

رویه تشکیل، مدیریت و بازبینی پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری هموزن مفید بر اساس شاخص کل هموزن بورس تهران

۱. مقدمه

هدف از تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری هموزن مفید، ارائه بازدهی متوسط شاخص کل هموزن بازار بورس تهران و تلاش برای کسب بازدهی بیشتر از شاخص کل هموزن بر اساس مدل سرمایه‌گذاری ارائه شده و متناسب با شرایط مختلف و چشم‌انداز بازار سرمایه می‌باشد. شاخص کل هموزن بورس تهران با تشکیل پرتفویی از سهام ۳۹۰ شرکت^۱ که در بورس تهران پذیرفته شده است با وزن‌دهی یکسان برای تمام نمادها ایجاد شده و ترکیب وزنی آن در اولین روز هر فصل متوازن‌سازی مجدد^۲ می‌شود.

۲. اصطلاحات

- ۲, ۱. صندوق: منظور، صندوق سرمایه‌گذاری هموزن مفید (قابل معامله) با نماد هموزن مفید است.
- ۲, ۲. سبد صندوق: دارایی‌های خریداری شده توسط مدیر صندوق که به آن پرتفوی صندوق نیز گفته می‌شود.
- ۲, ۳. شاخص کل هموزن: منظور شاخص کل هموزن شرکت بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.
- ۲, ۴. دوره‌های بازبینی: با توجه به بازبینی ترکیب وزنی شاخص کل هموزن در اولین روز هر فصل، مدیر صندوق نیز به صورت فصلی در روز اول هر فصل اقدام به بازبینی ترکیب دارایی صندوق می‌نماید.

۳. اهداف کلی سرمایه‌گذاری صندوق

- ۳, ۱. هدف از تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری هموزن مفید، ارائه بازدهی متوسط شاخص کل هموزن بازار بورس تهران با تلاش بر به حداقل رساندن خطای ردیابی^۲ صندوق نسبت به شاخص هموزن به عنوان مرجع^۴ و تلاش برای کسب بازدهی بیشتر^۵ از شاخص کل هموزن بر اساس مدل سرمایه‌گذاری ارائه شده و متناسب با شرایط مختلف و چشم‌انداز بازار سرمایه می‌باشد.
- ۳, ۲. هدف از تشکیل صندوق، جمع‌آوری منابع سرمایه‌گذاران و تشکیل سبدهای از دارایی‌ها و مدیریت این سبد می‌باشد. مدیران صندوق تلاش می‌کنند تا با در نظر گرفتن ریسک‌های سرمایه‌گذاری بیشترین بازدهی ممکن را نصیب سرمایه‌گذاران نمایند.

^۱ در تیرماه ۱۴۰۳

^۲ rebalancing

^۳ tracking error

^۴ benchmark

^۵ excess return

۳,۳. به طور کلی ترکیب سهام در صندوق هموزن، بر اساس مدیریت سیستماتیک^۶ و غیراختیاری^۷ بر مبنای خروجی مدلی از پیش توسعه یافته و آزموده شده^۸ با ترکیب روش نمونه‌گیری^۹ و بهینه‌سازی^{۱۰} تعیین می‌شود.

۳,۴. شاخص هموزن بورس یکی از کم‌تمرکزترین سبدهای سرمایه‌گذاری بلقوه است^{۱۱} و تغییرات در معرض بودن^{۱۲} این شاخص نسبت به بخش‌ها و صنایع مختلف بازار اندک است. سرمایه‌گذاری در صندوق هموزن مزایایی دارد که عبارت است از: کاهش ریسک سبد با سرمایه‌گذاری یکسان در تعداد زیادی از شرکت‌های فعال در بازار بورس (حداقل ۱۰۰ سهم)، قابلیت ردیابی شاخص کل هموزن بازار بورس تهران، سهولت سرمایه‌گذاری در تعداد زیادی نماد از طریق سامانه‌های معاملاتی و پشتیبانی تکنولوژی محور، کاهش هزینه‌های معاملاتی به نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم و امکان سرمایه‌گذاری با سرمایه‌های اندک.

۳,۵. عمده دارایی‌های صندوق به سهام و حق تقدم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران اختصاص می‌یابد که انتخاب آن‌ها بر اساس مدل سرمایه‌گذاری است که کلیت آن در این شیوه‌نامه آورده شده است.

۴. استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق

استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در صندوق بر اساس موارد ذکر شده در امیدنامه و اساسنامه می‌باشد. مطابق این رویه، ترکیب سهام در صندوق سرمایه‌گذاری هموزن مفید، بر اساس مدیریت سیستماتیک و غیراختیاری بر مبنای خروجی مدلی از پیش توسعه یافته و آزموده شده تعیین می‌شود و تنها در دوره‌های سه ماهه متناسب با تغییرات شاخص کل هموزن بازار بورس تهران در اولین روز هر فصل و متناسب با خروجی مدل سرمایه‌گذاری، بازبینی در سهام انتخابی و وزن آنها صورت می‌گیرد.

