

ISSN (Print): [2251-8452](#)ISSN (Online): [2717-3356](#)

Quarterly Monetary & Financial Economics

<https://danesh24.um.ac.ir>

Research Article

Vol. 30, No. 2, 2024, p. 243 - 279



Performance Evaluation of the Refinery Fund: Examination the Challenges and Providing Solutions

S. A. Razavi^{1*}, S. M. Javadi²

1- Associate Professor, Department of Economics and Energy Management, Tehran Petroleum Faculty, University of Petroleum Industry, Tehran, Iran.

2- Assistant Professor, Department of Financial Sciences, Tehran Petroleum Faculty, University of Petroleum Industry, Tehran, Iran. javadi@put.ac.ir

(*- Corresponding Author Email: Srazavi@put.ac.ir)

<https://doi.org/10.22067/mfe.2024.80549.1273>

Received:2023/01/10	How to cite this article: Razavi, S. A., & Javadi, S. M. (2024). Performance Evaluation of the Refinery Fund: Examination the Challenges and Providing Solutions. <i>Quarterly Monetary & Financial Economics</i> , 30(2): 243-279. (in Persian with English abstract). https://doi.org/10.22067/mfe.2024.80549.1273
Revised:2023/06/08	
Accepted:2024/01/21	
Available Online: 2024/01/21	

1- INTRODUCTION

An investment fund is an appropriate tool for investing in the capital market. An exchange-traded fund (ETF) is also a type of investment fund which manages the risk. The first refining fund (which is an ETF and



©2022 The author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, as long as the original authors and source are cited. No permission is required from the authors or the publishers.

sector fund as well) was launched by the government of Iran in 2020. A sector fund is an investment fund that invests in one type of industry or sector. Based on economic theories, it was expected that the price of the investment units of this fund would be higher than the value of the assets in that fund. But for various reasons, this did not happen and the price of the shares of this fund had for several years been sold below the nominal value. The purpose of this study is to identify the influencing factors on the activities and evaluate the performance of this fund.

2- THEORETICAL FRAMEWORK

Conceptually, investment funds are basically exclusive to one sector of the economy, so that an investment fund can be created in oil or gas companies. The mentioned funds depend on the state of the respective industries and their economic performance. For this reason, these funds are also referred to as special funds. Some international companies consider the investment funds on creating resources through the issuance of securities or other assets. Therefore, these funds are mainly dedicated to investing in an economic sector. This is despite the fact that the risk of investing in a single sector is higher than in a multi-sector one. In the research of Bengas et al. (2013), it was found that a significant part of the risk of these funds is identified by macroeconomic variables. Hu et al. (2014) investigated the non-uniform and non-linear effect of portfolio diversification on the performance of mutual funds. Azoulay et al. (2019) researched the factors affecting investment in sectoral funds and concluded that the performance of public and private funds is different in this field. Liebi (2020) looked at the impact of tradable investment funds on financial markets in the world and concluded that the returns of these funds are higher for non-professional investors in the capital market. According to the review of the research background, it is clear that until now there is no applied internal or external research that provides an in-depth examination of the challenges and performance of a tradable fund and identifies the factors affecting it in order to provide corrective solutions to improve the performance of the said fund. It has not been accepted. Therefore, this research has been done in order to

fill this gap and solve the problems of the first refining fund and investors and to help the progress of science in this field. This research is doubly necessary due to the fact that the supplier of this fund is the government and the investors are the general members of the Iranian nation, and any problem in this regard poses a risk to public trust and participation and consequently to the security of the country.

3- METHODOLOGY

According to the explanations presented in the previous sections, the most important goals of this research are to identify the important and influential factors on the activities and performance (price of units) of the first refining investment fund. Also, investigating and determining how, type and extent of influence of these factors has been another goal of this research. This study is an applied and library type research. Through interviews with experts, a number of sixteen important factors affecting the performance of the refinery fund were identified. The Data were collected through the design and distribution of five-point Likert scale questionnaires among thirtyfive experts and analyzed by using the statistical method of analysis of variance (ANOVA). In this research, two methods have been used to collect information. First, the method of theoretical and library studies was used. The other part of the research was conducted in the field. At this stage, first, from the point of view of technical professors, managers and experts regarding the subject matter, interviews and negotiations and their opinions were received (number of seven managers and experts with knowledge and experience regarding this fund). At this stage, sixteen important factors that had the greatest impact on the fund's performance were identified as follows: 1) statutory solutions and 2) reforms in the fund's executive and supervisory bodies, 3) internal interaction and participation of the fund's bodies and members, 4) awareness Building shareholders and other stakeholders, 5) changing the composition of the fund's members and elements, 6) liquidity management of the fund, 7) the risk of all assets belonging to the refining industry, 8) increasing the credibility of the fund and attracting public trust, 9) amending and compiling regulations related,

10) standardization of fund processes and activities, 11) interaction of the elements and members with stakeholders outside the fund, 12) research and research expert working group, 13) fund management; custodian and market management, 14) changing the composition of fund assets, 15) changes in premium investment units, 16) voting rights of ordinary investment unit owners. In the second part of data collection, a questionnaire by a five-point Likert scale was used to answer the questions of the questionnaire. A total of thirty-five questionnaires were distributed among knowledgeable and experienced experts, managers and experts. The purpose of using the questionnaire was to determine the impact of the identified factors on the activities and performance of the first refining fund.

4- RESULTS & DISCUSSION

In this research, it is assumed that different factors with different degrees of importance have influenced the performance of the first refining fund. Also, one-factor analysis of variance (ANOVA) was used to confirm or reject the hypothesis. According to the analysis, the hypothesis proposed in this research is confirmed. In other words, different factors with different degrees of importance and influence have influenced the performance of the 1st Refinery Fund. In this research, sixteen important factors that had a significant impact on the performance of the 1st Refining Investment Fund were identified and the impact of each of these factors was investigated. The results of this research show that each influential factor has affected the performance of the fund to a different extent. In other words, the results of the research showed that the identified factors have had different effects on the performance of the refinery fund.

5- CONCLUSIONS & SUGGESTIONS

According to the investigations carried out, in total, two types of solutions can be presented to correct the existing problem; 1) The first approach implies the liquidation of the fund and the handing over of its assets to the owners of the investment units, in order to transfer value to the owners of these assets. 2) The second approach focuses on maintaining and

optimizing the fund. Based on the initial pathology, investigations and findings of this research and in order to protect the interests of investors, it is suggested that a working group with the presence of investment management, financial affairs management, legal affairs and assembly affairs be formed and compiled. And the implementation of the executive mechanism to carry out the following amendments in the 1st Refining Investment Fund's statutes should be put on its agenda:

- Giving voting rights to the owners of ordinary investment units.
- Removal of premium investment units.
- Transferring management to the private sector.
- Activation of fund management in order to optimize the composition of fund assets.

Keywords: Investment Fund, First Refining, Performance Evaluation.



ارزیابی عملکرد صندوق پالایشی: بررسی چالش‌ها و ارائه راهکارها

سیدعبداله رضوی^۱

دانشیار، گروه اقتصاد و مدیریت انرژی، دانشکده نفت تهران، دانشگاه صنعت نفت، تهران، ایران.

سیدمحمد جوادی

استادیار، گروه علوم مالی، دانشکده نفت تهران، دانشگاه صنعت نفت، تهران، ایران.

<https://doi.org/10.22067/mfe.2024.80549.1273>

نوع مقاله: پژوهشی

چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از ابزار مناسب جهت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است که از طریق متنوع سازی ترکیب دارایی‌ها، ریسک را مدیریت می‌نمایند. صندوق پالایشی یکم در سال ۱۳۹۹ توسط دولت عرضه شد. بر اساس نظریات اقتصادی انتظار می‌رفت قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق از ارزش دارایی‌های موجود در آن صندوق بیشتر باشد، اما به دلایل مختلف این اتفاق نیفتاد و قیمت سهام این صندوق همواره پایین‌تر از ارزش اسمی فروخته شده است. هدف این پژوهش، شناسایی عوامل تأثیرگذار بر فعالیت‌ها و ارزیابی عملکرد این صندوق است. این پژوهش از نوع مطالعات کاربردی است. از طریق مصاحبه با خبرگان شازده عامل مهم تأثیرگذار بر عملکرد صندوق پالایشی یکم شناسایی گردید. جهت گردآوری اطلاعات از پرسشنامه با استفاده از مقیاس پنج‌درجه‌ای لیکرت برای پاسخگویی به سؤالات پرسشنامه استفاده شد. در این راستا اطلاعات مورد نیاز از طریق پرسشنامه بین سی‌وپنج نفر از کارشناسان صاحب‌نظر جمع‌آوری و با استفاده از روش آماری آنالیز واریانس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد عوامل شناسایی شده به میزان متفاوت عملکرد صندوق پالایشی یکم را تحت تأثیر قرار داده‌اند.

کلیدواژه‌ها: صندوق سرمایه‌گذاری، پالایشی یکم، ارزیابی عملکرد.

^۱ نویسنده مسئول: Srazavi@put.ac.ir

مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نوعی ابزار مالی هستند که در دو دهه اخیر از محبوبیت زیادی در بین سرمایه‌گذاران برخوردار شده‌اند؛ به‌طوری‌که در بازارهای مالی پیشرفته برای بسیاری از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در بورس به معنای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. در همین راستا، در سرتاسر جهان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به شکل‌ها و روش‌های مختلف و به‌عنوان ابزاری مفید و کارآمد برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شکل گرفته‌اند. در سال‌های اخیر و با پیشرفت ایران در زمینه بازارها و ابزارهای مالی، ضرورت وجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نیز احساس شده است و در حال حاضر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک متعددی در بازار سرمایه ایران فعالیت دارند. لازم به توضیح است که ارزش مبنای هر واحد سرمایه‌گذاری برابر یک میلیون ریال است که باید روی گواهی‌های سرمایه‌گذاری قید شود. صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم در تاریخ ۱۳۹۹/۰۶/۰۵ با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل و فعالیت خود را در تاریخ ۱۳۹۹/۰۹/۰۹ آغاز نمود. صندوق پالایشی یکم دومین صندوق سرمایه‌گذاری در قالب پذیرهنویسی ETF که شامل باقی‌مانده سهام دولت در چهار پالایشگاه تهران، اصفهان، تبریز و بندرعباس است، در شهریورماه ۱۳۹۹ در بورس عرضه گردید.

صندوق پالایشی یکم دارنده پانزده درصد سهام چهار شرکت پالایش نفت اصفهان، بندرعباس، تهران و تبریز باشد، اما به دلیل شرایط خاص بازار سرمایه در مقطع عرضه اولیه صندوق، این سهم به ۳۰۶۶ درصد تقلیل یافته است. در حال حاضر نیز با لحاظ تعداد واحدهای ابطال و صادر شده در مجموع تعداد ۱۰۲۶۱۳۲۳۰۱۷۰ واحد سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران موجود است. در این میان مسئله مهم در این زمینه روند کاهشی قیمت بازاری^۱ واحدهای سرمایه‌گذاری از زمان پذیرهنویسی تاکنون است؛ به‌گونه‌ای که در زمان تهیه این تحقیق (آبان ماه سال ۱۴۰۱) قیمت بازاری واحدهای سرمایه‌گذاری آن حدود ۴۶ درصد کمتر از ارزش خالص دارایی‌های موجود در صندوق به ازای یک واحد سرمایه‌گذاری است. از دیگر مسائل مهم در خصوص این صندوق غیر فعال بودن صندوق (عدم تغییر در ترکیب و تعداد سهام‌های واحد سرمایه‌گذاری و عدم اجازه صدور و ابطال این واحدها) در اساسنامه آن در زمان ایجاد است. با این حال، اواخر دولت محترم دوازدهم حجم عظیمی از ملت ایران در چارچوب تأمین مالی دولت از طریق فروش سهام پالایشگاه‌ها در قالب صندوق پالایشی یکم از طرق مختلف به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار دعوت شدند. مردم نیز استقبال خوبی داشتند و حدود چهار میلیون نفر در این اوراق پذیرهنویسی کردند و بالغ بر ۱۳ هزار میلیارد تومان نقدینگی به این سمت روانه شد. از بدو شروع فعالیت این واحدهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، قیمت آن‌ها به علت نامساعد شدن جو عمومی بازار سرمایه کشور

¹ Market Price

شروع به افت نمود و در چند ماه قیمت از یک صد هزار ریال به حدود پنجاه هزار ریال رسید و این مسئله موجب نارضایتی شد. شایان ذکر است تاکنون که بیش از دو سال از انتشار این واحدهای سرمایه گذاری می گذرد، هنوز این سهم به قیمت اسمی خود نرسیده است.

