان نسبت شانس از آن نیز ذکر شده است (براون و گوتزمان، 1995) را ببینید). CPR به شکل $(WW*LL)/(LW*WL)$ محاسبه شده است، نسبت ضرب برندگان تکراری و بازندگان تکراری تقسیم شده به ضرب برنده-بازندگان و بازنده-برندگان. تحت فرضیه نول فقدان تداوم، CPR برابر با 1 می باشد. یک CPR بزرگتر از 1 نشان دهنده تداوم می باشد و یک مقدار کمتر از 1 معکوس شدگی در عملکرد را نشان می دهد. اهمیت آماری CPR می تواند به وسیله یک Z آماری تعیین شود که برابر با نسبت الگوریتم طبیعی CPR و خطای استاندارد الگوریتم طبیعی CPR می باشد. با استفاده از نونه‌های بزرگ، این به طور نرمال با میانگین الگوریتم CPR توزیع می شود در حالیکه برای اندازه‌های نمونه کوچک نتایج درباره CPRها ممکن است گمراه کننده باشند.

آزمون آماری پایانی آمار مربع کای می باشد که توسط کان و رود (1995) معرفی شده است. آمار مربع کای به شکل زیر محاسبه شده است:

$$\text{Chi} = \frac{(WW - D1)^2}{D1} + \frac{(WL - D2)^2}{D2} + \frac{(LW - D3)^2}{D3} + \frac{(LL - D4)^2}{D4} \quad (5a)$$

جایی که

$$D1 = \frac{(WW + WL) \times (WW + LW)}{N} \quad (5b)$$

$$D2 = \frac{(WW + WL) \times (WL + LL)}{N} \quad (5c)$$

$$D3 = \frac{(LW + LL) \times (WW + LW)}{N} \quad (5d)$$

$$D4 = \frac{(LW + LL) \times (WL + LL)}{N} \quad (5e)$$

N تعداد صندوقها می باشد. ما بایاس نمونه کوچک را با تصحیح پیوستگی یتس تنظیم کردیم، یک تصحیح توصیه شده خصوصا وقتی که اندازه نمونه کوچک می باشد. با آزمون مربع کای، شناسایی معکوس شدگی در عملکرد محتمل نمی باشد از آنجایی که این همیشه مثبت می باشد. به هر حال، کارپنتر و لینچ (1999) نشان دادند که آزمون مربع کای به خوبی معین شده، قدرتمند و بسیار نیرومند برای حضور بایاس بقاء می باشد وقتی که با دیگر آزمونهای عملکرد مقایسه می شود.

ما اطلاعاتی درباره رفتار یا اولویتهای سرمایه گذاران نداریم، همان طور که ما نمی دانیم که اگر برخی انواع سرمایه گذاران همیشه صندوقهای با رتبه بالا را انتخاب می کنند در حالیکه بقیه صندوقهای با عملکرد پایین را خریداری می کنند. بنابراین نتایج ما بر مبنای یک قانون سرمایه گذاری مجدد تفادفی می باشند و ما قانونی را که سرمایه گذاران در صندوق با رتبه مشابه که در ابتدا انتخاب کرده اند، سرمایه گذاری می کنند را نمی پذیریم.

3.3 آزمون بوت استرپ

اگر تداوم در توانایی برای یک پوتفولیو صندوقها وجود داشته باشد، آلفاها و نرخهای بازگشت صندوق معین منطبق با آلفاها و نرخهای تخمین زده شده در طول ماههای دیگر خواهد بود. بنابراین، یک مسئله بالقوه با آزمونهای بعد از رتبه بندی اهمیت نرخ بازگشت وجود دارد از آنجایی که فرض عدم وابستگی، مورد نیاز برای آزمون پارامتریک، ممکن است نقض شده باشد.

برای پرداختن به این مسئله، ما از اصل بوت استرپ کوسوسکی و همکاران (200) استفاده می کنیم. ما نرخهای بازگشت صندوق های سرمایه گذاری مشترک را تحت نول آلفای صفر بوت استرپ می کنیم و سپس استنباط آنها را بر روی تمام آلفاهای شبیه سازی شده و آمارهای t مبنا می کنیم. ما از مدل های سه فاکتوری و چهار فاکتور برای اجرای این آزمایش استفاده می کنیم و از آلفاها و آمارهای t در اجرای شبیه سازی استفاده می کنیم. ما این را برای تمام ماهها انجام می دهیم و سپس یک آلفای میانگین بوت استرپ مجزا محاسبه می کنیم. ما این روش را 1000 بار تکرار می کنیم و توزیع تجربی میانگین آلفا را به دست می آوریم. در هر جدول، ما هر پورتفولیو سبک رتبه بندی شده برطبق آلفاهای شبیه سازی شده آنها و آمارهای t آنها (به طور متوسط در طول 1000 شبیه سازی) به دست می آوریم.

