

تحلیل عملکرد رديابي و خطاي رديابي صندوق‌هاي سهامي قابل معامله در بورس تهران

مريم گوارا⁺

ميثم کاوياني^{*}

ابولفضل منصور گرگاني[‡]

تاريخ پذيرش: ۱۴۰۳/۰۷/۱۸

تاريخ دريافت: ۱۴۰۳/۰۲/۲۷

چکیده

از زمان معرفی صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) در دو دهه و نیم پیش تاکنون، شاهد رشد قابل توجهی در این نوع از صندوق‌ها بوده‌ایم و به یکی از محبوب‌ترین ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرفعال در بین سرمایه‌گذاران خرده‌فروشی و حرفه‌ای نیز تبدیل شده است. با این حال، توانایی رديابي آن‌ها کماکان مورد سؤال قرار می‌گیرد. این پژوهش در بورس تهران به تحلیل عملکرد رديابي ETFها یعنی اینکه چگونه صندوق‌ها می‌توانند الگوی (شاخص) خود را تکرار کنند و همچنین خطای رديابي آن‌ها پرداخته است. عملکرد رديابي با مدل‌های CAPM و شاخصی مورد بررسی قرار گرفته و همچنین جهت تجزیه و تحلیل وجود یا عدم وجود رابطه کوتاه‌مدت از روش یوهانسن (۱۹۸۸) استفاده شده است. همچنین در این پژوهش، خطای رديابي از طریق عوامل مؤثری همچون نوسانات بازدهی، نقدشوندگی، و اسپرد قیمتی صندوق‌ها تحلیل شده است. داده‌های مورد استفاده پژوهش با فراوانی روزانه بین سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۱ استخراج شد. نتایج به دست آمده بیانگر آن است که از منظر عملکرد رديابي، فقط دو صندوق دارای آلفای مثبت و معناداری بودند و برخی از این صندوق‌ها نیز با توجه به بتای بالای آن‌ها، ریسکی‌تر از بازار رفتار کردند. نتایج آزمون مدل شاخصی نیز نشان داد که رابطه بین ETFها و شاخص کل در بلندمدت دارای تعادل است. همچنین، نتایج

^{*} استادیار گروه مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران (نویسنده مسئول)، meysamkaviani@gmail.com

⁺ استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران، Maryam_gavara@yahoo.com

[‡] دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، abolfazlmansouri4976@gmail.com

به دست آمده از یوهانسن رابطه کوتاه مدت بین بازدهی صندوق‌ها و شاخص الگو را نشان می‌دهد و با توجه به ضریب تعدیل منفی در تمام صندوق‌ها، خطای ETF به شدت تفاوت‌های قیمت را تصحیح کرده است. نهایتاً نتایج آزمون عوامل مؤثر بر خطای ردیابی نشان داد که عوامل مؤثر منتخب در برخی از صندوق‌ها معنادار و در سایر صندوق‌ها دارای عدم معناداری بودند.

واژه‌های کلیدی: عملکرد ردیابی، خطای ردیابی، ETF
طبقه‌بندی JEL: L25, L1, G23

۱ مقدمه

امروزه، ETFها یا صندوق‌های قابل معامله در بورس به دلیل کارمزد کم و مالیات‌های بالقوه، کارایی و ویژگی مشابه سهام و همچنین به دلیل معامله آسان در ساعات معاملاتی و توانایی آن‌ها در ارائه راه‌حل‌های خلاقانه، برای سرمایه‌گذاران بسیار جذاب‌اند (بانسال و سومانی^۱، ۲۰۰۲؛ مک گوایر و هلمریچ^۲، ۲۰۰۸). در سال ۱۹۹۳، اولین ETF با تبعیت از شاخص اس اند پی ۵۰۰ راه‌اندازی و تحت عنوان رسیده‌های سپرده‌گذاری^۳ (SPDR) نام‌گذاری شد که پس از آن، سهم بازار ETFها به سرعت رشد کرد. آغاز به کار صندوق‌های قابل معامله در بورس در تهران سال ۱۳۹۲ بود که با استقبال بازار مواجه شد و ۵ صندوق قابل معامله تأسیس شده توانستند تا پایان همین سال حدود ۲ هزار میلیارد سرمایه جذب کنند. به جز این ۵ صندوق، ۲۶ صندوق دیگر هم مجوز فعالیت گرفتند و به این ترتیب تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تا پایان سال ۱۳۹۲ و با احتساب انحلال ۴ صندوق، به ۱۱۹ صندوق رسید.^۴ از پس از گذشت یک دهه از فعالیت این صندوق‌ها در ایران تا زمان نگارش مقاله، اطلاعات تعداد ۱۴۱ صندوق با انواع مختلف (بدون در نظر گرفتن صندوق‌های بخشی) در سایت فیپ ایران^۵ ثبت شده است که به نوعی توسعه این بخش از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه تهران را نشان می‌دهد (جدول ۱).

ETFها به عنوان شرکت‌های سرمایه‌گذاری تعریف می‌شوند که از نظر قانونی به عنوان شرکت‌های باز یا تراست سرمایه‌گذاری باز^۶ (UIT) طبقه‌بندی می‌شوند، اما از نظر نحوه معامله با آن‌ها متفاوت‌اند. ETFها سهام خود را در بلوک‌های بزرگی که واحدهای ایجاد نامیده می‌شوند منتشر می‌کنند و به جای پول نقد، واحدهای ایجاد شده را با اوراق بهادار می‌فروشند یا می‌خرند. سرمایه‌گذاران می‌توانند تک تک سهام را در بازار ثانویه معامله کنند

¹ Bansal & Somani

² McGuire & Helmrich

³ S&P Depository Receipts

⁴ <https://www.sena.ir/news>

⁵ <https://www.fipiran.com>

⁶ Unit Investment Trust

(شین و سویدمیر^۱، ۲۰۱۰). ETFها به دلیل انعطاف‌پذیری که دارند، به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند ETFهای کوتاه‌مدت را به فروش رسانند و از طریق سفارش بازار در محدوده بازار بتوانند توقف زیان خود را تعیین کنند. ETFها را می‌توان روی دارایی‌های مختلف (مثل سهام و کالا و...) ایجاد کرد و به‌طور مستمر می‌توانند در طول روز معامله شوند. به‌طور کلی، ETFها یک شاخص را ارائه می‌دهند و گزینه‌ای از سرمایه‌گذاری است که به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد یک مجموعه از دارایی با هزینه کم را در اختیار داشته باشند. واحدهای ETF قابل بازخرید و همچنین قابل تبدیل‌اند و از این طریق به صندوق اجازه می‌دهد تا ورودی‌های خود را مدیریت کنند (گستینو^۲، ۲۰۱۰). همچنین، این صندوق‌ها تأثیر قابل توجهی بر ویژگی‌های سهام در بازارهای مالی دارند (بن دیوید و همکاران^۳، ۲۰۱۸) و با هدف پاسخ‌گویی به تقاضای سرمایه‌گذاران، از نقدشوندگی و سهولت معامله در بازارهای مالی برخوردارند (عیوضلو و همکاران^۴، ۱۴۰۰)؛ چنان‌که این پژوهش با توجه به ویژگی‌های برشمرده فوق در بورس تهران، به عملکرد ردیابی (یعنی اینکه چگونه ETFها می‌توانند الگوهای مربوطه خود را تکرار کنند) و خطای ردیابی (یعنی چه چیزی باعث انحراف از معیار می‌شود) (چن و همکاران^۵، ۲۰۱۷) ETFهای سهامی پرداخته است. به‌طور کلی در مباحث مربوط به صندوق‌ها، معیارهای ردیابی نشان‌دهنده میزان تطابق عملکرد صندوق با هدف تعیین‌شده و میزان عملکرد بهتر نسبت به بازده موردانتظار است و خطای ردیابی و آلفا را دربرمی‌گیرد (همان) و ارزیابی عملکرد ETFها از طریق تجزیه و تحلیل ریسک-بازده، معیارهای عملکرد تعدیل‌شده باریسک، تجزیه و تحلیل خطای ردیابی و رگرسیون چندعاملی نشان داده می‌شود که معمولاً اکثر ETFها عملکرد بهتری از شاخص‌های ردیابی خود، و یا خطاهای ردیابی قابل توجهی دارند (حسامانی^۵، ۲۰۲۳).

در این پژوهش، عملکرد ردیابی به بررسی اینکه ETFها چقدر الگوی خود را تکرار می‌کنند، کمک می‌کند و این پژوهش از آنجایی که اکثر ETFها دارای خطای ردیابی هستند، به ارزیابی عملکرد ردیابی و خطای ردیابی مثبت و منفی آن‌ها پرداخته است. در کشورمان نیز پژوهش‌های اندکی در خصوص صندوق‌های ETF انجام شده است که در برخی از آن‌ها

¹ Shin & Soydemir

² Gastineau

³ Ben David et al.

⁴ Chen et al.

⁵ Hosamani

شاعر عطار و میرزاپور باباجان (۱۳۹۹ و ۱۴۰۰) در صندوق‌های طلا و همچنین کاویانی و فخرحسینی (۱۴۰۲) در صندوق‌های سهامی، شاخصی، و با درآمد ثابت، به کارایی، کشف و انحراف قیمت‌گذاری پرداختند و هیچ‌یک از آن‌ها ردیابی عملکرد و رابطه بلندمدت این صندوق‌ها با شاخص الگو را بررسی نکردند. از این‌رو، این پژوهش قصد دارد تا بدین سؤالات پاسخ دهد که آیا بازده ETF‌های سهامی بورس تهران در مقایسه با الگوی خود یعنی شاخص کل بهتر عمل می‌کنند؟ آیا بین ETF‌ها و شاخص الگو رابطه بلندمدتی وجود دارد و همچنین این رابطه در بلندمدت دارای تعادل است یا خیر؟ آیا میانگین درصد اسپرد، نوسانات و نقدشوندگی ETF‌ها بر خطای ردیابی تأثیرگذار است یا خیر؟

از این‌رو، این پژوهش برای پاسخ به سؤالات فوق به شرح زیر سازمان‌دهی شده است: بخش ۲ شامل بررسی ادبیات و پیشینه پژوهش است. روش‌شناسی در بخش ۳ و یافته‌های پژوهش در بخش ۴ ارائه شده است. در بخش ۵ با نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها، مقاله به پایان می‌رسد.