همان گونه که بیان شد، از آنجا که میلیون ها نفر از مردم ایران در این مسئله درگیر هستند و عملکرد نامناسب صندوق را نیز شاهد بوده اند، سرمایه اجتماعی از این منظر دچار نقصان قابل توجهی شده و دید ملت به بازار سرمایه و دولت را دچار خدشه نموده است. از این رو دولت سیزدهم از بدو فعالیت خود اصلاح قیمت این صندوق را در دستور کار خود قرار داد و تلاش نمود تا این مشکل را حل نماید، اما به شرحی که در ادامه بیان می شود مسئله به شکل مطلوب حل نگردید و ناکارآمدی تصمیمات و اقدامات انجام شده و نیز ناهماهنگی ها و سایر عوامل موجب بدتر شدن عملکرد صندوق شد. مهم ترین و اصلی ترین سؤال این تحقیق این است که دلایل کمتر بودن قیمت دارایی های داخل صندوق مذکور نسبت به قیمت واحد سرمایه گذاری چیست؟ به عبارت دیگر علت شکاف زیاد میان قیمت دارایی داخل صندوق و قیمت واحد سرمایه گذاری چیست؟ همچنین دلایل روند نزولی قیمت واحد سرمایه گذاری آن چیست؟

با توجه به توضیحات ارائه شده در بخش های قبلی، مهم ترین اهداف این تحقیق، شناسایی عوامل مهم و تأثیرگذار بر فعالیت ها و عملکرد (قیمت واحدهای) صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم است. همچنین بررسی و تعیین چگونگی، نوع و میزان تأثیرگذاری این عوامل نیز یکی دیگر از اهداف این تحقیق بوده است.

پیشینه پژوهش

نخستین قانون در خصوص قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۴ به تصویب رسید. متعاقب آن، دومین قانون که مربوط به توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی بود در سال ۱۳۸۸ مصوب شد. اخیراً نیز طبق ماده ۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به شورای عالی بورس و اوراق بهادار اجازه داده شد براساس تغییرات نرخ تورم، حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق های سرمایه گذاری را افزایش دهد. بر همین اساس، حداقل سرمایه برای تشکیل صندوق های سرمایه گذاری براساس مصوبه شورای عالی بورس از پنج میلیارد ریال به بیست میلیارد ریال افزایش یافت. کیمیاگری و همکاران (۲۰۱۴) در مقاله ای تحت عنوان ارائه تعریف کمی برای صندوق های بخشی در اقتصاد ایران به بررسی متنوع سازی سبد و ویژگی های صندوق های سرمایه گذاری مشترک می پردازد. در این پژوهش، با استفاده از یک درخت تصمیم، صندوق های سرمایه گذاری مشترک ایران از نظر ویژگی بخشی بودن به چهار گروه تقسیم و با ساخت سبدی از صندوق های موجود در هر گروه و رسم منحنی کارایی سبد نهایی هر گروه، تأثیر ویژگی بخشی بودن بر بازده و ریسک صندوق ها تبیین شده است. سپس، با استفاده از تحلیل رگرسیون ویژگی های بخشی بودن،

نگهداری وجه نقد کمتر و اندازه صندوق بزرگ‌تر به‌عنوان عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تعیین گردیده‌اند.

کاظمی نجف‌آبادی (۲۰۲۱) در مقاله‌ای تحت عنوان عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در اقتصاد ایران به بررسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی غیربانکی نقش انتقال سرمایه را از سوی دارندگان منابع به سمت مصرف‌کنندگان را عهده دارند. این پژوهش عوامل تأثیرگذار بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام با استفاده از سوابق فعالیت این صندوق‌ها در اقتصاد ایران را مورد ارزیابی قرار داده است. در این راستا تعداد ۱۳۶ صندوق مشترک سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه بررسی شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با ساختار تلفیقی (پانل) و با مدل رگرسیون اثرات ثابت با روش حداقل مربعات معمولی انجام شده است. نتایج این تحقیق وجود ارتباط خطی معنادار بین بازده صندوق و متغیرهایی همچون عمر صندوق، انحراف از میانگین، تملک از کل سرمایه‌گذاران حقیقی، تورم دوره قبل، شاخص بازار در دوره قبل را تأیید می‌نماید.

ناطقیان و همکاران (۲۰۲۲) در مقاله‌ای تحت عنوان ارزیابی مدل‌های پرتفوی سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازارهای مالی جهانی (با تأکید بر الگوریتم فرا ابتکاری چند هدفه) به بررسی پیچیدگی ابزارها و بازارهای مالی، تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب نوع دارایی را برای سرمایه‌گذاران می‌پردازد. مقاله حاضر درصدد مقایسه توضیح دهنده و عملکرد مسئله بهینه‌سازی و قدرت پیش‌بینی مدل‌های ARMA شبیه‌سازی تاریخی و ARFIMA مونت کارلو در بهینه‌سازی پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدل ARIMA ارزش در معرض ریسک (شبیه‌سازی تاریخی) مرز کارای بالاتری در مقایسه با ARIMA ارزش در معرض ریسک (شبیه‌سازی مونت کارلو) دارد.

فیتزپاتریک و همکاران (۲۰۱۳) با بررسی و مقایسه ریسک، بازده و تنوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی در برابر دو نوع دیگر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دریافتند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی دارای نسبت ریسک به بازده بسیار بیشتری هستند. این مقایسه در بازارهای رو به رونق و رو به رکود و با چندین دوره زمانی صورت گرفته است. در این پژوهش، میزان سرمایه‌گذاری در صنایع جهت تعیین صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی به نظر شخصی نویسنده بیست درصد در نظر گرفته شده است و مقایسه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی و غیربخشی تنها با معیار نسبت ریسک به بازده انجام شده است. برای تعیین میزان ریسکی بودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری تنها مواردی مثل بتا و انحراف معیار به‌طور جداگانه و بدون تحلیل نوع ریسک برای هر صندوق محاسبه شده است. از نقاط قوت این پژوهش می‌توان به این نکته اشاره کرد که مقایسه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی و غیربخشی در آن با استفاده از داده‌های چندین دوره صورت گرفته است و نتایج مشابه بازه‌های زمانی به‌منزله اعتبارسنجی و آزمودن نتایج پژوهش است.

رحمانی و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر عوامل مختلف و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل: عملکرد گذشته، اندازه، تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق، نسبت هزینه‌ها، نسبت گردش و نوع مؤسس صندوق، بر عملکرد آن‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان‌دهنده تأثیرگذاری دو متغیر عملکرد گذشته و نوع مؤسس صندوق بر عملکرد جاری آن‌ها بود.

عبده تبریزی و همکاران (۲۰۱۹) با به‌کارگیری تلفیقی از مدل‌های موقعیت سنجی بازار و مدل سه عاملی فاما فرنچ به ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال بازار سرمایه ایران پرداختند. بدین منظور از اطلاعات حاصل از دوازده صندوق سرمایه‌گذاری در سهام، طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۰ استفاده شد. طبق نتایج تحقیق ایشان توانمندی موقعیت سنجی بازار و گزینش اوراق بهادار به شکل مثبت و معنادار در هیچ‌یک از صندوق‌های عضو نمونه مشاهده نشد. همچنین اثر اندازه در یک صندوق و اثر ارزش بازار در سه صندوق دیگر مثبت و معنادار بود.

سالارالدینی و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی دلایل عدم استقبال سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های شاخصی در مقابل سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سهمی پرداختند. ایشان سه دلیل را بررسی نمودند و دریافتند صندوق‌های شاخصی تا حدودی به‌درستی شاخص دنبال‌کننده‌هایشان را ردیابی نمی‌کنند؛ اما دلایل دیگر ایشان مبنی بر «عملکرد بهتر صندوق‌های در سهام در بلندمدت نسبت به شاخص کل» و «دستکاری پرتفوی صندوق‌های سهمی با استفاده از اثر قیمتی توسط مدیرانشان و کسب بازده بیشتر در کوتاه‌مدت» تأیید نشد.

در تحقیق بنگاس و همکاران (۲۰۱۳) مشخص گردید بخش قابل توجهی از ریسک این صندوق‌ها توسط متغیرهای اقتصادی کلان شناسایی می‌شوند. ایشان نمونه بزرگی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخصوص یک کشور در بازار سهام اروپا را مورد بررسی قرار دادند. پژوهش آن‌ها در نهایت راهبردهای متغیر با زمان را برای مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توصیه می‌کند و پیشنهاد می‌دهد که مدیران با بررسی و پیش‌بینی متغیرهای کلان اقتصادی در کنار توجه به سایر عوامل و چرخه کسب و کار، در زمان مناسب، سرمایه‌ها را از بخش و کشوری خاص به بخش و کشوری دیگر معطوف کنند. درواقع، این پژوهش لزوم تمرکز هوشمندانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر یک بخش یا کشور خاص و پرهیز از متنوع سازی بیش از حد را در بازه‌های زمانی پیشنهاد می‌دهد.

هو و همکاران (۲۰۱۴) با بررسی اثر غیریکنواخت و غیرخطی متنوع سازی سبد بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند. آن‌ها یک معیار مبتنی بر مرز کارایی را به کار بسته‌اند و با نتایج تجربی پژوهش نشان دادند که راهبرد غلظت مدیران برای تنوع بیش از حد صندوق و نگهداری تعداد زیادی سهام در سبد، موجب تأثیرات منفی بر عملکرد صندوق می‌شود. علاوه بر آن، نتایج پژوهش نشان داد که کاهش بیش از حد تنوع و تعدد سهام، در بازارهایی با بازدهی کم و نوسانات زیاد و به‌ویژه در شرایط بحران مالی، نامناسب و مشکل‌زا است. آژولای و همکاران (۲۰۱۹) به تحقیق در خصوص عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری

در صندوق‌های بخشی پرداختند و نتیجه گفتند عملکرد صندوق‌های دولتی و خصوصی در این زمینه متفاوت است. لیبی (۲۰۲۰) به تأثیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله بر بازارهای مالی در دنیا پرداخت و نتیجه‌گیری کرد که این بازده این صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای در بازار سرمایه بیشتر است. ولدخانی و مرادی مطلق (۲۰۲۳) نیز عملکرد تعداد ۱۱۰ صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله از منظر بازده و ریسک را در بازار سرمایه آمریکا در سه بازه زمانی سه، پنج و ده ساله موردبررسی قرار داده و آن‌ها را بر اساس کارایی و صنعت حوزه فعالیت رتبه‌بندی نمودند. با توجه به بررسی پیشینه تحقیق مشخص می‌گردد تاکنون هیچ‌گونه پژوهش داخلی یا خارجی کاربردی که به بررسی عمیق چالش‌ها و عملکرد یک صندوق قابل معامله بخشی و شناسایی عوامل مؤثر بر آن به‌منظور ارائه راهکارهای اصلاحی جهت رفع بهبود عملکرد صندوق مزبور صورت پذیرفته است. لذا این تحقیق به‌منظور پر کردن این شکاف و رفع مشکلات صندوق پالایشی یکم و سرمایه‌گذاران و کمک به پیشرفت علم در این حوزه انجام شده است. این تحقیق از آن جهت ضرورت دوجندان پیدا می‌نماید که عرضه‌کننده این صندوق دولت بوده و سرمایه‌گذاران عموم آحاد ملت ایران می‌باشند و هرگونه مشکلی در این رابطه اعتماد و مشارکت عمومی و بالطبع امنیت کشور را با مخاطره مواجه می‌نماید.

