

# مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخصی

شهناز مشایخ<sup>۱</sup>

استادیار گروه حسابداری دانشگاه الزهراء، ایران

منا قدرتی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه الزهراء، ایران

فائزه محمدی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه الزهراء، ایران

## چکیده

این مقاله به معرفی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، شروط موفقیت، مزایا، معایب و انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد صندوق‌ها و ضرورت تشکیل آن‌ها در ایران، رابطه بین این صندوق‌ها و توسعه اقتصادی و مروری مختصر بر صندوق‌های شاخصی می‌پردازد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان ابزاری در بازار ثانویه شناخته شده‌اند. انتخاب پرتفوی اوراق بهادار این صندوق‌ها در کشورهای اسلامی، به ویژه ایران با محدودیت‌هایی روبه‌رواست؛ این صندوق‌ها ضمن رعایت فقه اسلامی باید به گونه‌ای طراحی شوند که از سوددهی مطلوب و اقبال عمومی نیز برخوردار باشند. قابلیت بازخرید واحدها به وسیله صندوق یا به عبارت دیگر نقدینگی بالای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و همچنین تنوع فعالیت براساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد، کاهش هزینه‌های کارگزاری و عملیاتی در مقایسه با معامله‌های کوچک سرمایه‌گذاران و کاهش خطر سرمایه‌گذاری از راه مالکیت در سبد مالی متنوع از جمله مزیت‌هایی است که باعث جلب مردم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی، توسعه اقتصادی،

## مقدمه

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۱</sup>، نهاد مالی تخصصی است که با وجوه سرمایه‌گذاران، در سید متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کرده و در برابر، واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به آنان واگذار می‌کند. هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق، نماینده نسبتی از پرتفوی اوراق بهاداری است که صندوق به نمایندگی از سرمایه‌گذاران خریداری و اداره می‌کند. نوع اوراق بهاداری که در صندوق خریداری می‌شود به هدف صندوق بر می‌گردد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان ابزاری در بازار ثانویه شناخته شده‌اند. اگرچه تاریخ تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری به قرن هجدهم میلادی در انگلستان بر می‌گردد، ولی اولین صندوق سرمایه‌گذاری به شکل امروزی در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا تشکیل گردید. از آن سال تاکنون، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جهان به‌ویژه در آمریکا به صورت موفقیت‌آمیزی فعالیت خود را ادامه داده‌اند. طی دو دهه‌ی گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از محبوبیت زیادی در بین سرمایه‌گذاران برخوردار شده‌اند. در حال حاضر بیش از ۸۰ میلیون نفر در آمریکا در صندوق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری کرده‌اند و برای بسیاری از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در بورس به معنای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. در همین راستا در سرتاسر جهان صندوق‌های سرمایه‌گذاری به شکل‌ها و روش‌های مختلف و به عنوان ابزاری مفید و کارآمد برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شکل گرفته‌اند. ایران نیز از این قاعده دور نبوده است و در حال حاضر صندوق‌های متعددی در بازار سرمایه‌ی ایران در حال فعالیت هستند. در تئوری، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسیار مطلوب و مورد توصیه‌ی خبرگان است، ولی در عمل این کار باید با دقت و بررسی عمیق انجام شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از جمله فعالان اصلی بازار سرمایه بشمار می‌آیند و در طی سال‌های اخیر به جایگاه ویژه‌ای در این بازار دست یافته‌اند. رشد روزافزون این صندوق‌ها در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نمایانگر اقبال عمومی به آن‌ها در عرصه اقتصاد ملی است. منطق کار ساده و جذاب، مهمترین عامل در توجه سیاستگذاران و سرمایه‌گذاران به این شرکت‌ها است. در یک تعریف کلی می‌توان گفت "صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یکی از انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری از جمله واسطه‌های مالی هستند که با فروش سهام خود به عامه مردم، وجوه به دست آمده را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند و به وکالت از سهامداران به اداره آن می‌پردازند."

ویژگی اصلی این صندوق‌ها، نوسان دایمی میزان سرمایه آن‌هاست، به همین دلیل به شرکت‌های سرمایه‌گذاری با بنیان باز (سرمایه متغیر) نیز معروفند. این ویژگی از آمادگی آن‌ها در فروش و بازخرید پیوسته واحدهایشان ناشی می‌شود. به عبارت دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در هر زمان و به هر میزان مورد تقاضا، به فروش واحد اقدام می‌کنند یا واحدهای خود را در صورت لزوم براساس ارزش ویژه یا ارزش خالص دارایی بازخرید می‌کنند. واحدهای صندوق‌های مزبور با مراجعه مستقیم سرمایه‌گذار و نه در بورس‌های اوراق بهادار داد و ستد می‌شود و برخلاف شرکت‌های سرمایه‌گذاری با بنیان بسته (سرمایه ثابت)، دچار صرف یا کسر نمی‌گردد. قابلیت بازخرید واحدها توسط صندوق یا به عبارت دیگر نقدینگی بالای واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و همچنین تنوع فعالیت براساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد مالی، کاهش خطر سرمایه‌گذاری از طریق مالکیت در یک سبد مالی متنوع، استفاده از خدمات مؤسسه امین در نگهداری سهام و دریافت و پرداخت وجوه و کاهش هزینه‌های کارگزاری و عملیاتی در مقایسه با معاملات کوچک سرمایه‌گذاران، از جمله مزایایی است که باعث جلب مردم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌شود.

فلسفه وجودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آماده کردن هر هدف متصور برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. از آنجا که فرآیند سرمایه‌گذاری از افراد حقیقی و حقوقی شروع می‌شود، خانواده این صندوق‌ها باید بتوانند اهداف کوتاه‌مدت و درازمدت سرمایه‌گذاران را به خوبی محقق سازند. این سرمایه‌گذاران بسته به شرایط و خصوصیات خود به دنبال اهدافی نظیر حفظ اصل سرمایه با خطر کم یا درآمد بالا با خطر بیشتر، درآمد دایمی و درازمدت، تنوع در سرمایه‌گذاری و استفاده از معافیت‌های مالیاتی هستند. به همین دلیل در کشورهای پیشرفته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر حسب اهداف به انواع مختلفی دسته‌بندی می‌شوند.

### واحدهای سرمایه‌گذاری

واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران به دو نوع ممتاز و عادی تقسیم می‌شوند: الف) واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز که قبل از شروع دوره پذیره‌نویسی اولیه کلاً توسط مؤسس یا مؤسسان صندوق خریداری می‌شود. این نوع واحدهای سرمایه‌گذاری غیرقابل ابطال ولی قابل انتقال به غیر می‌باشد. ب) واحدهای سرمایه‌گذاری عادی که در طول دوره پذیره‌نویسی

اولیه یا پس از تشکیل صندوق صادر می‌شود. این نوع واحدهای سرمایه‌گذاری قابل ابطال ولی غیرقابل انتقال می‌باشد.

حداکثر واحدهای سرمایه‌گذاری عادی نزد سرمایه‌گذاران در امیدنامه صندوق قید می‌شود. طبق ماده چهار قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره کننده و یک رکن ناظر به عنوان بازرس/ حسابرس داشته باشد. وظایف، اختیارات و مسئولیت‌های ارکان مذکور و سایر ارکان از قبیل ضامن بر عهده اشخاص حقوقی واجد شرایطی خواهد بود که باید در صندوق قبول سمت نمایند. حدود مسئولیت و اختیارات هر یک از ارکان در اساسنامه تعیین می‌شود. رکن اداره کننده را می‌توان از بین اشخاص حقیقی واجد شرایط تعیین کرد. در ایران، ارکان صندوق شامل مجمع، مدیر، متولی، ضامن، حسابرس و کارگزاران صندوق است که هر کدام به شرح زیر معرفی می‌شوند:

- ۱- مجمع صندوق: مجمع صندوق از اجتماع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز تشکیل می‌شود. فقط دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز در مجمع صندوق حق رای دارند.
- ۲- مدیر: مدیر صندوق، شرکتی است که برای انتخاب دارایی‌های صندوق، حداقل یک نفر را به عنوان "مدیر سرمایه‌گذاری" انتخاب می‌کند و می‌تواند در هر زمان وی را تغییر دهد. مدیر یا مدیران سرمایه‌گذاری، نقش اساسی در مدیریت دارایی‌های صندوق دارند.
- ۳- متولی: متولی صندوق، شرکت یا بانک است که مسئول نظارت بر اجرای صحیح اساسنامه به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران است.
- ۴- ضامن: وظیفه ضامن آن است که در صورت عدم وجود وجه نقد کافی در صندوق برای پرداخت به متقاضیان ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری عادی، وجوه نقد لازم را به این منظور تامین نماید. همچنین، ضامن تضمین نموده که در موقع انحلال صندوق، اگر دارایی‌های صندوق در بازار به فروش نرسد، این دارایی‌ها را از صندوق دریافت و ارزش روز آن‌ها را به صندوق پرداخت کند.
- ۵- حسابرس: حسابرس صندوق، موسسه حسابرسی است که باید از درستی ثبت و نگهداری حساب‌های صندوق مطمئن شود، گزارش‌های عملکرد و صورت‌های مالی صندوق را در مقاطع زمانی معین بررسی کرده و راجع به آن‌ها اظهار نظر نماید و بر محاسبه ارزش روز، قیمت صدور و قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری نظارت نماید.

۶- مدیر ثبت: دریافت تقاضای صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری از متقاضیان، ثبت درخواست‌های یاد شده، ثبت و نگهداری حساب سرمایه‌گذاران و شرکت در فرآیند صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری بر اساس مفاد اساسنامه از جمله وظایف اصلی مدیر ثبت به شمار می‌روند.

هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک می‌بایستی امیدنامه (چشم انداز) صندوق، شامل اهداف و اشکال سرمایه‌گذاری، هزینه‌ها، نحوه فروش و بازخرید سهام صندوق و سایر موارد را به سرمایه‌گذاران بالقوه و عموم ارائه نماید. کلیه عملیات صندوق در چارچوب چشم انداز به انجام خواهد رسید. به علاوه، صندوق بایستی گزارش عملکرد و وضعیت خود را در دوره‌های زمانی مشخص که در امیدنامه قید نموده است، به سهامداران ارائه نماید.

رشد چشمگیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سال‌های اخیر جدا از عملکرد مطلوب مدیران در اداره سبد سهام، مرهون شرایط خاص اقتصادی حاکم بر کشورها نیز بوده است. بدیهی است که تغییر در وضعیت یک متغیر یا واحد اقتصادی علاوه بر عوامل درون‌زا به عوامل برون‌زا نیز وابسته است. اگر چه در یک عبارت کلی می‌توان موفقیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به وجود زیرساخت‌های مناسب اقتصادی، حقوقی و فرهنگی مربوط دانست، در یک معرفی جزئی‌تر عواملی نظیر وجود قابلیت‌ها و توانمندی‌ها در اقتصاد ملی، مهارت‌ورم، نرخ سودبانکی پایین، سوددهی مطلوب شرکت‌ها، نرخ بازدهی قابل قبول سهام، پیشرفت فناوری اطلاع‌رسانی، نوآوری در ابزارهای مالی، افزایش سطح درآمد و پس‌انداز جامعه، ارتقای سطح دانش سرمایه‌گذاری و متنوع نمودن حوزه فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به رونق و پیشرفت این شرکت‌ها کمک می‌نمایند. به رغم وجود موارد ذکر شده، برای اینکه یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بتواند به خوبی به فعالیت خود ادامه دهد، باید شرایط و امکانات زیر را در محدوده بازار سرمایه مهیا ببیند:

- ۱- وجود تقاضای کافی برای سهام شرکت و به تبع آن وجود سرمایه کافی
- ۲- عرضه کافی دارایی‌های باکیفیت
- ۳- وجود چارچوب قانونی و نظارتی مناسب
- ۴- وجود ظرفیت لازم برای اجرای مؤثر قوانین
- ۵- وجود زیرساخت‌های عملیاتی کارآمد نظیر بورس‌های اوراق بهادار، کارگزاران، مؤسسات امین، شبکه‌های توزیع کننده و نظایر آن
- ۶- وجود معیارهای مناسب حسابداری و حسابرسی

۷- بهره بردن از یک سازوکار کارآمد افشای اطلاعات

۸- استفاده از معافیت‌ها و مزیت‌های مالیاتی

### مزایا و معایب صندوق‌های سرمایه‌گذاری

به طور کلی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مزایایی به شرح زیر دارند:

- ابزاری مناسب و قابل استفاده برای سرمایه‌گذاران جزء هستند.
- امکان جذب سرمایه‌های خرد و کلان به هر میزان و در هر زمان را فراهم می‌کنند و قابلیت نقد شوندگی سریع دارند.
- از بازار عرضه و تقاضا در تعیین قیمت هر سهم صندوق تبعیت نکرده و تأثیرپذیری مستقیمی از نوسانات بازار بر روی قیمت هر واحد صندوق ندارند.
- محاسبه قیمت واحدهای صندوق برای خریداران و فروشندگان آن ساده است و قیمت هر واحد بسیار شفاف است.
- صندوق‌های تخصصی بسیار متنوعی هستند و امکان حضور فعال و مستمر در بورس از طریق جذب نقدینگی و مقرری‌های ماهانه عموم مردم به دلیل ماهیت سرمایه باز وجود دارد.
- وسیله‌ای مطمئن جهت کسب سود برای ذخایر و اندوخته‌های بانک‌ها و بیمه‌ها به شمار می‌روند.
- باز خرید سریع واحدهای صندوق با قیمت‌های مشخص در پایان هر روز امکان پذیر است.
- از اتلاف وقت و هزینه خریداران و متقاضیان سهام در مقایسه با بورس اوراق بهادار جلوگیری می‌شود و امکان سرمایه‌گذاری در صنایع و شرکت‌های مختلف برای سرمایه‌گذاران جزء و انفرادی به صورت مشاع فراهم است. همچنین، خرید و فروش واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نسبت به سهام سایر شرکت‌های موجود در بورس ساده و آسان است.
- یکی از مزایای مهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری آن است که توسط گروهی از تحلیل‌گران و افراد حرفه‌ای مدیریت می‌شوند و همین مساله نکته‌ی بسیار مهمی برای سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران خرد و غیر حرفه‌ای به شمار می‌رود.
- براساس تئوری‌های مالی با افزایش تنوع در سرمایه‌گذاری می‌توان خطر سرمایه‌گذاری را کاهش داد و کاهش قیمت یک سهم را با افزایش در سایر اوراق بهادار جبران کرد.

معمولاً سبد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ حاوی ده‌ها سهم و یا اوراق مشارکت متنوع است تا خطر سرمایه‌گذاری به حداقل برسد.

- سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ساده است و نیازی به تحلیل‌های پیچیده ندارد.

از جمله معایب آن می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- نامناسب برای سرمایه‌گذاری کوتاه مدت: دلیل کارمزد قابل توجه معاملات اوراق، چنین سرمایه‌گذاری برای کوتاه مدت چندان مناسب نیست و سود رضایت بخشی را برای سرمایه‌گذار نخواهد داشت.

- عدم امکان دسترسی سریع به پول: از آنجایی که طبیعت چنین سرمایه‌گذاری‌هایی بلندمدت است، امکان نقدینگی سریع آن فراهم نیست و بازپرداخت وجه اوراق فروخته شده تا هفت روز می‌تواند به تعویق افتد.

- ریسک پذیری: هر چند در مقایسه با بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های دیگر از ریسک پذیری کمتری برخوردار است و لیکن ریسک‌های زیر برای چنین اوراقی متصور است:

ریسک بازار: که به واسطه نوسانات قیمت اوراق بهادار موجود در سبد دارایی و سود حاصل از آن بوجود می‌آید، و هیچ تضمین و بیمه‌ای برای آن وجود ندارد .  
ریسک عملیاتی: به واسطه عدم اطمینان از عملکرد مدیریت صندوق و ارکان آن بوجود می‌آید.

- مدیریت حرفه‌ای: همانطور که مدیریت حرفه‌ای یکی از مزایای صندوق‌های سرمایه‌گذاری است یکی از معایب آن نیز بشمار می‌رود. چون مدیران حرفه‌ای ممکن است به فکر منافع خود باشند و همواره در جهت بهتر شدن بازدهی سرمایه‌گذاران عمل نکنند (به ویژه اگر در آمد آن‌ها ارتباط چندانی با سود صندوق نداشته باشد).

