



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌و‌چهارم / زمستان ۱۳۹۶

رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران بر اساس معیارهای ریسک مطلوب و نامطلوب

محمدرضا مهربان‌پور

استادیار دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
mehrabanpour@ut.ac.ir

محمد صفائی

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران، تهران، ایران
Safaei.m@ut.ac.ir

رویا صمیمی نژاد

کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران، تهران، ایران

رضا نوحی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۷/۱۲

چکیده

با توجه به اینکه رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تاثیر غیرقابل انکاری در اقبال عمومی به منظور درخواست صدور و یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری ایجاد می‌نماید، سنجش صحیح رتبه‌های مربوطه از اهمیت بسیار برخوردار است. یکی از عواملی که بایستی در رتبه‌بندی توجه شود توجه به معیارهای مختلف سنجش ریسک است. در این پژوهش با استفاده از اطلاعات ۱۱۲ صندوق سرمایه‌گذاری در بازه زمانی فروردین ۱۳۹۱ تا اسفند ۱۳۹۴ بر اساس ده معیار از جمله معیارهای معیار شارپ، معیار ترینر، معیار آلفای جنسن، معیار M2، معیار AR، معیار ترینر تعدیل شده، معیار آلفای جنسن تعدیل شده، معیار امگا، معیار سورتینو و معیار پتانسیل مطلوب (UPR)) رتبه بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری صورت پذیرفته است. در بازه زمانی یاد شده بازار سرمایه ایران هم رشد و هم افت به نسبت شدیدی را تجربه کرده است و در نتیجه رتبه‌بندی بدست آمده که بر اساس معیارهای ریسک مطلوب و نامطلوب حاصل شده است قابلیت یک صندوق را هم در زمان رونق و هم در زمان رکود بازار نشان داده است. توجه توامان به ریسک مطلوب و نامطلوب در این بازه زمانی قابلیت اتکای نتایج تحقیق را تا میزان زیادی بالا می‌برد و می‌تواند بر پایایی پژوهش بیفزاید.

واژه‌های کلیدی: صندوق‌های سرمایه‌گذاری، رتبه بندی صندوق های سرمایه‌گذاری، ریسک مطلوب و نامطلوب.

۱- مقدمه

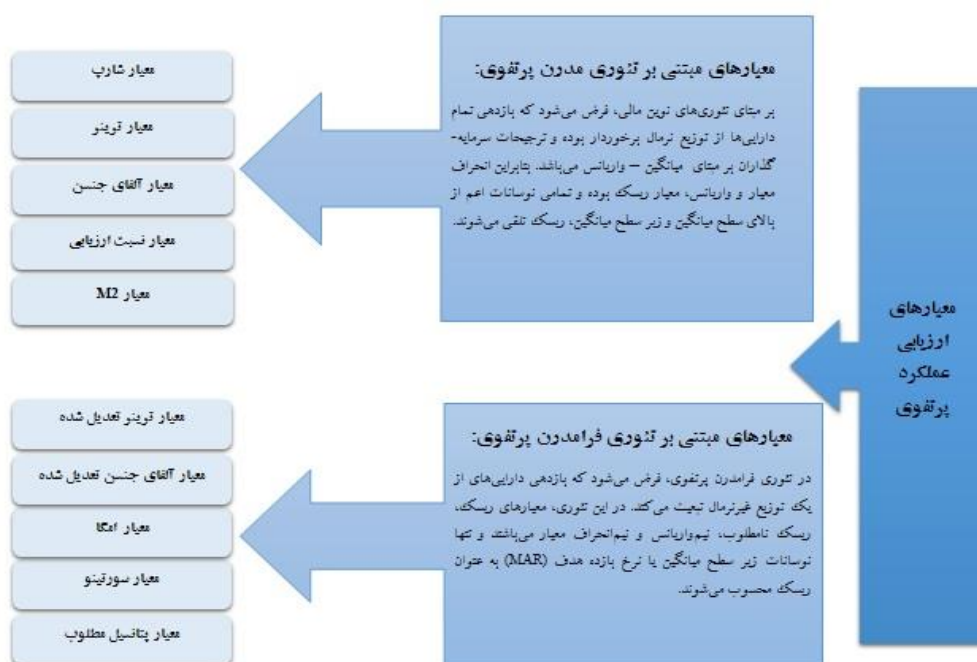
سرمایه‌گذاری از نیازهای اولیه برای قدم نهادن به یک اقتصاد توسعه یافته محسوب می‌شود. ارتباط مستقیم و تأثیر مثبت و معنی‌دار توسعه بازارهای مالی بر رشد و توسعه اقتصادی مبین این مطلب است که بدون داشتن بازارهای مالی سازمان‌یافته رقابتی و کارآمد، امکان داشتن اقتصادی توسعه یافته بعید به نظر می‌رسد. بنابراین فراهم کردن زمینه وجود بازارهای مالی پویا، رقابتی و کارآمد به منظور تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت و تخصیص بهینه آن بین فعالیت‌های متعدد اقتصادی، باید جزء مبانی پایه‌ای و اصولی در هر نظام اقتصادی بوده و در کانون توجه مسؤولان و سیاستگذاران قرار گیرد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از نهادهای مالی نوین راه‌یافته به بازار سرمایه ایران، با بهره‌گیری از مدیریت تخصصی، نقش غیرقابل انکاری را در هدایت سرمایه‌های خرد بر عهده داشته‌اند. ساختار ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مزایایی که از طریق تجمیع منابع و سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در موضوعات فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، استقبال از این نهاد مالی تنها به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای محدود ننموده و استقبال سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران بوده است. از سویی دیگر تاکید قانون‌گذار بر وجود رکن ناظر که ناشی از دغدغه‌ی صیانت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌باشد، بر میزان اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری افزوده است. بدون شک برای هدایت سرمایه‌های افراد علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری، نیازمند جلب حمایت آنها هستیم. سرمایه‌گذاران علاقه‌مندند که نتایج اقتصادی سرمایه‌گذاری خود را بدانند و بازده آن را با سایر سرمایه‌گذاری‌ها مورد مقایسه قرار دهند (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۴).