4. نتایج

4.1 عملکرد مجموع

جدول A2 نتایج اندازه گیریهای تجمعی عملکرد را نشان می دهد. ما نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک را برای تمام پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری در شش کشور گزارش می کنیم و همچنین تخمینهای مدل های فاما و فرنچ و کارهات را نشان می دهیم. ستون دوم جدول A2 نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک را نشان می دهد. اگر یک سرمایه گذار عملکرد پورتفولیوهای صندوق سرمایه گذاری مشترک را با استفاده از بنچ مارک سبک ساده ارزیابی کند، سپس به طور متوسط پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری یک عملکرد مثبت نشان می دهند.

جدول A2 خلاصه های آماری را برای نرخهای بازگشت توضیحی در رگرسیونهای 1 و 2 را از ژانویه 1988 تا دسامبر 2010 را نشان می دهد و این نشان می دهد که هر دو مدل های فاکتور برای تغییرات در نرخهای بازگشت به حساب آورده شده اند. زمانی که نرخهای بازگشت ارزش وزندهی شده منفی باشند، مدل سه فاکتوری و چهار فاکتوری یکدیگر را قطع می کنند، بازه آلفای فاما-فرنچ ارزش وزندهی شده از $-1/95$ برای ایتالیا تا $-0/27$ برای اسپانیا می باشد در حالیکه بازه آلفای کارهات ارزش وزندهی از $-1/59$ برای ایتالیا تا $-0/23$ برای آلمان می باشد.

نتایج ما مطابق با کار پیشین برای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک سهام ایالات متحده می باشند. به هر حال، این متفاوت از نتایج اوتن و بامز (2002) می باشد. آنها عملکرد صندوق سرمایه گذاری مشترک اروپایی را تحقیق می کنند و آلفاهای مثبت را برای تمام کشورهای اروپایی به استثناء آلمان پیدا می کنند. در نتایج آنها، تنها صندوقهای بریتانیا عملکرد به طور قابل توجه بهتر ارائه می کنند، اکثریت آنها از دیگر کشورها به طور قابل توجه متفاوت از صفر می باشند.

کنترل مومنتوم یک تفاوت اساسی را ایجاد می کند، که پیشنهاد کننده این است که صندوقهای سرمایه گذاری مشترک نمایش قابل توجهی برای فاکتور مومنتوم دارند. به جای آن، تنها قادر به توصیف یک نسبت نسبتاً کوچک قابلیت تغییرپذیری نرخهای بازگشت اضافی بر روی صندوقهای سرمایه گذاری مشترک می باشد. به طور متوسط، صندوقهای بزرگ نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک بزرگتر نسبت به صندوقهای کوچک ارائه می کنند. به علاوه، آلفاها نیز بیشتر مثبت برای صندوقهای سرمایه بزرگ نسبت به صندوقهای سرمایه کوچک می باشند. در مجموع، پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری ما نرخهای بازگشت سازگار شده بنچ مارک اضافی را ارائه نمی کنند.

4.2 تداوم عملکرد

جدول A3 نتایج مدل فاما و فرنچ و کارهات را به ترتیب در پنلهای A و B نشان می دهد. ما آلفاها را برای هر پورتفولیو سبک سرمایه گذاری در شش کشور تخمین می زنیم. تداوم از دیدگاه عملی و اقتصادی مهم می باشد از آنجایی که یک نقض در کارایی بازار و یک شانس ارزش فزاینده برای سرمایه گذاران بیان می کند.

تخمین های عملکرد فاما و فرنچ نرخهای بازگشت غیرنرمال به طور قابل توجه متفاوت را برای پورتفولیوهای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک با بالاترین و پایینترین رتبه برای سال قبل ارائه می کنند. تفاوت از نظر درصد سالانه در هر کشور عبارت است از: آلمان 1/58-، ایتالیا 1/30-، اسپانیا 1/21-، هلند 0/40-، فرانسه 1/25- و بریتانیا 2/91- . پورتفولیوهای با بالاترین رتبه به نظر می رسد که سهامهای بسیار کوچک نسبت به پورتفولیوهای با رتبه بالا داشته باشند. فاکتور اندازه در تمام کشورها به طور قابل توجه مثبت به استثناء در بریتانیا می باشد در

حالیکه نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری نیز به طور قابل توجه به استثناء برای بریتانیا و هلند مثبت می باشد. آلفاهای متوسط در میان رنکینگهای پورتفولیوی متفاوت منفی می باشند. این همگام با اکثریت منابع و مراجع صندوق سرمایه گذاری مشترک پیشین می باشد که نشان دهنده این می باشد که عملکرد ضعیف بیشتر متداوم می باشد و دلیل آن می باشد که چرا این گونه در نظر گرفته شده است که مدیریت فعال نرمال ارزش ایجاد نمی کند.

