



بسمه تعالی
بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری
صندوق سرمایه‌گذاری درآمد ثابت
سرمایه بازار

مقدمه

سرمایه‌گذاری موفق توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری درآمد ثابت با افق زمانی بلندمدت مستلزم برنامه استراتژیک است زیرا ویژگی بارز آینده قابل پیش‌بینی بودن آن است که این حقیقت لزوم داشتن برنامه‌ای مدون که هدایت‌گر تمام فعالیت‌های صندوق‌ها باشد را اجتناب‌ناپذیر می‌کند. این برنامه باید دقیق و همراه با واژه‌های مشخصی که بیانگر اهداف، سیاست‌ها، انتظارات، قوانین، مسئولیت‌ها و رویه‌ها باشد. همچنین این برنامه باید به اندازه کافی منعطف باشد تا بتوان نسبت به تغییرات محیطی عکس‌العمل درست و به موقع نشان داد.

این نوشتار مروری است بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری سرمایه بازار (از این به بعد صندوق نامیده شده است) که با توجه به فضای قانونی، اهداف کسب و کار و رسالت اجتماعی و حرفه‌ای صندوق‌های سرمایه‌گذاری درآمد ثابت تدوین شده است.

بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری استانداردهایی را جهت نظارت اقدامات سرمایه‌گذاری مدیران سرمایه‌گذاری فراهم می‌آورد که می‌تواند شاخصی برای ارزیابی عملکرد آنها باشد.

اهداف

هدف از تشکیل صندوق، جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و تشکیل سبدی از دارایی‌ها و مدیریت آن است؛ با توجه به پذیرش ریسک مورد قبول، تلاش می‌شود، بیشترین بازدهی ممکن نصیب سرمایه‌گذاران گردد. انباشته‌شدن سرمایه در صندوق، مزیت‌های متعددی نسبت به سرمایه‌گذاری انفرادی سرمایه‌گذاران دارد:

- اولاً هزینه بکارگیری نیروهای متخصص، گردآوری و تحلیل اطلاعات و گزینش سبد بهینه اوراق بهادار بین همه سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود و سرانه هزینه هر سرمایه‌گذار کاهش می‌یابد.

- ثانیاً، صندوق از جانب سرمایه‌گذاران، کلیه حقوق اجرایی مربوط به صندوق از قبیل دریافت سود سهام و کوپن اوراق بهادار را انجام می‌دهد و در نتیجه سرانه هزینه هر سرمایه‌گذار برای انجام سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.
- ثالثاً، امکان سرمایه‌گذاری مناسب و متنوع‌تر دارایی‌ها فراهم شده و در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد لذا هدف اصلی تاسیس صندوق، تشکیل سبدی از دارایی‌ها و کسب بازدهی بیشتر نسبت به متوسط سپرده های بانکی و اوراق بدهی با حفظ نقدشوندگی می‌باشد.

این صندوق از نوع صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت است و اکثر وجوه خود را صرف سرمایه‌گذاری در سپرده بانکی و گواهی سپرده بانکی و اوراق بهادار با درآمد ثابت می‌نماید و مناسب برای افراد با پذیرش ریسک کم می‌باشد.

سیاست‌ها

براساس اهداف تعیین شده برای سرمایه‌گذاری صندوق و همچنین در چارچوب رعایت مقررات مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار، سیاست‌های سرمایه‌گذاری به شرح ذیل تدوین شده است:

اصول کلی سرمایه‌گذاری در صندوق

اصول کلی سرمایه‌گذاری در صندوق منطبق با تئوری‌ها و شواهد تجربی تایید شده در بازارهای مالی بنا شده است. مطابق نظریه نوین پرتفوی که در سال ۱۹۵۲ توسط هری مارکویتز^۱ بنیان نهاده شد؛ یک سیاست کلی جهت سرمایه‌گذاری آن است که افراد بجای سرمایه‌گذاری در یک نوع دارایی و از یک گونه به سراغ پرتفوی متنوعی از دارایی‌ها بروند و از این طریق ریسک خود را کاهش دهند. بنابراین پرگونه‌سازی^۲ و تشکیل سبد متنوع متشکل از سهام و دارایی‌های مختلف قابل معامله در بورس از جمله سیاست‌های اصولی صندوق محسوب می‌شود. بر این اساس، سبد سرمایه‌گذاری‌های صندوق سبدی کارا است که به ازای یک سطح معین از بازده دارای کمترین میزان ریسک است.