جدول ۱

آمار تعداد صندوق‌های قابل معامله در بورس

صندوق‌ها	تعداد	اولین صندوق	آخرین صندوق	بالاترین بازدهی سال (%)	کمترین بازدهی سال (%)
درآمد ثابت	۵۴	۱۳۹۳/۱۲/۱۲	۱۴۰۲/۰۵/۰۹	گنجینه آینده روشن - ۳۸/۴۸	گنجینه یکم آوید - ۱۸/۵
مبتنی بر سپرده کالایی	۱۱	۱۳۹۶/۰۴/۲۱	۱۴۰۲/۰۲/۱۸	گواهی سپرده سکه طلا کهربا - ۱۰۴/۵۲	طلای سرخ نو ویرا - ۲/۰۴
سهامی	۴۹	۱۳۹۲/۰۷/۱۵	۱۴۰۲/۰۴/۲۱	واسطه‌گری مالی یکم - ۹۳/۸۸	شاخصی بازار آشنا - ۳۶/۵۵
مختلط	۴	۱۳۹۲/۰۶/۰۷	۱۴۰۲/۰۴/۳۱	آرمان سپهر آشنا - ۶۸/۴۸	سپهر اندیشه نوین - ۴۲/۳۸
جسورانه	۱۶	۱۳۹۵/۱۱/۲۶	۱۴۰۰/۱۲/۲۶	سپهر یکم - ۱۸۷/۵۴	یکم آرمان آتی - ۰/۷۲
پروژه‌های خصوصی	۱	۱۳۹۶/۰۸/۰۸	۱۳۹۶/۰۸/۰۸	آرمان پرند مینا - ۳/۰۵	آرمان پرند مینا - ۳/۰۵
	۳	۱۳۹۹/۰۳/۲۴	۱۴۰۱/۰۹/۲۱	کمان کاریزما - ۴/۷۴	اعتبار سرمایه نوآفرین - ۱۱/۸۲
صندوق در صندوق	۲	۱۴۰۰/۱۱/۱۸	۱۴۰۱/۱۰/۲۴	صنم - ۶۱/۲۹	تمشک نماد رشد تاکنون - ۴۴/۳۱
املاک و مستغلات	۱	۱۴۰۱/۸/۲۵	۱۴۰۱/۸/۲۵	ارزش مسکن - ۳۷/۵	ارزش مسکن - ۳۷/۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر برگرفته از سایت fipiran.ir

۲ ادبیات و پیشینه پژوهش

از زمان توسعه نظریه نوین پرتفوی مارکوویتز (۱۹۵۲)، سرمایه‌گذاران به دنبال روش‌های کارآمد جهت تنوع‌بخشیدن به پرتفوی خود بوده‌اند تا ریسک خاص خود را حذف و پرتفوی‌های کارایی را به دست آورند که بازدهی را به حداقل برساند. مستقیم‌ترین راه برای انجام این کار، تکرار شاخص‌ها با خرید تمام سهام یا حداقل نمونه‌ای از آنهاست. با این حال، این راهبرد فقط برای سرمایه‌گذاران بزرگ در دسترس است، زیرا سرمایه‌گذاران خرد هزینه‌های معامله شدیدی را تجربه خواهند کرد. با توجه به این مشکلات، سرمایه‌گذاران خرد شروع به تقاضای سرمایه‌های سهامی کردند که می‌توانست سهام را در مقادیر زیاد خریداری کند و در نتیجه هزینه‌های معاملاتی کمتری داشته باشد که باعث ظهور اولین صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال شده است. این صندوق‌ها در نظر گرفته شده‌اند تا شاخص‌هایی را تکرار کنند که نسبت به صندوق‌های فعال، کارمزد کمتری از مشتریان خود دریافت می‌کنند، که به نظر می‌رسد عملکرد بهتری از شاخص بازار داشته باشند. بدین منظور، صندوق‌های غیرفعال مدیران صندوق‌هایی را استخدام می‌کنند که پرتفویی از سهام ایجاد می‌کنند (معمولاً یک الگو شاخص را تکرار می‌کنند) و سهام صندوق را با هزینه‌های کمتری به سرمایه‌گذاران خرد عرضه می‌کنند که می‌تواند تمام سهام را به تنهایی خریداری کند (وردو^۱، ۲۰۱۴). ادبیات قبلی بازار ETF را در سرتاسر جهان به‌طور گسترده مورد مطالعه قرار داده و مستند کرده است که اکثر ETFها دارای خطاهای ردیابی قابل توجهی هستند و عملکرد کمتری از شاخص اصلی خود داشتند که عوامل متعددی مانند تغییرات نرخ ارز برای توضیح وجود خطای ردیابی پیشنهاد شده است (چن و همکاران، ۲۰۱۷). هارپر و همکاران^۲ (۲۰۰۶) عملکرد ریسک و بازده ETFها را با صندوق بسته یا صندوق سرمایه‌گذاری محدود در ایالات متحده مقایسه کردند و به سه نتیجه اصلی دست یافتند: نخست، ETFها به دلیل کارمزدهای پایین‌تر، بازده بالاتری نسبت به صندوق‌های بسته دارند؛ دوم، ETFها نسبت‌های شارپ بالاتری نسبت به صندوق‌های بسته دارند و نهایتاً راهبرد سرمایه‌گذاری غیرفعال بر راهبرد فعال برتری دارد. بلیتز و همکاران^۳ (۲۰۱۰) دریافتند که ETFهای اروپایی بین ۵۰ تا ۱۵۰

¹ Verdu

² Harper et al.

³ Blitz et al.

نقطه پایه در مقایسه با معیار خود عملکرد کمتری دارند و پیشنهاد می‌کند که نسبت‌های هزینه‌ای ETF و مالیات بر سود سهام می‌تواند عملکرد ضعیف را توضیح دهد. شن و سویدمیر^۱ (۲۰۱۰) عملکرد خطای ردیابی ETF‌های آسیایی را مطالعه کردند. آن‌ها استدلال می‌کنند که بازار ETF آسیا در انتشار اطلاعات کارایی کمتری دارد و در نتیجه خطای ردیابی بیشتری دارند. باش و ساری اوغلو^۲ (۲۰۱۵) بر ETF‌های ترکیه تمرکز کرده و دریافتند که خطاهای ردیابی به‌طور قابل توجهی متفاوت با صفر است. چو^۳ (۲۰۱۱) با استفاده از الگوهای مشابه خطای ردیابی، خطاهای ردیابی قابل توجهی را برای ETF‌های معامله‌شده در هنگ کنگ یافتند. او دریافت که خطای ردیابی با نسبت هزینه رابطه مثبت و همچنین با دارایی‌های تحت مدیریت رابطه منفی دارد. هیلارد^۴ (۲۰۱۴) صرف و کسر ETF را تجزیه و تحلیل کرده و درجه بالایی از کارایی سازوکار قیمت‌گذاری آربیتراژ ETF را نشان می‌دهد. پان و لی^۵ (۲۰۱۶) عملکرد خطای ردیابی ETF‌های طلا در چین را بررسی کردند و نشان دادند که خطاهای ردیابی این ETF‌ها کمتر از ETF‌های سهامی است. آلاملو و گویال^۶ (۲۰۲۳) در پژوهشی نشان دادند که اکثر ETF‌های نمونه از شاخص‌های ردیابی خود بهتر عمل کرده‌اند، اما با خطاهای ردیابی قابل توجه در طول دوره مطالعه مواجه بودند. در پژوهش‌های مرتبط داخلی نیز کاویانی و فخرحسینی (۱۴۰۲) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات صندوق‌های قابل معامله سهامی، شاخصی، و با درآمد ثابت در بورس تهران، نشان دادند که عملکرد صندوق‌های منتخب بهتر از عملکرد شاخص کل بازار بوده است. همچنین، نتایج نشان داد که عوامل مؤثر بر خطای ردیابی و صرف (کسر) در صندوق‌های مختلف نتایج متفاوتی ارائه می‌دهد و ناکارایی قیمتی در این صندوق‌ها نیز مشهود است. شاعرعطار و میرزاپور باباجان (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «اثر شوک حاصل از دارایی پایه بر انحراف قیمت‌گذاری صندوق‌های قابل معامله طلا» بدین نتیجه رسیدند که انحراف قیمت‌گذاری پایا و قابل پیش‌بینی است و بنابراین می‌تواند هزینه اضافی و ضمنی معامله تلقی شود. در پژوهش دیگری، شاعرعطار و میرزاپور باباجان (۱۳۹۹) به تجزیه و تحلیل کارکرد کشف قیمت صندوق‌های قابل معامله طلا پرداختند و نشان دادند که معیار خطای ردیابی از عملکرد بهتر

¹ Shin & Soydemir

² Bash & Sari Oglu

³ Chu

⁴ Hilliard

⁵ Pan & Lee

⁶ Alamelu & Goyal

بازار نقدی نشان دارد و رهیافت انحراف قیمت‌گذاری نیز بیانگر این است که ETF طلا نسبت به بازار نقدی کمتر مورد اقبال عمومی بوده است.