- تنوع زیاد: تنوع بیش از حد ممکن است سبب کاهش بازدهی سرمایه‌گذار شود زیرا اگر در یک سهم سود زیادی کسب کنید به دلیل آنکه آن سهم بخش کوچکی از سبد را تشکیل می‌دهد، بازدهی شما تغییر چندانی نخواهد داشت.

### انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسیار متنوعی در سطح جهان وجود دارد. ولی به طور کلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سه دسته از ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند: اوراق دارایی (سهام)، اوراق بدهی (اوراق قرضه شرکتی) و اوراق قرضه/مشارکت دولتی (بدون ریسک). بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری، با استفاده از ارزش خالص دارایی<sup>۲</sup> ارزیابی شده و واحدهای آن قیمت گذاری می‌شوند. یکی از انواع معروف صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس<sup>۳</sup> نام دارد که گرچه مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری معمولی است ولی مانند یک سهم در بازار سرمایه معامله و قیمت آن در نتیجه‌ی عرضه و تقاضا مشخص می‌شود.

### خالص ارزش روز (NAV)، قیمت ابطال و قیمت صدور

NAV یا خالص ارزش روز هر واحد سرمایه‌گذاری در پایان هر روز برابر است با ارزش روز دارایی‌های صندوق در پایان آن روز منهای بدهی‌های صندوق در پایان آن روز تقسیم بر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران در پایان همان روز که با توجه به تغییرات قیمت سهام، اوراق بهادار و سودهای نقدی تعلق گرفته به آن محاسبه می‌شود. قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری با خالص ارزش روز واحدهای سرمایه‌گذاری برابر است و معادل قیمتی است که برای خروج از صندوق به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. چنانچه در محاسبه خالص ارزش روز واحد سرمایه‌گذاری در پایان هر روز، به جای قیمت فروش اوراق بهادار صندوق، قیمت خرید آنها در پایان آن روز منظور شود، قیمت صدور هر واحد سرمایه‌گذاری در پایان آن روز به دست می‌آید. قیمت صدور معادل مبلغی است که برای ورود سرمایه‌گذاران به صندوق از آنها دریافت می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان از دیدگاه‌های مختلفی طبقه‌بندی نمود. برخی از این تقسیم‌بندی‌ها به صورت زیر ارائه می‌گردند:

### از دیدگاه استراتژی سرمایه‌گذاری

**الف - صندوق‌های در حال رشد:** این صندوق‌ها در سهامی سرمایه‌گذاری می‌کنند که اعتقاد دارند بیشترین رشد را در بین شرکت‌های مختلف حاضر در بازار شاهد خواهند بود. صندوق‌های در حال رشد معمولاً در سودآوری خود متکی بر سودهای تقسیمی نیستند و



بیشترین تمرکز آن‌ها برای درآمدزایی، سودهای ناشی از منفعت سرمایه یا در مواقع افزایش قیمت سهام داخل صندوق است. بنابراین این صندوق‌ها بسیار مخاطره آمیز هستند.

**ب- صندوق‌های مبتنی ارزش:** این صندوق‌ها بر سهام شرکت‌های بزرگ و متوسط سرمایه‌گذاری می‌کنند که خیلی توجه بازار را به خود جلب نکرده‌اند و معمولاً از نوسان قیمت خاصی برخوردار نیستند. صندوق‌های مبتنی بر ارزش به دنبال کسب درآمد از سودهای تقسیمی شرکت‌ها هستند.

**ج- صندوق‌های ترکیبی:** این صندوق‌های ترکیبی از هر دو نوع صندوق‌های مبتنی بر ارزش و مبتنی بر رشد هستند.

**د- صندوق‌های بین‌المللی:** الف- صندوق‌های جهانی: این صندوق‌ها هم در سهام شرکت‌های آمریکایی و هم در سهام بین‌المللی سرمایه‌گذاری می‌کنند. ب- صندوق‌های خارجی: این صندوق‌ها به طور عمده متشکل از سهام شرکت‌های خارج از ایالات متحده هستند. ج- صندوق‌های کشور خاص: این صندوق‌ها بر روی سهام شرکت‌های مستقر یک کشور یا منطقه خاص از جهان تمرکز می‌کنند. د- صندوق‌های بازارهای در حال ظهور: این صندوق‌ها حاوی سهام منتشره شرکت‌های مستقر در کشورهای کوچک در حال توسعه بوده و بسیار مخاطره آمیز می‌باشند.

### از دیدگاه شکل حقوقی

**- صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه بسته:** صندوق‌هایی هستند که سرمایه آنان بر اساس قانون مشخص و ثابت است، سهام آن به عموم عرضه می‌گردد و قیمت این سهام بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌گردد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مرسوم در ایران از این نوع هستند.

**- صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه باز:** صندوق‌هایی هستند که سرمایه آن‌ها متغیر است، ارزش هر واحد صندوق بر اساس مجموعه متنوعی از سهامی که در سبد سرمایه‌گذاری صندوق وجود دارد در پایان هر روز محاسبه می‌شود که به آن NAV می‌گویند. NAV مبنای خرید و فروش هر واحد صندوق قرار می‌گیرد. واحدهای صندوق توسط خود شرکت سرمایه‌گذاری نیز قابل بازخرید می‌باشد. این نوع صندوق سرمایه‌گذاری یکی از بهترین منابع سرمایه‌گذاری برای افراد غیر حرفه‌ای می‌باشد، زیرا از یک طرف می‌توان با سرمایه کم در

این صندوق مشارکت نمود و از طرف دیگر به دلیل سیستم ساده محاسبه قیمت هر واحد بطور روزانه و شفاف بودن قیمت هر واحد صندوق، امکان خرید و فروش آن در هر لحظه از زمان وجود دارد.