اوراق بهادار با درآمد ثابت:

اوراق بهادار با درآمد ثابت که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های صندوق را شامل می‌شود از نظر نرخ بازده، ریسک و نقدشوندگی آن مورد بررسی قرار می‌گیرند و در صورت وجود بازده بالاتر از نرخ سود سپرده بانکی و درجه اطمینان مناسب از جهت نقدشوندگی، برای سرمایه‌گذاری صندوق انتخاب و باتوجه به روند صدور و ابطال واحدهای صندوق توسط سرمایه‌گذاران و به تشخیص مدیر صندوق، نگهداری و یا واگذار می‌شود.

سهام و حق تقدم سهام:

باتوجه به حدنصاب سرمایه‌گذاری در اوراق سهام و حق تقدم سهام بر اساس مقررات مربوطه، بخشی از منابع صندوق به سرمایه‌گذاری در سهام و حق تقدم سهام تخصیص می‌یابد. تجربه نشان می‌دهد ایجاد یک سبد متشکل از ۱۰ تا ۲۰ سهام مختلف می‌تواند تا اندازه زیادی بازده مناسب با ریسک قابل قبول را در پی داشته باشد. همچنین مطابق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۳ که در سال ۱۹۶۴ توسط ویلیام شارپ^۴ ارائه شد کلیه سرمایه‌گذاران در یک پرتفوی واحد به نام پرتفوی بازار سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین عملکرد این بخش از سرمایه‌گذاری صندوق، تابعی از ریسک و بازده بازار خواهد بود. به عبارت دیگر، یکی از معیارهای گزینش سهام مختلف و وارد کردن آن به پرتفوی صندوق، توجه به بتا یا همان ضریب

^۱ Harry Markowitz

^۲ Diversification

^۳ Capital Asset Pricing Model (CAPM)

^۴ William Sharp

حساسیت سهام نسبت به میانگین بازده بازار خواهد بود. علاوه بر موارد اخیر، برخی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری به مقایسه سهام رشدی با ارزشی و یا سهام با نسبت P/E ^۱ بالا در قیاس با سهام با P/E پائین و همچنین سهام با نسبت P/B ^۲ بالا با سهام با P/B پائین می‌پردازند. تجربه نشان داده است سرمایه‌گذاری در سهام با P/E و P/B پائین از ریسک کمتری برخوردار است. شرکت‌هایی که دارایی‌های مشهود بالاتری دارند و روش کسب درآمد آنها ضمن قابل فهم بودن از ثبات نسبی برخوردار است؛ ریسک کمتری دارند. بر این اساس، خرید سهام مطمئن^۳ بویژه در شرایط خاص که با بازارهای متلاطم و پرریسک مواجه هستیم؛ از سیاست‌های اصولی صندوق خواهد بود. البته این به معنای آن نیست که سهام با P/E بالا که آینده روشن و پتانسیل‌های رشد مناسبی دارد؛ در پرتفوی صندوق جایی ندارد. بلکه حسب شرایط بازار و اطلاعات در دسترس می‌توان نسبت به خرید این دسته سهام نیز اقدام نمود. از دیگر عوامل تاثیرگذار در سیاست‌گذاری صندوق توجه به دانش مالی- رفتاری^۴ است. عدم تقارن اطلاعاتی^۵، مسائل نمایندگی^۶ و سایر عوامل بازدارنده بازار موجب شده تا در شرایط خاص شاهد عکس‌العمل‌های احساسی سرمایه‌گذاران و واکنش بیش از حد آنان به رویدادها و حوادث مختلف باشیم. یک سیاست کلی در صندوق آن است که با شناخت خلاف قاعده‌های مرسوم در بازارهای مالی، بر ترس و طمع غلبه کرده و با تکیه بر ارزش ذاتی سهام و بر اساس عوامل و متغیرهای بنیادی تصمیمات مناسبی را اتخاذ نماید که نهایتاً بیشترین منافع را برای صندوق به ارمغان آورد.