۳ روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از یک فلسفه تحقیقاتی اثبات‌گرایی استفاده کرده است که در آن هدف کشف روابط از طریق جمع‌آوری داده‌ها برای آزمون فرضیه است که بر نظریه‌های موجود که تأیید شده‌اند، مبتنی هستند. از یک رویکرد قیاسی استفاده شده است که در آن سؤالات و فرضیه‌ها از نظریه‌ها ایجاد می‌شوند و سپس با استفاده از تجزیه و تحلیل داده‌ها، تأیید یا رد می‌شوند (کاوایانی و فخرحسینی، ۱۴۰۲). این پژوهش از داده‌های نه صندوق ETF سهامی استفاده کرده است که مبنای انتخاب آن‌ها نسبت به سایر صندوق‌های مشابه خود، داشتن بالاترین عملکرد در سال‌های اخیر بوده و اطلاعات آن‌ها حداقل در پنج سال با فراوانی روزانه از تاریخ ۱۳۹۲/۱/۱ تا پایان سال ۱۴۰۱ در سایت فیپ‌ایران مربوط به مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران در دسترس بوده است. نهایتاً تحلیل و آزمون هر یک از مدل‌های پژوهش با نرم‌افزار ای‌ویوز برآزش شده است.

۴ تصریح مدل پژوهش

۴.۱ مدل‌های ارزیابی عملکرد رديابی

در این پژوهش، از دو رویکرد برای سنجش عملکرد رديابی ETFها استفاده شده است: ابتدا، یک تحلیل رگرسیون از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای^۱ (CAPM) انجام می‌شود که در آن بازده مازاد ETF را با بازده مازاد الگوی آن (شاخص کل) به شرح مدل (۱) مقایسه می‌کند؛

$$(r_t^{ETF} - r_t^f) = \alpha + \beta (r_t^{IND} - r_t^f) + \varepsilon_t \quad (1)$$

جایی که r_t^{ETF} بازده ETF است، r_t^f نرخ بدون ریسک که می‌توان از نرخ روزانه صندوق‌های با درآمد ثابت، نرخ گواهی سپرده، و اسناد خزانه کوتاه‌مدت استفاده کرد. در این پژوهش، نماینده آن نرخ بازده سپرده‌های بانکی در نظر گرفته شده و r_t^{IND} بازده شاخص است. در مدل فوق، آلفا (α) عملکرد بهتر یا ضعیف ETF را نسبت به شاخص نشان می‌دهد؛

¹ Capital Asset Pricing Model

درحالی که β واکنش ETF را در برابر حرکات شاخص مشخص می‌کند. اگر ETF الگو را به‌خوبی دنبال کند، انتظار داریم که آلفا صفر و بتای آن ۱ باشد. علاوه‌براین معیارها، می‌توانیم R^2 را ارزیابی کنیم. اگر صندوق به‌خوبی شاخص را تکرار کند، انتظار می‌رود R^2 نزدیک به یک باشد.

روش دوم ارزیابی عملکرد ردیابی ETF این است که آیا سری قیمت لگاریتمی ETF و الگوی آن با هم ترکیب شده‌اند یا خیر. همگرایی بین ETF و شاخص آن با پیروی از روش انگل و گرنجر^۱ (۱۹۸۷) و یوهانسن^۲ (۱۹۸۸) ارزیابی شدند. برای روش انگل و گرنجر (۱۹۸۷) یک رگرسیون از قیمت‌های لگاریتمی ETF روی قیمت‌های لگاریتمی شاخص آن به شرح مدل (۲) انجام شده است؛

$$P_t^{ETF} = \gamma + \delta P_t^{IND} + \eta_t \quad (2)$$

جایی که P_t^{ETF} قیمت لگاریتمی ETF در زمان t و P_t^{IND} قیمت لگاریتمی شاخص آن است. ضریب δ رابطه بلندمدت بین ETF و شاخص را نشان می‌دهد و اگر ETF به‌طور کامل شاخص خود را دنبال کند، انتظار می‌رود برابر با ۱ باشد. γ هرگونه انحراف پایدار بین ETF و شاخص را نشان می‌دهد که می‌تواند به‌دلیل این واقعیت باشد که ETFها ممکن است در سطح قیمتی متفاوت با شاخص معامله شوند.

یکی از ویژگی‌های همگرایی این است که سطوح قیمت (یا لگاریتم قیمت‌ها) معمولاً نامانا^۳ هستند. بااین‌حال، همگرایی به این معنی است که یک ترکیب خطی از متغیرهای نامانا، مانا هستند. در این پژوهش، آزمون روش یوهانسن (۱۹۸۸) پیشنهاد شده است که آمار ردیابی را می‌توان برای ماتریس ضریب بلندمدت محاسبه کرد. اگر قیمت‌ها با هم ترکیب شوند، آنگاه قضیه نمایش انگل-گرنجر بیان می‌کند که بازده‌های ETF و شاخص را می‌توان با استفاده از مدل تصحیح خطا (ECM)^۴ مدل‌سازی کرد. به‌طور خاص، مدل تصحیح خطا به شرح زیر برآورد شده است:

¹ Engel & Granger

² Johansen

³ non-stationary

⁴ Error Correction Model

$$r_t^{\text{ETF}} = \mu + \lambda \pi p_{t-1} + \varphi(L) r_t^{\text{ETF}} + \theta(L) r_t^{\text{IND}} + v_t \quad (3)$$

که در آن πp_{t-1} عبارت تصحیح خطاست که از روش یوهانسن به‌دست می‌آید و $\varphi(L)$ و $\theta(L)$ یک چندجمله‌ای در عملگر با وقفه، L است که در آن $L > 0$ است و ضریب λ سرعت ضریب تعدیل را می‌سنجد و نرخی است که خطای ETF را تصحیح می‌کند. همچنین λ می‌تواند به‌عنوان نیمه‌عمر برای سنجش تفاوت قیمت شاخص ETF با رابطه $\ln 2/|\lambda|$ مورد استفاده قرار گیرد (چن و همکاران، ۲۰۱۷).

۴.۲ مدل خطای رديابی

روش‌های مختلفی برای سنجش خطای رديابی وجود دارد؛ ساده‌ترین آن‌ها تفاوت بین بازده ETF و بازده الگو (شاخص کل) متناظر آن‌هاست. روش دوم انحراف مطلق بین بازده ETF و بازده الگوست. در این پژوهش، خطای رديابی از تفاوت بین بازده ETF و بازده الگو (شاخص کل) محاسبه شده است (کاوایانی و فخرحسینی، ۱۴۰۲). ادبیات قبلی نشان داده است که در بیشتر بازارهای مالی ETF‌ها نمی‌توانند شاخص الگوی خود را به‌طور دقیق تکرار کنند (رومپوتیس^۱، ۲۰۰۶). در این بخش، از رویکرد زیر برای سنجش خطای رديابی استفاده شد که براساس تفاوت بین بازده ETF و شاخص الگوی آن است:

$$TE = r_t^{\text{ETF}} - r_t^{\text{IND}} \quad (4)$$

اگر ETF از شاخص الگوی آن انحراف داشته باشد، جالب است که دریاپییم چه‌چیزی باعث این انحرافات می‌شود و چه‌چیزی این انحرافات را توضیح می‌دهد. خطای رديابی مشاهده‌شده توسط شین و سویدمیر^۲ (۲۰۱۰) بیانگر آن است که عوامل زیادی از جمله نسبت هزینه کل، نوسانات روزانه، حجم معاملات، و غیره می‌تواند تأثیرگذار باشد و خطای رديابی را پیش‌بینی کند. قدان و یاگیل^۳ (۲۰۱۲) توانایی رديابی ETF‌های ایالات متحده را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که خطای رديابی با نوسانات روزانه ETF‌های ایالات متحده و همچنین حجم معاملات مرتبط است. به‌طور کلی، برای تعیین اینکه چه‌چیزی به خطای رديابی ETF‌ها منجر می‌شود، بر عوامل تعیین‌کننده خطای رديابی تمرکز و با تخمین رگرسیون زیر بررسی شده است:

¹ Rompotis

² Shin & Soydemir

³ Qadan & Yagil

$$TE_t = \alpha_1 + \alpha_2 Spread_{it}^{ETF} + \alpha_3 Volatility_{it}^{ETF} + \alpha_4 Illiquidity_{it}^{ETF} + \epsilon_t \quad (5)$$

که نوسانات، $Volatility_{it}^{ETF}$ به‌عنوان نسبت تفاوت بین قیمت‌های بالا و پایین به قیمت‌های بسته‌شدن در روز t محاسبه می‌شود. $Illiquidity_{it}^{ETF}$ معیار عدم نقدشوندگی با معیار عدم نقدشوندگی آمیهود^۱، همان‌طور که در معادله زیر آورده شده است، مورد سنجش قرار می‌گیرد:

$$Illiquidity_{it}^{ETF} = \frac{|R_{it}|}{Volume} \quad (6)$$

اسپرد نیز شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش است ($Spread_{it}^{ETF}$) که با کسرکردن قیمت درخواست پایانی از قیمت پیشنهادی بسته‌شدن در روز t به‌دست می‌آید و به‌عنوان نماینده‌ای برای هزینه‌های معامله عمل می‌کند (دلکور و ژانگ^۲، ۲۰۰۷).

۵ یافته‌های پژوهش

۵.۱ آمار توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی داده‌های روزانه صندوق‌های ETF سهامی را به تفکیک در قالب شاخص‌های میانگین، حداقل، و حداکثر نشان می‌دهد.