مدل چهار فاکتوری برای یک تغییر مقطعی بزرگتر در نرخهای بازگشت مورد انتظار بر روی پورتفولیوهای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک مرتب شده براساس نرخ بازگشت یک ساله تاخیری به حساب می آید. این مدل یک تفاوت بزرگتر در نرخهای بازگشت غیرنرمال بین صندوقهای با رتبه بالا و رتبه پایین ارائه می کند که به صورت درصد ماهانه بیان شده اند: آلمان 0/52-، ایتالیا 1/30-، اسپانیا 1/50-، هلند 2/75-، فرانسه 2/69- و بریتانیا 3-2/-. حساسیتها به فاکتورها مشابه با مدل سه فاکتوری می باشد، با فاکتورهای ارزش دفتری به ارزش بازاری و مومنتوم قابل توجه برای یک تعداد بیشتر پورتفولیوها. فاکتور مومنتوم یک ساله یک همبستگی مثبت قویتر با نرخهای بازگشت در ارتباط با نرخهای بازگشت رتبه پایین نسبت به رتبه بالا نشان می دهد. از این رو، فاکتور مومنتوم به نظر می رسد تداوم مشاهده شده را توصیف کند. تداوم هنوز یک مشخصه قابل توجه مجموعه داده حتی بعد از مجاز دانستن مومنتوم در صندوقهای مجزا می باشد. با بررسی مومنتوم، تمخیمین های آلفا اندکی بیشتر منفی نسبت به مدل فاما و فرنچ می باشند. این معکوس شدگی می تواند به دلیل مسائل نگرش به آینده بایاس شده غیر بقاء باشد از آنجایی که صندوقهای سرمایه گذاری مشترک با عملکرد ضعیف از احتمال بیشتری برای عدم ادامه فعالیت برخوردار می باشند، تعداد صندوقهایی که در رتبه پایین ناپدید خواهند شد نسبت به رتبه بالا بیشتر می باشند. کارهارت (1997) اشاره می کند که مومنتوم دارای یک نقش مهم در تداوم می باشد. پورتفولیوها در رتبه های بالا بسیار محتمل است که دارای سهام های برنده باشند و این تداوم را در بین پورتفولیوهای برنده ایجاد می کند.

یک سال بعد از ایجاد رتبه بندی ما، آلفاهای سه فاکتوری پورتفولیوهای برنده به شدت منفی و به لحاظ آماری قابل توجه می باشند. بعد از بررسی مومنتوم، آلفاها به طور دراماتیک تغییر نمی کنند و هنوز به لحاظ آماری قابل توجه می باشند. بنابراین نتایج پیشنهاد می کنند که افق یک ساله تداوم تجمعی قوی را در عملکرد کلی پیشنهاد می کند

همان طور که توسط آلفا اندازه گیری شده است. به علاوه، برخلاف دیگر مطالعات پیشین (براون و همکاران را ببینید) که نشان دادند که تداوم اساسا ناشی از صندوقهای با رتبه پایین با عملکرد ضعیف می باشد، این در مورد مطالعه ما صدق نمی کند، اگرچه ما نیز تداوم را در رتبه های پایین پیدا کردیم، صندوقهای با عملکرد بهتر نیز عملکرد بدتر قابل توجه ارائه می کنند.

جدول A4 یک جدول احتمال غیرپارامتریک در ارتباط با تداوم عملکرد برندگان و بازندگان صندوق سرمایه گذاری مشترک از سال 1988 تا 2010 را گزارش می کند. نتایج درصدهای برنده تکراری و بازنده تکراری و نیز اهمیت آن و پورتفولیوهای صندوق برنده که در یکی از دو دوره برنده بوده اند و در دوره های دیگر بازنده می باشند، ارائه شده اند. نتایج جدول احتمال، همان طور که در آمار و ارقام آزمایش خلاصه شده شده اند، از چیزی که ما قبلا در بخش های رگرسیون پیدا کردیم بیشتر متفاوت نمی باشند و آشکار می کنند که تداوم به طور کلی برای تمام پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری صندوق مشترک در میان کشورها قابل توجه می باشد. بنابراین، این آشکار است که برندگان احتمالا برنده و بازندگان احتمالا بازنده باقی خواهند ماند، از آنجایی که تعداد صندوقهای تکرار کننده برندگان یا بازندگان نسبت به تعداد صندوقهایی که وضعیت خود را تغییر می دهند، بزرگتر می باشد. رتبه های تمام پورتفولیوهای با رتبه بالا و پایین تداوم می یابد. این بدین معنی است که نتایج به دست آمده از صندوقهای سرمایه مشترک در طول دوره دوم وابسته به نتایج به دست آمده در دو دوره قبلی می باشد. همان طور که می توانیم مشاهده کنیم که، ما فرضیه فقدان تداوم را در سطح 15 درصد برای تمام پورتفولیوها در هر کشور اروپایی رد می کنیم. این نتیجه یک مدرک قوی می باشد که پیشنهاد کننده این است که سرمایه گذاران از اطلاعات عملکرد گذشته سود می برند.