لازم به ذکر است که بنابر آخرین آمار داده شده از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در پایان سال ۱۳۹۴، تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، صندوق سرمایه‌گذاری مختلط و صندوق سرمایه‌گذاری در سهام به ۱۵۷ صندوق رسیده است که در مقایسه با میزان ۹۲ صندوق در پایان سال ۹۱ رشد قابل توجهی را نشان می‌دهد (سایت سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۵).

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تا قبل از ارائه مقاله هری مارکوویتز در سال ۱۹۵۲، بازده تنها معیار عملکرد گزینه‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شد. مارکوویتز با بیان اینکه اگر چنانچه تنها معیار عملکرد گزینه‌های سرمایه‌گذاری بازده باشد، دیگر دلیلی بر تشکیل سبد سرمایه‌گذاری از سوی سرمایه‌گذاران نمی‌باشد، مباحث آکادمیک موجود را به چالش کشید. از نظر مارکوویتز علاوه بر بازده، ریسک نیز در تصمیم سرمایه‌گذاران با اهمیت می‌باشد و سرمایه‌گذاران با توجه به عامل بازده مورد انتظار و ریسک دارایی‌های مذکور نسبت به تخصیص دارایی‌های خود اقدام می‌نمایند. هر چند برای دهه‌های متمادی معیار تعریف شده توسط مارکوویتز زیربنایی برای محاسبه هزینه سرمایه، ارزیابی عملکرد پرتفوی و تخصیص دارایی‌ها محسوب شده است، ولیکن نرمال بودن توزیع بازدهی اوراق بهادار و دارایی‌ها و استفاده از واریانس بازدهی به عنوان شاخص اندازه‌گیری ریسک، به عنوان مفروضات تئوری فوق، باعث کاهش دامنه کاربرد آن گردیده است. تشکیک نسبت به هر یک از مفروضات اعلام شده، می‌تواند به منزله

نیاز به باز تعریف تئوری فوق، محسوب شود. در این مقاله نخست معیارهای ارزیابی عملکرد صندوق‌ها که در تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است آورده شده است و در ادامه رتبه‌بندی ترتیبی و رتبه‌بندی طبقه‌ای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس معیارهای یاد شده، انجام گرفته است. بطور خلاصه می‌توان بصورت زیر معیارهای بکارگرفته شده در این پژوهش را مورد بررسی قرار داد:



نمودار ۱- معیارهای بکارگرفته شده در این پژوهش

محسن صفرپور به بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران براساس معیارهای شارپ و ترینر پرداخت. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش تعداد سهام در پرتفوی، ریسک غیرسیستماتیک کاهش می‌یابد و هم‌چنین اگر پرتفوی‌ها کاملاً متنوع باشند، رتبه‌های عملکرد، بر مبنای معیار شارپ و ترینر به هم نزدیک خواهند شد (صفرپور، ۱۳۸۶). مجتبی کباری (۱۳۸۲) با استفاده از مدل شارپ به بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۷۶ تا ۱۳۷۹ پرداخته است و در پایان به این نتیجه دست یافته است که شاخص عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بهتر از بازار نبوده است (صفری، ۱۳۸۱). اسلامی بیدگلی، تهرانی و شیرازیان (۱۳۸۴) به بررسی رابطه میان شرکت‌های سرمایه‌گذاری براساس سه شاخص شارپ، ترینر و جنسن در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ پرداخته‌اند و در پایان به این نتیجه رسیده‌اند که رتبه نقدشوندگی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکردشان بی‌تأثیر است.