¹ Amihud

² Delcoure & Zhong

جدول ۲
آمار توصیفی *ETF* های سهام

افق ملت							
نوسانات	خطای ردیابی	اسپرد	صرف ریسک صندوق	بازده شاخص	صرف ریسک بازار	بازده صندوق	شاخص‌ها و مستیرها
۰/۰۲۵۱۱۶	۶۳۱E-05	۰/۶۷۴,۳۹۷	۰/۰۰۲,۵۲۵	۰/۰۰۲,۹۲۱	۰/۰۰۲,۵۸۵	۰/۰۰۲,۲۹۶	میانگین ۰/۰۰۰,۳۱۵
۰/۶۲۰	۰/۱۱۴	۷۴۶۰	۰/۰۵۹۰	۰/۰۶۰۰	۰/۱۳۹۰	۰/۱۴۰	حداکثر ۰/۰۱۵۰
۰/۰۰۰	۰/۰۷۳	-۸۳۲۰	-۰/۰۴۸	-۰/۰۴۷	-۰/۰۹۳	-۰/۰۹۳	حداقل -۰/۰۱
۱۰۷۸	۱۰۷۸	۱۰۷۸	۱۰۷۸	۱۰۷۸	۱۰۷۸	۱۰۷۸	مشاهدات ۱۰۷۸ (روزانه)
امین تدبیرگران فردا							
نوسانات	خطای ردیابی	اسپرد	صرف ریسک صندوق	بازده شاخص	صرف ریسک بازار	بازده صندوق	شاخص‌ها و مستیرها
۰/۰۲۶,۰۳۶	۰/۰۰۰,۲۷۶	۴/۱۲۶,۹۱۵	۰/۰۰۲,۰۴۶	۰/۰۰۲,۴۹۲	۰/۰۰۱,۷۷۰	۰/۰۰۲,۲۳۳	میانگین ۰/۰۰۰,۲۳۹
۱/۰۱۵	۰/۱۴۱	۴۷۶۸	۰/۰۹۵	۰/۰۹۵	۰/۱۰۷	۰/۱۰۸	حداکثر ۰/۰۱۰
۰/۰۰۰	۰/۰۷۹	-۸۳۰۸	-۰/۰۸۱	-۰/۰۸۱	-۰/۰۸۱	-۰/۰۸۱	حداقل -۰/۰۰۹
۱۳۷۱	۱۳۷۱	۱۳۷۱	۱۳۷۱	۱۳۷۱	۱۳۷۱	۱۳۷۱	مشاهدات ۱۳۷۱ (روزانه)
آرمان آتیه درخشان مس							
نوسانات	خطای ردیابی	اسپرد	صرف ریسک صندوق	بازده شاخص	صرف ریسک بازار	بازده صندوق	شاخص‌ها و مستیرها
۰/۰۲۶,۸۹۱	۰/۰۰۰,۱۳۵	۲۱/۳۷,۸۹۸	۰/۰۰۲,۴۰۳	۰/۰۰۲,۸۰۲	۰/۰۰۲,۵۳۵	۰/۰۰۲,۹۵۶	میانگین ۰/۰۰۰,۳۲۵
۱/۰۱۲	۰/۱۲۸	۱۲۶۲۲/۰۰	۰/۱۴۵	۰/۱۴۶	۰/۱۵۸	۰/۱۵۹	حداکثر ۰/۰۱۵
۰/۰۰۰	۰/۰۷۳	-۱۰۵۰۴	-۰/۰۵۳	-۰/۰۵۳	-۰/۰۸۹	-۰/۰۸۸	حداقل -۰/۰۱۱

مشاهدات (روزانه)	۱۱۶۱	۱۱۶۱	۱۱۶۱	۱۱۶۱	۱۱۶۱	۱۱۶۱	۱۱۶۱	۱۱۶۱
آسمان آرمانی سهام								
شاخص‌ها و متغیرها	نقدشودگی	بازده صندوق	صرف ریسک بازار	بازده شاخص	صرف ریسک صندوق	السپرد	خطای ردیابی	نوسانات
میانگین	۰/۰۰۰,۳۲۵	۰/۰۰۲,۹۹	۰/۰۰۲,۵۷	۰/۰۰۲,۹۰۵	۰/۰۰۲,۵۰۴	۲۰/۸۵,۳۷۹	۶/۷۰E-05	۰/۰۲۷۲۹۰
حداکثر	۰/۰۱۵	۰/۱۵۹	۰/۱۵۸	۰/۱۴۶	۰/۱۴۵	۱۲۶۲۲/۰۰	۰/۱۲۸	۱/۰۱۲
حداقل	-۰/۰۱۱	-۰/۰۸۸	-۰/۰۸۹	-۰/۰۵۳	-۰/۰۵۳	-۱۰۵۰۴	-۰/۰۷۳	۰/۰۰۰
مشاهدات (روزانه)	۱۱۴۹	۱۱۴۹	۱۱۴۹	۱۱۴۹	۱۱۴۹	۱۱۴۹	۱۱۴۹	۱۱۴۹
شاخصی کاردان								
شاخص‌ها و متغیرها	نقدشودگی	بازده صندوق	صرف ریسک بازار	بازده شاخص	صرف ریسک صندوق	السپرد	خطای ردیابی	نوسانات
میانگین	۰/۰۰۰۳۵۶	۰/۰۰۳۰۹۲	۰/۰۰۲۶۳۳	۰/۰۰۲۶۶۷	۰/۰۰۲۲۲۵	۳۷/۲۳۰۶۸	۰/۰۰۰۴۰۱	۰/۰۲۷۰۳۳
حداکثر	۰/۰۱۱	۰/۱۰۸	۰/۱۰۸	۰/۰۶۰	۰/۰۵۹	۸۶۰۰	۰/۰۸۱	۰/۴۶۷
حداقل	-۰/۰۰۱	-۰/۰۸۸	-۰/۰۸۹	-۰/۰۶۴	-۰/۰۶۵	-۶۸۵۰	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۰
مشاهدات (روزانه)	۱۲۵۵	۱۲۵۵	۱۲۵۵	۱۲۵۵	۱۲۵۵	۱۲۵۵	۱۲۵۵	۱۲۵۵
توسعه اطلس مفید								
شاخص‌ها و متغیرها	نقدشودگی	بازده صندوق	صرف ریسک بازار	بازده شاخص	صرف ریسک صندوق	السپرد	خطای ردیابی	نوسانات
میانگین	۰/۰۰۰,۱۹۴	۰/۰۰۱,۹۴	۰/۰۰۱,۴۸	۰/۰۰۱,۵۶۸	۰/۰۰۱,۱۱۱	۶۵/۸۸۲۱۰	۰/۰۰۰,۳۷۴	۰/۰۱۹,۹۷
حداکثر	۰/۰۱۰	۰/۱۰۰	۰/۱۰۰	۰/۰۸۴	۰/۰۸۴	۱۱۱۲۶/۰۰	۰/۰۶۸	۱
حداقل	-۰/۰۰۸	-۰/۰۷۷	-۰/۰۷۷	-۰/۰۵۵	-۰/۰۵۶	-۱۲۸۵۰	-۰/۰۸۶	۰/۰۰۰

حدافل	۰/۰۰۰	-۰/۹۰۳	-۰/۰۸۸۶	-۰/۰۴۸	-۰/۰۴۷	-۰/۸۹۹	-۰/۸۹۹	۰/۰۹,۴۸۶
مشاهدات (روزانه)	۱۶۷۲	۱۶۷۲	۱۶۷۲	۱۶۷۲	۱۶۷۲	۱۶۷۲	۱۶۷۲	۱۶۷۲

جدول ۱، خلاصه‌ای از متغیرهای اصلی پژوهش و شاخص الگو را به صورت روزانه برای ۹ صندوق نشان می‌دهد که بیانگر وضعیت هر یک از متغیرها در قالب شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است و با مقایسه میانگین بازدهی هر صندوق با نوسانات، می‌توان پی برد که متوسط نوسانات از متوسط بازدهی آن‌ها، و بازدهی شاخص در بیشتر موارد از بازدهی صندوق‌ها بیشتر بوده است. میانگین بازده روزانه با توجه به دامنه نوسان ۱۰ درصدی این صندوق‌ها، فقط در صندوق ثروت آفرین پاریس دارای میانگین ۳ درصدی بوده است که از این حیث مدیریت این صندوق نسبت به سایر صندوق‌ها توانسته است عملکرد بهتری داشته باشد. همچنین با در نظر گرفتن صرف ریسک صندوق‌ها، ملاحظه می‌شود که پایین‌ترین صرف ریسک متعلق به صندوق سی شرکت بزرگ فیروزه است که بیشتر تحت تأثیر شاخص الگوست. نهایتاً نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که متوسط خطای ردیابی در تمام صندوق مثبت و در سه صندوق امین تدبیرگران فردا، ثروت آفرین پاریس، و سی شرکت بزرگ فیروزه منفی است؛ بنابراین، نتیجه می‌شود که به طور متوسط مدیریت این صندوق‌ها نتوانستند بازدهی مازادی نسبت به متوسط بازدهی شاخص الگو ایجاد کنند.

۵.۲ آزمون مانایی

اگر سری زمانی دارای خاصیت مانایی باشند، ویژگی‌های آماری مانند میانگین خطا، واریانس‌ها، و گشتاورها با زمان تغییر نمی‌کنند. مانایی و نامانایی یک سری از داده‌ها می‌تواند تأثیر شدیدی بر رفتار و ویژگی‌های آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل مانا نباشند، درعین حال که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد، ضریب تعیین به دست آمده آن به اشتباه می‌تواند بسیار بالا باشد و موجب گمراهی پژوهشگر شود. از این رو در این پژوهش، از روش دیکي فولر تعمیم یافته^۱ (ADF) جهت بررسی مانایی متغیرها استفاده شده است که نتایج به شرح جدول ۳ نشان داده می‌شود.