نتایج تداوم عملکرد قابل توجه نیز از آزمونهای آماری مورد تائید قرار گرفتند که تحت غیرنرمال بودن توزیع نرخ بازگشت صندوق نیرومند می باشند. توجه کنید که آزمونهای جدول احتمال تنها به صورت مجانبی صحیح می باشند و برخی سازگاری ها برای بایاس نمونه کوچک ممکن است نیاز باشد. برای به حساب آوردن این، آخرین ستون جدول A4 استفاده از تصحیح پیوستگی یتس را برای آزمون مربع کای ارائه می کند. آزمون برندگان تکراری نشان

دهنده یک احتمال بالای 50 درصد برای اغلب برندگان و بازندگان در یک موقعیت رتبه برای بودن در رنکینگ مشابه در دوره بعد می باشد. نسبت ضرب خارجی به طور قابل توجه متفاوت از مقدار واحد می باشد به استثناء برای تعداد اندکی پورتفولیوها، که تمام آنها در 5 درصد به لحاظ آماری قابل توجه می باشند. آزمونهای مربع کای در ارتباط با عدم وابستگی به وضوح برای تمام پورتفولیوهای صندوق سرمایه گذاری مشترک رد شده است که وجود تداوم را تأیید می کند. درصد برندگان تکراری از 43 درصد تا 89/4 درصد با یک متوسط بالای 60 درصد برای اغلب پورتفولیوهای صندوق تغییر می کند. در حالیکه نسبت بازندگان تکراری از 46/6 درصد تا 84/5 درصد با یک متوسط بالای 60 درصد در اغلب موارد تغییر می کند. به طور کلی، بالاترین تداوم برای صندوقهای سرمایه گذاری ایتالیایی و پایینترین تداوم برای صندوقهای سرمایه گذاری اسپانیا یافت شده است. بنابراین برخلاف نتیجه گیری مطالعات قبلی که تداوم اساساً در صندوقهای با عملکرد ضعیف متمرکز شده است، ما پی بردیم که تداوم به دلیل هر دو عملکرد خوب صندوقها و عملکرد بد آنها می باشد. نتایج ما مطابق با یافته‌های کارپنتر و لینچ (1999) می باشند کسانی که بیان می کنند که آزمونهای احتمالی نیرومند و قدرتمند می باشند.

می توانیم نتیجه گیری کنیم که یک پدیده قوی تداوم عملکرد برای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی وجود دارد. متعجباً، اطلاعات عملکرد صندوق قبلی برای استراتژیهای سرمایه گذاری بالقوه به منظور دستیابی به نرخهای بازگشت بالاتر مفید می باشد.

4.3 نیرومندی شواهد

سنجش های استاندارد عملکرد از یک تعداد بایاس متضرر می شوند، اتکاء بر مدلهای غیرشرطی ممکن است منجر به استنباط غیرقابل اعتماد درباره عملکرد نرخهای بازگشت صندوق سرمایه گذاری مشترک شود. با استفاده از ابزارها برای پیش بینی های متغیر زمانی، ما اطلاعات از گیش تعیین شده را کنترل می کنیم و منشاء این بایاس را کاهش می دهیم. نرخهای بازگشت و ریسکهای مورد انتظار مشروط به اطلاعات عمومی در دسترس می باشند. در این مفهوم، لینچ و همکاران (2008) بیان می کنند که عملکرد شرطی صندوقهای مشترک با چرخه تجارت حرکت می

کند در حالیکه کوسوسکی و همکاران (2006) نشان می دهند که مدل‌های عملکرد غیرشرطی ارزش ایجاد شده توسط صندوق‌های با مدیریت فعال را در دوره های رکود کمتر از حد تخمین می زنند. مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی شرطی قادر به توصیف بهتر نرخهای بازگشت مقطعی نسبت به مدل‌های غیرشرطی می باشند. در مدل‌های چند فاکتوری غیرشرطی، هر دوی بتاها و آلفاها در طول زمان ثابت می باشند اما ممکن است در بین صندوقها تغییر کنند. در مدل‌های شرطی، بتاهای متغیر زمانی می باشند اما عملکرد غیرنرمال توسط آلفاهای ثابت منعکس شده است.

فرسون و شات (1996) مدل‌های شرطی رگرسیون های عملکرد صندوق سرمایه گذاری مشترک استاندارد را ایجاد می کنند و پی بردند که استفاده از اطلاعات عمومی عملکرد متوسط را در یک نمونه از صندوقهای سرمایه گذاری مشترک بی پایان تحت تاثیر قرار می دهند. آنها بیان می کنند که ارزیابی عملکرد شرطی به دو دلیل جالب توجه می باشد. اول، سنجشهای عملکرد سنتی (قبلی) قادر به کار با رفتار یا نرخهای بازگشت دینامیک نمی باشند. دوم، رفتار تجاری مدیران صندوق الگوهای بیشتر پیچیده را نسبت به داراییهای بنیادین که آنها تجارت می کنند، اعمال می نمایند. آنها بحث می کنند که پارامترهای بنچ مارک باید براساس متغیرهای اقتصادی شرطی شوند، مولفان پیشنهاد می کنند که مهارتهای زمانبندی بازار مدیران صندوق باید مورد ارزیابی قرار گیرد و مولفه قابل پیش بینی تحرک بازار باید حذف شود. آنها پی بردند که اطلاعات شرطی از هر دو لحاظ آماری و اقتصادی مهم می باشند، معرفی متغیرهای اطلاعات عملکرد تخمین زده شده بسیاری از صندوقها را تغییر می دهد. آنها همچنین شواهدی را یافتند که بتاهای صندوق سرمایه گذاری مشترک با متغیرهای اطلاعات عمومی آنها همبسته می باشند.