عوامل موثر بر سیاست گذاری صندوق

عوامل موثر بر سیاست‌گذاری صندوق در ارتباط با مدیریت دارایی‌های آن با توجه به موارد زیر تبیین می‌شود:

- ۱) مشخص نمودن اهداف سرمایه‌گذاری در قالب میزان ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، با در نظر گرفتن محدودیت‌های قانونی و محیطی حاکم بر فعالیت‌ها.
- ۲) تعیین ترکیب بهینه دارایی‌های موجود در پرتفوی، با توجه به اهداف تعیین شده.
- ۳) تجزیه و تحلیل مستمر شرایط بازار سرمایه و تحولات اقتصادی به منظور مدیریت فعال پرتفوی و تجدید نظر در ترکیب آن.

سیاست‌های شناسایی انواع ریسک

استراتژی صندوق بر پایه کسب بازدهی بالاتر از متوسط نرخ سود سپرده بانکی بنا شده است. ارکان تصمیم‌گیری صندوق باید میزان ریسکی را که آماده پذیرش آن هستند، تعیین نمایند. در عین حال روشن است برای کسب بازدهی بیشتر، پذیرش ریسک ضروری است. آنچه در مورد صندوق اهمیت می‌یابد پذیرش ریسک معقول به امید کسب بازده مناسب است. بر این اساس، شناخت انواع ریسک‌های مترتب بر صندوق لازم است.

در ادامه به معرفی اجمالی برخی جنبه‌های مهم ریسک و راهکارهای مدیریت آن می‌پردازیم:

- ریسک نرخ بهره^۷: ریسک نرخ بهره از دو جنبه می‌تواند بر پرتفوی صندوق موثر باشد. از یک سو تغییرات در این نرخ موجب تغییر در ارزش دارایی‌های با درآمد ثابت شده و از سوی دیگر می‌تواند بازده مورد انتظار بازار و نهایتاً

^۱ نسبت قیمت به سود هر سهم

^۲ نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم

^۳ Blue Chips

^۴ Behavioral Finance

^۵ Information Asymmetry

^۶ Agency Problems

^۷ Interest Rate Risk

قیمت سهام را دستخوش تغییر کند. رابطه بین نرخ بهره و ارزش اوراق بهادار با درآمد ثابت معکوس است. در نتیجه، در مواردی که نرخ های بهره افزایش یابد؛ اوراق بهادار با درآمد ثابت موجود در پرتفوی صندوق در معرض کاهش ارزش قرار می گیرند. از سوی دیگر، باید توجه داشت که بازارهای پول و سرمایه به عنوان دو بازار رقیب می توانند نسبت به تغییرات نرخ بهره واکنش های متفاوتی نشان دهند. به عبارت دیگر، در شرایط صعود نرخ بهره علاوه بر افت ارزش اوراق بهادار با درآمد ثابت موجود در پرتفوی صندوق که پیشتر اشاره شد؛ احتمالاً جذابیت بازار پول نزد سرمایه گذاران افزایش یافته و قیمت های سهام در بورس تنزل می یابد. به عبارت دیگر، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاری در سهام بالا رفته و قیمت های سهام (با ثابت فرض کردن سایر متغیرها) کاهش می یابد و بالعکس. مصداق این مدعا، وضعیت سال های اخیر است که با افزایش نرخ بهره در نظام بانکی شاهد هدایت منابع از بازار سرمایه به بازار پول بودیم.

- ریسک تورم^۱: ریسک تورم یا کاهش قدرت خرید پول عمدتاً متوجه آندسته از دارایی ها است که بازده آنها متناسب با تورم (افزایش عمومی سطح قیمت ها) افزایش نیابد. ریسک اخیر عمدتاً دارایی های با بازده ثابت (اوراق بهادار با درآمد ثابت) را شامل می شود. در عین حال با عنایت به رابطه ریسک و بازده و با ثابت فرض کردن سایر متغیرها؛ با افزایش نرخ تورم، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران افزایش و قیمت های سهام کاهش می یابد. البته مجدداً یادآور می شود که افت قیمت های سهام عمدتاً شامل آندسته از شرکت هایی است که قادر به افزایش نرخ محصولات و خدمات خود متناسب با افزایش نرخ تورم نیستند.

- ریسک اعتباری^۲: یکی از موارد مهم در اوراق بهادار با درآمد ثابت، کیفیت اعتباری ناشر اوراق به واسطه اطمینان یافتن از عمل به تعهدات وی می باشد. چنانچه ناشر اوراق نسبت به پرداخت به موقع تعهدات خود نکول کند و یا حتی رتبه اعتباری وی تنزل نماید؛ ارزش اوراق بهادار با درآمد ثابت کاهش خواهد یافت. صندوق می تواند با سرمایه گذاری در اوراق مشارکت و گواهی سپرده های بانکی معتبر ریسک اخیر را به حداقل برساند.