¹ Augmented Dickey Fuller

جدول ۳

جدول آزمون ریشه واحد متغیرهای پژوهش

متغیر	ملت	فردا	درخشان مس	آرمان	کاردان	مفید	پارسیان	کاریزما	فیروزه
RETf_RF	-۱۸٫۲ (۰٫۰۰)	-۲۷٫۸ (۰٫۰۰)	-۲۴٫۹ (۰٫۰۰)	-۲۴٫۹ (۰٫۰۰)	-۲۸٫۳ (۰٫۰۰)	-۲۵٫۲ (۰٫۰۰)	-۳۰٫۸ (۰٫۰۰)	-۳۹٫۱ (۰٫۰۰)	-۳۹٫۷ (۰٫۰۰)
RIND_RF	-۱۳٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۹ (۰٫۰۰)	-۱۲٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۴٫۷ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۳ (۰٫۰۰)	-۱۸٫۷ (۰٫۰۰)	-۲۲٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۷٫۴۹ (۰٫۰۰)	-۱۶٫۸ (۰٫۰۰)
LOGETF	-۲٫۰۵ (۰٫۲۶)	-۱٫۰۹ (۰٫۷۲)	-۲٫۷۵ (۰٫۰۶)	-۲٫۸۳ (۰٫۰۵)	-۱٫۰۹ (۰٫۷۲)	۱٫۳۳ (۰٫۹۹)	-۱٫۹۸ (۰٫۲۹)	-۱٫۷۰ (۰٫۴۲)	-۱٫۳۲ (۰٫۶۲)
D(LOGETF)	-۱۸٫۵ (۰٫۰۰)	-۲۷٫۹ (۰٫۰۰)	-۲۵٫۱ (۰٫۰۰)	-۲۵٫۰۲ (۰٫۰۰)	-۲۸٫۳ (۰٫۰۰)	-۲۵٫۴ (۰٫۰۰)	-۳۰٫۸ (۰٫۰۰)	-۴۱٫۵ (۰٫۰۰)	-۴۰٫۶ (۰٫۰۰)
LOGIND	-۱٫۹۴ (۰٫۳۱)	-۰٫۸۵ (۰٫۸۰)	-۲٫۲۸ (۰٫۱۷)	-۲٫۲۹ (۰٫۱۷)	-۱٫۳۹ (۰٫۵۸)	۰٫۸۶ (۰٫۹۹)	-۲٫۴۳ (۰٫۱۳)	۰٫۲۵ (۰٫۹۷)	-۰٫۰۶ (۰٫۹۵)
D(LOGIND)	-۱۳٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۹ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۰۲ (۰٫۰۰)	-۱۴٫۷ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۲ (۰٫۰۰)	-۱۸٫۸ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۸ (۰٫۰۰)	-۱۷٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۶٫۸ (۰٫۰۰)
TE	-۲۶٫۵ (۰٫۰۰)	-۲۵٫۶۷ (۰٫۰۰)	-۱۷٫۵ (۰٫۰۰)	-۲۴٫۰۴ (۰٫۰۰)	-۲۴٫۷ (۰٫۰۰)	-۲۸٫۷ (۰٫۰۰)	-۹٫۳ (۰٫۰۰)	-۴۳٫۰۷ (۰٫۰۰)	-۴۲٫۷ (۰٫۰۰)
SPREAD	-۳۳٫۹ (۰٫۰۰)	-۳۳٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۲ (۰٫۰۰)	-۱۵٫۱ (۰٫۰۰)	-۲۸٫۸ (۰٫۰۰)	-۷۴٫۰۴ (۰٫۰۰)	-۳۲٫۱ (۰٫۰۰)	-۱۰٫۹ (۰٫۰۰)	-۱۶٫۵ (۰٫۰۰)
VOL	-۵٫۴ (۰٫۰۰)	-۶٫۴۳ (۰٫۰۰)	-۸٫۱۶ (۰٫۰۰)	-۸٫۱۶ (۰٫۰۰)	-۴٫۵۸ (۰٫۰۰)	-۷٫۹۵ (۰٫۰۰)	-۱۶٫۶ (۰٫۰۰)	-۸٫۰۰ (۰٫۰۰)	-۵٫۸۵ (۰٫۰۰)
ILLIQUIDITY	-۱۷٫۸ (۰٫۰۰)	-۲۷٫۵ (۰٫۰۰)	-۱۷٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۷٫۶ (۰٫۰۰)	-۱۹٫۴ (۰٫۰۰)	۲۵٫۴ (۰٫۰۰)	-۳۱٫۲ (۰٫۰۰)	-۲۲٫۴ (۰٫۰۰)	-۴۰٫۵۶ (۰٫۰۰)

با توجه به آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته و سطح معناداری به‌دست‌آمده، همه متغیرها به‌جز LOGETF و LOGIND در سطح معنادار بوده و این دو متغیر با یک‌بار تفاضل‌گیری مانا شده است. شایان ذکر است که در صورت نامانایی، نتایج به‌دست‌آمده از رگرسیون نمی‌تواند معتبر باشد.

۵.۳ تحلیل عملکرد ردیابی ETFها

۵.۳.۱ عملکرد مبتنی بر مدل CAPM

در این پژوهش، تجزیه و تحلیل با تمرکز بر عملکرد ردیابی ETFها شروع شده است و جدول ۴ وضعیت عملکرد صندوق‌ها را بر اساس مدل قیمت‌گذاری CAPM سنجیده است؛ یعنی آیا ETFها شاخص الگوی خود را به‌خوبی تکرار می‌کنند یا خیر. از این‌رو همان‌طور که در

بخش ۴ توضیح داده شد، کار با تخمین رگرسیون CAPM از بازده اضافی ETF روی بازده اضافی شاخص انجام شده است؛ چنان‌که مقادیر به‌دست‌آمده از این تخمین، در جدول ۴ به بررسی و سنجش عملکرد صندوق‌ها بر اساس دو معیار آلفا و بتا پرداخته است؛ و بتا بیانگر ریسک سیستماتیک صندوق‌هاست. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، عرض از مبدأ مدل که ضریب آلفا را نشان می‌دهد، برای تمام صندوق‌ها به‌استثنای صندوق ثروت آفرین پارسیان و آرمان آتیۀ درخشان مس غیرمعنادار هستند و در این دو صندوق ضریب مثبت این معیار عملکرد بهتر صندوق‌ها نسبت به شاخص بازار را نشان می‌دهد، درحالی‌که در سایر صندوق‌ها عملکرد بهتری نسبت به شاخص نداشتند یا به‌عبارتی بر شاخص غلبه نکردند. همچنین، ضریب صرف ریسک بازار که بتای صندوق‌ها است در فاصله اطمینان ۹۹ درصد برای تمامی صندوق‌ها معنادار بوده و نشان می‌دهد که در صندوق‌های افق ملت، آسمان آرمانی، شاخصی کاردان، سی شرکت بزرگ فیروزه، سهامی سپند کاریزما، و توسعه اطلس مفید بالاتر از ۱ است که نسبت به شاخص بازار ریسکی‌تر هستند و انتظار می‌رود در ازای ۱ درصد تغییر در شاخص، بیشتر از ۱ درصد تغییر یابند. همچنین، صندوق‌های امین تدبیرگران فردا، آرمان آتیۀ درخشان مس، و ثروت آفرین پارسیان ضریب بتای زیر ۱ داشتند که واکنش آن‌ها نسبت به تغییرات بازار پایین‌تر است. از نکات قابل‌توجه، صندوق ثروت آفرین پارسیان است که علاوه بر آلفای مثبت، بتای پایین‌تری دارد و در مقایسه با سایر صندوق‌ها از عملکرد بهتری برخوردار بوده است. همچنین، به‌جز صندوق‌های سهامی سپند کاریزما و سی شرکت بزرگ فیروزه که ضریب بتای بالاتر از ۱ داشتند، سایر صندوق‌ها بتای بالاتر از ۱ را نشان می‌دهند که به‌خوبی شاخص الگو را تکرار نمی‌کنند.

جدول ۴

بررسی عملکرد صندوق‌های ETF های سهامی - مبتنی بر مدل CPAM

افق ملت	امین	آرمان آتیه	آسمان	شاخصی
تدبیرگران فردا	درخشان مس	آرمانی	کاردان	
۳/۳۲ -	۰/۰۰۲	۴/۸۵ -	۰/۰۰۰۲ -	عرض از مبدأ
(۰/۹۳۶)	(۰/۰۰۳)	(۰/۹۱۳)	(۰/۵۷۵)	
۱/۰۶	۰/۸۵۶	۱/۰۳	۱/۲۶۰	صرف ریسک بازار
(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	$(r_t^{IND} - r_t^f)$
۵۸/۶۱	۴۲/۲۹	۱۱/۴۱	۵۳/۳۲	R^2

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $\varepsilon_t + \beta(r_t^{IND} - r_t^f) + \alpha = r_t^{ETF} - r_t^f$ که در آن $r_t^{IND} - r_t^f$ متغیر مستقل بیانگر صرف ریسک بازار، β ضریب بتای صندوق، و $r_t^{ETF} - r_t^f$ متغیر وابسته بیانگر صرف ریسک صندوق است. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

ادامه جدول ۴

بررسی عملکرد صندوق‌های ETF های سهامی - مبتنی بر مدل CPAM

توسعه اطلس	ثروت آفرین	سهامی سپند	سی شرکت	
مفید	پارسیان	کاریزما	بزرگ قیروزه	
۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۶ -	۰/۰۰۷ -	عرض از مبدأ
(۰/۳۳۹)	(۰/۰۰۱۷)	(۰/۳۲۱)	(۰/۲۸۷)	
۱/۱۲۰	۰/۰۰۰۲	۱/۹۰	۱/۱۲۸	صرف ریسک بازار $(- r_t^{IND})$
(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۲۶)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(r_t^f)
۶۰/۷۳	۲/۲	۲۸/۶۵	۲۳/۵۳	R^2