همچنین آنها دریافتند که در طی سالهای مورد بررسی عملکرد بعضی از شرکت‌ها بهتر از بازار و بعضی پایین تر از بازار بوده است (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۴). صفرپور و شیخ (۱۳۸۶) به بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سید بوری و بازده ماهانه سهام میادرت ورزیدند. تحقیق آنها در نظر داشت تاثیر دوره سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌ها را مورد سنجش قرار دهد. ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از معیارهای ترینر، جنسن و شارپ صورت گرفت و نتایج به دست آمده حاکی از آن بود که شرکت‌ها با دوره سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه مدت عملکرد یکسانی دارند. نتایج دیگر این تحقیق آن بود که شرکت‌های مورد بررسی با استفاده از شاخص بازده نقدی و قیمت، عملکرد ضعیف‌تر از بورس داشته و بر اساس شاخص ۵۰ شرکت فعال، عملکردی برابر با بورس داشته‌اند (صفرپور، ۱۳۸۱). عبده تبریزی و شریفیان (۱۳۸۷) به بررسی اثر ریسک نامطلوب بر عملکرد تعدیل شده بر اساس ریسک شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. محققان در این پژوهش به تبیین تفاوت‌های موجود در معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای نظریه مدرن پرتفوی و نظریه فرامدرن پرتفوی پرداخته‌اند. در این تحقیق رابطه بین رتبه بندی شرکت بر اساس معیار شارپ و نسبت پتانسیل مطلوب بررسی شده و عنوان شده بین این دو نسبت ارتباط وجود دارد که این ارتباط ناشی از وجود چولگی منفی در توزیع بازدهی است، بر همین اساس بکارگیری نسبت پتانسیل مطلوب موجه‌تر تشخیص داده شده است (کباری، ۱۳۸۲). خدائی وله زاقرد و فولادوندنیا (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی با تاکید بر چارچوب ریسک نامطلوب در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معیارهای مبتنی بر نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی به رتبه‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر این مطلب است که بین رتبه‌بندی صورت گرفته بر اساس نسبت شارپ با نسبت‌های سورتینو، پتانسیل مطلوب، امگا؛ نسبت جنسن با جنسن تعدیل شده و نسبت ترینر با ترینر تعدیل شده ارتباط وجود دارد (خدایی وله زاقرد، ۱۳۸۹). سعیدی و مقدسیان در مطالعه‌ای که بر روی صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام انجام داده‌اند، عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با توجه به بازده تعدیل شده بر اساس ریسک آن‌ها با استفاده از معیارهای شارپ، ترینر، جنسن و سورتینو ارزیابی کرده‌اند. نتایج به دست آمده از این تحقیق نشان می‌دهد که بین بازده تعدیل شده بر اساس ریسک صندوق‌ها بر مبنای ضریب بتای تعدیل شده با بازده بازار تفاوت معناداری وجود ندارد (سعیدی، ۱۳۸۹). پنداراکي و همکاران در تحقیقی که بر روی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام کشور یونان در فاصله سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۰۱ انجام داده‌اند، اقدام به تشکیل پرتفویی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نموده‌اند. در این پژوهش ابتدا با استفاده از تصمیم‌گیری چندمعیاره و با در نظر گرفتن معیارهایی از قبیل شارپ، ترینر، بازده یک‌ساله، متوسط بازده، ارزش در معرض ریسک، ریسک سیستماتیک، انحراف معیار بازده، درصد تغییر در ارزش خالص دارایی‌ها و ... صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را به دو گروه تقسیم کرده‌اند و پس از انتخاب صندوق‌هایی که دارای بهترین عملکرد هستند در بخش بعدی با استفاده از رویکرد برنامه‌ریزی آرمانی به انتخاب پرتفویی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از دو گروه فوق پرداخته‌اند (pendaraki, ۲۰۰۵). آروگاسلان و همکاران (۲۰۰۵) عملکرد تعدیل شده بر مبنای ریسک ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ایالات متحده در طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۴

را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق یک معیار جدید ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر مبنای ریسک که توسط مودگیلیانی تدوین شده است برای ارزیابی عملکرد این دسته از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با بازده‌های بالا ممکن است جذابیت خود را در زمانی که میزان ریسک به تحلیل پیوند خورده‌است از دست بدهند. بالعکس برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ممکن است در زمانی که ریسک پایین آن‌ها به عملکردشان پیوند خورده‌است جذاب به نظر برسند. (arugaslan, 2007) هابنر (2007) برخی شواهد تجربی در مورد معیار ارزیابی عملکرد ارائه می‌دهد. او در این تحقیق بازدهی حاصل از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را در نظر گرفته است. نتایج تحقیق او از نسبت تعمیم یافته‌ترین به عنوان معیاری بهینه در برابر معیارهای شارپ و لینتر در ارزیابی عملکرد حمایت می‌کند (hubner, 2007).

چانگ و همکاران در پژوهشی تحت عنوان ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک با استفاده از روش TOPSIS و استفاده از نسبت‌های ترینر، شارپ، آلفای جنسن و نسبت اطلاعات به ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ساختار تحلیل برنامه‌ریزی چند شاخصه پرداخته است که از هر یک از این معیارها برای رتبه‌بندی نهایی نیز استفاده شده است. در این پژوهش تعداد ۸۲ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در کشور تایوان در ۳۴ ماه متوالی با استفاده از روش TOPSIS مورد ارزیابی قرار گرفته اند [۱۷]. چن و هووانگ (2009) در مطالعه بر روی ۱۲۲ صندوق مشترک سرمایه‌گذاری در کشور تایوان، ابتدا این صندوق‌ها را بر اساس چهار معیار نرخ بازده، انحراف استاندارد، نرخ گردش و شاخص ترینر دسته‌بندی کرده‌اند و سپس یک مدل بهینه‌سازی فازی برای تعیین سرمایه بهینه اختصاص داده شده به هر دسته ارائه داده‌اند. مساله بهینه سازی به دو صورت حل گردیده است: ۱- حداکثر کردن بازده مورد انتظار با محدودیت حداکثر کردن ریسک. ۲- حداقل کردن ریسک با محدودیت حداقل بازده مورد انتظار (chen, 2009). کاو و همکاران (2011) در تحقیقی با عنوان استفاده از تحلیل رابطه خاکستری برای حل مسایل تصمیم‌گیری چندمعیاره به تشریح این مدل پرداخته‌اند. در این تحقیق دو نمونه مطالعه موردی با روش تحلیل خاکستری حل شده است و جواب حاصل با جواب‌هایی که از حل همین مساله با روش تحلیل پوششی داده‌ها، روش TOPSIS و روش میانگین موزون به دست آمده مقایسه گردیده است. رتبه‌بندی گزینه‌ها به روش تحلیل رابطه خاکستری با نتایج حاصل از TOPSIS و میانگین موزون نزدیکی بیشتری دارد (kuo, 2011).