کریستوفرسون و همکاران (1998) شواهد تداوم عملکرد سرمایه گذاری را برای مدیران سهام نهادی ارائه می کنند. آنها بیان می کنند که یک رویکرد شرطی به طور بهتری قادر به تشخیص این تداوم و برای پیش بینی عملکرد آینده صندوقها نسبت به روشهای سنتی می باشد. آنها سنجش های عملکرد شرطی را ترجیح می دهند از آنجایی که آنها فکر می کنند که برنامه ریزی اسپانسرها انتظارات آنها را با به حساب آوردن وضعیت اقتصادی مشروط می کنند. به

علاوه، نشانگرهای عملکرد غیرشرطی ممکن است بایاس شوند وقتی که اسپانسر طرح از راهکارهای تجاری استفاده کنند که به تغییرات در شرایط بازار واکنش نشان می دهند.

ما نسخه شرطی مدلهای سه فاکتوری و چهار فاکتوری را تخمین می زنیم:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(Z_{t-1})(R_{Mt} - R_{ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + m_i \text{MOM}_t + e_{it} \quad (6)$$

Z_t یک بردار ابزار برای اطلاعات در دسترس در زمان t و $b_i(Z_t)$ بتاهای شرطی در زمان t می باشند، پیرو فرسون و

شات (1996) ما تابع آنها را به صورت خطی تقریب می زنیم:

$$b_i(Z_t) = b_0 + B'Z_{t-1} \quad (7)$$

جایی که $Z_{t-1} = Z_t - E(Z)$ یک بردار انحراف Z از میانگینهای غیرشرطی می باشد. فرض می کنیم که قیمت‌های

بازار اطلاعات عمومی در دسترس را منعکس می کنند همان طور که توسط بردار متغیرهای از پیش تعیین شده، Z_t

اندازه گیری شده است. ما از چهار متغیر حالت شرطی در دسترس در آنالیز خود استفاده می کنیم: 1- بازدهی سود

سهام، 2- اختلاف اوراق قرضه خزانه داری (تفاوت بین بازدهی اوراق قرضه دولیت بلند مدت و کوتاه مدت)، 3-

بازدهی یک اوراق قرضه خزانه داری 3 ماهه و 4- اختلاف بازدهی اوراق قرضه مشارکتی (تفاوت بین اوراق مشارکت

کیفیت گابین و کیفیت بالا).

جدول A5 آلفاهای شرطی را برای آزمونهای تداوم در ارتباط با مدلهای سه فاکتوری (پنل A) و چهار فاکتوری (پنل

B) را نشان می دهد جایی که متغیرهای شرطی کننده شامل فاکتورهای اقتصاد کلان تاخیری می باشند. نتایج

برمبنای متغیرهای شرطی کننده گزارش شده در جدول A5 نشان می دهند که متغیرهای ما مرتبط با عملکرد می

باشند. اگرچه ما پی بردیم که رتبه بندی صندوق در ارتباط با تداوم عملکرد تغییر نمی کند وقتی که اندازه گیریهای

شرطی در نظر گرفته شدند، نتایج ما نشان می دهند که صندوقهای سرمایه گذاری مشترک، بازار کلی را برمبنای

متغیرهای اقتصاد کلان تاخیری در ارتباط با پرتفولیو بازار زمانبندی می کنند. برخلاف فرسون و شات (1996)، ما

پی بردیم که عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری مشترک در نمونه ما اندکی بدتر می باشد وقتی که با استفاده از

اندازه گیریهای شرطی به جای انواع غیرشرطی ارزیابی شوند.

در جدول A5، ما همچنین جدول احتمالی برندگان و بازندگان را بر مبنای متغیرهای شرطی گزارش می کنیم. اهمیت آماری قابل توجه آمارهای آزمون وجود تداوم را پشتیبانی می کند، اهمیت نسبت به قبل با مدل‌های غیرشرطی بسیار نیرومند می باشد. به طور مشابه با نتایج یافت شده با رگرسیونهای غیرشرطی، شواهد برای اغلب پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری در هر یک از کشورها قوی می باشد (با آمارهای مربع کای قابل توجه در سطح 5 درصد).

تحقیق بر روی آزمونهای تداوم پی برده شده است که عملکرد صندوق سرمایه گذاری مشترک اساساً توسط متغیرهای اقتصاد کلان به جای عملکرد صندوقها تحت تاثیر قرار می گیرد. می توانیم ذکر کنیم که شواهد تداوم عملکرد اندکی افزایش می یابند وقتی که آلفاهای شرطی به جای آلفاهای غیرشرطی در نظر گرفته شوند. به علاوه، پی بردیم که مربع R متوسط یک بهبود متوسط از مدل‌های غیرشرطی ارائه می کند که استفاده از مدل‌های شرطی را برای عملکرد تحقیق را تحریک می کند. توان توضیحی فزاینده متغیرهای شرطی برای تمام پورتفولیوهای سبک سرمایه گذاری قابل توجه می باشد. بنابراین ما می توانیم مشاهده کنیم که بتاهای متغیر زمانی به طور مشترک با فاکتورهای اضافی استفاده شده در مدل شرطی مرتبط با ایجاد یک رابطه آشکار بین عملکرد گذشته و آینده صندوق می باشد. بنابراین، مدل‌های شرطی قادر به ارائه نرخهای بازگشت بهتر در میان صندوق نسبت به مدل‌هایی می باشند که فرض می کنند که بتاها ثابت هستند. شواهد قویتر درباره تداوم برای نرخهای بازگشت غیرنرمال شرطی بیان می دارند که فاکتورهای غیرشرطی تواناییهای حقیقی مدیران صندوق را آشکار نمی کنند، بنابراین اتکاء بر آلفاهای شرطی تصمیم های سرمایه گذاری بهتر ایجاد خواهد کرد.