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $\varepsilon_t + \beta(r_t^{IND} - r_t^f) + \alpha = r_t^{ETF} - r_t^f$ که در آن $r_t^{IND} - r_t^f$ متغیر مستقل بیانگر صرف ریسک بازار، β ضریب بتای صندوق، و $r_t^{ETF} - r_t^f$ متغیر وابسته بیانگر صرف ریسک صندوق است. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

از جنبه دیگر، نتایج نشان می‌دهد که در تمام صندوق‌ها (به‌جز آسمان آرمانی که نزدیک به ۱ است) شیب مدل (ضریب بتا یا ریسک سیستماتیک) به‌طور معناداری متفاوت با ۱ است، که نشان می‌دهد این صندوق‌ها شاخص الگوی خود را یک به یک دنبال نمی‌کنند و ضریب تعیین R^2 رگرسیون‌ها برای تک‌تک صندوق‌ها از پایین تا بالا و در بازه ۲/۲ درصد الی ۶۰/۷۳ درصد متغیر است. این نشان می‌دهد که در صندوق‌های افق ملت، امین تدبیرگران فردا، آسمان آرمانی، شاخصی کاردان، و توسعه اطلس مفید تغییرات ETF با درصد بالاتری در ازای تغییرات شاخص توضیح داده می‌شود. به‌طور کلی بر اساس رگرسیون CAPM، نتیجه می‌گیریم که عملکرد ردیابی روزانه ETF‌هایی که ضریب تعیین بالاتری دارند و ضریب بتای

آن‌ها نزدیک به ۱ است، خوب تفسیر می‌شود و یک دلیل بالقوه برای این وضعیت ممکن است ضریب نقدشوندگی بالای این صندوق‌ها در ساختار بازار باشد.

۵.۳.۲ عملکرد مبتنی بر مدل شاخصی

جدول ۵ همگرایی یا هم‌انباشتگی روابط بین قیمت‌های لگاریتمی ETF و شاخص الگو را نشان می‌دهد که روابط بلندمدت از طریق معادلات لگاریتم خطی برآورد شدند که همگی در فاصله اطمینان ۹۹ درصد معنادارند. با توجه ضریب قیمت لگاریتمی شاخص کل در صندوق‌های افق ملت و آرمان آتیۀ درخشان مس، این ضریب نزدیک به ۱ است و نتیجه می‌شود که این دو صندوق شاخص کل را دنبال می‌کنند. همچنین صندوق‌های کاردان، توسعه اطللس مفید، سپند کاریزما، و فیروزه ضریبی بالاتر از یک دارند که بیانگر نوسانات بیشتر از شاخص الگوست و فقط صندوق امین تدبیرگران فردا ضریب بتای کمتر از ۱ دارد که انتظار می‌رود به‌ازای تغییر در شاخص کل به میزان کمتری از شاخص تغییر یابد. از آنجایی که تمام این ضرایب در صندوق‌ها معنادارند، پس نتیجه می‌شود که رابطه بلندمدتی بین تمام ETF‌ها و شاخص وجود دارد. از این‌رو، نتیجه می‌شود بین ETF‌ها و شاخص رابطه بلندمدت وجود دارد. همچنین، عرض از مبدأ (γ) مدل فقط در دو صندوق ثروت آفرین پارسیان و سی شرکت بزرگ فیروزه معنادار است که نشان می‌دهد در این دو صندوق سری‌ها به‌طور واقعی همگرا هستند و بنابراین تعادل بلندمدتی بین این دو ETF با شاخصی که آن را دنبال می‌کنند وجود دارد.

جدول ۵

بررسی عملکرد صندوق‌های ETF‌های سهامی - مبتنی بر مدل شاخصی

افق ملت	امین تدبیرگران فردا	آرمان درخشان مس	آتیۀ آسمان آرمانی	شاخصی کاردان	
-۰/۰۰۰/۰۰۸	-۰/۰۰۰/۰۰۲	-۰/۰۰۰/۰۰۷	-۰/۰۰۰/۰۰۵	-۰/۰۰۰/۰۲۸۰	عرض از مبدأ
(۰/۶۶۷۶)	(۰/۸۹۵)	(۰/۹۷۱)	(۰/۷۷۱)	(۰/۲۱۷)	
۱/۰۵	۰/۸۵۱	۱/۰۰۳	۰/۷۸۲	۱/۲۵۹	قیمت لگاریتمی شاخص (P_t^{IND})
(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	
۵۸/۰۵	۴۱/۹۱	۵۳/۴۵	۵۵/۸۶	۵۳/۰۷	R^2

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $P_t^{ETF} = \gamma + \delta P_t^{IND} + \eta_t$ جایی که P_t^{ETF} قیمت لگاریتمی به ETF در زمان t و P_t^{IND} قیمت لگاریتمی شاخص آن است. ضریب δ رابطه بلندمدت بین ETF و شاخص را نشان می‌دهد. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

ادامه جدول ۵

بررسی عملکرد صندوق‌های ETF های سهامی - مبتنی بر مدل شاخصی

توسعه اطللس مفید	ثروت آفرین پارسیان	سهامی سپند کاریزما	سی شرکت بزرگ فیروزه	
۰/۰۰۰۰۴	۰/۰۰۰۸۶۹	-۰/۰۰۰۰۸	-۰/۰۰۰۰۷۴۳	عرض از مبدأ
(۰/۶۵۴)	(۰/۰۰۰)	(۰/۲۵۱)	(۰/۰۴۴)	
۱/۱۱۱	۰/۰۰۵	۱/۲۰۱	۱/۱۰۸	قیمت لگاریتمی شاخص
(۰/۰۰۰)	(۰/۰۱۹)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(P_t^{IND})
۶۰/۱۷	۰/۴۴	۵/۵	۶/۲	R^2

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $P_t^{ETF} = \gamma + \delta P_t^{IND} + \eta_t$ جایی که P_t^{ETF} قیمت لگاریتمی به ETF در زمان t است و P_t^{IND} قیمت لگاریتمی شاخص آن است. ضریب δ رابطه بلندمدت بین ETF و شاخص را نشان می‌دهد. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

طبق نتایج جدول ۵، زمانی که بین یک ابزار مالی و شاخص رابطه بلندمدتی وجود داشته باشد، سرمایه‌گذارانی که قصد دارند به تبعیت از روند شاخص کل، سرمایه‌گذاری با افق بلندمدت داشته باشند (راهبرد خرید و نگهداری)، می‌توانند در این صندوق‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری کنند تا ضمن اینکه نوعی سرمایه‌گذاری کم‌ریسک انجام می‌دهند، با این راهبرد می‌توانند ریسک کاهش ارزش دارایی خود را در بازار بیشتر کاهش دهند. جدول ۵ نشان می‌دهد صندوق‌هایی که ضریب قیمت لگاریتمی شاخص کل بالاتر از ۱ دارند، می‌توانند در بلندمدت بیشتر از شاخص کل به بازدهی سرمایه‌گذاران منجر شوند که به‌جز صندوق‌های امین تدبیرگران فردا، آسمان آرمانی، و ثروت آفرین پارسیان، سایر صندوق‌ها از این موقعیت برخوردارند.

۵.۳.۳ آزمون همگرایی یوهانسن

جدول ۶ نشان می‌دهد که آیا همگرایی بین قیمت‌های لگاریتمی ETF و لگاریتم شاخص ماناست یا خیر. مقادیر موجود در جدول بر اساس آزمون یوهانسن در مدل تصحیح خطا نشان می‌دهد که به‌جز در صندوق ثروت آفرین پارسیان، در تمام صندوق‌ها ضریب λ در فاصله اطمینان ۹۹ درصد منفی و معنادار است که ضریب تعدیل مدل تصحیح خطا λ قیمت‌های خطای ETF را نشان می‌دهد و بیانگر رابطه کوتاه‌مدت بین صندوق‌ها و شاخص الگوی آن است. ضرایب منفی نشان می‌دهد که وقتی شکاف مثبت (منفی) بین ETF و شاخص آن رخ می‌دهد، ارزش ETF کاهش (افزایش) خواهد داشت تا شکاف قیمتی بسته شود و با توجه به اینکه ضریب سرعت تعدیل برای صندوق‌های توسعه اطللس مفید و افق ملت منفی‌ترین است، نشان می‌دهد که خطای ETF به‌شدت تفاوت‌های قیمت را اصلاح می‌کند.

جدول ۶

آزمون همگرایی صندوق‌های *ETF* های سهامی - مدل یوهانسن (۱۹۸۸)

شاخصی کاردان	آسمان آرمانی	آرمان آتیه درخشان مس	امین تدبیرگران فردا	افق ملت	
-۱/۲۳ (۰/۹۹۹)	۰/۰۰۰۶ (۰/۹۹۵)	۰/۰۰۰۱ (۰/۹۸۰)	-۳/۰۹ (۰/۹۹۶)	-۳/۰۳ (۰/۹۹۶)	عرض از مبدأ
-۱/۵۹۳ (۰/۰۰۰)	-۱/۴۸۷ (۰/۰۰۰)	-۰/۹۱۱ (۰/۰۰۰)	-۱/۳۶۱ (۰/۰۰۰)	-۱/۶۳۳ (۰/۰۰۰)	πp_{t-1}
۰/۴۲۶ (۰/۰۰۰)	۰/۲۸۸ (۰/۰۰۰)	۰/۰۳۶ (۰/۲۷۴)	۰/۲۱۵ (۰/۰۰۰)	۰/۴۱۶ (۰/۰۰۰)	r_t^{ETF}
۰/۱۱۸ (۰/۰۰۵)	-	-	-	-	r_{t-1}^{ETF}
-۰/۸۳۱ (۰/۰۰۰)	-۰/۴۵۵ (۰/۰۰۰)	-۰/۱۲۷ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۸۹ (۰/۰۰۰)	-۰/۴۸۹ (۰/۰۰۰)	r_t^{IND}
-۰/۵۱۸ (۰/۰۰۰)	-	-	-	-	r_{t-1}^{IND}