۳- روش شناسی تحقیق

جامعه آماری این تحقیق ۱۱۲ صندوق سرمایه‌گذاری در بازه زمانی فروردین ۹۱ تا اسفند ۹۴ است که بازدهی ماهانه آنها با توجه به اطلاعات منتشر شده در سایت صندوق‌ها محاسبه شده است. صندوق‌هایی در این نمونه آورده شده است که در طول این دوره فعالیت داشته‌اند و حداکثر تا پایان سال ۱۳۹۲ مجوز فعالیت خود را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کرده باشند و تا قبل از پایان سال ۱۳۹۴ نیز منحل نشده باشند. ابتدا برای هر یک از ۱۱۲ صندوق سرمایه‌گذاری مورد نظر، بازدهی ماهانه طی بازه زمانی فروردین ۹۱ تا اسفند ۹۴

محاسبه شده است. دوره‌های محاسبه بازدهی، ماهانه بوده و بازدهی مورد نظر نیز "میانگین هندسی" بازده‌های ماهانه می‌باشد. در محاسبات بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت و آن دسته از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط که مطابق امیدنامه دارای پرداخت‌های دوره‌ای می‌باشند، سودهای نقدی لحاظ شده‌اند. پس از محاسبه بازدهی صندوق‌ها، هر یک از معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر تئوری‌های مدرن و فرامدرن ارزیابی عملکرد پرتفوی برای هر یک از صندوقها محاسبه شده است. معیارهای مورد محاسبه همانطور که اشاره شد معیار شارپ، معیار ترینر، معیار آلفای جنسن، معیار M2، معیار AR، معیار ترینر تعدیل شده، معیار آلفای جنسن تعدیل شده، معیار امگا، معیار سورتینو و معیار پتانسیل مطلوب (UPR) است.

همچنین در محاسبه معیارهای مذکور نرخ سود اوراق مشارکت (۲۰ درصد) به عنوان بازده بدون ریسک "RF" و حداقل نرخ بازده قابل قبول "MAR" در نظر گرفته شده است.

پس از محاسبه هر یک معیارهای مزبور، اعداد بدست آمده در هر یک از معیارها به ترتیب رتبه مرتب شده و امتیاز نهایی هر یک از صندوق‌های سرمایه‌گذاری میانگینی از گروه‌هایی که آن صندوق در هر یک از معیارها در آن‌ها جای گرفته است، می‌باشد.

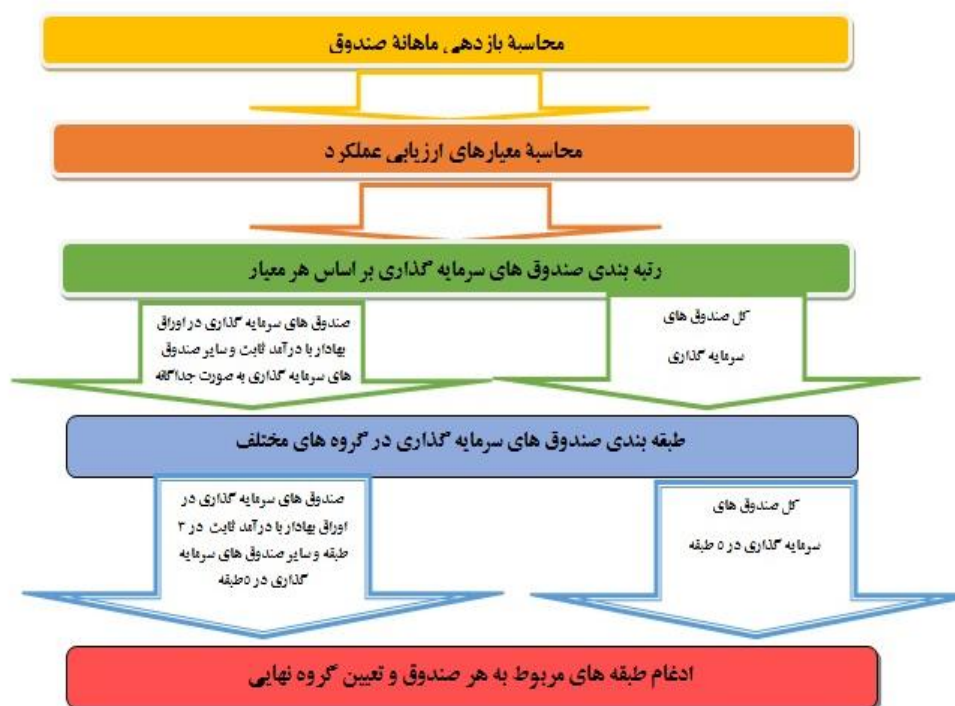
این رتبه بندی به دو شکل متفاوت، یکی برای کل صندوقها بدون در نظر گرفتن نوع آنها و دیگری برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام شده است.

سپس طبقه بندی صندوقها در هر یک از این دو شکل رتبه بندی صورت گرفته و پس از ادغام رتبه‌های اختصاص یافته به هر صندوق در هر یک از معیارهای مورد نظر، رتبه نهایی حاصل شده است. در حالت طبقه بندی کل صندوقهای سرمایه‌گذاری به شکل یکجا، تعداد طبقات اختصاص یافته ۵ طبقه از A تا E می‌باشد. ولیکن در حالت تفکیک طبقه بندی براساس نوع صندوق، تعداد ۳ طبقه از A تا C به صندوقهای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت و ۵ طبقه از A تا E به سایر صندوقهای سرمایه‌گذاری اختصاص یافته است. در نمودار زیر فرآیندی که در این تحقیق طی شده است و طی آن رتبه بندی و طبقه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری صورت پذیرفته است آورده شده است.