- ریسک نقدشوندگی^۳: میزان نقدشوندگی یک سرمایه گذاری تابعی از سرعت و سهولت فروش و تبدیل آن دارایی به وجه نقد است. اوراق بهادار کوچک و یا آنهایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته نشده باشند، ریسک نقدشوندگی بالایی دارند. سرمایه گذاری در سهام شرکت های بزرگ بازار با رعایت حدنصاب های مقرر قانونی، می تواند به جهت نقدشوندگی بالای آنها جذابیت مضاعفی داشته باشد. صندوق تلاش دارد در تعیین وزن سرمایه گذاری در هر یک از دارایی ها فاکتور نقدشوندگی را مدّ نظر قرار داده تا در زمان نیاز به نقدینگی با مشکلی روبه رو نگردد. البته رکن ضامن نقدشوندگی نیز در صندوق وجود دارد. وظیفه اصلی ضامن نقدشوندگی آن است که در صورت عدم وجود وجه نقد کافی در صندوق برای (الف) پرداخت به متقاضیان ابطال واحدهای سرمایه گذاری عادی یا (ب) پرداخت دوره ای سود (موضوع بندهای ۳-۲ و ۳-۳ این امیدنامه)، وجه نقد لازم را به این منظور تامین نماید. علاوه بر این ها در موقع انحلال و تصفیه صندوق، ضامن نقدشوندگی وجه نقد لازم برای پرداخت های صندوق را تامین می کند و آن بخش از دارایی های صندوق را که در بازار به فروش نرسد، در قبال سرمایه گذاری یا مطالبات خود از صندوق، دریافت می کند.

^۱ Inflation Risk

^۲ Credit Risk

^۳ Liquidity Risk

- ریسک بازار^۱: ریسک بازار از جمله مهمترین ریسک های سیستماتیک مطرح در سید سهام بوده که متناسب با دوره های رکود یا رونق بازار و بر اساس شرایط کلان اقتصاد بروز می نماید. جنبه منفی ریسک مزبور عمدتاً به کاهش دسته جمعی قیمت های سهام اشاره دارد که ارزش پرتفوی سرمایه گذاران و ثروت آنها را در معرض نزول قرار می دهد. سبد سرمایه گذاری های صندوق نیز از این ریسک مستثنی نبوده و متناسب با ضریب بتا یا همان حساسیت بازده صندوق به متوسط بازده بازار واکنش نشان می دهد. ریسک بازار تا اندازه زیادی اجتناب ناپذیر بوده و مصون ماندن از آن مستلزم داشتن زمان سنجی دقیق برای پیش بینی به موقع چرخه های بازار است. به عبارت دیگر، مدیر صندوق باید با ارزیابی شرایط بنیادی و کلان اقتصاد نسبت به ورود و یا خروج به موقع از بازار تصمیم گیری نماید و در موقعیت های مناسب نسبت به تغییر ترکیب سرمایه گذاری های خود بین دارایی های ریسکی (سهام) و دارایی های غیر ریسکی (اوراق مشارکت و سپرده های بانکی) اقدام نماید. مدیریت ریسک بازار در صندوق مستلزم توجه ویژه به ساختار بازار سرمایه کشور است. ساختار کنونی بازار بورس تهران و شاخص های آن به گونه ای است که وزن اصلی شاخص و نهایتاً بازده بازار بر دوش شرکت های با ارزش بازار بزرگ قرار دارد. بر این اساس، حضور شرکت های بزرگ و اصلی بازار منوط به اینکه مغایر با تصمیم گیری های اقتصادی نباشد به منظور ایجاد توان رقابت با شاخص امر ضروری بنظر می رسد. علاوه بر شرکت های حاضر در بورس، پتانسیل های شرکت های فرابورسی که امکان سرمایه گذاری صندوق ها در آن وجود دارد همواره مد نظر صندوق بوده و از آنها متناسب با اهداف و سیاست ها و با در نظر گرفتن ریسک کلی پرتفوی استفاده می شود.