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $r_t^{ETF} = \mu + \lambda \pi p_{t-1} + \varphi(L) r_t^{ETF} + v_t + \theta(L) r_t^{IND}$ که عبارت تصحیح خطاست که از روش یوهانسن به دست می‌آید و $\varphi(L)$ و $\theta(L)$ یک چندجمله‌ای در عملگر باوقفه L ، که در آن $L > 0$ و ضریب λ ، سرعت ضریب تعدیل را نشان می‌دهد. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

ادامه جدول ۶

آزمون همگرایی صندوق‌های ETF های سهامی - مدل یوهانسن (۱۹۸۸)

توسعه اطلس مفید	ثروت آفرین پارسیان	سهامی سپند کاریزما	سی شرکت بزرگ فیروزه
۰/۷۷	۰/۰۰۳	-۱/۴۶	-۶/۶۵
(۰/۹۹۶)	(۰/۹۵۶)	(۰/۹۹۸)	(۰/۹۹۹)
عرض از مبدأ			
-۱/۶۴۸	-۰/۰۰۱	-۱/۱۲	-۱/۱۵۳
(۰/۰۰۰)	(۰/۷۵۱)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
πp_{t-1}			
۰/۵۱۶	-۰/۴۲۶	۰/۰۵۷	۰/۰۸۰۲
(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۳۹)	(۰/۰۰۴)
r_t^{ETF}			
۰/۳۱۶	-	-	-
(۰/۰۰۰)			
r_{t-1}^{ETF}			
۰/۱۸۱	-	-	-
(۰/۰۰۰)			
r_{t-2}^{ETF}			
-۰/۷۰۰	-۰/۴۲۶	-۰/۱۲۷	-۰/۱۷۰
(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۱۵)	(۰/۰۰۳)
r_t^{IND}			
-۰/۷۵۷	-	-	-
(۰/۰۰۰)			
r_{t-1}^{IND}			
-۰/۲۵۶	-	-	-
(۰/۰۰۰)			
r_{t-2}^{IND}			

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $r_t^{ETF} = \mu + \lambda \pi p_{t-1} + \varphi(L) r_t^{ETF} + \theta(L) r_t^{IND} + v_t$ که $\theta(L)$ عبارت تصحیح خطا است که از روش یوهانسن به دست می‌آید و $\varphi(L)$ و $\theta(L)$ یک چندجمله‌ای در عملگر باوقفه L ، که در آن $L > 0$ و ضریب λ سرعت ضریب تعدیل را نشان می‌دهد. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

با توجه توضیحات فوق، نتیجه می‌شود که در بلندمدت رابطه تمام صندوق‌ها به‌استثنای یک صندوق (صندوق ثروت آفرین پارسیان) با شاخص الگو دارای عدم تعادل است. همچنین برای ارائه یک تفسیر اقتصادی از این ضرایب در صندوق‌های توسعه اطلس مفید و افق ملت می‌توانیم از آن برای محاسبه نیمه عمر استفاده شود. همان‌طور که پیش از این بحث شد، این نیمه عمر به صورت $|\ln 2 / \lambda|$ قابل‌سنجش است؛ به‌عنوان مثال، برای صندوق توسعه اطلس مفید این مقدار برابر با $|\ln 2|$ تقسیم بر قدرمطلق $-۱/۶۴۸$ ($۰/۴۲$) یک روز است، بنابراین در کمتر از یک روز طول یا در طی روز، نیمی از انحراف قیمت بسته شود. بنابراین، انتظار می‌رود قیمت‌گذاری نادرست توسعه اطلس مفید نسبت به شاخص الگو تا مدت زیادی ادامه پیدا نکند. برای تفسیر بیشتر، این مقدار برای صندوق‌های افق ملت $۰/۴۲$ روز، امین تدبیرگران فردا $۰/۵۰$ روز، آرمان آتیۀ درخشان مس $۰/۷۶$ روز، و... است.

۵.۳.۴ تحلیل خطای ردیابی ETFها

جدول ۷ نشان می‌دهد که خطای ردیابی صندوق‌ها با در نظر گرفتن عوامل مؤثر آن توسط سه متغیر اسپرد، نوسان صندوق‌ها، و معیار عدم نقدشوندگی آمیهود مورد بررسی قرار گرفته است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، متغیر اسپرد بر خطای ردیابی فقط در دو صندوق ثروت آفرین پارسیان و سی شرکت بزرگ فیروزه به ترتیب در فاصله اطمینان ۹۰ درصد و ۹۹ درصد تأثیر مثبتی بر خطای ردیابی داشته و همچنین نوسان قیمتی صندوق فقط در صندوق افق ملت بر خطای ردیابی تأثیر داشته و نهایتاً اینکه به جز در صندوق آرمان آتیۀ درخشان مس، در سایر صندوق‌ها نقدشوندگی بر خطای ردیابی تأثیرگذار بوده است.

جدول ۷

آزمون خطای ردیابی صندوق‌های ETFهای سهامی

شاخصی کاردان	آسمان آرمانی	آرمان آتیۀ درخشان مس	تدبیرگران امین فردا	افق ملت	
-۰/۰۰۱ (۰/۰۰۱)	-۰/۰۰۱ (۰/۰۰۳۹)	-۰/۰۰۰۵ (۰/۰۶۱۲)	-۰/۰۰۱ (۰/۰۱۵)	-۰/۰۰۲ (۰/۰۰۰)	عرض از مبدأ
-۷/۴۲ (۰/۷۲۲)	۴/۲۴ (۰/۸۳۶)	-۹/۱۶ (۰/۱۳۱)	-۱/۶۴ (۰/۰۶۳۳)	۸/۳۳ (۰/۷۷۹)	SPREAD
-۰/۰۰۱ (۰/۸۷۱)	-۰/۰۰۴ (۰/۴۷۰)	۰/۰۰۳ (۰/۸۷۰)	۰/۰۰۰۵ (۰/۰۹۴۴)	۰/۰۴۲ (۰/۰۰۰۴)	VOL
۵/۵۴ (۰/۰۰۰)	۴/۴۸۵ (۰/۰۰۰)	۴/۸۶۱ (۰/۰۰۰)	۵/۱۰ (۰/۰۰۰)	۴/۷۲ (۰/۰۰۰)	ILLIQUIDITY
۰/۱۶۵ (۰/۰۰۰)	۰/۱۷۷ (۰/۰۰۰)	۰/۰۹۳ (۰/۲۶۱)	۰/۲۶۹ (۰/۰۰۰)	۰/۲۵۱ (۰/۰۰۰)	AR(1)
۶۷/۵۴	۴۶/۶۳	۱۰/۶۱	۴۵/۹۷۳	۴۸/۳۷	R ²

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $TE_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{ETF\%Spread} + \alpha_3 \text{ETFVol} + \varepsilon_t$ که α_4 Illiquidity + ε_t متغیر وابسته خطای ردیابی است. Spread شکاف پیشنهاد خرید و درخواست فروش، ETFVol نوسانات صندوق و Illiquidity معیار عدم نقدشوندگی آمیهود است. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

ادامه جدول ۷

آزمون خطای ردیابی صندوق‌های ETF‌های سهامی

توسعه مفید	اطلس ثروت	آفرین سهامی	سپند سی	بزرگ شرکت
مفید	پارسیان	کاریزما	فیروزه	بزرگ
عرض از مبدأ	-۰/۰۰۰۶	-۰/۱۲۹	-۰/۰۰۰۸	-۰/۰۰۱
	(۰/۰۱۵)	(۰/۵۱۱)	(۰/۰۰۲)	(۰/۰۰۰۱)
SPREAD	۱/۰۹	۰/۰۰۰۵	۱/۴۸	-۱/۲۸
	(۰/۴۴۹)	(۰/۰۹۹)	(۰/۵۲۵)	(۰/۰۰۰)
VOL	۰/۰۰۲	۱/۵۹۹	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱
	(۰/۷۱۷)	(۰/۷۰۲)	(۰/۶۸۸)	(۰/۸۸۲)
ILLIQUIDITY	۴۹۰	-۴۱۴/۳۳	۴/۹۳	۷/۷۸
	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰۴)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
AR(1)	۰/۲۶۲	-۰/۰۰۰۷	۰/۱۷۵	۰/۲۸۱
	(۰/۰۰۰)	(۰/۹۷۸)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
R ²	۵۵/۰۱	۱/۲	۵۸/۱۹	۸۲/۵۶

نکته: جدول فوق نتایج مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد: $TE_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{ETF\%Spread} + \alpha_3 \text{ETFVol}_t + \varepsilon_t$ که α_4 Illiquidity + ε_t متغیر وابسته خطای ردیابی است. Spread شکاف پیشنهاد خرید و درخواست فروش، ETFVol نوسانات صندوق، و Illiquidity معیار عدم نقدشوندگی آمیهود است. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری ضرایب است.