در محاسبه بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای محاسبه بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری از روش معمول محاسبه بازدهی، یعنی میزان تغییر در ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری طی دوره مورد نظر (ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری در پایان دوره منهای ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری در ابتدای دوره) بعلاوه سودهای نقدی توزیع شده در آن دوره تقسیم بر ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری در ابتدای دوره استفاده شده است.

$$R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1} + D_t}{NAV_{t-1}}$$

نرخ بازدهی که مبنای محاسبات قرار گرفته است "میانگین هندسی بازده‌های ماهانه" صندوق‌های سرمایه‌گذاری طی دوره‌های مورد نظر می‌باشد. نرخ بازده بدون ریسک (RF) نیز نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت، ۲۰٪، در نظر گرفته شده است.



نمودار ۲- خلاصه فرآیند رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

"MAR" حداقل نرخ بازده موردانتظار می‌باشد که در محاسبات مربوط به معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به اینکه در حال حاضرچنین نرخ بازده موردانتظاری در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد، نرخ ۲۰٪ برای تمام صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان حداقل نرخ بازده مورد انتظار لحاظ شده است.

لازم به ذکر است؛ در رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سال ۱۳۹۱، تنها صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت و برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط اقدام به توزیع سودهای نقدی دوره‌ای نموده‌اند، ولیکن با شروع به فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری امید توسعه به عنوان اولین صندوق سرمایه‌گذاری "در سهام و با پرداخت سود"، سودهای نقدی این نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در محاسبه بازدهی آن‌ها در سال ۱۳۹۲ لحاظ شده است.

۴- نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به محاسبات انجام شده از میان ۱۱۲ صندوق سرمایه‌گذاری مورد بررسی، صندوقهای دیدگاهان، آسمان آرمانی سهام، معین بهگزین، نیکوکاری کودک، توسعه ملی، توسعه اندوخته آینده و بذر امید آفرین دارای امتیاز نهایی بیشتر از ۱۰۰ بوده‌اند. اگرچه این صندوقها میانگین بازدهی ماهانه قابل قبولی نداشته و حتی ۵ صندوق اول نرخ میانگین بازدهی ماهانه منفی نیز داشته‌اند. از سوی دیگر، صندوقهای سرمایه‌گذاری عقیق، پارس، آسمان خاورمیانه، امین انصار و سپهر تدبیرگران در جایگاه ۵ صندوق سرمایه‌گذاری آخر قرار گرفته‌اند، اگرچه این صندوقها دارای بازدهی‌های قابل توجهی و بالاتر از نرخ سود بدون ریسک بوده‌اند. گفتنی است؛ صندوق عقیق در میان تمام صندوقها، دارای بالاترین رتبه از لحاظ میانگین بازدهی ماهانه می‌باشد.

در حالت طبقه‌بندی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، صندوقهای توس ایرانیان، نوین بانک مسکن و اندوخته ملت دارای بالاترین رتبه و صندوقهای امین انصار، بانک ایران زمین و سپهر تدبیرگران دارای پایین‌ترین رتبه بوده‌اند. از منظر بازدهی نیز صندوقهای بانک ایران زمین، بانک گردشگری و امین انصار بالاترین رتبه‌ها را به خود اختصاص داده‌اند. واضح است؛ از صندوقهای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت به لحاظ محدودیت‌های اعمال شده در امیدنامه آنها نمی‌توان انتظاری مشابه سایر صندوقهایی سرمایه‌گذاری را داشت. ولیکن در مواردی که یک صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت علی‌رغم داشتن میانگین بازدهی ماهانه کمتر از نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا حداقل نرخ بازده مورد انتظار، دارای ریسک بالایی بوده و در رتبه پایینی قرار بگیرد، عملکرد آن صندوق زیر سوال خواهد رفت.

همچنین در حالت رتبه‌بندی صندوقهای سرمایه‌گذاری در سهام و مختلط، صندوقهای دیدگاهان، آسمان آرمانی سهام و معین بهگزین در عین اینکه دارای بازدهی ماهانه منفی بوده‌اند، دارای بالاترین رتبه‌ها بوده‌اند که این نشان از ریسک پایین سرمایه‌گذاری در این صندوقها می‌باشد. در نهایت، صندوقهای عقیق، پارس و آسمان خاورمیانه با وجود دارا بودن میانگین بازدهی ماهانه بسیار قابل توجه، به دلیل نوسانات بالای بازدهی‌ها در رتبه‌های انتهایی رتبه‌بندی مورد نظر قرار گرفته‌اند.

جدول ۱- رتبه‌بندی کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری

نام صندوق سرمایه‌گذاری	بازدهی	رتبه	رتبه نهایی	طبقه
دیدگاهان	-0.74%	107	1	A
آسمان آرمانی سهام	-0.28%	105.7	2	A
معین بهگزین	-0.11%	104.8	3	A
نیکوکاری کودک	-0.01%	102.7	4	A
توسعه ملی	-0.03%	101.3	5	A
توسعه اندوخته آینده	0.50%	101.1	6	A
بذر امید آفرین	0.59%	100.6	7	A
سپهر کاریزما	0.54%	99.2	8	A
آرمان سپهر آیندگان	0.59%	98.2	9	A
بانک خاورمیانه	0.58%	96.8	10	A
نوین نیک	0.79%	95	11	A
مشترک افق	0.33%	94.3	12	A
توس ایرانیان	1.42%	93.2	13	A
گنجینه مهر	0.67%	93	14	A
آرمان شهر	0.92%	92.8	15	A
امین صبار (امین گلوبال)	0.93%	92.7	16	A
دماسنج	-0.33%	90.9	17	A
نوآندیشان بازار سرمایه	0.71%	90.6	18	A
مهر شریعه	0.66%	88.9	19	A
سیحان	0.62%	87.2	20	A
اندوخته ملت	1.43%	86.1	21	A
نوین بانک مسکن	1.16%	85.3	22	A
سپهر اول کارگزاری بانک صادرات	1.04%	84.6	23	A
کوثر	1.14%	84	24	B
سهام آشنا	1.15%	83.8	25	B
کارگزاری بانک ملت	0.92%	83	26	B
یکم سهام گستران شرق	1.00%	82.7	27	B
یکم کارگزاری بانک کشاورزی	1.61%	82.2	28	B
آپادانا	0.90%	81.4	29	B
صنعت و معدن	0.87%	80.8	30	B
بانک کشاورزی	1.11%	80.4	31	B
رشد سامان	1.18%	79.8	32	B
آتیه ملت	1.56%	77.2	33	B
نگین رفاه	1.41%	76.1	34	B