مبانی نظری تحقیق

در راستای تنوع در پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری در یک صنعت یا بخشی از اقتصاد به‌عنوان یک سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار می‌گیرد نوعی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند (Investopedia, 2013). از سوی دیگر این صندوق‌ها در محدوده بازار و در جهت سرمایه‌گذاری مشترک بوده که می‌توانند نوسانات قیمتی بالاتری نسبت به با متنوع سازی سبد سهام موجبات پوشش ریسک را فراهم سازند و از این طریق فشارهای بازار متداول را که مربوط به سبدشان است، مدیریت نمایند (Shakrami, 2023).

از نگاه دیگر از لحاظ مفهومی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اساساً منحصر به یک بخش از اقتصاد است به‌طوری‌که در شرکت‌های حوزه نفت یا گاز می‌تواند یک صندوق سرمایه‌گذاری ایجاد نمود. صندوق‌های مذکور به وضعیت صنایع مربوطه و عملکرد اقتصادی آن بستگی دارد به همین دلیل از این صندوق‌ها، به‌عنوان صندوق‌های خاص نیز یاد می‌گردد. برخی از شرکت‌های بین‌المللی، تمرکز صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بر ایجاد منابع از طریق انتشار اوراق بهادار یا سایر دارایی می‌دانند؛ بنابراین، این صندوق‌ها عمدتاً به سرمایه‌گذاری در یک بخش اقتصادی اختصاص دارند. این در حالی است که ریسک سرمایه‌گذاری در حالت تک‌بخشی نسبت به چندبخشی بیشتری دارد (Larsen et al., 2013).

صندوق سرمایه‌گذاری سهامی یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که عمده اوراق موجود در پرتفوی یا سبد دارایی‌های آن را سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تشکیل می‌دهند (Bakhshor

(et al., 2024). به این معنا که تمرکز اصلی این صندوق بر سهام است و قسمت بسیار کمی از سبد دارایی‌های این صندوق به اوراق درآمد ثابت مانند سپرده بانکی و اوراق مشارکت و اوراق دولتی مانند اخزا تعلق می‌گیرد. صندوق سرمایه‌گذاری سهامی به جمع‌آوری وجوه نقد از طرف سرمایه‌گذاران می‌پردازد و با سرمایه به دست آمده اقدام به سرمایه‌گذاری و تشکیل سبدی از سهام متنوع از سهام‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و سایر اوراق بهادار می‌کند. عمده بازدهی این صندوق‌ها از خریدوفروش سهام شرکت‌ها و سود و زیان ناشی از آن است و بخش اندکی نیز حاصل از دریافت سودهای تقسیمی سهام است. در بسیاری از این صندوق‌ها سود دوره‌ای تقسیم نمی‌شود و سود و زیان سرمایه‌گذار از تفاوت NAV خریدوفروش واحدهای صندوق است. جدول ۱ زیر به‌طور خلاصه و مقایسه‌ای تفاوت واحدهای سرمایه‌گذاری با سهام را نشان می‌دهد.

جدول (۱): تفاوت‌های واحدهای سرمایه‌گذاری با سهام

موضوع	شرکت سرمایه‌گذاری	صندوق سرمایه‌گذاری
کوچکترین جزء سرمایه	سهام	واحد سرمایه‌گذاری UNIT
ورود سرمایه‌گذار	خرید سهام	صدور واحدهای سرمایه‌گذاری
خروج سرمایه‌گذار	فروش سهام	ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری
مکانیسم قیمت‌گذاری	عرضه و تقاضا	خالص ارزش روز دارایی‌ها NAV
سرمایه	ثابت - مطابق اساسنامه	متغیر - در محدوده تعیین شده در اساسنامه
نحوه افزایش و کاهش سرمایه	برگزاری مجمع فوق العاده و تصویب افزایش یا کاهش سرمایه توسط سهامداران	صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری
ارکان	بازرس، هیئت مدیره، مدیرعامل، مجمع عمومی سهامداران	مجمع، مدیر، مدیر ثبت، متولی، حسابرس، ضامن
تقدشوندگی	کم	زیاد
دوره فعالیت	نامحدود	محدود
دوره پذیرهنویسی	دارد	دارد

نحوه فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی

نحوه عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری سهامی به این صورت است که بعد از جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران، در انواع اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. اوراق بهادار خریداری‌شده، هر روز، مورد محاسبه قرار می‌گیرند و کاهش و یا افزایش ارزش آن‌ها در میزان سوددهی و سرمایه سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این افزایش‌ها و کاهش‌ها، کارمزدهایی هم وجود دارد که از محل دارایی‌های صندوق کم می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام (صندوق‌های سهامی) در اندازه کوچک و بزرگ می‌توانند وجوهی را که در اختیار دارند صرف خرید سهام و اوراق مشارکت و سایر اوراقی کنند که در امیدنامه صندوق ذکر شده‌اند اما به شرطی که محدودیت‌هایی مانند رعایت سقف سرمایه‌گذاری در سهام و حق تقدم و سایر اوراق بهادار را در نظر بگیرند.

محدودیت‌های تعیین‌شده در امیدنامه برای پایین آوردن حد ریسک در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام است؛ اما با تمام این محدودیت‌های مندرج باز هم صندوق سهامی جزء پر ریسک‌ترین صندوق‌ها به شمار می‌آیند و بنابراین متناسب با افزایش ریسک انتظار کسب بازدهی از این نوع صندوق‌ها بیشتر خواهد بود. سرمایه‌گذاری بلندمدت در سهام گزینه مناسبی برای کلیه افرادی که قصد سرمایه‌گذاری با نرخ سودی فراتر از نرخ سپرده‌های بانکی با ابزارهای با درآمد ثابت و نرخ تورم دارند است.

برای کسب بهترین نتیجه در این شیوه سرمایه‌گذاری بهتر است با افق زمانی بلندمدت در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنید (Hu et al., 2014)؛ بنابراین این طرح می‌تواند بهترین گزینه برای آتیه فرزندان، حفظ ارزش سرمایه جوانان و استفاده بهینه از وجوه مازاد درآمدی باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انواع مختلفی دارند. از جمله مهم‌ترین این صندوق‌ها می‌توان صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله، صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، صندوق سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق سرمایه‌گذاری مختلط؛ صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر کالا، صندوق سرمایه‌گذاری ارزی، صندوق سرمایه‌گذاری صندوق در صندوق، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی، صندوق سرمایه‌گذاری نیکوکاری، صندوق سرمایه‌گذاری بازارگردانی، صندوق‌های تأمین مالی (جسورانه، پروژه، زمین و ساختمان) را نام برد. برخی از این صندوق‌ها در این بخش به اختصار مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند.

۱) صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت

در این صندوق‌ها، حداقل ۷۰ تا ۹۰ درصد از دارایی‌ها باید در اوراق مشارکت، سپرده بانکی و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شود. باقیمانده دارایی‌های صندوق نیز بنا به تصمیم مدیر صندوق و تا سقف ۱۰ درصد در بورس سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به درصد بالای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، این صندوق‌ها ریسک پایینی دارند و مناسب افرادی هستند که ریسک‌پذیری پایین‌تری دارند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، معمولاً یک حداقل سود تضمین شده دارند و در فواصل زمانی مشخص، مثلاً سه ماه یک بار، آن را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کنند. سرمایه‌گذار به راحتی

می‌تواند به این صندوق‌ها مراجعه کرده و سرمایه خود را نقد کند. اغلب صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، بخشی به نام ضامن دارند که معمولاً یک نهاد مالی معتبر بوده و نقطه اطمینانی برای سرمایه‌گذاران است. سود صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، معمولاً ۳ تا ۴ درصد بیشتر از سود بانکی است (Nateqiyani et al., 2022).

۲) صندوق سرمایه‌گذاری در سهام

حداقل ۷۰ درصد از دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در سهام سرمایه‌گذاری می‌شود. ۳۰ درصد باقیمانده دارایی‌ها نیز با صلاح دید مدیر صندوق، در اوراق مشارکت، سهام، بانک و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌شود. در نتیجه، ریسک این صندوق‌ها نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت بیشتر است و سود تضمین شده ندارند.

۳) صندوق سرمایه‌گذاری مختلط

در صندوق سرمایه‌گذاری مختلط، حداکثر ۶۰ درصد از دارایی در سهام و حداقل ۴۰ درصد از آن در اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌شود. ریسک این نوع صندوق، چیزی بین صندوق با درآمد ثابت و صندوق سرمایه‌گذاری در سهام است. بسیاری از این صندوق‌ها دارای ضامن نقدشوندگی هستند، اما تضمینی برای حداقل سود ندارند.

۴) صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی

در صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی، پرتفوی سهام با شاخص بازار منطبق می‌شود. سرمایه‌گذاری در صندوق‌های شاخصی، مبتنی بر یکی از شاخص‌های موجود در بازار است و تقریباً معادلات آتی انجام نمی‌دهد. از مزیت‌های این صندوق می‌توان به هزینه‌های نسبتاً کم و حذف ریسک مدیریت صندوق اشاره کرد. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی، مدیریت نقش غیرفعالی دارد و تلاش‌ها تنها در جهت تطبیق ترکیب وزن اوراق سبد با شاخص مبنا است.

۵) صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله

دارایی پایه این نوع صندوق‌ها اوراق بهادار یا دارایی‌های فیزیکی است. واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله، به صورت سهام در فرابورس داد و ستد می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، سرمایه‌گذاری در سهام و سرمایه‌گذاری مختلط، همه می‌توانند صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله نیز باشند. از آنجایی که واحدهای این نوع صندوق‌ها در بورس معامله می‌شود، عرضه و تقاضا می‌تواند بر قیمت سهام آن‌ها تأثیرگذار باشد.

۶) صندوق سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی

در این نوع صندوق‌ها، سرمایه سرمایه‌گذاران جمع شده و طبق تعهدات، بازارگردانی آن از این محل خواهد بود. هدف بازارگردان متعادل نگه داشتن سهم با دوری آن از صف‌های خرید و فروش و سوق دادن آن به سمت ارزش ذاتی سهم است.

مزایای صندوق‌های سرمایه‌گذاری

۱) صرفه‌جویی در زمان: یکی از مزایای مهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری، این است که سرمایه‌گذار وقت و انرژی خاصی برای افزایش سرمایه صرف نمی‌کند. تنها کاری که سرمایه‌گذار باید انجام دهد، این است که صندوق سرمایه‌گذاری مناسب را انتخاب کرده و به آن مراجعه کند و کارهای مربوط به آن را انجام دهد. ادامه کارهای مرتبط با سرمایه‌گذاری توسط صندوق انجام می‌شود و نیازی به پیگیری و تحلیل بازار توسط سرمایه‌گذار نیست. در این صورت، در وقت سرمایه‌گذار نیز صرفه‌جویی می‌شود.

۲) سهولت و سرعت تبدیل سرمایه به نقد: هر سرمایه‌ای که داشته باشید، در نهایت شاید بخواهید آن را نقد و به پول تبدیل کنید. حال سؤال اینجاست که آیا هر زمان که اراده کنیم، می‌توانیم سرمایه خود را نقد کنیم؟ سهولت و سرعت تبدیل سرمایه به پول، یکی از مهم‌ترین عوامل در انتخاب سرمایه‌گذاری است. بازار بورس و سهام نیز که معمولاً معامله در آن انجام می‌شود، همواره قابلیت نقدشوندگی ندارد. بدین ترتیب، دغدغه‌ای برای نقد کردن سهام خود نخواهند داشت. ضامن نقدشوندگی این اطمینان خاطر را ایجاد می‌کند. بر اساس قوانین سازمان بورس و اوراق بهادار، صندوق‌ها باید سبد متنوعی از دارایی‌های نقدی و اوراق بهادار تشکیل دهند. برخی از این دارایی‌ها، مثل سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت، دارای درآمد ثابتی هستند و به همین دلیل ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند. بدین ترتیب، ریسک سرمایه‌گذاری شخصی به مقدار قابل توجهی کاهش پیدا می‌کند.