نتایج جدول ۷ نشان می‌دهد که متغیر اسپرد، که بیانگر هزینه معاملات است، فقط صندوق سی شرکت بزرگ فیروزه را متأثر ساخته است. بنابراین، اگر هزینه معاملات بسیار بالا رود، نقدشوندگی در این صندوق بسیار پایین خواهد شد و بنابراین قیمت بازار ETF ممکن است همیشه ارزش شاخص پایه را منعکس نکند، اما در سایر صندوق‌ها، این وضعیت در حالت عدم معناداری خود قرار دارد؛ لذا نتیجه می‌شود که در این صندوق‌ها هم نقدشوندگی بالاتری دارند و حتی در بیشتر موارد قیمت بازاری‌شان از ارزش شاخص پایه خود تبعیت کند، کما اینکه پیش از این با گزارش ضریب بتا در تحلیل‌های فوق، این مورد تأیید شده است؛ مضافاً اینکه با توجه به تأثیر معناداری متغیر نقدشوندگی، می‌توان به نقش تأثیر این متغیر بر خطای ردیابی نیز اشاره کرد که به‌نوعی تحلیل مربوط به نتایج اسپرد بر خطای ردیابی را نیز تأیید می‌کند. در نهایت، نوسانات قیمتی صندوق‌ها در طی روز در همه صندوق‌ها به‌جز صندوق افق ملت تأثیر مثبت و معناداری بر خطای ردیابی داشته است، که نشان می‌دهد خطای ردیابی در زمان‌های با نوسان بالا بزرگ‌تر است و این نوسانات فقط در افق ملت می‌تواند خطای ردیابی بیشتری ایجاد کند.

۶ بحث و نتیجه‌گیری

امروزه، صنعت صندوق دارای نرخ‌های بالایی از توسعه است و انواع زیادی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و قابل معامله در بورس برای سرمایه‌گذاران در سراسر جهان وجود دارد. دلیل اصلی اینکه چرا این ابزارهای مالی در مرکز توجه نه تنها سرمایه‌گذاران نهادی بلکه عموم مردم قرار دارند، تنوع ریسک منصفانه برای دارایی‌های خاص و مجموعه‌ی دارایی‌ها به‌عنوان یک کل است؛ هرچند حذف ریسک غیرسیستماتیک هر اوراق بهادار امکان‌پذیر است. همان‌طور که آمد، تنوع ریسک رکن اصلی تئوری پرتفوی است که توسط هنری مارکوویتز پایه‌گذاری و سپس به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در اشکال مختلف یا مدل‌های چندعاملی تبدیل شد. این پژوهش با استفاده از داده‌های روزانه‌ی نه صندوق سهامی قابل معامله در بازار سرمایه‌ی تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۱ به تحلیل عملکرد ردیابی و خطای ردیابی پرداخته و دو جنبه‌ی صندوق‌های سهامی قابل معامله در بورس را مورد هدف قرار داده است. اولین جنبه بر اساس عملکرد ردیابی بوده که این مهم از طریق شاخص آلفا و بتا از طریق مدل‌های CAPM و مدل بازار موردبررسی قرار گرفت. همچنین، خطای ردیابی به‌نوعی از طریق برخی از متغیرهای منتخب تأثیرگذار بر آن مورد تحلیل قرار گرفته است. نتایج این پژوهش نشان داد که ETF‌های موجود در بازار سرمایه‌ی تهران، به‌جز در یکی دو صندوق که بتای نزدیک بازار را داشتند، در سایر صندوق‌ها عملکرد شاخص مربوطه خود را کاملاً تکرار نمی‌کنند. همچنین، نتایج از جنبه‌ی خطای عملکرد نشان داد که بازدهی صندوق‌های قابل معامله منتخب در مقایسه با الگوی خود یعنی شاخص کل بهتر عمل کرده و به‌نوعی بیانگر فرصت سرمایه‌گذاری سودآور این صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران خواهد بود. همچنین، نتایج نشان داد که بیشتر صندوق‌ها رابطه بلندمدت و در حالت تعادل با شاخص الگوی خود قرار دارند و همچنین نتایج بیانگر رابطه کوتاه‌مدت بین صندوق‌ها و شاخص الگوی آن نشان داد که وقتی شکاف مثبت (منفی) بین ETF و شاخص آن رخ می‌دهد، ارزش ETF کاهش (افزایش) خواهد داشت تا شکاف قیمتی بسته شود. از منظر خطای ردیابی، تجزیه و تحلیل رگرسیون نشان داد که بیشتر صندوق‌ها از نقدشوندگی متأثر هستند و خطای ردیابی متأثر از هزینه معاملات و نوسانات نبوده است. به‌عبارتی دیگر، با بررسی عوامل مؤثر بر خطای ردیابی، در تمامی صندوق‌ها بیشترین تأثیرگذاری مربوط به متغیر نقدشوندگی بوده است، درحالی‌که در برخی از صندوق‌ها متغیرهای اسپرد و نوسان بر خطای ردیابی تأثیرگذار بودند. این نتایج نشان می‌دهد که عوامل مختلفی بر خطای ردیابی صندوق‌ها تأثیرگذار هستند که به توجه و تحلیل بیشتری نیاز دارند. از طرفی با توجه به اینکه

خطای ردیابی مثبت می‌تواند بر مطلوبیت سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها بیفزاید، به سیاست‌گذاران و تنظیم‌کنندگان بازار پیشنهاد می‌شود با توجه به وجود دامنه نوسان بالاتر صندوق‌های ETF در مقایسه با سهام شرکت‌ها که به افزایش نقدشوندگی آن‌ها نیز منجر شده است، به کنترل و نظارت بر عملکرد یکی از ارکان مهم صندوق‌ها یعنی وجود بازارگردان‌ها بپردازند تا بتوانند به‌نحوی منجر به افزایش کیفیت معاملات و نقدشوندگی‌شان شوند. همچنین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که نگران خطاهای ردیابی نسبتاً بزرگ باشند، زیرا این خطاها می‌تواند منجر به عملکرد ETF شود که از شاخصی که سرمایه‌گذار به دنبال آن است منحرف شود. علاوه‌براین، با توجه به نتایج که عملکرد ردیابی روزانه صندوق‌ها بسیار خوب بوده است بیانگر این واقعیت است که ETFها ابزار معاملات بسیار فعالی هستند و برای سرمایه‌گذاران این بخش ممکن است راهنمایی‌هایی در مورد بهبود عملکرد ردیابی و خطای ردیابی ارائه دهد.

فهرست منابع

شاعرعطار، م. و میرزاپور باباجان، ا. (۱۳۹۹). تجزیه و تحلیل کارکرد کشف قیمت صندوق‌های قابل معامله طلا در ایران. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۱(۴۴)، ۴۲۶-۴۴۵.

شاعرعطار، م. و میرزاپور باباجان، ا. (۱۴۰۰). اثر شوک حاصل از دارایی پایه بر انحراف قیمت‌گذاری صندوق‌های قابل معامله طلا. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۴(۵۱).

عیوضلو، ر.، فلاح‌پور، س.، د. و اشکذری، م. (۱۴۰۰). ردیابی شاخص با استفاده از معیار ارزش در معرض ریسک شرطی ترکیبی دو دنباله‌ای در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۴)، ۵۴۵-۵۶۳.

کاوایانی، م. و فخرحسینی، س.ف. (۱۴۰۲). تبیین کارایی قیمت‌گذاری صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) تهران از منظر عملکرد، خطای ردیابی و صرف قیمتی. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*.

Chen, J., Chen, Y., & Frijns, B. (2017). Evaluating the tracking performance and tracking error of New Zealand exchange traded funds. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 443-462.

Alamelu, L., & Goyal, N. (2023). Investment performance and tracking efficiency of Indian equity exchange traded funds. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30(1), 165-188.

- Verdu, R. B. (2014). *The efficiency of exchange-traded funds as a market investment* (Doctoral dissertation, Master's thesis, Tilburg School of Economics and Management).
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: Representation, estimation, and testing. *Econometrica. Journal of the Econometric Society*, 251-276.
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegrating vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, 231-254.
- Rompotis, G. G. (2006). The performance of Swiss exchange traded funds. Available at SSRN 929460.
- Bansal, V. K., & Somani, A. (2002). Exchange traded funds: Challenge to traditional mutual funds. *Review of Business*, 23(3), 40.
- Bas, N. K., & Sarioglu, S. E. (2015). Tracking ability and pricing efficiency of exchange traded funds: Evidence from Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 6(1), 19.
- Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R. (2018). Do ETFs increase volatility? *The Journal of Finance*, 73(6), 2471-2535.
- Blitz, D., Houweling, P., Huij, J., Rejeb, S., & Swinkels, L. (2010). Can theoretical risk premiums be captured by investing in passive funds?. *VBA Journaal*, 26(4), 12-15.
- Chu, P. K. K. (2011). Study on the tracking errors and their determinants: Evidence from Hong Kong exchange traded funds. *Applied Financial Economics*, 21(5), 309-315.
- Delcoure, N., & Zhong, M. (2007). On the premiums of iShares. *Journal of Empirical Finance*, 14(2), 168-195.
- Harper, J. T., Madura, J., & Schnusenberg, O. (2006). Performance comparison between exchange-traded funds and closed-end country funds. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 16(2), 104-122.
- Hilliard, J. (2014). Premiums and discounts in ETFs: An analysis of the arbitrage mechanism in domestic and international funds. *Global Finance Journal*, 25(2), 90-107.

- Hosamani, R. S. (2023). *Tracking error and pricing efficiency of exchange traded funds during the phases of lockdown evidence from Indian ETFs* (Doctoral Dissertation, Goa University).
- McGuire, W. J., & Helmrich, R. F. (2008). The SEC's ETF rule proposal: Key issues for the future exchange traded products. *Investment Lawyer*, 15, 1-13.
- Pan, W. F., & Li, T. (2016). The measurement of tracking errors of commodity ETFs in China. *Investment management and financial innovations*, (13, Iss. 2 (contin1)), 184-188.
- Qadan, M., & Yagil, J. (2012). Fear sentiments and gold price: Testing causality in-mean and in-variance. *Applied Economics Letters*, 19(4), 363-366.
- Shin, S., & Soydemir, G. (2010). Exchange-traded funds, persistence in tracking errors and information dissemination. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4-5), 214-234.
- Gastineau, G. L. (2010). *The exchange-traded funds manual* (Vol. 186). John Wiley & Sons.
- Shin, S., & Soydemir, G. (2010). Exchange-traded funds, persistence in tracking errors and information dissemination. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4), 214-234.