به طور خلاصه، هر سنجش استفاده شده و در نظرگیری آنالیز رگرسیون و متدولوژی جداول احتمال، یک سازگاری قوی برای تمام پورتفولیوها در هر کشور یافت شده است. مطابق با فرسون و شات (1996) ما پی بردیم که استفاده از مدل‌های اطلاعات شرطی دارای یک تاثیر بزرگتر بر روی نتایج عملکرد نسبت به تغییر مدل از سه فاکتوری به چهار فاکتوری می باشد.

این ممکن است به نظر گیج کننده برسد که سرمایه گذاران هنوز در صندوقهای با عملکرد ضعیف سرمایه گذاری می کنند. در این معنا، گروبر (1996) بیان می کند که این حقیقت ممکن است پیامد وجود دو نوع سرمایه گذار باشد؛ مشتریان پیچیده و مشتریان محروم. او اشاره می کند که اولین نوع سرمایه گذاران تصمیم های سرمایه گذاری با در نظرگیری اطلاعات عملکرد صندوق اتخاذ می کنند در حالیکه نوع دوم این کار را انجام نمی دهند. گروه دوم شامل سرمایه گذاران بی اطلاع می باشند. که معمولاً توسط بازاریابی و توصیه ها از از کارگزاران تحت تاثیر قرار گرفته اند.

5. تداوم طولانی مدت پورتفولیوهای صندوق سرمایه گذاری مشترک

همان طور که ما شواهد نیرومند عملکرد مداوم را یافتیم، ما مایل هستیم تا بدانیم که آیا این نتایج دوباره صدق می کنند وقتی که عملکرد در یک دوره طولانی تر سنجیده شود. مطالعات اندکی تداوم را فراتر از افق 1 ساله شناسایی کردند. ما آنالیز رگرسیون خود را با سنجشهای طولانی مدت تداوم تکرار می کنیم و افقهای زمانی 2 و 3 ساله را بررسی می کنیم. دانش تداوم عملکرد طولانی مدت ارزش بسیاری را برای سرمایه گذاران ایجاد خواهد کرد. کارهارت (1997) بحث می کند که اگر مهارت ندیر وجود داشته باشد، یک نرخ بازگشت 1 ساله احتمالاً یک سنجش نوین دار می باشد. به منظور کاهش نویز در رتبه بندیهای عملکرد گذشته، او پورتفولیوهای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک بر روی نرخهای بازگشت تاخیر 2 تا 5 ساله ایجاد می کند. او سپس آنالیز قبلی خود را برای ارزیابی میزان تغییر مقطعی در نرخ بازگشت میانگین که می تواند توسط مدل چهار فاکتوری توصیف شود را تکرار کرد.

ما نتایج آزمونهای تداوم عملکرد را در جدول A6 نشان میدهم، از یک مدل چهار فاکتوری که در آن ضرایب در رگرسیون 1 از نرخهای بازگشت 24 و 36 ماه قبلی تخمین زده شده اند. همان طور که کارهارت (1997) اشاره کردند، مرتب سازی صندوقهای سرمایه گذاری مشترک با توجه به آلفاها از مدل مشابه باید استعداد گزینش سهام را بسیار دقیقتر اندازه گیری نماید. از نتایج ما، می توانیم بیان کنیم که تداوم عملکرد بزرگتر می باشد وقتی که دوره های داده های قبلی (تاریخچه) افزایش می یابند، ما همچنین تداوم منفی قابل توجه در افقهای طولانی می یابیم.

مدل چهار فاکتوری شواهد تداوم را در تمام دوره‌ها در نظر می‌گیرد. ضرایب شواهد رگرسیون تداوم آشکار می‌کنند که عملکرد نرخهای بازگشت آینده را پیش بینی می‌کند.

نتایج کلی ما از صندوقهای سرمایه گذاری مشترک پیشنهاد می‌کنند که عملکرد گذشته یک صندوق یک بنچ مارک قابل اعتماد برای عملکرد آینده می‌باشد. ما پی بردیم که اغلب صندوقهای سرمایه گذاری مشترک رنکینگ آلفا سالانه اولیه خود را در دوره های طولانی تر حفظ می‌کنند. صندوقها در رتبه های بالایی و پایینی موقعیت خود را در اغلب موارد نسبت به پورتفولیوهای صندوق دیگر حفظ می‌کنند. به علاوه، نتایج نشان می‌دهند که محتوی اطلاعات تاریخچه عملکرد بین سبکهای سرمایه گذاری صندوق مختلف تغییر نمی‌کند و توسط متدولوژی سنجش استفاده شده یا به وسیله افق تداوم عملکرد در نظر گرفته شده تحت تاثیر قرار نمی‌گیرد.