۴,۱. سیاست‌های تخصیص دارایی

⁶ systematic

⁷ non-discretionary

⁸ back-tested

⁹ sampling

¹⁰ optimization

^{۱۱} بر خلاف شاخص کل بازار، سوگیری این شاخص به سمت سهام با ارزش بازار کم (small cap bias) است.

¹² exposure

۴/۱/۱. بر اساس امیدنامه صندوق نصاب‌های سرمایه‌گذاری جهت تخصیص دارایی در صندوق به شرح جدول زیر است:

حد نصاب	شرح
حداقل ۸۵ درصد	سهام و حق تقدم سهام شرکت‌های فهرست شده در لیست شاخص کل هموزن بازار بورس تهران
حداکثر ۱۵ درصد	سهام و حق تقدم سهام شرکت‌های بازار فرابورس، وجه نقد، سپرده‌های بانکی، گواهی سپرده، اوراق مشارکت اوراق بهادار با درآمد ثابت و ابزارهای مشتقه مالی مرتبط

۴/۱/۲. برای تشکیل صندوق هموزن در دنیا چهار رویکرد وجود دارد:

- **رویکرد همانندسازی کامل**^{۱۳}: خرید همه نمادهای شاخص به منظور حداقل کردن خطای ردیابی. در این رویکرد نمادهایی که ظرفیت سرمایه‌گذاری پایینی دارند، معاملات آن‌ها تأثیر بازار^{۱۴} بالایی می‌پذیرند و در نتیجه هزینه‌ی معاملاتی بالایی را تحمیل می‌کنند.
 - **رویکرد نمونه‌گیری**^{۱۵}: انتخاب بخشی از نمادها با نقدشوندگی مناسب که شاخص را به خوبی ردیابی کنند.
 - **رویکرد بهینه‌سازی**^{۱۶}: استفاده از مدل‌های بهینه‌سازی جهت به حداقل رساندن ویژگی‌های مطلوب (مانند کسب بازده مازاد) یا به حداقل رساندن ویژگی‌های نامطلوب (مانند ریسک) با انتخاب زیرمجموعه‌ای از نمادها.
 - **رویکرد ترکیبی**: در این روش ترکیب رویکرد نمونه‌گیری و رویکرد بهینه‌سازی به کار گرفته می‌شود.
- ۴/۱/۳. برای تشکیل صندوق هموزن مفید از رویکرد ترکیبی استفاده می‌شود. دلایل استفاده از این رویکرد عبارتند از: ۱. ۳۰ نماد سرمایه‌گذاری استانی از شاخص هموزن بورس تهران به دلیل بسته بودن نمادها قابل سرمایه‌گذاری نیستند، ۲. برخی نمادها ارزش معاملات روزانه‌ی پایینی دارند. ۳. برخی نمادها ارزش بازار سهام شناوری محدودی دارند. بنابراین، رویکرد ترکیبی هم کارایی را حفظ می‌کند و هم محدودیت‌های سرمایه‌گذاری را در نظر می‌گیرد.
- ۴/۱/۴. در رویکرد ترکیبی (نمونه‌گیری و بهینه‌سازی) تشکیل صندوق هموزن مفید، فرآیند انتخاب سهام توسط مدیر سرمایه‌گذاری صندوق به شکل زیر است:

¹³ full replication

¹⁴ market impact

¹⁵ sampling

¹⁶ optimization

● **قدم اول:** از ۳۹۰ نماد شاخص هموزن بورس تهران، ۳۰ نماد سرمایه‌گذاری استانی به دلیل غیرقابل معامله بودن، حذف می‌شوند. نمادهایی با نقدشوندگی پایین، ارزش بازار شناور کم یا توقف‌های معاملاتی مکرر نیز به‌طور سیستماتیک و بر اساس معیارهای از پیش تعیین‌شده حذف می‌شوند.