### از دیدگاه محتوای سرمایه گذاری

**۱- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول:** این صندوق‌ها در اوراق بهادار کوتاه مدت با سررسید کمتر از یک سال فعالیت می‌کنند و اغلب به دنبال ثبات یا کسب سود کوتاه مدت هستند. ویژگی این صندوق ریسک و بازده پایین است. بازار پول شامل ابزار کوتاه مدت بدهی مانند اوراق خزانه است.

**۲- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار سهام:** این صندوق‌ها در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و دامنه وسیعی از صندوق‌ها را شامل می‌شوند. هدف عمده این صندوق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت برای کسب بازده سرمایه‌ای و درآمدهای نقدی اندک است. این صندوق‌ها در درجه نخست بر روی سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و سهام انتخابی بستگی به هدف‌های صندوق دارد که می‌تواند سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سابقه و قدیمی که سود بالایی پرداخت می‌کنند یا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جدید التاسیس که به دنبال رشد هستند، باشد.

**۳- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت:** این صندوق‌ها بر روی اوراق قرضه شرکت‌ها، دولت‌ها و شهرداری‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و عمده سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها سرمایه‌گذاران محافظه کار و افراد بازنشسته هستند. سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها برخلاف سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق قرضه، سررسید یا ضمانت بازپرداخت سرمایه نیستند. با توجه به تنوع گسترده در اوراق قرضه صادره، هم به لحاظ سررسید و شرایط دیگر و هم از نظر صادرکننده، صندوق‌های قرضه از تنوع بسیار بالایی برخوردار هستند. اگرچه این صندوق‌ها بازدهی بالاتر از گواهی سپرده و سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازار پول دارند، اما به علت وجود انواع گوناگونی از اوراق قرضه با درجه‌های ریسک گوناگون از ریسک بالاتری نسبت به آن‌ها برخوردار هستند.

**۴- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری ترکیبی / متوازن:** این صندوق‌ها بر روی مجموعه‌ای از دارایی‌ها مانند: سهام، اوراق قرضه و اوراق بهادار بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند

و بر حسب وضعیت موجود و پیش‌بینی روند آتی بازار، ترکیب مناسبی از اوراق بهادار گوناگون را با توجه به هدف‌ها و سیاست‌های صندوق، در سبد خود جای می‌دهند و لذا سرمایه‌گذاران از تنوع و انعطاف‌پذیری بالایی در انتخاب برخوردار هستند. این صندوق، مناسب کسانی است که همزمان به دنبال ترکیبی از امنیت، عایدی نقدی و بازده سرمایه‌ای هستند. برخی از مدیران تنها در بازار پول که کمترین خطره را به دنبال دارد، فعالیت می‌کنند و سبد سرمایه‌گذاری‌شان را با اوراق موجود در این بازار متنوع می‌کنند. در مقابل به بازدهی اندکی قانع هستند. برخی از مدیران که به دنبال بازدهی بیشتر هستند در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند و سبد سرمایه‌گذاری‌شان را با اوراق قرضه، اوراق مشارکت و سهام تنوع می‌بخشند اما پذیرای مخاطره بیشتری هستند. دسته‌ای دیگر از مدیران سبد سرمایه‌گذاری‌شان را از اوراق بهادار موجود در هر دو بازار (بازار پول و سرمایه) متنوع می‌کنند و ریسک و بازده متعادل را می‌پذیرند.

### عواید و هزینه‌های صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری: کسب درآمد در

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از سه طریق امکان پذیر است:

۱- درآمدهایی که از طریق سود نقدی سهام‌های صندوق و بهره اوراق قرضه موجود در صندوق به دست می‌آید. این درآمدها هر ساله توسط صندوق به سرمایه‌گذاران به عنوان سود نقدی توزیع می‌شود. ۲- اگر صندوق اوراق بهاداری را که قیمت آن‌ها افزایش یافته است، بفروشد بازده سرمایه‌ای به دست خواهد آورد. بیشتر صندوق‌ها این عایدی‌ها را هم به عنوان سود بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند. ۳- اگر ارزش اوراق بهادار موجود در صندوق افزایش پیدا کند اما مدیران صندوق آن‌ها را برای شناسایی بازده سرمایه‌ای نفروشد ارزش واحدهای صندوق افزایش پیدا خواهد کرد. در این صورت شما می‌توانید واحد خود را با سود بیشتر بفروش برسانید. معمولاً صندوق‌ها این امکان را به شما خواهند داد که بجای دریافت سودهای خود آن‌ها را مجدداً در صندوق سرمایه‌گذاری کرده و واحدهای بیشتری دریافت کنید.

هزینه‌ها بزرگ‌ترین مشکل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری هستند. بخش بزرگی از بازدهی‌ها به وسیله هزینه‌ها از بین می‌روند و در بیشتر موارد علت نامناسب بودن عملکرد صندوق‌ها همان هزینه‌های آن‌ها می‌باشد. هزینه‌های سرمایه‌گذاری در صندوق به دو بخش تقسیم می‌شود. بخشی از این هزینه‌ها از محل دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شود و بدین علت، ارزش خالص دارایی‌های صندوق کاهش می‌یابد. بخش دیگر از این هزینه‌ها، مستقیماً از

سرمایه‌گذار اخذ می‌شود. برخی از هزینه‌های قابل پرداخت از محل دارایی‌های صندوق طبق اساسنامه شامل موارد زیر می‌باشد:

۱. کارمزد مدیر، مدیر ثبت، متولی و ضامن که میزان و نحوه محاسبه آن در امیدنامه قید شده است؛
  ۲. حق الزحمه حسابرس که توسط مجمع صندوق تعیین و در امیدنامه منعکس شده است؛
  ۳. کارمزد معاملات اوراق بهادار که طبق مقررات یا قرارداد با کارگزار صندوق به خرید و فروش اوراق بهادار صندوق تعلق می‌گیرد؛
  ۴. مالیات فروش اوراق بهادار صندوق؛
  ۵. هزینه‌های تأسیس صندوق و برگزاری مجامع صندوق به تصویب مجمع صندوق؛
  ۶. کارمزد یا حق الزحمه تصفیه صندوق که میزان و نحوه محاسبه آن در امیدنامه صندوق قید شده است؛
  ۷. هزینه‌های مالی تسهیلات اخذ شده برای صندوق؛
  ۸. هزینه‌های بانکی برای نقل و انتقالات وجوه صندوق؛
  ۹. هزینه‌های نگهداری اوراق بهادار بی نام صندوق توسط بانک‌ها؛
  ۱۰. هزینه طرح دعاوی توسط متولی علیه هر یک از ارکان صندوق در مراجع ذی صلاح به تصویب مجمع صندوق؛
  ۱۱. هزینه طرح دعاوی به نفع صندوق یا دفاع در برابر دعاوی علیه صندوق توسط مدیر به تصویب مجمع صندوق؛
  ۱۲. سایر هزینه‌ها به تصویب مجمع و درج در امیدنامه صندوق.
- هزینه‌های که باید توسط سرمایه‌گذار پرداخت شود، کارمزد صدور و ابطال می‌باشد.

#### ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

- ارزیابی عملکرد صندوق‌ها به دو شکل زیر صورت می‌گیرد:
- مقایسه با دیگر صندوق‌ها با اهداف سرمایه‌گذاری مشابه
  - یک معیار از پیش تعیین شده. با استفاده از عواملی همانند اندازه گیری ریسک، هزینه‌های مدیریت و بازده طی چند دوره‌ی زمانی متوالی می‌توان مبنایی منطقی برای سنجش عملکرد به دست آورد.

مهم‌ترین شاخص‌ها برای ارزیابی عملکرد صندوق‌ها عبارت‌اند از: ۱- شاخص شارپ: برای محاسبه‌ی این شاخص می‌بایستی نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک را مشخص نماییم. صرف ریسک تفاوت بین میانگین بازده صندوق سرمایه‌گذاری و میانگین بازده دارایی‌های بدون ریسک است. عدد به دست آمده از این شاخص بر حسب درصد بیان می‌شود. هر چه رقم به دست آمده بالاتر باشد شاخص مطلوب‌تر است. این شاخص مهارت مدیریت را برای ایجاد سود به وسیله‌ی آزمون بازده به دست آمده به ازای ریسک پذیرفته شده را ارزیابی می‌کند. ۲- شاخص ترینور: این شاخص نیز همانند شاخص شارپ معیاری برای ارزیابی عملکرد بر مبنای ریسک است. این شاخص مبتنی بر ریسک سیستماتیک بوده که به وسیله‌ی ضریب بتای مجموعه اوراق بهادار اندازه‌گیری می‌شود. ۳- شاخص جنسن ° آلفا: این شاخص نیز همانند دو شاخص فوق عملکرد ریسک تعدیل شده را با استفاده از رابطه‌ی رگرسیونی اندازه‌گیری می‌کند.

### ضرورت تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

ضرورت تشکیل و فعالیت صندوق مشترک سرمایه‌گذاری از مدت‌ها پیش از سوی بازار سرمایه کشور عنوان شده و کوشش‌های بسیاری در این جهت صورت گرفته است. نتیجه این اقدام‌ها را می‌توان در دو مقطع زمانی پیش و بعد از تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذر ماه ۱۳۸۴ مورد توجه قرار داد. پیش از تصویب قانون به علت فقدان بستر قانونی لازم، امکان تشکیل صندوق مشترک سرمایه‌گذاری با شخصیت حقوقی مستقل فراهم نشد. بنابراین به منظور پر کردن خلاء موجود، "آیین نامه ارائه خدمات مشاوره و سبد گردانی" در سال ۱۳۸۳ و سپس "آیین نامه تشکیل سبد سرمایه‌گذاری مشاع" تدوین و تصویب شد و براساس آن‌ها شرکت‌های کارگزاری با دریافت مجوز از سازمان بورس، مبادرت به تشکیل سبدهای اوراق بهادار کردند. اما پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار و برطرف شدن نسبی موانع پیشرو، دستورالعمل‌های مورد نیاز به وسیله سازمان بورس تدوین و نخستین صندوق سرمایه‌گذاری پس از دریافت مجوز با عنوان "صندوق سرمایه‌گذاری کارآفرین" در تیرماه ۱۳۸۶ فعالیت خود را آغاز کرد. از آن پس تاکنون صندوق‌های بسیاری پا به عرصه وجود گذاشته و در این صنعت فعالیت می‌کنند. به طور کلی برخی از ضرورت‌ها برای تشکیل صندوق عبارت‌هستند از:

- ۱- **کمک به تعمیق و گسترش بازار سرمایه:** از راه ورود نهاد مالی جدید و فعال به بازار و افزایش معامله‌ها، امکان سرمایه‌گذاری خانوارهای با درآمد اندک در بازار، تغییر جهت سرمایه‌گذاری خانوارها از نظام بانکی به سمت بازار سرمایه با افزایش نقدینگی، کاهش ریسک و عرضه ابزارهای مناسب سرمایه‌گذاری و دسترسی بازار، سازوکاری برای حفظ سرمایه‌گذاران و افزایش وفاداری آنان به بازار و افزایش امکان جذب سرمایه‌گذاران جدید به ویژه افراد غیرحرفه‌ای به بازار می‌توان به گسترش بازار سرمایه یاری رساند.
- ۲- **رفع کمبود نقدینگی شرکت‌های سرمایه‌گذاری:** از راه جذب سرمایه‌های خرد خانوارها و شرکت‌های دارای مازاد، می‌توان مشکل نقدینگی شرکت‌های مواجه با کمبود را تأمین مالی کرد.
- ۳- **کمک به مهار تورم:** می‌توان از راه معرفی ابزار جدید مالی و جذب و هدایت بخشی از نقدینگی سرگردان جامعه به سمت بازار سرمایه به مهار تورم کمک کرد. صندوق‌ها از راه جذب پول‌های سرگردان دست مردم، سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی و افزایش عرضه، باعث کاهش تورم و بیکاری می‌شوند.
- ۴- **سیاست خصوصی سازی و اجرای بند ج اصل ۴۴ قانون اساسی:** با توجه به ضرورت شتاب گرفتن رشد و توسعه اقتصادی کشور مبتنی بر اجرای عدالت اجتماعی و فقر زدایی در چارچوب سند چشم‌انداز بیست ساله کشور و به دنبال واگذاری فعالیت‌های اقتصادی و شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی و فراهم آوردن ساختار رقابتی و آزادسازی اقتصادی، نیازمند فراهم ساختن اسباب خصوصی سازی و مشارکت فعال صاحبان سرمایه در اقتصاد کشور هستیم. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از راه مشارکت عموم مردم و خرید سهام و اوراق بهادار شرکت‌های دولتی واگذار شده در تسریع این امر کمک شایان توجهی خواهند داشت.
- ۵- **کمک به جذب سرمایه‌های خارجی:** یکی از عامل‌های عدم سرمایه‌گذاری خارجی در ایران، ریسک بالا و عدم اطمینان درباره بازده فعالیت‌های اقتصادی ایران است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از راه تنوع بخشی در پرتفوی، قدرت نقدشوندگی بالا، صرفه جویی در مقیاس و عامل‌های دیگر باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شوند. یکی دیگر از علل عدم ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه ایران، نبود منابع کافی برای تجزیه و تحلیل وضعیت شرکت‌ها و عدم شناخت سازوکار بازار سرمایه است اما سادگی در امر

قیمت گذاری سهم صندوق و وجود مدیران حرفه ای، کمک موثری برای سرمایه گذاری است که امکان به روز رسانی اطلاعات و پیگیری تحول‌ها در اقتصاد و بورس ایران را ندارند.

#### ۶- فراهم ساختن بستری برای سرمایه‌گذاری منظم و مداوم: صندوق‌های

سرمایه‌گذاری مشترک امکان سرمایه‌گذاری و مشارکت در فعالیت‌های بزرگ اقتصادی را برای افراد با درآمد اندک و ثابت که به تنهایی و با سرمایه اندک خود قادر به سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها نیستند، فراهم می‌آورد. از طرف دیگر، مدیران صندوق‌ها به علت آگاهی از اطلاعات موجود در بازار سرمایه و دانش فراوان در باره این موضوع، بهترین سبد را با بیشترین بازده و حداقل ریسک ممکن برای افراد با روحیه ریسک‌گریز (بازنشستگان و ...) فراهم می‌آورند.

افزون بر این، به علت صدور مجوز برای برخی از صکوک در کمیته فقهی سازمان بورس که اوراق بهادار اجاره، اوراق بهادار استصناع و تبدیل به اوراق بهادار کردن مطالبات بانک‌ها (اوراق رهنی) از جمله آن‌ها است (موسویان، ۱۳۸۸)، با توجه به گسترش این روند و ادامه صدور مجوز برای دیگر صکوک در آینده نزدیک، همچنین وجود حجم بالای نقدینگی در کشور از یک طرف و نیاز فعالان اقتصادی به نقدینگی از طرف دیگر، راه اندازی نهادهای مالی واسطه‌ای مانند صندوق سرمایه‌گذاری مشترک که این اوراق را در یک مجموعه گردآوری کرده باشد، برای پیوند زدن ارتباط منطقی میان سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی جامعه الزامی است.

#### صندوق مشترک سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصادی

بی تردید یکی از مهمترین عامل‌های رشد و توسعه اقتصادی در هر کشوری تشکیل سرمایه با استفاده از پس اندازهای مردم است. از این جهت، کشورهای در حال توسعه برای دست یافتن به رشد اقتصادی تأکید فراوانی بر تراکم سرمایه دارند. در این کشورها درآمد پایین سبب کاهش پس انداز، سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود و به این وسیله دور تسلسل فقر شکل می‌گیرد و از طرف دیگر، در کشورهای در حال توسعه درصد بزرگی از منابع پس اندازی اقتصاد ملی به شیوه‌های گوناگون هز می‌رود. عامه مردم وجوه پس اندازی خود را به انواع زیورها، طلا و کالاهای بادوام و پول‌های خارجی تبدیل می‌کنند که در درازمدت جانشین پول رایج شمرده می‌شوند. به این ترتیب، بخش بزرگی از پس اندازهای مردم به صورت مجموعه‌های غیرمولدی در می‌آید که بازدارنده توسعه شمرده می‌شوند.