6. نتیجه‌گیریها

در این مقاله، ما عملکرد و تداوم در عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری مشترک سهام اروپایی را بین سالهای 1988 تا 2010 بررسی کردیم و تحقیق کردیم که آیا تاثیر تداوم مرتبط با سبک سرمایه گذاری می‌باشد. عملکرد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک اروپایی یک حوزه تحقیق با تنها یک تعداد اندک مقالات می‌باشد. با استفاده از داده‌های ماهانه برای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک شش کشور بزرگ اروپایی، ما پی بردیم که عملکرد گذشته حامل اطلاعات درباره آینده می‌باشد، ما تداوم آلفا را تا سه سال نشان دادیم که از هر دو لحاظ اقتصادی و آماری به شدت قابل توجه می‌باشد. بنابراین، صندوقهای سرمایه گذاری مشترک که عملکرد خوبی را در گذشته داشته اند، از احتمال زیادی برای عملکرد خوب در آینده براساس یک مبنای سازگار شده بنچ مارک برخوردار می‌باشند.

نتیجه گیری اصلی این است که صندوقهای سرمایه گذاری مشترک شواهد قوی تداوم عملکرد را نشان می‌دهد که در میان سبکهای سرمایه گذاری ثابت می‌باشند، با یک مبنای سالانه در دوره های طولانی مدت (فواصل زمانی 2 و 3 ساله) هر دو آلفاهای 2 و 3 ساله اطلاعات درباره عملکرد آینده را منتقل می‌کنند، اگرچه تداوم برای اجرا کننده-های با عملکرد برتر برجسته می‌باشد. ما از دو متدولوژی به منظور ارزیابی وجود پدیده تداوم استفاده کردیم. ابتدا،

یک رویکرد پارامتریک متشکل از آنالیز رگرسیون. دوم، یک متدولوژی غیرپارامتریک بر مبنای جداول احتمال و پشتیبانی شده توسط آزمونهای برنده تکراری، نسبت شانس و مربع کای برای تخمین اهمیت آماری نتایج. آزمونهای آماری تأیید می کنند که تداوم قویا قابل توجه می باشد، اغلب در یک سطح اعتماد 99/9 درصدو بنابراین، می توانیم بیان کنیم که عملکرد گذشته صندوقهای سرمایه گذاری مشترک اروپایی دارای توان توضیحی برای عملکرد آینده می باشد و سرمایه گذاران می توانند شواهد مفید از دادههای عملکرد گذشته به دست آورند. مدل‌های چندفاکتوری یک تمایز مفید از پدیده برنده و بتزنده در بازار صندوق سرمایه گذاری مشترک اروپایی فراهم می کنند. به علاوه، تخمین های تداوم ما حساس به انتخاب مدلها نمی باشد، هر دو مدل‌های سه فاکتوری و چهار فاکتوری شواهد قوی تداوم را نشان می دهند.

ما همچنین از اطلاعات شرطی کننده در مدیریت عملکرد استفاده می کنیم و پی بردیم که از هر دو لحاظ آماری و اقتصادی قابل توجه می باشد. نتایج ما همچنین نشان می دهند که سنجش های شرطی بیشتر آموزنده می باشند و یک اهمیت قابل توجه درباره عملکرد آینده نسبت به سنجش های غیرشرطی ارائه می کنند. با مقایسه نتایج حاصل از مدل‌های شرطی و غیرشرطی، ما ادعا می کنیم که آلفاهای شرطی منجر به شواهد فویتر تداوم عملکرد برای تمام پورتفولیوهای صندوق می شوند. این پیشنهاد می کند که فاکتورهای شرطی در نظر گرفته شده در مدل چندفاکتوری و بتاهای متغیر زمانی برخی شواهد را به دست می دهند که یک رابطه بین عملکرد گذشته و آینده صندوق وجود دارد. این مطابق با اغلب مطالعات پیشین برای بازار آمریکا می باشد که پی برده اند که تداوم عملکرد بسیار قابل توجه می باشد وقتی که مدل‌های شرطی استفاده شده باشند. یافتن اینکه یک سنجش شرطی نیز برای تشخیص تداوم در عملکرد صندوق مفید می باشد، سازگار با این دیدگاه است که متدولوژیهای بیشتر پیشرفته برای ارزیابی موفق عملکرد صندوقهای سرمایه گذاری مشترک موردنیاز می باشند.

نتایج ما نشان می دهند که عملکرد متوسط (آلفای جنسن) برای تمام پورتفولیوهای صندوق در هر افق زمانی در نظر گرفته شده منفی می باشد، با عملکرد ضعیف تر وقتی که مدل‌های شرطی مورد استفاده قرار گرفته باشند. این پیشنهاد می کند که در بازارهای صندوق سرمایه گذاری مشترک اروپایی، ارزش افزوده توسط مدیریت فعال هزینه

های تحمیل شده آن را پوشش نمی دهد. به طور کلی، بر مبنای نتایج ما، می توانیم نتیجه گیری کنیم که در حقیقت سازگاری سرمایه گذاری و ارزشهای بازاری مرتبط با توانایی یک مدیر صندوق برای حفظ یک پورتفولیو سازگار با سبک می باشند.