طبقه	رتبه نهایی	رتبه	بازدهی	نام صندوق سرمایه‌گذاری
B	35	75.2	1.21%	گنجینه بهمن
B	36	74.8	1.27%	پارسیان
B	37	73.9	1.35%	پارس گستر
B	38	71.7	1.65%	نهاد سرمایه ایرانیان
B	39	70.9	1.51%	سپهر اندیشه نوین
B	40	70.2	1.65%	امین سامان
B	41	68.4	1.54%	رفاه
B	42	68.3	1.44%	امین کارآفرین
B	43	66.7	1.40%	صبا
B	44	65.9	1.44%	ارگ
B	45	64.9	1.44%	پیشگام ایرانیان
C	46	64.8	1.66%	بانک صادرات
C	47	64.3	1.51%	لوتوس پارسیان
C	48	64.2	1.51%	ایستایس پویای یزد
C	49	62.7	1.61%	پیروزان
C	50	61.8	1.72%	آشنای دی
C	51	60.6	1.81%	بانک دی
C	52	60.6	1.63%	تدبیرگر سرمایه
C	53	58.8	1.84%	رضوی
C	54	58.5	1.98%	امین آوید
C	55	58.1	1.84%	بانک اقتصاد نوین
C	56	57.9	1.63%	اندیشه فردا
C	57	57.7	1.73%	آرمان اندیش
C	58	56.3	1.94%	ارزش کاوان آینده
C	59	55.4	1.97%	کارآفرینان برتر آینده
C	60	55.1	1.69%	گسترش فردای ایرانیان
C	61	54.7	2.07%	بانک توسعه تعاون
C	62	52.7	1.73%	تجربه ایرانیان
C	63	52.4	2.20%	راهنما
C	64	51.9	1.96%	یکم سامان
C	65	51.5	1.70%	نوین سامان
C	66	46.2	2.32%	نقش جهان
C	67	45.9	1.65%	امین آشنا ایرانیان
C	68	45.1	2.44%	فارابی
D	69	44.4	2.01%	بانک تجارت

نام صندوق سرمایه‌گذاری	بازدهی	رتبه	رتبه نهایی	طبقه
خوارزمی	2.21%	43	70	D
نوین پایدار	2.30%	42.7	71	D
تدبیرگران فردا	2.31%	42	72	D
ارزش آفرینان دی	1.76%	41	73	D
امین شهر	1.78%	40.2	74	D
نیکان پارس	2.35%	39.9	75	D
فیروزه	2.10%	38.9	76	D
ممتاز	2.19%	38.8	77	D
امید توسعه	2.15%	38.2	78	D
پیشناز	2.24%	35	79	D
توسعه صادرات	2.91%	34.9	80	D
یکم دانا	2.35%	34.7	81	D
پرسپولیس	1.80%	34.1	82	D
آرمان کارآفرین	1.89%	33.5	83	D
تدبیرگران آینده	2.28%	33.1	84	D
ارمغان ایرانیان	1.77%	29.7	85	D
بانک مسکن	2.66%	29.4	86	D
امین ملت	1.87%	29.1	87	D
بورسیران	2.77%	28.6	88	D
یکم ایرانیان	1.77%	28.1	89	D
پویا	2.56%	28.1	90	D
بانک ملی	2.65%	27.4	91	E
پیشرو	2.44%	25.9	92	E
ملت ایران زمین	1.85%	24.4	93	E
سینا	2.77%	24.3	94	E
حافظ	2.82%	23.1	95	E
آتیه نوین	1.81%	21.6	96	E
نیکوکاری بانک گردشگری	2.28%	20.6	97	E
آسمان یکم	2.89%	20.4	98	E
کاریزما	2.68%	19.3	99	E
سپهر آگاه	1.96%	18.7	100	E
بانک گردشگری	2.32%	17.9	101	E
آرمان	2.89%	17.7	102	E
البرز	2.87%	17.1	103	E
کارآفرین	1.90%	16.8	104	E

نام صندوق سرمایه گذاری	بازدهی	رتبه	رتبه نهایی	طبقه
یکم نیکوکاری آگاه	2.44%	16.6	105	E
آگاه	2.96%	14.6	106	E
بانک ایران زمین	2.41%	12.4	107	E
عقیق	3.18%	11.7	108	E
پارس	2.73%	10.4	109	E
آسمان خاورمیانه	2.88%	8.4	110	E
امین انصار	2.11%	7.8	111	E
سپهر تدبیرگران	1.94%	5.5	112	E

جدول ۲- رتبه بندی صندوق های سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت

نام صندوق سرمایه گذاری	بازدهی	رتبه	رتبه نهایی	طبقه	نام صندوق سرمایه گذاری	بازدهی	رتبه	رتبه نهایی	طبقه
توس ایرانیان	٪۱,۴۲	26.8	1	A	پرسپولیس	٪۱,۸۰	13.1	17	B
نوبین بانک مسکن	٪۱,۱۶	25.4	2	A	ارمغان ایرانیان	٪۱,۷۷	11.5	18	B
اندوخته ملت	٪۱,۴۳	24.6	3	A	آرمان کارآفرین	٪۱,۸۹	11.3	19	B
یکم کارگزاری بانک کشاورزی	٪۱,۶۱	24.5	4	A	ملت ایران زمین	٪۱,۸۵	10.8	20	B
نگین رفاه	٪۱,۴۱	23.2	5	A	امین ملت	٪۱,۸۷	10.5	21	C
آتیه ملت	٪۱,۵۶	23.1	6	A	یکم ایرانیان	٪۱,۷۷	10	22	C
نهاد سرمایه ایرانیان	٪۱,۶۵	21.2	7	A	آتیه نوبین	٪۱,۸۱	8.4	23	C
لوتوس پارسیان	٪۱,۵۱	20.8	8	A	سپهر آگاه	٪۱,۹۶	8.2	24	C
امین سامان	٪۱,۶۵	20.4	9	A	بانک گردشگری	٪۲,۳۲	6.8	25	C
پیروزان	٪۱,۶۱	18.9	10	A	کارآفرین	٪۱,۹۰	4.9	26	C
گسترش فردای ایرانیان	٪۱,۶۹	18.1	11	B	امین انصار	٪۲,۱۱	4.7	27	C
اندیشه فردا	٪۱,۶۳	17.9	12	B	بانک ایران زمین	٪۲,۴۱	4.6	28	C
نوبین سامان	٪۱,۷۰	17.2	13	B	سپهر تدبیرگران	٪۱,۹۴	2.3	29	C
امین آشنا ایرانیان	٪۱,۶۵	15.8	14	B					
ارزش آفرینان دی	٪۱,۷۶	15.3	15	B					
امین شهر	٪۱,۷۸	14.7	16	B					

جدول ۳- رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام و مختلط

طبقه	رتبه نهایی	رتبه	بازدهی	نام صندوق سرمایه‌گذاری
A	1	80.5	٪۰٫۷-	دیدگاهان
A	2	79.6	٪۰٫۳-	آسمان آرمانی سهام
A	3	78.8	٪۰٫۱-	معین بهگزین
A	4	76.9	٪۰٫۰	نیکوکاری کودک
A	5	75.6	٪۰٫۰	توسعه ملی
A	6	75.4	٪۰٫۵	توسعه اندوخته آینده
A	7	74.8	٪۰٫۶	بذر امید آفرین
A	8	74.1	٪۰٫۵	سپهر کاریزما
A	9	72.8	٪۰٫۶	آرمان سپهر آیندگان
A	10	71.6	٪۰٫۶	بانک خاورمیانه
A	11	70	٪۰٫۸	نوبین نیک
A	12	69.7	٪۰٫۳	مشترک افق
A	13	68.2	٪۰٫۷	گنجینه مهر
A	14	67.7	٪۰٫۹	آرمان شهر
A	15	67.6	٪۰٫۹	امین صبار (امین گلوبال)
A	16	67.3	٪۰٫۳-	دماسنج
A	17	66.5	٪۰٫۷	نواندیشان بازار سرمایه
B	18	65.5	٪۰٫۷	مهر شریعه
B	19	64.3	٪۰٫۶	سبحان
B	20	61.4	٪۱٫۰	سپهر اول کارگزاری بانک صادرات
B	21	60.4	٪۱٫۱	کوثر
B	22	60.4	٪۱٫۱	سهام آشنا
B	23	60.3	٪۰٫۹	کارگزاری بانک ملت
B	24	59.8	٪۱٫۰	یکم سهام گستران شرق
B	25	59.3	٪۰٫۹	آپادانا
B	26	59	٪۰٫۹	صنعت و معدن
B	27	58	٪۱٫۱	بانک کشاورزی
B	28	56.1	٪۱٫۲	رشد سامان
B	29	53.8	٪۱٫۲	گنجینه بهمن
B	30	52.7	٪۱٫۳	پارسیان
B	31	52.6	٪۱٫۴	پارس گستر
B	32	49.5	٪۱٫۵	سپهر اندیشه نوبین
B	33	48.9	٪۱٫۵	رفاه
B	34	48.5	٪۱٫۴	امین کارآفرین

طبقه	رتبه نهایی	رتبه	بازدهی	نام صندوق سرمایه‌گذاری
C	35	47.8	٪۱,۴	صبا
C	36	46.7	٪۱,۴	ارگ
C	37	45.9	٪۱,۴	پیشگام ایرانیان
C	38	45.6	٪۱,۵	ایستاتیس پویای یزد
C	39	45.5	٪۱,۷	بانک صادرات
C	40	43	٪۱,۷	آشنای دی
C	41	42.2	٪۱,۶	تدبیرگر سرمایه
C	42	41.6	٪۱,۸	بانک دی
C	43	39.8	٪۱,۸	بانک اقتصاد نوین
C	44	39.8	٪۱,۸	رضوی
C	45	39.8	٪۲,۰	امین آوید
C	46	39.3	٪۱,۷	آرمان اندیش
C	47	38.1	٪۱,۹	ارزش کاوان آینده
C	48	37.2	٪۲,۰	کارآفرینان برتر آینده
C	49	36.8	٪۲,۱	بانک توسعه تعاون
C	50	35.6	٪۱,۷	تجربه ایرانیان
C	51	35.3	٪۲,۲	راهنما
D	52	34.8	٪۲,۰	یکم سامان
D	53	30.3	٪۲,۳	نقش جهان
D	54	29.2	٪۲,۴	فارابی
D	55	29	٪۲,۰	بانک تجارت
D	56	28	٪۲,۲	خوارزمی
D	57	27.6	٪۲,۳	نوین پایدار
D	58	27.2	٪۲,۳	تدبیرگران فردا
D	59	26.1	٪۲,۳	نیکان پارس
D	60	24.5	٪۲,۲	ممتاز
D	61	24.5	٪۲,۲	امید توسعه
D	62	24.3	٪۲,۱	فیروزه
D	63	22.3	٪۲,۹	توسعه صادرات
D	64	21.5	٪۲,۴	یکم دانا
D	65	21.2	٪۲,۲	پیشناز
D	66	20.7	٪۲,۳	تدبیرگران آینده
D	67	17.7	٪۲,۷	بانک مسکن
E	68	17	٪۲,۶	پویا
E	69	16.9	٪۲,۶	بانک ملی