● **قدم دوم:** در این مرحله جهت افزایش بازده مازاد صندوق هموزن نسبت به شاخص هموزن برای سرمایه‌گذاران، از روش بهینه‌سازی و نمونه‌گیری برای انتخاب ۱۰۰ نماد معرف شاخص هموزن استفاده می‌شود. ابتدا از میان نمادهای باقی‌مانده در مرحله اول تعداد نمادهای هر صنعت جهت دستیابی به توزیع صنعتی متناسب تعیین می‌گردد. سپس در هر صنعت، عواملی که می‌توانند معرف خوبی برای عملکرد نسبی بهتر سهام در آینده باشند، برای انتخاب زیرمجموعه‌ای از شرکت‌های مناسب در آن صنعت به کار می‌رود. این معیارها و قواعد مبتنی بر تحقیق، همان عوامل پاداش داده شده^{۱۷} در ادبیات سرمایه‌گذاری کمی در دنیا هستند که در بازار ایران آزموده شده‌اند. این عوامل می‌توانند توسط پارامترهای متنوعی تعریف شوند. این پارامترها عبارتند از:

- ریسک بازار یا بتای هر سهم،
- اندازه^{۱۸}، ارزش^{۱۹}، رشد^{۲۰} و کیفیت^{۲۱} شرکت،
- میزان فروش و سودآوری شرکت،
- میزان نقدشوندگی هر سهم،
- نسبت‌های ارزش‌گذاری^{۲۲} مانند $\frac{P}{S}$ ، $\frac{P}{E}$ ، $\frac{P}{CF}$ ، $\frac{P}{B}$ ، ضریب PEG، $\frac{EV}{EBITDA}$ ،
- نسبت‌های سودآوری^{۲۳} مانند حاشیه سود ناخالص، عملیاتی و خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام،
- مومنتوم قیمت^{۲۴}،
- نسبت‌های کارایی^{۲۵} مانند گردش^{۲۶} انواع دارایی و بدهی‌ها،
- نسبت‌های اهرمی مانند $\frac{Debt}{Asset}$

¹⁷ rewarded factors

¹⁸ size

¹⁹ value

²⁰ growth

²¹ quality

²² valuation

²³ profitability

²⁴ price momentum

²⁵ efficiency

²⁶ turnover

○ نسبت‌های ریسک مانند نسبت پوشش هزینه بهره^{۲۷}،

○ و نسبت‌های نقدینگی شرکت.

۴,۱,۵. با سرمایه‌گذاری در حدود ۱۰۰ نماد نهایی انتخاب شده طی مراحل توضیح داده شده، همبستگی بین بازدهی صندوق و متوسط بازدهی شاخص کل هموزن بازار بورس تهران حاصل می‌گردد.

۴,۱,۶. در موارد خاص و بر اساس سیاست‌های از پیش تعیین شده، ممکن است حداکثر تا ۱۰ درصد از معیارهای اشاره شده تبعیت نشود که می‌تواند شامل این موارد باشد: ۱. نمادهایی که در محدوده‌ی مرزی معیارهای از پیش تعیین شده باشد و به خاطر اتخاذ سیاست آستانه‌گذاری^{۲۸} در تاریخ متوازن‌سازی مجدد، ورود و خروجشان با سخت‌گیری مواجه شود^{۲۹}. ۲. نمادهایی که معیارهای از پیش تعیین شده برایشان به دلایل مختلف از جمله گزارش‌دهی ناقص، به روز نشده باشد. ۳. نمادهایی که به تازگی در بورس عرضه اولیه شده باشد. ۴. صنایعی که تعداد نمادهای آن‌ها کمتر از حد مشخصی باشد به گونه‌ای که معیارهای بالا منجر به حذف تمام نمادهای آن صنعت از سبد شود.

۴,۱,۷. مدیر صندوق می‌تواند جهت مدیریت نقدینگی صندوق با رعایت نصاب‌های اعلام شده در امیدنامه صندوق در هر زمان با تخصیص بخشی از دارایی صندوق به سپرده‌های بانکی یا اوراق با درآمد ثابت با نقدشوندگی بالا که سرمایه‌گذاری در آن در امیدنامه مجاز محسوب می‌گردد، نسبت به تامین وجه نقد و تسویه وجوه مورد نیاز جهت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق اقدام نماید.

۴,۱,۸. مدیر می‌تواند به منظور پوشش ریسک نوسان قیمت اوراق بهادار موجود در سبد دارایی صندوق، در بازار معاملات آتی و اختیار معامله اوراق بهادار شرکت نماید.

۴,۱,۹. مدیر می‌تواند به منظور کسب بازدهی بیشتر برای صندوق، از ابزارهای مالی پیشرفته مورد تأیید سازمان بورس مانند توافق بازخرید و قرض دادن سهام با دریافت وثیقه که در دنیا مرسوم است استفاده نماید.

۴,۲. سیاست‌های بازبینی سبد صندوق

۴,۲,۱. به منظور آن که همبستگی بین بازدهی صندوق و شاخص کل هموزن بورس تهران افزایش یابد، ترکیب سبد صندوق و وزن هر شرکت در آن، در هر سه ماه یک بار مورد بازنگری قرار می‌گیرد.