۳) نظارت بر صندوق‌ها: متولی، حسابرس و سازمان بورس و اوراق بهادار، سه نهادی هستند که در بازه‌های زمانی منظم صندوق‌ها را مورد بازرسی قرار می‌دهند؛ بنابراین، همه فعالیت‌های صندوق‌ها به صورت شفاف اطلاع‌رسانی می‌شود.

۴) تنوع سرمایه‌گذاری: همان‌طور که می‌دانیم، صندوق‌های سرمایه‌گذاری از سرمایه‌های خرد تشکیل می‌شوند و به همین دلیل، مجموع سرمایه آن‌ها عدد قابل توجهی خواهد شد. پر واضح است که اگر میزان سرمایه زیاد باشد، انتخاب‌های بیشتر و متنوع‌تری برای سرمایه‌گذاری وجود خواهد داشت.

انواع صندوق‌های سهامی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی را نیز می‌توان سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری به قابل معامله در بورس (ETF) یا غیرقابل معامله در بورس (صدور و ابطالی) تقسیم نمود.

۱) صندوق‌های سهامی قابل معامله

به صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی گفته می‌شود که در تابلو معاملات بورس قابل خرید و فروش است. برای این منظور وارد سامانه معاملاتی کارگزاری خود می‌شوید و نماد صندوق مورد نظر را جستجو کرده و آن را خریداری می‌کنید.

۲) صندوق سهامی صدور و ابطالی

این دسته از صندوق‌ها که به آن‌ها صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به صندوق‌های سهامی می‌گویند که در تابلو معاملات قابل خرید و فروش نیستند و با مراجعه به پورتال سرمایه‌گذاری امکان صدور و ابطال واحدهای آن را خواهید داشت.

۳) صندوق‌های سهامی قابل معامله ETF

صندوق‌های قابل معامله صندوق‌هایی هستند که خرید و فروش واحدهای آن‌ها از طریق کارگزاری و روی تابلو معاملات صورت می‌گیرد. تغییرات قیمت واحدهای صندوق‌های قابل معامله بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود ولی معمولاً این قیمت نزدیک به خالص ارزش دارایی‌های هر واحد صندوق یا NAV خواهد بود. جدول ۲ زیر سهام عادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و ETF ها را از جنبه‌های مختلف به یکدیگر مقایسه می‌نماید.

جدول (۲): مقایسه سهام عادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و ETF ها

مقایسه سهام عادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و ETF ها			
شرح	ETFs	سهام عادی	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
ریسک و سرمایه‌گذاری	به دلیل تنوع‌سازی کاهش یافته است	ریسک بالای تک سهم	به دلیل تنوع‌سازی کاهش یافته است.
تجوه خرید و فروش	قابلیت معامله همانند سهام در طول روز معاملاتی و همچنین از طریق آنلاین	قابلیت معامله در طول روزهای معاملاتی	صدور و ابطال به صورت حضوری و آنلاین به قیمت NAV روز کاری بعد
جریمه صدور و ابطال	ندارد	ندارد	بسته به نوع صندوق ممکن است مشمول جریمه ابطال گردد.
ریسک نوسانات قیمتی	به دلیل تنوع‌سازی پرتفوی و مشارکت بازارگردان بسیار کمتر است	دارای نوسانات بیشتری می‌باشد	به دلیل تنوع‌سازی پرتفوی، نوسانات NAV کمتر می‌باشد.
نقدشوندگی	قابلیت نقدینگی بالا با مشارکت بازارگردان‌ها و عدم وجود صف‌های طولیل و گره‌های معاملاتی	ممکن است دچار صف‌های طولیل فروش و خرید و گره معاملاتی گردد	با توجه به فرایند ابطال که نیاز به مراجعه و تکمیل درخواست دارد ممکن است ۷ روز به طول بینجامد.
شفافیت	NAV صندوق هر دو دقیقه یکبار به روز می‌شود	—	NAV در پایان هر روز یکبار به روز می‌شود

منبع: یافته‌های تحقیق

مروری بر وضعیت صندوق پالایشی یکم

بر اساس امیدنامه صندوق، هدف از تشکیل صندوق جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن‌ها به خرید یک سبد مشخص از سهام متعلق به دولت جمهوری اسلامی ایران و نگهداری دارایی در طول فعالیت صندوق است. صندوق دارای دو نوع واحد سرمایه‌گذاری ممتاز - دارای حق رأی (۱۰۰,۰۰۰) واحد متعلق به شرکت ملی پالایش و پخش فراورده‌های نفتی ایران) و عادی (۱,۲۶۱,۲۲۳,۱۷۰) است که تنها واحدهای ممتاز دارای حق رأی هستند. صندوق از سهام ۴ شرکت پالایشی (۱۵٪ از کل سهام آن شرکت) به شرح زیر تشکیل شده و واحدهای صندوق به بخش خصوصی در چارچوب اوراق قابل معامله در بورس اوراق بهادار واگذار شده است:

جدول (۳): اطلاعات مربوط به صندوق پالایش یکم

شرکت	درصد از کل سهام شرکت	تعداد سهام	ارزش روز (میلیارد ریال)	درصد از دارایی‌های صندوق
نفت اصفهان	۱۵	۵۱۱۲۳۳۰۵۷۱	۳۷۷۸۰	٪۳۰
نفت بندرعباس	۱۵	۴۹۲۴۲۰۱۷۳۸	۳۸۸۰۳	٪۳۱
نفت تبریز	۱۵	۳۶۶۵۴۴۲۴	۱۴۴۷۸	٪۱۲
نفت تهران	۱۵	۶۲۳۱۲۲۱۱۷۵	۳۴۰۲۲	٪۲۷

منبع: سایت صندوق پالایشی یکم

جدول (۴): وضعیت بازار روز صندوق پالایشی یکم

شرح	مقدار
اطلاعات سرمایه‌گذاری به تاریخ	۱۴۰۱/۰۱/۱۶
تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران	۱۲۶۱۳۲۳۱۷۰
قیمت اسمی هر واحد سرمایه‌گذاری (ریال)	۱۰۰۰۰۰
قیمت آماری هر واحد سرمایه‌گذاری (ریال)	۱۰۴۶۶۴
قیمت بازاری هر واحد سرمایه‌گذاری (ریال)	۷۳۶۰۰
نسبت ارزش بازاری به ارزش آماری	۷۰٪

منبع: سایت صندوق پالایشی یکم

ساختار حکمرانی صندوق به این صورت است که دارای مجمع، مدیر، متولی و حسابرس زیر نظر سازمان

بورس اوراق بهادار می‌باشد که مشخصات و حدود اختیارات هر یک به شرح زیر است:

- مجمع صندوق: متشکل است از نمایندگان دارندگان واحدهای دارای حق رأی که بر اساس ماده ۷ اساسنامه ۱۰۰ درصد این حق رأی متعلق به دارندگان سهام ممتاز (شرکت ملی پالایش و پخش فراورده‌های نفتی ایران) است.

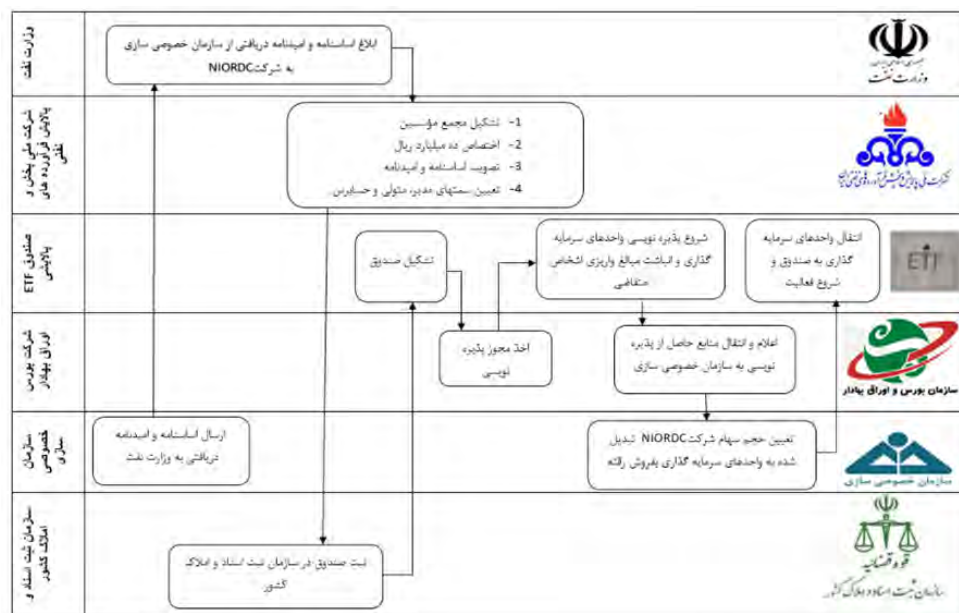
- مدیر صندوق: شخصی حقوقی از بین نهادهای مالی دارای مجوز از سازمان بورس است که حداقل ۰/۰۰۱٪ از واحدهای سرمایه گذاری را دارا می باشد و بر اساس اساسنامه در حال حاضر صندوق دارای مدیریت غیر فعال می باشد و بر این پایه مدیر حق ندارد ترکیب دارایی های صندوق را تغییر دهد. در حال حاضر شرکت تأمین سرمایه نوین (سهامی عام) به عنوان مدیر صندوق انتخاب شده است.
- متولی صندوق: شخصی حقوقی از بین طبقه حسابرسان معتمد سازمان بورس است که وظیفه اصلی آن بر اساس اساسنامه نظارت مستمر بر ارکان اداره کننده و ارکان نظارتی صندوق در اجرای صحیح مقررات، اساسنامه و رویه های صندوق به منظور حفظ منافع سرمایه گذاران و طرح موارد تخلف در مراجع رسیدگی و پیگیری موضوع است. در حال حاضر شرکت ارقام نگر آریا (حسابرس رسمی) به عنوان متولی صندوق انتخاب شده است.
- حسابرس صندوق: شخصی حقوقی از بین طبقه حسابرسان معتمد سازمان بورس است که بر اساس اساسنامه باید درستی ثبت و نگهداری حساب های صندوق مطمئن شود و راجع به گزارش های عملکرد و صورت های مالی در مقاطع زمانی مشخص پس از بررسی اظهار نظر کند. در حال حاضر موسسه حسابرسی بهراد (حسابرس رسمی) به عنوان حسابرس صندوق انتخاب شده است.

ترتیبات اجرایی تأسیس صندوق ETF پالایشی برای تشکیل صندوق ETF پالایش یکم مراحل زیر انجام شده است.

ID	Task Name	Duration
1	جلسه با سازمان خصوصی سازی برای رفع ابهامات مراحل تأسیس و اساسنامه	1d
2	شروع انجام مراحل ثبت صندوق در شرکت NIORDC نظیر تشکیل مجمع مؤسسين، تصویب اساسنامه و امیدنامه، واریز ارزش سرمایه ممتاز	2d
3	اخذ مجوز ثبت صندوق از سازمان بورس و اوراق بهادار	1d
4	ثبت صندوق در سازمان ثبت اسناد و املاک کشور	1d
5	اخذ مجوز پذیره نویسی از سازمان بورس و اوراق بهادار	1d
6	اعلام ترتیبات عرضه توسط وزیر محترم امور اقتصادی و دارایی در کنفرانس مطبوعاتی (پنج شنبه ساعت ۱۰ مورخ آبان ماه ۱۳۹۸)	1d
7	شروع دوره پذیره نویسی عمومی برای عرضه واحدهای سرمایه گذاری صندوق	30d
8	اعلام و انتقال منابع حاصل از پذیره نویسی عمومی برای عرضه واحدهای سرمایه گذاری صندوق	1d
9	تعیین حجم سهام شرکت NIORDC تبدیل شده به واحدهای سرمایه گذاری بفروش رفته توسط سازمان خصوصی سازی	1d
10	انتقال واحدهای سرمایه گذاری به صندوق و شروع فعالیت	1d

شکل ۲: ترتیبات اجرایی تأسیس صندوق ETF پالایشی

همچنین برنامه زمانی، الزامات و اقدامات لازم برای تأسیس صندوق EFT پالایشی یکم به شکل زیر بوده است.