نام صندوق سرمایه‌گذاری	بازدهی	رتبه	رتبه نهایی	طبقه
بورسیران	۲,۸٪	16.9	70	E
پیشرو	۲,۴٪	15.6	71	E
سینا	۲,۸٪	14	72	E
حافظ	۲,۸٪	13.1	73	E
نیکوکاری بانک گردشگری	۲,۳٪	11.3	74	E
آسمان یکم	۲,۹٪	10.5	75	E
کاریزما	۲,۷٪	9.8	76	E
آرمان	۲,۹٪	8.5	77	E
یکم نیکوکاری آگاه	۲,۴٪	8	78	E
البرز	۲,۹٪	7.9	79	E
آگاه	۳,۰٪	6	80	E
عقیق	۳,۲٪	3.7	81	E
پارس	۲,۷٪	3.2	82	E
آسمان خاورمیانه	۲,۹٪	2.6	83	E

فهرست منابع

- * اسلامی بیدگلی غلامرضا، تهرانی رضا و شیرازیان زهرا، بررسی رابطه‌ی میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سه شاخص ترینر، جنسن و شارپ با اندازه (ارزش بازاری) و نقدشوندگی آن‌ها. نشریه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره ۱۹- بهار و تابستان ۱۳۸۴.
- * www.seo.ir (سایت رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار)
- * خدایی وله زاقرد، محمد و فولادوندنیا، الهام (۱۳۸۹)، ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی با تاکید بر چارچوب ریسک نامطلوب در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. مطالعات مالی، ۵، ۶۷-۹۰.
- * روشنگر زاده امین؛ احمدی محمد رمضان، بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس معیارهای مبتنی بر تئوری فرامدرن پرتفوی و ارتباط بین رتبه‌بندی آنها با معیارهای مدرن پرتفوی، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴۳-۱۶۰.
- * سعیدی، علی؛ مقدسیان، ایمان (۱۳۸۹) ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در ایران. بورس اوراق بهادار، ۵، ۹-۲۴.
- * صفریور، م (۱۳۸۶) بررسی تاثیر دوره سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌های سرمکایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۰، ۹۹-۱۱۸.

- * صفری، محسن (۱۳۸۱)، "ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس تهران بر اساس شاخص‌های شارپ و ترینر"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- * کباری، مجتبی، (۱۳۸۲). بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس تهران با استفاده از مدل شارپ، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع).
- * عبده تبریزی، حسین و شریفیان، روح ا... (۱۳۸۷)، "بررسی اثر ریسک نا مطلوب بر عملکرد تعدیل شده بر اساس ریسک شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، شماره ۱، صفحات ۳۵-۷۰.
- * Arugaslan, O., Edwards, E., Samant, A., (2007). Evaluating largs US-Based equity mutual funds using risk-adjusted performance measures, commerce and management,17(1/2), 6-24.
- * Chang, C. H., Lin, J. J., Lin, J. H., Chiang, M. C., (2010). Domestic open-end equity mutual fund performance evaluation using extended TOPSIS method with different distance approaches. expert systems with applications,37, 3642-3649 .
- * Chen, L. H., Huang, L., (2009). Portfolio optimization of equity mutual funds with fuzzy return rates and risks, expert systems with applications, 36, 3720-3727.
- * David, K., (1994). Grey system and grey relational model. ACM SIGICE Bulletin, 20,1-9.
- * Dong, G., Yamaguchi, D., Nagai, M., (2006). A grey-based decision making approach to the supplier selection problem. mathematical and computer modeling,46,573-581.
- * Hubner, G., (2007). How do performance measures perform?. portfolio selection,33(3), 64-74.
- * Jones, C., (1998). Investment analysis and management (6th ed.), Jhon willey & sons.
- * Kuo, M. S., Liang, G. S., (2011). Combining VIKOR with GRA techniques to evaluate service quality of airports under fuzzy environment. Expert systems with applications, 38, 1304-1312 .
- * Kuo, Y., Yang, T., Huang, G., (2008). The use of grey relational analysis in solving multiple attribute decision making problems. computers & industrial engineering,55,80-93 .
- * Liu, S., Lin, Y., (2006). Grey information theory and practical applications, london, springer.
- * Makridakis, S., Andersen, A., Carbon, R., (1982). The accuracy of extrapolation (time series) method; results of a forecasting competition. Forecasting, 1,111-153 .
- * Pendaraki, K., Zopounidis, C., Doumpos, M., (2005). On the construction of mutual fund portfolios :A multicriteria methodology and an application to the Greek market of equity mutual funds .European Journal of Operational Research, 163, -462-481 .
- * Reilly, F., Norton, E., (2006). investments (7th ed.), south western ohio, Thomson .
- * Sortino, F., Lee, N. P., (1994). Performance measurement in a downside risk framework. Journal of Investing,v3(3),59-64 .
- * Wiecek, M., Ehrgott, M., Fedal, G., Figueira. J.R., (2008). Multiple criteria decision making for engineering. The International Journal of Management Science, 36, 337-339