۴,۲,۲. ترکیب سهام در صندوق هموزن، بر اساس مدیریت سیستماتیک و غیراختیاری و بر اساس خروجی مدلی که از قبل توسعه یافته و آزموده شده تعیین می‌شود، لذا ماهیتاً نیازی به بازبینی فعال و روزانه ندارد بلکه در دوره‌های سه ماهه و متناسب با تاریخ متوازن‌سازی مجدد شاخص هموزن بورس تهران در روز اول هر فصل، ترکیب دارایی صندوق

²⁷ interest coverage ratio

²⁸ buffering

²⁹ این استراتژی جهت کاهش هزینه‌های معاملاتی و هموار کردن ورود و خروج نمادها به سبد صورت می‌گیرد.

مورد بازبینی قرار می‌گیرد و در صورت انحراف معنادار خروجی مدل با تخصیص دارایی مورد نظر در سبد، بازبینی در سهام انتخابی و وزن آنها صورت می‌گیرد.

۴/۲/۳. در مواقعی که وجوه نقد قابل توجه وارد صندوق می‌شود و یا اینکه مدیر باید وجوه نقد قابل توجهی را به منظور تامین مبلغ واحدهای سرمایه‌گذاری باطل شده تأمین نماید، وزن تمامی شرکت‌های موجود به روزرسانی می‌گردد.

۴/۲/۴. در مواقعی که وجوه نقد قابل توجه وارد صندوق می‌شود و همزمان با توجه به شرایط بازار، مدیر امکان یا فرصت لازم برای تبدیل آن به سهام مرتبط را نداشته باشد و یا اینکه مدیر باید وجوه نقد قابل توجهی را به منظور تأمین مبلغ واحدهای سرمایه‌گذاری ابطال شده تأمین نماید و همزمان به دلیل شرایط بازار امکان فروش دارایی با در نظر گرفتن اوزان مهیا نباشد، مدیر می‌تواند اوزان را با توجه به شرایط بازار تعدیل نماید.

۴/۲/۵. فرمول شاخص کل هموزن به نحوی طراحی شده است که سود نقدی در آن سرمایه‌گذاری مجدد^{۳۰} می‌گردد. بنابراین سودهای نقدی بلافاصله پس از دریافت، سرمایه‌گذاری مجدد خواهند شد. البته از تاریخ اعلام سود تا واریز نقدی سود به حساب سرمایه‌گذاران معمولاً وقفه‌ای ایجاد خواهد شد که در طول زمان مذکور سودهای دریافتی به حساب مطالبات صندوق منظور خواهد شد. بنابراین چنانچه مطالبات سود صندوق مبلغ قابل توجهی باشد، جهت همبستگی بیشتر با بازدهی شاخص کل هموزن، مدیر صندوق می‌تواند نسبت به بازبینی در وزن سهام موجود اقدام نماید.

۴/۲/۶. با توجه به اینکه اثر افزایش سرمایه سهام با فروش حق تقدم در شاخص کل هموزن مورد محاسبه قرار نمی‌گیرد، مدیر صندوق می‌تواند در مقابل افزایش سرمایه‌ی سهام با حق تقدم یکی از این سه رویکرد را اتخاذ کند: ۱. نسبت به فروش حق تقدم و خرید سهام مربوطه معادل آن مبلغ و در صورت لزوم نسبت به بازبینی در وزن سهام موجود اقدام نماید. ۲. در صورت ارزنده بودن حق تقدم، مدیر می‌تواند با فروش بخشی از سهام و خرید حق تقدم و شرکت در افزایش سرمایه، از این ارزنده بودن برای کسب سود بیشتر استفاده نماید. ۳. نه حق تقدم را بفروشد و نه به خرید حق تقدم بیشتری اقدام نماید و صرفاً در افزایش سرمایه‌ی حق تقدم تخصیص داده شده به سبد مشارکت نماید. مدیر صندوق با در نظر گرفتن ارزنده بودن حق تقدم، هزینه‌ی معاملات مربوطه و مدیریت نقدینگی صندوق، بهترین رویکرد را در جهت منافع سرمایه‌گذاران صندوق اتخاذ می‌کند.

۴/۲/۷. در هر حالتی که مدیر نیاز به بازبینی ترکیب دارایی سبد صندوق داشته باشد، در صورت بسته بودن هر یک از نمادهای ۱۰۰ شرکت پیشنهادی مدل سرمایه‌گذاری، مدیر می‌تواند نسبت به تخصیص بهترین نماد پیشنهاد شده در آن صنعت در سبد صندوق اقدام نماید به طوری که درصد آن صنعت در ترکیب دارایی رعایت گردد.

مدیر صندوق شرکت سبدگردان مفید

³⁰ reinvest