شکل ۳: برنامه زمانی، الزامات و اقدامات لازم برای تأسیس صندوق EFT پالایشی

روش‌شناسی

هیچ علمی فاقد روش نیست و نتایج هر پژوهش علمی به همان نسبت حائز ارزش هستند که با روش‌هایی درست اخذ شده باشند. همان‌گونه که در قسمت‌های قبل بیان گردید اهداف اصلی این پژوهش شامل شناسایی عوامل مختلف تأثیرگذار بر فعالیت‌ها و عملکرد صندوق پالایشی یکم و نیز مشخص نمودن نوع، نحوه و میزان تأثیر عوامل شناسایی شده بر عملکرد صندوق مذکور می‌باشد. در این بخش فرآیندی که جهت دستیابی به این هدف طی شده است (شامل نحوه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات)، تشریح می‌گردد.

جمع‌آوری اطلاعات

در این تحقیق از دو روش برای گردآوری اطلاعات استفاده شده است. ابتدا از روش مطالعات نظری و کتابخانه‌ای برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش و همچنین مطالعات و دیدگاه‌هایی که راجع به موضوع مورد تحقیق وجود داشت و نیز برای ایجاد چارچوبی مناسب جهت بررسی موضوع انتخاب استفاده شد. بخش دیگر پژوهش به شکل میدانی انجام شد. در این مرحله ابتدا از دیدگاه اساتید فن، مدیران و کارشناسان خبره در خصوص موضوع مورد نظر مصاحبه و مذاکره و نظرات ایشان دریافت گردید (تعداد هفت نفر از مدیران و کارشناسان مطلع و با تجربه در خصوص این صندوق). در این مرحله شازنده عامل مهم که بیشترین تأثیر بر عملکرد صندوق داشته به شرح زیر شناسایی گردیدند: (۱) راهکارهای اساسنامه‌ای و (۲) اصلاحات در ارکان اجرایی و نظارتی صندوق، (۳) تعامل و مشارکت داخلی

ارکان و اعضاء صندوق، ۴) آگاهی سازی سهامداران و سایر ذینفعان، ۵) تغییر در ترکیب اعضاء و ارکان صندوق، ۶) مدیریت نقدینگی صندوق، ۷) ریسک تعلق همه دارایی ها به صنعت پالایشی، ۸) افزایش اعتبار صندوق و جذب اعتماد عمومی، ۹) اصلاح و تدوین مقررات مربوطه، ۱۰) استانداردسازی فرآیندها و فعالیت های صندوق، ۱۱) تعامل ارکان و اعضاء با ذینفعان خارج صندوق، ۱۲) کارگروه متخصص پژوهش و تحقیقات، ۱۳) مدیریت صندوق؛ متولی و بازارگردانی، ۱۴) تغییر ترکیب دارایی های صندوق، ۱۵) تغییرات در واحدهای سرمایه گذاری ممتاز، ۱۶) حق رأی صاحبان واحدهای سرمایه گذاری عادی

در بخش دوم گردآوری اطلاعات از پرسشنامه با استفاده از مقیاس پنج درجه ای لیکرت برای پاسخگویی به سؤالات پرسشنامه استفاده شده است. درمجموع تعداد سی و پنج پرسشنامه بین صاحب نظران، مدیران و کارشناسان آگاه و مجرب توزیع شد. هدف استفاده از پرسشنامه، تعیین میزان تأثیرگذاری عوامل شناسایی شده بر فعالیت ها و عملکرد صندوق پالایشی یکم بوده است. در این مرحله، دو ویژگی مهم پرسشنامه به عنوان ابزار گردآوری اطلاعات نیز مورد توجه قرار گرفت. ویژگی های مزبور عبارتند از:

الف) روایی^۱ پرسشنامه

منظور از روایی این است که آیا ابزار تحقیق مانند پرسشنامه یا مصاحبه آنچه را که می خواهند اندازه گیری کنند، اندازه گیری می کنند؟ در این پژوهش تلاش شده است تا با وقت شناسی و مدنظر قرار دادن شرایط روحی و زمانی پاسخگویان، دقت در طراحی سؤالات و انتخاب بهترین نحوه پاسخگویی و ابهام زدایی از سؤالات پرسشنامه با استفاده از نظرات پاسخگویان و اساتید و دقت در تجزیه و تحلیل و پالایش اطلاعات و نیز استفاده از نظرات اساتید دانشگاه، روایی بیشتری به ابزار تحقیق (پرسشنامه) داده شود.

ب) پایایی^۲ (اعتبار) پرسشنامه

پایایی مربوط به ثبات است. به معنی به دست آوردن پاسخ های یکسان و شبیه به هم؛ یعنی حصول یک نتیجه به طور مکرر؛ به عبارت دیگر منظور از اعتبار وسیله اندازه گیری، آن است که اگر خصیصه مورد سنجش را با همان وسیله (یا وسیله مشابه) تحت شرایط مشابه دوباره اندازه گیری شود، نتایج حاصله تا چه حد مشابه می باشند. در این پژوهش به منظور کسب پایایی پرسشنامه از تجزیه و تحلیل پایایی، مدل «آلفای کرون باخ» استفاده گردیده است. بدین صورت که در ابتدا تعداد ده پرسشنامه بین پاسخ دهندگان توزیع و پس از پاسخگویی جمع آوری شد. سپس به کمک نرم افزار SPSS، «آلفای کرون باخ» محاسبه گردید که برابر ۸۷ درصد به دست آمد. آلفای به دست آمده ($\text{Alfa}=0.87$) بیانگر این مطلب است که

¹ Validity

² Reliability

سؤالات همپوشانی و همسویی داشته و پاسخ‌دهندگان نیز در جواب دادن به سؤالات، دقت و حوصله بالایی را معمول داشته‌اند.

تجزیه و تحلیل اطلاعات

در این تحقیق فرض شده عوامل مختلف با درجه اهمیت متفاوت بر عملکرد صندوق پالایشی یکم تأثیرگذار بوده‌اند. همچنین از آنالیز واریانس یک عاملی (ANOVA) جهت تأیید یا رد فرضیه استفاده شده است.

آنالیز واریانس یک عاملی

به‌طور کلی در مسائلی از این قبیل، اگر $\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_k$ میانگین K جامعه باشند که از آن‌ها نمونه گرفته شده باشد، فرضیات زیر باید آزمون گردند:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k$$

حداقل یک جفت از میانگین‌ها با هم تفاوت دارند: H_1

برای به کار بردن این روش، در نظر گرفتن دو فرض اساسی زیر لازم و ضروری است:
الف) توزیع جوامع مورد بررسی که از آن‌ها نمونه‌گیری به عمل آمده، نرمال یا تقریباً نرمال است.
ب) واریانس‌های این جوامع با هم مساوی هستند.
به‌منظور آزمون فرضیه‌های فوق جدول آنالیز واریانس به فرم زیر تشکیل می‌گردد:

F	واریانس میانگین مجذور	درجه آزادی	مجموع مجذورات	منشأ پراکندگی
$\frac{MS_{Tr}}{MSE}$	$MS_{Tr} = \frac{SS_{Tr}}{k-1}$	$k-1$	$MS_{Tr} = \frac{SS_{Tr}}{k-1}$	رویه
	$MSE = \frac{SSE}{k(n-1)}$	$K(n-1)$	$MSE = \frac{SSE}{k(n-1)}$	خطا
		$kn-1$	SST	جمع

در این جدول K تعداد عوامل و n تعداد عناصر می‌باشند. نحوه محاسبه سایر عناصر جدول فوق به شرح ذیل می‌باشد:

$$SST = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^n X_{ij}^2 - \frac{1}{kn} \cdot T^2$$

$$SS_{Tr} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^k T_i^2 - \frac{1}{kn} \cdot T^2$$

$$SSE = SST - SS_{Tr}$$

T_i نمایشگر مجموعه مشاهدات در i امین رویه و T نمایشگر کل داده‌ها (nk) می‌باشد. این فرمول برای مواردی است که حجم نمونه‌ها با هم برابر باشند. اگر حجم نمونه‌ها مختلف باشند، باید از فرمول زیر استفاده کرد:

$$SST = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_i} X_{ij}^2 - \frac{1}{N} \cdot T^2$$

$$SS_{Tr} = \sum_{i=1}^k \frac{T_i^2}{n_i} - \frac{1}{N} \cdot T^2$$

$$SSE = SST - SS_{Tr}$$

n_i حجم i امین نمونه: $N = n_1 + n_2 + \dots + n_k$

کل درجات آزادی: $n-1$

درجات آزادی رویه: $k-1$

درجات آزادی خطا: $N-K$

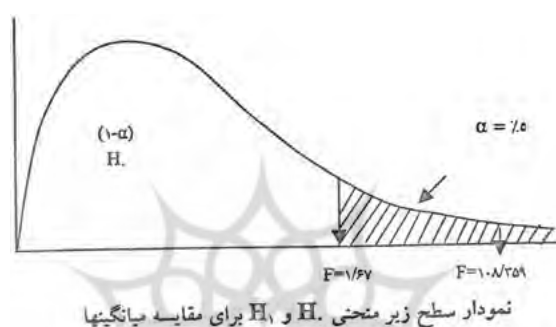
پس از آنکه مقدار F از جدول آنالیز واریانس محاسبه گردید با $F_{\alpha, (k-1), k(n-1)}$ (که به F جدول معروف است) مقایسه می‌شود. در صورتی که F محاسبه شده از F جدول بزرگ‌تر باشد فرضیه H_0 رد و در غیر این صورت فرضیه H_0 پذیرفته خواهد شد.

آماره آزمون: با توجه به آنچه بیان گردید، آماره آزمون به صورت زیر می‌باشد:

$$F = \frac{MS(Tr)}{MSE} = \frac{70/157}{0/555} = 108/359$$

$$F_{0.05, 15, 1552} = 1/67 \quad \alpha = 5\% \quad (=) \text{مقدار بحرانی: (محاسبه } F \text{ از جدول)}$$

تصمیم‌گیری: چون $F = 108/359$ از $F_{0.05, 15, 1552} = 1/67$ بزرگ‌تر است، پس فرض صفر (فرض تساوی میانگین‌ها) در سطح معنی‌دار ۵٪ رد می‌شود؛ به عبارت دیگر چون فرضیات آماری از این نوع، یک دنباله سمت راست هستند، مقادیری منجر به رد H_0 می‌شوند که به بین‌هایت می‌کنند. واضح است که مقادیر بزرگ F در دنباله سمت راست توزیع فیشر قرار می‌گیرند. از آنجا که F محاسبه شده در ناحیه H_1 واقع شده است، بنابراین فرض H_0 با ۹۵٪ اطمینان رد می‌شود.



با توجه به مراتب فوق فرضیه مطرح شده در این تحقیق تأیید می‌گردد؛ به عبارت دیگر عوامل مختلف با درجه اهمیت و تأثیر متفاوت بر عملکرد صندوق پالایشی یکم تأثیرگذار بوده‌اند.

نتایج

در این تحقیق تعداد شانزده عامل مهم که بر عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری پالایش یکم تأثیر چشم‌گیری داشتند شناسایی و میزان تأثیر هر کدام از این عوامل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که عوامل تأثیرگذار هر کدام به میزان متفاوتی عملکرد صندوق را تحت تأثیر قرار داده‌اند. نتایج به دست آمده در این پژوهش با نتیجه تحقیق تسلاس (۲۰۲۰)، فلاح‌پور و همکاران (۲۰۱۸)، شیدایی و همکاران (۲۰۲۰) و داگلاس و همکاران (۲۰۱۹) مطابقت دارد. در بخش‌های بعدی آسیب‌شناسی موضوع، بررسی و تحلیل عوامل شناسایی شده و ارائه راهکارهای مربوطه جهت اصلاح و بهبود عملکرد صندوق پرداخته می‌شود.