- ریسک تسعیر ارز^۲: ریسک تسعیر مربوط به نوسانات ارزش پول ملی در مقابل ارزهای معتبر خارجی است. ترکیب عملیات بسیاری از شرکت های ارزی به دلیل واردات و صادرات و یا نرخ گذاری مواد اولیه و محصولات آنها براساس قیمت جهانی تابع نرخ ارز است. این امر باعث می شود که ارزش این شرکت ها به دلیل نوسانات بزرگ در نرخ ارز دستخوش تغییر اساسی گردد. صندوق تلاش دارد تا با مدیریت فعال در این زمینه و تشخیص روندهای ارزی ترکیب پرتفوی را متناسب با نوسانات ارزی و تاثیر آنها بر شرکت ها قرار دهد.

- ریسک غیر سیستماتیک^۳: این ریسک به تغییرات در قیمت سهام یک شرکت در اثر عواملی غیر از شرایط کلی بازار اشاره دارد. مواردی از قبیل اعتصاب کارکنان یک شرکت و یا تغییر تکنولوژی تولید محصولات مثال هایی از ریسک غیر سیستماتیک بوده که خاص یک شرکت منفرد بوده و کل بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار نمی دهد. تشکیل یک پرتفوی متنوع از دارایی های مختلف ریسک غیر سیستماتیک را تا اندازه زیادی پوشش می دهد و آن را تا حد صفر کاهش می دهد. این مساله در اصول کلی سرمایه گذاری صندوق تبیین شده است. مضافاً اینکه به این مساله در امیدنامه صندوق هم توجه شده است. امیدنامه صندوق حجم سرمایه گذاری های مجاز در سهام یک شرکت یا یک صنعت خاص را محدود نموده است.

سیاست مدیریت صندوق بدین صورت است که کارگروهی متشکل از افراد خبره را تشکیل داده و در دوره های زمانی منظم، ضمن بررسی آخرین تحولات و اوضاع سیاسی و اقتصادی داخل و بین الملل، ریسک های مترتب با سرمایه گذاری مورد ارزیابی قرار گرفته و نهایتاً راه کارهایی برای مدیریت آنها اتخاذ می گردد.

^۱ Market Risk

^۲ Foreign Exchange Rate Risk

^۳ Non-Systematic Risk

شاخص‌های مقایسه

عملکرد صندوق با شاخصهای ذیل قابل مقایسه است:

۱. سود سپرده یک ساله نظام بانکی

باتوجه به این که این صندوق از نوع با درآمد ثابت می باشد و در پایان هرماه سود را بین سرمایه گذاران توزیع می نماید، یکی از بهترین شاخص‌های مقایسه و ارزیابی عملکرد صندوق، مقایسه نرخ بازدهی صندوق با سود متعارف سپرده‌های یک ساله در نظام بانکی می باشد. اگرچه در سرمایه گذاری یک ساله بانکی، محدودیت‌های برداشت توسط سرمایه گذار و نرخ جریمه در صورت برداشت قبل از یک سال وجود دارد.

۲. متوسط سود اوراق بدهی

باتوجه به انتشار اوراق بدهی و معاملات ثانویه انجام شده بر روی آنها در بازار سرمایه، متوسط نرخ بازدهی اوراق بدهی طی یک سال و مقایسه آن با نرخ بازدهی صندوق یکی دیگر از شاخص‌های مقایسه و ارزیابی عملکرد صندوق می باشد.

۳. متوسط صندوق‌ها

یکی دیگر از موارد شاخص‌های مقایسه، متوسط عملکرد صندوق‌ها مشابه در بازار است. در حال حاضر به دلیل نبود داده مناسب در مورد متوسط عملکرد صندوق‌ها، امکان بررسی نسبت‌های بازده-ریسک وجود ندارد. اما می توان بازده صندوق به صورت مقطعی نسبت به متوسط بازده صندوق‌ها مقایسه نمود.

بازنگری در بیانیه سیاست‌های سرمایه گذاری

در صورت رخداد شرایط زیر در بیانیه سیاست سرمایه گذاری بازنگری و تعدیل بیانیه صورت خواهد پذیرفت:

- * تغییر در مقررات حاکم بر فعالیت صندوق‌های سرمایه گذاری درآمد ثابت
- * تغییر در قوانین و مقررات مربوط به معاملات سهام از قبیل تغییر در مقررات مربوط به حجم مبادله، دامنه نوسان و ساعات معاملاتی
- * تغییر قابل توجه در ساختار سیاسی و اقتصادی کشور
- * افزایش و یا کاهش قابل توجه در خالص دارایی صندوق در اثر صدور و ابطال واحدهای سرمایه گذاری