ما همچنین تاثیر خصوصیات عملکرد سازگار شده پنج مارک را بررسی کردیم. ما پی بردیم که نسبت هزینه، گردش مالی پورتفولیو و هزینه های بار به طور قابل توجه و به صورت منفی مرتبط با عملکرد سازگار شده پنج مارک می باشد در حالیکه بار ماکسیم دارای ارتباط مثبت می باشد.

در نهایت، مسائل اندکی درباره متدولوژی به کار رفته برای به دست آوردن نتایج ما می تواند ارتقاء داده شوند. ما به برخی مسائل همانند تاثیر اندازه صندوق، تاثیر سبک سرمایه گذاری بر روی تداوم یا نتایج سازگار شده پنج مارک پرداختیم. حوزه های تحقیق آینده شامل بررسی یک اندازه نمونه بزرگتر و تحت مشخصه های صندوق همانند تصدی مدیریت بر روی عملکرد می باشند.

References

- Avramov, D., Russ, W., 2006. Investing in mutual funds when returns are predictable. *Journal of Financial Economics* 81, 339–377.
- Banegas, A., Gillen, B.J., Timmermann, A., Wermers, R., 2011. Mutual fund return predictability in partially segmented markets. Working paper.
- Barras, L., Scaillet, O., Wermers, R., 2010. False discoveries in mutual fund performance: measuring luck in estimated alphas. *Journal of Finance* 65, 179–216.
- Bollen, N., Busse, J., 2005. Short-term persistence in mutual fund performance. *Review of Financial Studies* 18, 569–597.
- Brown, S., Goetzmann, W., Ibbotson, R., Ross, S., 1992. Survivorship bias in performance studies. *Review of Financial Studies* 5, 553–580.
- Brown, S., Goetzmann, W., 1995. Performance persistence. *Journal of Finance* 50, 679–698.
- Busse, J., Goyal, A., Wahal, S., 2010. Performance and persistence in institutional investment management. *Journal of Finance* 65, 765–790.
- Carpenter, J.N., Lynch, A.W., 1999. Survivorship bias and attrition effects in measures of performance persistence. *Journal of Financial Economics* 54, 337–374.
- Carhart, M., 1997. On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance* 52, 57–82.
- Christopherson, J., Ferson, W., Glassman, D., 1998. Conditioning manager alphas on economic information: another look at the persistence of performance. *Review of Financial Studies* 11, 111–142.
- Cochrane, J., 1992. A cross-sectional test of a production-based asset pricing model. Working paper, University of Chicago.
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Das, S., Blake, C.R., 1996a. The persistence of risk-adjusted mutual fund performance. *Journal of Finance* 69, 133–157.
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Blake, C.R., 1996b. Survivorship bias and mutual fund performance. *Review of Financial Studies* 9, 1097–1120.
- Fama, E., French, K., 2010. Luck versus skill in the cross section of mutual fund returns. *Journal of Finance* 65, 1915–1947.
- Ferson, W., Schadt, R., 1996. Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions. *Journal of Finance* 51, 425–462.
- Gruber, M.J., 1996. Another puzzle: the growth of actively managed mutual funds. *Journal of Finance* 51, 783–810.
- Hendricks, D., Patel, J., Zeckhauser, R., 1993. Hot hands in mutual funds: short run persistence of relative performance, 1974–1988. *Journal of Finance* 48, 93–130.
- Henriksson, R., 1984. Market timing and mutual fund performance: an empirical investigation. *Journal of Business* 57, 73–97.
- Heston, S.L., Rouwenhorst, K.G., 1994. Does industrial structure explain the benefits of international diversification? *Journal of Financial Economics* 36, 3–27.
- Jagannathan, R., Zhenyu, W., 1996. The conditional CAPM and the cross-section of expected returns. *Journal of Finance* 51, 3–53.
- Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 48, 65–91.
- Jensen, M., 1968. The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *Journal of Finance* 48, 389–416.
- Kahn, R., Rudd, A., 1995. Does historical performance predict future performance? *Financial Analysts Journal* 51, 43–52.
- Kosowski, R., Timmermann, A., Wermers, R., White, H., 2006. Can mutual fund stars really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis. *Journal of Finance* 61, 2551–2595.
- Lynch, A., Wachter, J., Boudry, W., 2008. Does mutual fund performance vary over the business cycle? NYU Working paper series, S-DRP-03-04.
- Malkiel, B.G., 1995. Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *Journal of Finance* 50, 549–572.
- Newey, W.K., West, K.D., 1987. A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica* 55, 703–708.
- Otten, R., Bams, D., 2002. European mutual fund performance. *European Financial Management* 8, 75–101.
- Sonney, F., 2009. Financial Analysts' Performance: Sector versus country specialization. *Review of Financial Studies* 22, 2087–2131.
- Wermers, R., 1997. Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence, and survivorship bias. Working paper, University of Maryland.