تشریح یافته‌ها و دستاوردهای تحقیق

(۱) آسیب‌شناسی

مبنای کارکردی شکل‌گیری صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس ادبیات علوم اقتصادی، مدیریت ریسک از طریق متنوع‌سازی ترکیب دارایی‌ها و استفاده از دانش تخصصی در مدیریت دارایی است، بر این مبنا انتظار می‌رود قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری یک صندوق نوعی همیشه از ارزش دارایی‌های موجود در آن صندوق بیشتر باشد (با فرض عدم وجود بدهی در صندوق). بررسی صورت‌های مالی و قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق پالایشی یکم نشان می‌دهد که ارزش سهام موجود در صندوق (در تاریخ ۱۴۰۱/۰۱/۱۶) بالغ بر ۱.۴ برابر ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری آن است. این مسئله بیانگر وجود ناکارآمدی عمیق کارکردی صندوق باشد که مهم‌ترین آسیب‌های آن را می‌توان در موارد زیر مشاهده کرد:

- بر اساس ماده ۱۹ اساسنامه صندوق، ترکیب دارایی‌ها در صندوق می‌بایست ثابت نگهداری شوند که این مسئله برخلاف مبنای کارکردی شکل‌گیری صندوق سرمایه‌گذاری است؛
- بر اساس بند ۲-۲ امیدنامه صندوق، کلیه دارایی‌های صندوق متعلق به صنعت پالایشی است که این مسئله با ماهیت کارکردی صندوق سرمایه‌گذاری در خصوص مدیریت ریسک از طریق متنوع‌سازی ترکیب دارایی‌ها در تناقض است؛
- بر اساس بند ۱-۲ امیدنامه، مدیریت صندوق غیرفعال است و این مسئله با ماهیت کارکردی صندوق سرمایه‌گذاری در خصوص استفاده از دانش تخصصی در مدیریت دارایی در تناقض است؛
- بر اساس آمار منتشره در وبسایت صندوق، بالغ بر ۹۹.۹٪ از صاحبان منافع صندوق را دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی تشکیل می‌دهند؛ درحالی‌که بر اساس ماده ۷ اساسنامه این افراد دارای حق رأی نمی‌باشند. جدایی دارندگان منافع و دارندگان حق رأی باعث پیدایش مسئله نمایندگی و به تبع آن ناکارآمدی شده است؛
- بر اساس بند ۱۱ امیدنامه، کلیه دارندگان حق رأی و امضای مجاز به‌عنوان مجمع شرکت، کارمندان بخش دولتی (شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی ایران) هستند که این مسئله از مقررات دست و پا گیر و نبودن انگیزه مسئله نمایندگی را دوچندان می‌کند؛
- بر اساس ماده ۳۱ و ۳۲ اساسنامه، مدیر صندوق به‌عنوان رکن اجرایی نه تنها انگیزه لازم برای حداکثر کردن قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری را ندارد، بلکه اختیارات لازم برای این کارکرد را نیز دارا نیست.

راهکارهای اصلاحی

با توجه به بررسی‌های به عمل آمده، درمجموع دو گونه راهکار برای اصلاح مشکل موجود می‌توان ارائه داد؛ ۱) رویکرد اول بر انحلال صندوق و واگذاری دارایی‌های آن به صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری دلالت دارد تا از این منظر ارزشی به صاحبان این دارایی‌ها منتقل شود. ۲) رویکرد دوم بر حفظ و بهینه‌سازی صندوق تمرکز دارد. جدول زیر راهکارهای ممکن برای اصلاح هر یک از آسیب‌های آورده شده در بخش آسیب‌شناسی این پژوهش با فرض عدم انحلال صندوق را نشان می‌دهد:

جدول (۵): راهکارهای اصلاحی هر یک از آسیب‌های شناسایی شده

ردیف	آسیب	راهکار	مکانیزم تأثیرگذاری
۱	ثابت بودن ترکیب دارایی صندوق	اصلاح اساسنامه و صدور مجوز بهینه‌سازی ترکیب دارایی توسط مدیر صندوق	ایجاد ارزش از طریق متنوع سازی دارایی‌ها و به‌کارگیری دانش مدیریت دارایی
۲	تعلق همه دارایی‌ها به صنعت پالایشی	اصلاح اساسنامه و صدور مجوز بهینه‌سازی ترکیب دارایی توسط مدیر صندوق	ایجاد ارزش از طریق متنوع سازی دارایی‌ها و به‌کارگیری دانش مدیریت دارایی
۳	غیر فعال بودن مدیریت صندوق	اصلاح اساسنامه و صدور مجوز بهینه‌سازی ترکیب دارایی توسط مدیر صندوق	ایجاد ارزش از طریق متنوع سازی دارایی‌ها و به‌کارگیری دانش مدیریت دارایی
۴	بالغ بر ۹۹.۹٪ از صاحبان منافع صندوق را دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی بدون حق رأی تشکیل می‌دهند	اصلاح اساسنامه و دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی	رفع مشکل مسئله نمایندگی و بهینه‌سازی ساختار حاکمیت شرکتی
۵	مدیریت صندوق در دست بخش دولتی است	اصلاح اساسنامه و حذف سهام ممتاز و دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی و واگذاری مدیریت به بخش خصوصی	رفع مشکل مسئله نمایندگی و بهینه‌سازی ساختار حاکمیت شرکتی
۶	غیرفعال بودن مدیر	اصلاح اساسنامه و صدور مجوز بهینه‌سازی ترکیب دارایی توسط مدیر صندوق	ایجاد ارزش از طریق متنوع سازی دارایی‌ها و به‌کارگیری دانش مدیریت دارایی

ارزیابی سناریوهای بهبود وضعیت صندوق

۱) پیشنهاد اول سازمان بورس اوراق بهادار بر دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری دلالت دارد که شرایطی ما بین وضع موجود و وضع بهینه از منظر حاکمیت شرکتی ایجاد می‌کند؛ و دیدگاه

پیشنهاد دهنده بر این است که در نهایت شرکت پالایش و پخش به عنوان نماینده دارندگان خرد واحدهای سرمایه گذاری خواهد بود. به نظر می رسد هر چند اصلاح انجام شده تا حدودی بهتر از وضعیت موجود است اما پیشنهاد کاملی محسوب نمی شود.

پیشنهاد سوم سازمان بورس اوراق بهادار در خصوص واگذاری واحدهای سرمایه گذاری ممتاز از بخش دولتی به بخش خصوصی، با توجه به مشکلات ژرفی که در حوزه مسئله نمایندگی دارندگان سهام ممتاز و همچنین آسیب های ناشی خدشه دار شدن اعتماد عمومی به دولت و نارضایتی دارندگان واحدهای سرمایه گذاری عادی در پی خواهد داشت مناسب نبوده و توصیه نمی شود.

۲) پیشنهاد دوم که در واقع انحلال تدریجی صندوق را در پی خواهد داشت به دلیل ایجاد رانت برای سهامداران بزرگ مناسب نبوده و هر چند باعث افزایش قیمت واحدهای سرمایه گذاری صندوق خواهد شد، اما از منظر سیاست گذاری عمومی توصیه نمی شود.

جدول زیر ارزیابی پیشنهاد های مندرج در نامه ابلاغی سازمان بورس اوراق بهادار در قیاس با راهکارهای اصلاحی این پژوهش را نشان می دهد.

جدول (۶): ارزیابی پیشنهاد های سازمان بورس با راهکارهای اصلاحی ارائه شده در این تحقیق

شرح	دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه گذاری عادی	حذف واحدهای سرمایه گذاری ممتاز	فعال سازی مدیریت صندوق	واگذاری مدیریت به بخش خصوصی	انحلال صندوق
پیشنهاد ۱: دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه گذاری عادی	✓	✓	-	✓	-
پیشنهاد ۲: واگذاری دارایی های صندوق به دارندگان واحدهای سرمایه گذاری	-	-	-	-	✓
پیشنهاد ۳: واگذاری سهام ممتاز به بخش خصوصی	-	-	✓	✓	-

بحث و نتیجه

آسیب شناسی روند کاهشی قیمت بازاری

۱) علل اجرایی

از آنجا که قیمت سهام و به طور کلی دارایی های مالی تابع مستقیمی از جریان وجوه آنها در طول زمان است $(Ps = DPS / r)$ ، علت اصلی انحراف منفی قیمت واحدهای صندوق پالایشی یکم را می توان عدم توزیع

۱۰۰٪ سود سالانه صندوق دانست. طبق بررسی انجام شده در کنار شرایط ناکارآمد و نامساعد بازار سرمایه طی ۲ سال اخیر، علت اصلی انحراف منفی قیمت بازاری واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق نسبت به ارزش خالص دارایی‌های موجود در صندوق به ازای یک واحد سرمایه‌گذاری (NAV)، میزان سود تقسیم شده برای هر واحد سرمایه‌گذاری برای سال مال منتهی به ۱۳۹۹/۱۲/۲۹ و عدم اعلام این سود برای سال مالی ۱۴۰۰ می‌باشد.

در توضیح این مهم چنین می‌توان عنوان داشت بر اساس اطلاعات موجود در سامانه کدال سازمان بورس، میانگین درصد سهم سود تقسیم شده به سود شناسایی شده (نسبت DPS به EPS) توسط ۴ شرکت پالایش نفت موجود در سبد صندوق برای سال مالی ۱۳۹۹ رقمی حدود ۵۷.۱٪ بوده است. مجمع صندوق نیز اقدام به تقسیم حدود ۶۶/۶٪ سود محرز شده برای هر واحد سرمایه‌گذاری نموده است. از ترکیب ارقام فوق چنین استنباط می‌شود که در نهایت رقمی حدود ۳۸٪ از سودهای شناسایی شده برای سهام‌های موجود در سبد صندوق به دارندگان هر واحد سرمایه‌گذاری تعلق گرفته است. به عبارتی از منظر سرمایه‌گذاران ارزش وجودی سهام‌های موجود در سبد صندوق، اندک تلفی گردیده و سبب انحراف منفی بیشتر از Market Price از NAV شده است.

۲) علل اساسنامه‌ای

- ۲-۱) غیر فعال بودن صندوق که با فلسفه کارکردی صندوق در تعارض است.
- ۲-۲) تعلق کلیه سهام سبد صندوق به شرکت‌های پالایش نفت که کارکرد مدیریت ریسک صندوق را منتفی نموده است.
- ۲-۳) وجود مسئله نمایندگی شدید به دلیل اینکه کمتر از یک صدم درصد از دارندگان واحدها (ممتاز) دارنده ۱۰۰٪ حق رأی می‌باشند.
- ۲-۴) تشدید مسئله نمایندگی به دلیل اینکه دارندگان حق رأی دولتی هستند.
- ۲-۵) عدم تنظیم سازوکار انگیزشی برای مدیر و متولی صندوق به منظور حداکثر سازی منافع دارندگان صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری.
- ۲-۶) عدم وجود سازوکار اجرایی تأمین منابع بازارگردانی.

راهکارهای پیشنهادی

۱) راهکارهای اجرایی

توزیع حداکثری سود واحدهای سرمایه‌گذاری به دارندگان و سرمایه‌گذاران

۲) راهکارهای اساسنامه‌ای

۱-۲) ابقای بند (۲) ماده (۷) در راستای فعال سازی سازوکار انتقال حق رأی از صاحبان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز به عادی

۲-۲) اصلاح و بازنگری بند (۴۳) ماده (۱) و ماده های ۱۵ مکرر (۱)، (۲)، (۳)، (۴) و (۵) تصویب نامه شماره ۶۰۱۹۴/ت/۱۲۰۰۲۹ هـ مورخ ۱۴۰۱/۰۷/۱۰ هیئت محترم وزیران در راستای لغو امکان خرید واحدهای سرمایه گذاری عادی به قیمت بازار و ابطال آن به ارزش NAV توسط بازارگردان و موظف نمودن بازارگردان به بازخرید و ابطال واحدهای سرمایه گذاری عادی به ارزش NAV در صورت درخواست دارندگان واحدهای سرمایه گذاری عادی.

با توجه به ضرورت حفظ و صیانت از حقوق اقشار مردم از منظر حکمرانی خوب و جلب اعتماد عمومی، نکات حائز اهمیت ذیل در راستای اصلاح اساسنامه مذکور ارائه می گردد.

۱) بند (۲) ماده (۷) به شرح زیر اصلاح شود:

ماده ۷ بند ۲: واحدهای سرمایه گذاری عادی در طول دوره پذیره نویسی اولیه یا پس از تشکیل صندوق صادر می شود. به جز موارد تصریح شده در تبصره این ماده، دارنده واحدهای سرمایه گذاری عادی دارای حق رأی و حق حضور در مجامع صندوق نیست. این نوع واحدهای سرمایه گذاری صرفاً در بورس یا بازار خارج از بورس و با رعایت مقررات آن، قابل انتقال می باشد و بازارگردان در چارچوب مقررات بازارگردانی و مفاد اساسنامه و امیدنامه، بازارگردانی آن ها را تعهد کرده است. واحدهای سرمایه گذاری عادی تحت تملک بازارگردان با رعایت تشریفات این اساسنامه قابل ابطال نیز می باشد.

تبصره: سرمایه گذاران واحدهای سرمایه گذاری عادی در صورت تملک حداقل یک دهم درصد از واحدهای فوق، حق حضور و اعمال رأی در مجمع را خواهند یافت. به ازای تملک هر یک دهم درصد از واحدهای سرمایه گذاری عادی، معادل یک دهم درصد از کل حق رأی از آرای دارندگان واحدهای ممتاز به نسبت تملک هر یک کسر شده و دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز نسبت به اعمال باقیمانده آرا اقدام خواهند نمود. نسبت یک دهم درصد مذکور، در زمان توقف نماد معاملاتی صندوق برای هر مجمع و براساس اطلاعات پایگاه داده های شرکت سپرده گذاری مرکزی محاسبه خواهد شد.

توضیح: از آنجاکه در اساسنامه اولیه تبصره ذیل بند ۲ ماده ۷ سازوکار انتقال حق رأی به اکثریت دارندگان واحدهای سرمایه گذاری عادی و به تدریج لحاظ گردیده بود و در اساسنامه اصلاحی اخیر هیئت محترم وزیران این سازوکار حذف گردیده است، پیشنهاد می شود به منظور رفع مسئله نمایندگی تبصره مذکور به قوت خود باقی بماند.

۲- بند (۴۳) ماده (۱) و ماده های ۱۵ مکرر (۱)، (۲)، (۳)، (۴) و (۵) به نحوی اصلاح و بازنگری گردند که امکان خرید واحدهای سرمایه گذاری عادی به قیمت بازاری و ابطال آن به ارزش خالص دارایی های هر واحد سرمایه گذاری صندوق (NAV) توسط بازارگردان لغو شود و به جای آن بازارگردان موظف گردد

در صورت درخواست دارندگان و سرمایه‌گذاران واحدهای سرمایه‌گذاری عادی، واحدهای مربوطه را به ارزش خالص دارایی‌های هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق (NAV) بازخرید و ابطال نماید. توضیح: سازوکار لحاظ شده برای بازارگردانی در صندوق از طریق خرید به قیمت بازار و ابطال نزد مدیر موجب می‌شود برخلاف هدف کارکردی آن، به کاهش قیمت بازاری نسبت به NAV می‌انجامد. لذا پیشنهاد می‌گردد اختیار اعطاشده به بازارگردان در این خصوص به گونه‌ای اصلاح شود که بازارگردان موظف گردد، در صورت تمایل و تقاضای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نسبت به خرید آن‌ها به ارزش NAV اقدام نماید و در صورت عدم وجوه و منابع کافی از طریق ابطال واحدهای مذکور تأمین مالی صورت پذیرد.

عوامل اولیه ناکارآمدی صندوق

۱) آسیب‌شناسی مقرراتی و اساسنامه‌ای

بر اساس ماده ۱۹ اساسنامه صندوق، ترکیب دارایی‌ها در صندوق می‌بایست ثابت نگهداری می‌شدند که این مسئله برخلاف مبنای کارکردی شکل‌گیری صندوق سرمایه‌گذاری است.

بر اساس بند ۲-۲ امیدنامه صندوق، کلیه دارایی‌های صندوق متعلق به صنعت پالایشی است که این مسئله با ماهیت کارکردی صندوق سرمایه‌گذاری در خصوص مدیریت ریسک از طریق متنوع سازی ترکیب دارایی‌ها در تناقض است؛

بر اساس بند ۱-۲ امیدنامه، مدیریت صندوق غیرفعال است و این مسئله با ماهیت کارکردی صندوق سرمایه‌گذاری در خصوص استفاده از دانش تخصصی در مدیریت دارایی در تناقض است.

بر اساس آمار منتشره در وبسایت صندوق، بالغ بر ۹۹/۹٪ از صاحبان منافع صندوق را دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی تشکیل می‌دهند؛ درحالی‌که بر اساس ماده ۷ اساسنامه این افراد دارای حق رأی نمی‌باشند. جدایی دارندگان منافع و دارندگان حق رأی باعث پیدایش مسئله نمایندگی و به تبع آن ناکارآمدی شده است.

بر اساس بند ۱۱ امیدنامه، کلیه دارندگان حق رأی و امضای مجاز به‌عنوان مجمع شرکت، کارمندان بخش دولتی (شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی ایران) هستند که این مسئله از مقررات دست و پا گیر و نبود انگیزه مسئله نمایندگی را دوچندان می‌کند.

بر اساس ماده ۳۱ و ۳۲ اساسنامه، مدیر صندوق به‌عنوان رکن اجرایی نه تنها انگیزه لازم برای حداکثر کردن قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری را ندارد، بلکه اختیارات لازم برای این کارکرد را نیز دارا نیست.

۲) آسیب‌شناسی عملکردی مجمع و ارکان صندوق

ناکارآمدی مجمع

انتخاب نامناسب ارکان اجرایی و نظارتی صندوق شامل مدیر، متولی و حسابرس

اتخاذ تصمیم نادرست در توزیع سود واحدهای سرمایه گذاری

ضعف در نظارت بر عملکرد ارکان اجرایی و نظارتی صندوق شامل مدیر، متولی و حسابرس

ناکارآمدی مدیر

عدم انجام اقدام مؤثر در راستای افزایش قیمت واحدهای سرمایه گذاری

سهم بودن در اخذ تصمیم نادرست توزیع سود واحدهای سرمایه گذاری

ضعف در انتخاب مدیر سرمایه گذاری کارآمد و خبره

سپرده گذاری بخش عمده سود توزیع نشده صندوق در شعب بانک اقتصاد نوین درحالی که این بانک

سهامدار اصلی شرکت تأمین سرمایه نوین (مدیر صندوق) می باشد.

ناکارآمدی متولی

قصور در نظارت مستمر بر ارکان اداره کننده و ارکان نظارتی صندوق در اجرای صحیح مقررات، اساسنامه،

امیدنامه و رویه های صندوق به منظور حفظ منافع سرمایه گذاران

ناکارآمدی حسابرس

قصور در کنترل داخلی مدیر و متولی در اجرای وظایف محموله آنها در اساسنامه

عدم افشای اطلاعات سپرده گذاری عمده سود توزیع نشده صندوق در شعب بانک اقتصاد نوین توسط

مدیر صندوق

پیشنهادهای اصلاحی اولیه

بر اساس آسیب شناسی اولیه، بررسی ها و یافته های این پژوهش و به منظور حفظ و صیانت از منافع سرمایه - گذاران، پیشنهاد می شود کارگروهی با حضور مدیریت سرمایه گذاری، مدیریت امور مالی، امور حقوقی و امور مجامع تشکیل شود و تدوین و پیاده سازی سازوکار اجرایی جهت انجام اصلاحات زیر در اساسنامه صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم در دستور کار خود قرار گیرد:

- دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه گذاری عادی؛
- حذف واحدهای سرمایه گذاری ممتاز؛
- واگذاری مدیریت به بخش خصوصی؛
- فعال سازی مدیریت صندوق در راستای بهینه سازی ترکیب دارایی های صندوق.

تصمیمات غیر بهینه دولت و تشدید ناکارآمدی صندوق

آسیب شناسی مقرراتی و اساسنامه ای

در اواخر سال ۱۴۰۰ به منظور اصلاح فاصله قیمت بازاری با ارزش خالص دارایی های صندوق های

سرمایه گذاری قابل معامله پالایشی یکم و واسطه گری مالی یکم (تفاوت قابل توجه قیمت بازار از NAV

صندوق) سازمان بورس و اوراق بهادار فرایند اصلاح اساسنامه صندوق‌های مذکور به منظور طرح در هیئت دولت را در دستور کار قرار داد.

لیکن قبل از جمع‌بندی و اظهارنظر نهایی شرکت ملی پالایش و پخش و وزارت نفت، مراتب از جانب سازمان بورس و اوراق بهادار و وزارت امور اقتصاد و دارایی در مورخ ۱۴۰۱/۰۶/۲۰ در هیئت دولت مطرح و اصلاحیه اساسنامه نمونه صندوق‌های قابل معامله طی تصویب‌نامه هیئت وزیران ابلاغ گردید. مطالعه و بررسی تصویب‌نامه اخیر هیئت محترم وزیران حاکی از آن است که از منظر تشویق به سرمایه‌گذاری، نه تنها اصلاحیه اساسنامه مورد نظر با رویکرد اولیه اصلاح فاصله قیمت بازاری با ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های قابل معامله مورد نظر سازگاری ندارد بلکه با وجود نقاط ضعف زیر موجبات ناکارآمدی بیشتر آن فراهم خواهد شد.

بند (۲) ماده (۷) که عملاً سازوکاری مناسب و عملیاتی در راستای انتقال حق رأی از صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز به عادی بود حذف گردیده است.

به استناد بند (۴۳) ماده (۱) و ماده‌های ۱۵ مکرر (۱)، (۲)، (۳)، (۴) و (۵) بازارگردان می‌تواند واحدهای سرمایه‌گذاری عادی را به قیمت بازاری از سرمایه‌گذاران خریداری نموده و به ارزش خالص دارایی‌های هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق (NAV) نزد مدیر صندوق ابطال نماید. مدیر هم موظف و متعهد است وجه واحدهای سرمایه‌گذاری تأیید ابطال شده را از محل وجوه نقد یا فروش دارایی‌های صندوق تأمین و به حساب بانکی بازارگردان واریز کند.

به عبارت دیگر این رویه به صورت بالقوه می‌تواند اسباب سوءاستفاده احتمالی مبالغ هنگفت چند هزار میلیارد تومانی را برای بازارگردان این صندوق فراهم آورد و از آنجا که سود بازارگردان رابطه مستقیم با اختلاف قیمت بازاری و ارزش خالص دارایی واحدهای سرمایه‌گذاری دارد، وی به دنبال حداکثر سازی سود خود، تمایلی به اصلاح و کاهش اختلاف قیمت بازاری و ارزش خالص دارایی واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران نداشته باشد.

آسیب‌شناسی عملکردی صندوق

براساس تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در این تحقیق، عواملی که باعث عملکرد نامطلوب صندوق شده‌اند را می‌توان به طور کلی به شرح زیر بیان نمود:

- (۱) تصمیمات بعضاً نادرست مجمع؛
- (۲) انتخاب غیر تخصصی و غیربهبینه ارکان اجرایی و نظارتی صندوق شامل مدیر، متولی و حسابرس؛
- (۳) عدم اهتمام در اتخاذ تصمیم مناسب توزیع سود واحدهای سرمایه‌گذاری؛
- (۴) عدم مدیریت قوی در نظارت بر عملکرد اجرایی و پاسخگویی مدیر، متولی و حسابرس صندوق؛
- (۵) تأثیرپذیری غیر کارشناسی و نادرست از نظرات نماینده سازمان بورس در اخذ تصمیمات مجمع؛

- ۶) تخصیص نقدینگی بابت انجام فعالیت بازارگردانی به بازارگردان؛
- ۶) انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری وابسته به مدیر صندوق به‌عنوان رکن بازارگردان صندوق؛
- ۷) عدم نظارت دقیق بر هزینه‌کردها؛
- ۸) ناکارآمدی ارکان متولی و نمایندگان مربوطه در انجام وظایف محوله؛
- ۹) نبود رویه شفاف، مدون و مشخص در چگونگی انتخاب بازارگردان؛
- ۱۰) نبود رویه شفاف و مشخص در خصوص تصمیم‌گیری در رابطه با توزیع سود واحدهای سرمایه‌گذاری؛
- ۱۱) افزایش ناراضی‌های اقشار عمومی جامعه از عملکرد صندوق و کاهش چشم‌گیر اعتماد عمومی نسبت به دولت.

پیشنهادهای اصلاحی نهایی

با توجه به کلیه موارد مطروحه فوق و در راستای حفظ و صیانت از حقوق اقشار مردم از منظر حکمرانی خوب و جلب اعتماد عمومی، پیشنهادهای اصلاحی زیر ارائه می‌گردد.

اصلاحات اساسنامه‌ای

- ۱) ابقای بند (۲) ماده (۷) در راستای فعال‌سازی سازوکار انتقال حق رأی از صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز به عادی؛
 - ۲) اصلاح و بازنگری بند (۴۳) ماده (۱) و ماده‌های ۱۵ مکرر (۱)، (۲)، (۳)، (۴) و (۵) تصویب نامه شماره ۶۰۱۹۴/ت/۱۲۰۰۲۹ هـ مورخ ۱۴۰۱/۰۷/۱۰ هیئت محترم وزیران در راستای لغو امکان خرید واحدهای سرمایه‌گذاری عادی به Market Price و ابطال آن به ارزش NAV توسط بازارگردان و موظف نمودن بازارگردان به بازخرید و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری عادی به ارزش NAV در صورت درخواست دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی؛
 - ۳) توزیع حداکثری سود واحدهای سرمایه‌گذاری به دارندگان و سرمایه‌گذاران؛
 - ۴) انتخاب مدیر صندوق از طریق مناقصه عمومی؛
 - ۵) انتخاب متولی صندوق از طریق مناقصه عمومی؛
 - ۶) انتخاب بازارگردان صندوق از طریق مناقصه عمومی.
- در خصوص پیشنهاد بهبود کارکرد صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم در راستای نحوه پاسخگویی به رویه اصلاحی مورد نظر شورای عالی بورس و اوراق بهادار و وزارت امور اقتصادی و دارایی پیشنهاد می‌گردد طبق یکی از رویکردهای ذیل اقدام شود.
- ۱) جمع‌بندی کارشناسی و اجماع نظر کارگروه داخلی شرکت ملی پالایش و پخش (مدیریت سرمایه‌گذاری، مدیریت امور مالی، امور حقوقی و امور مجامع) مبنی بر اصلاح اساسنامه نمونه صندوق‌های

سرمایه‌گذاری قابل معامله موضوع بند الف-۲ تبصره ۲ قانون بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور بر اساس سرفصل‌های چهارگانه زیر به وزارت نفت و وزارت امور اقتصادی و دارایی منعکس گردد:

حذف واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز

دادن حق رأی به صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی

واگذاری مدیریت صندوق به بخش خصوصی

فعال‌سازی مدیریت صندوق‌ها در راستای بهینه‌سازی ترکیب دارایی‌های صندوق‌ها

۲) کارگروهی در داخل شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی ایران تشکیل شده و پس از تدوین و پیاده‌سازی انجام اصلاحات اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله موضوع بند الف-۲ تبصره ۲ قانون بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور بر اساس سرفصل‌های چهارگانه مورد نظر تعامل لازم با وزارت نفت و وزارت امور اقتصادی و دارایی جهت طرح موضوع در هیئت محترم دولت صورت پذیرد.

References

- AbdohTabrizi, H., & AsadiGharehjeloo, B. (2019). An Evaluation of Mutual Funds Performance in Iranian Capital Market by combining Market Timing Models with the Fama and French three Factor Model. *Journal of Investment Knowledge*, 8(31), 175-192. (In Persian)
- Alchemy, A.; Shahlai, Sh.; Mehran, P.; & Shams Qarneh, N. (2014). providing a quantitative definition for sector funds in Iran's economy. *Financial Management Perspective*, 5(10), 95-112.
- Azoulay, P.; Joshua, G. Z., & D, L., & Bhaven, S. (2019). Public R&D investments and private-sector patenting: Evidence from NIH funding rules. *Review of Economic Studies*, 86(1), 117-152.
- Bakhshor, F.; Sokhanvar, M.; Akhoondzadeh, T., & Jahangiri, S. (2024). The Effect of Financial Stress Index on Mutual Funds Returns. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 12(48), 161-192. (In Persian)
- Erb, C., & Harvey, C. R. (2008). The Handbook of Commodity Investing. *Performance Characteristics of Commodity Futures*, 203-226.
- Douglas, J.; Cumming, Sofia, J., & Yelin, ZH. (2019). What is Mutual Fund flow?. *Journal of International financial markets, Institutions and Money*, 62, 222-251.
- Falahpour, S.; Rai, R.; Fedajnejad, M., & Monajati, R. (2018) Presenting a model for active optimization using conditional risk value; an application of

conditional variance heterogeneity models approach based on algorithm approach. *DE Scientific Research Quarterly of Investment Knowledge*, 8(30). (In Persian)

Gastineau, G. L., & Kritzman, M. P. (1999). *Dictionary of financial risk management*. John Wiley & Sons.

Hu, J.; Chang, T. Ch., & Ray, Y. (2014). Market Conditions and the Effect of Diversification on Mutual Fund Performance: Should Funds Be More Concentrative Under Crisis?. *Journal of Productivity Analysis*, 41, 141-151.

Investopedia Inc. (2013). *CFA Institute* (www.investopedia.com).

Kazeminajafabadi, M. (2021). Factors affecting the efficiency of joint investment funds in Iran's economy. *Journal of Iran's Economic Essays (JIEE)*, 18(35), 145-168. (In Persian)

Kothari, S.V., & Warner, J.B. (2001) Evaluating mutual fund performance. *Journal of Finance*, 56 (5).

Larsen, G., & Resnick, B. (2012). An Optimization Strategy for Enhancing the Performance of Fund-of-Funds Portfolios. *Journal of Portfolio Management*, 38(2), 147-154.

Liebi, L.J. (2020). The effect of ETFs on financial markets: a literature review. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34, 165-178.

Matallin-Seaz, J. (2006). Seasonality, market timing and performance amongst benchmarks and mutual fund evaluation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33 (9/10), 1484-1507.

Nateqiyan, L.; Bahri Sales, J.; & Jabarzadeh Kangarloui, S. (2022). Effective factors on the efficiency of joint investment funds in Iran's economy, *International Business Management*, 17, 147 -166.

Rahmani, A.; Hosseini, S. A.; & Kashef, M. (2016). The Effects of Mutual Fund Attributes on Mutual Fund Performance. *Journal of Asset Management and Financing*, 4(2), 15-28. (In Persian)

Salardini, F.; Abdoh Tabrizi, H.; Cheetsazan, H., & Abbasian, E. (2020). Performance evaluation of actively managed mutual funds and the puzzle of their acceptance by investors. *Financial Management Perspective*, 10(31), 103-127.

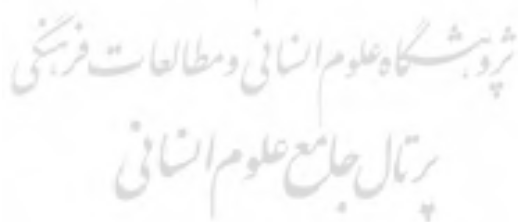
Shakrami, S. (2023). *a review of various stock portfolio optimization algorithms*, the 14th National Conference on Management and Humanities Research in Iran, Tehran. (In Persian)

SheidaeiNarmigi, A.; Rahnamay Roodposhti, F., & Radfar, R. (2020). Optimization of Network-Based Matrix Investment Portfolio and Comparison with Fuzzy Neural Combination Pattern and Genetic Algorithm(ANFIS). *Journal of Investment Knowledge*, 9(36), 293-315. (In Persian)

Tsolas, I. E. (2020). Precious Metal Mutual Fund Performance Evaluation: A Series Two –Stage DEA Modeling Approach. *Journal of Risk and Management*, 13(5), 87.

Valadkhani, A., & Moradi-Motlagh, A. (June 2023). An empirical analysis of exchange-traded funds in the US. *Economic Analysis and Policy*, 78, 995-1009. (In Persian)

Wu, Chung-Min. C.; Sheng-Chun. Chiu., & Meng, Y. (2013). An Investment Decision Model of Fund-of-Funds Based on Technical Indicators and Variable Selection. *World Review of Business Research*. 3(4).



پرسشنامه تحقیق

مدیر/کارشناس محترم / استاد گرامی / همکار ارجمند

با عرض سلام و آرزوی سلامتی برای شما

پرسشنامه‌ای که در پیش رو دارید در ارتباط با موضوع تحقیق با عنوان "ارزیابی عملکرد صندوق پالایشی یکم: بررسی چالش‌ها و ارائه راهکارها" می‌باشد. نتایج این تحقیق می‌تواند در شناسایی نوع و میزان تأثیر عوامل شناسایی شده بر عملکرد صندوق کمک شایانی نماید.

از آنجایی که انتخاب جنابعالی جهت مشارکت در این تحقیق بر مبنای دانش، آگاهی و تجربه جنابعالی انجام گرفته، لذا دستیابی به نظرات شما جهت اعتباربخشی به یافته‌های این تحقیق لازم و ضروری است. از این رو خواهشمند است نسبت به تکمیل این پرسشنامه مساعدت و همکاری لازم را به عمل آورید. این پرسشنامه به صورت بی نام است و پاسخ‌های آن تنها در قالب‌های آماری گزارش خواهد شد. مستدعی است، به سؤالات با دقت پاسخ دهید. هریک از سؤالات شامل پنج گزینه می‌باشد، لطفاً نزدیک‌ترین گزینه که با نظر شما مطابقت دارد را انتخاب فرمایید. قبلاً از بذل محبت جنابعالی کمال تشکر را دارم.

با تشکر

میزان تأثیر هریک از عوامل زیر بر عملکرد صندوق پالایشی یکم را تعیین فرمایید.

ردیف	سؤالات	بسیار زیاد	زیاد	متوسط	کم	بسیار کم
۱	تغییر در ترکیب اعضاء و ارکان صندوق					
۲	موارد مربوطه به اساسنامه					
۳	موارد مربوط به ارکان اجرایی و نظارتی صندوق					
۴	تعامل و مشارکت داخلی ارکان و اعضاء صندوق					
۵	آگاهی‌سازی سهامداران و سایر ذینفعان					
۶	مدیریت نقدینگی صندوق					
۷	ریسک‌تعلق همه دارایی‌ها به صنعت پالایشی					
۸	افزایش اعتبار صندوق و جذب اعتماد عمومی					
۹	اصلاح و تدوین مقررات مربوطه					

۱۰	استانداردسازی فرآیندها و فعالیت‌های صندوق				
۱۱	تعامل ارکان و اعضاء با ذینفعان خارج صندوق				
۱۲	کارگروه متخصص پژوهش و تحقیقات				
۱۳	مدیریت صندوق، متولی و بازارگردانی				
۱۴	تغییر ترکیب دارایی‌های صندوق				
۱۵	موارد مربوط به واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز				
۱۶	حق رأی صاحبان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی				

- خواهشمند است هر گونه نظر یا پیشنهادی دارید، بیان بفرمائید.