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از راه تجهیز سرمایه، جهت دادن آن‌ها به سمت فعالیت‌های اقتصادی همسو با رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اسلامی و بهره‌برداری از سود این اوراق و تسهیل تأمین مالی مؤسسه‌ها و شرکت‌های دولتی و خصوصی نقش شگرفی در رشد و توسعه اقتصادی و سهم به‌سزایی در رسیدن به هدف‌های والای شریعت مقدس اسلامی خواهند داشت. صندوق‌های سرمایه‌گذاری به علت مزیت‌ها و ویژگی‌هایی که دارند و به علت سهولت ورود تمام اقشار (حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای)، کم درآمد و پر درآمد) به این صندوق‌ها و به کارگیری ابزارهای مالی متنوع، می‌توانند کمبودهای بازار سرمایه را جبران کنند. بر این اساس، معرفی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری می‌تواند از راه شاخص‌های کمی و کیفی ذیل عاملی برای تنوع و رونق بیشتر بازار سرمایه در ایران تلقی شود.

### شاخص‌های کمی توسعه اقتصادی

**افزایش سرمایه‌گذاری:** صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، راهکاری تازه و بسیار خوب برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال، مایل هستند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی باز پس گیرند. زیرا به طور طبیعی هر زمان که سرمایه‌گذار، به تمام اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز داشت، می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آن‌ها اقدام کند و بهای آن را شامل اصل و سود در صورتی که طرح سود داشته باشد، به دست آورد.

**افزایش تولید کل:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پس انداز خانوارها را به منظور تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها، در اختیار بخش‌های مفید و مولد اقتصادی که از جهت اقتصادی کارایی دارند، قرار می‌دهند. بخش‌های مولد اقتصادی نیز با استفاده از این منابع مالی و با توجه به کاهش ریسک به افزایش تولید پرداخته و در این جهت از نیروی کار، زمین و مواد اولیه بلااستفاده نیز بهره‌برده و آن‌ها نیز به اشتغال در می‌آیند و این امر در کل اقتصاد، باعث بهتر شدن تخصیص منابع و افزایش تولید کل و اشتغال نهاده‌های تولیدی در اقتصاد می‌شود.

**بالا رفتن سطح اشتغال:** افزایش اشتغال اثر محسوس افزایش سرمایه‌گذاری است. شرکت‌ها با انتشار اوراق بهادار اسلامی، سرمایه خود را افزایش می‌دهند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری از راه سرمایه‌گذاری بر این اوراق به تأمین منابع آن‌ها کمک می‌کنند. این امر می‌تواند باعث گسترش فعالیت‌های تولیدی به صورت خرید زمین، ساختمان، ماشین‌آلات،



لوازم کاری و مانند این فعالیت‌ها شود. در نتیجه اقتصاد با آهنگ سریع تری به سمت اشتغال کامل پیش می‌رود.

**کاهش سطح عمومی قیمت:** یکی از عامل‌های مهم تورم، عدم تعادل بین تولیدها و حجم نقدینگی است. جمع آوری نقدینگی مازاد بر تولید در صورتی که در راه سرمایه‌گذار ی‌های جدید و در نتیجه تولیدهای جدید به کار گرفته شود و همسو با رشد اقتصادی باشد، از فاصله موجود بین دو عامل پیش گفته کاسته و باعث کنترل تورم خواهد شد. کاهش تورم، باعث عادلانه شدن توزیع درآمد و ثروت می‌شود. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با جمع آوری نقدینگی مازاد و به کارگیری آن در جهت تولید، درصد رشد قیمت‌ها را کاهش می‌دهد.

### شاخص‌های کیفی توسعه اقتصادی

**تطابق با عدل و قسط:** در صندوق مشترک سرمایه‌گذاری به علت مشارکت صاحبان سرمایه در سود و زیان، عواقب فعالیت متوجه هر دو عامل کار و سرمایه خواهد بود. از اینرو هدف صاحب سرمایه با کارفرما هماهنگ می‌شود و هر دو طرف به کام یابی در فعالیت مورد نظر، علاقه و دلبستگی واقعی پیدا می‌کنند و به علت این مشارکت نفوذ و قدرت دو طرف یکسان می‌شود و سرمایه‌گذاری به فعالیت‌های واقعی اقتصاد سوق می‌یابد.

**ارزش یافتن نیروی انسانی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی همراه با کوشش برای بسیج پس انداز خانوارها و افزایش تولید و به ثمر رساندن طرح‌های سرمایه‌گذاری، زمینه بروز استعدادهای مدیریت و ظهور ابداع و ابتکار در فرآیند تولید را گسترش می‌دهند. زیرا به طور طبیعی از مدیران مبتکر که سابقه درخشانی در سودآور کردن فعالیت‌های اقتصادی دارند، استقبال می‌شود و تمام صاحبان وجوه، به مشارکت با آنان تمایل پیدا می‌کنند. این پدیده، باعث افزایش تقاضای مشارکت با مدیران مبتکر و در نتیجه افزایش هزینه فرصت سرمایه انسانی در اقتصاد خواهد شد. بنابراین صاحبان وجوه به علت مسدود شدن راه‌های رباخواری ناگزیر به سرمایه‌گذاری در طرح‌های تولیدی می‌شوند و در جست‌وجوی اشخاص صاحب تجربه و مدیر بر می‌آیند تا مشارکت آنان سودآور باشد. از این رهگذر، اثر مثبتی در اقتصاد نمایان می‌شود و توزیع درآمد از صاحبان وجوه یا سرمایه‌های مادی، به دارندگان سرمایه انسانی صورت می‌گیرد.

**عادلانه تر شدن توزیع درآمد:** بی تردید حداقل کردن شکاف توزیعی یکی از هدف‌های بی بدیل سیاست اقتصادی دولت اسلامی است. سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اسلامی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به معنای تقسیم مالکیت واحدهای اقتصادی بزرگ به قشرهای گسترده‌ای از مردم است و سود به دست آمده به جای اینکه بین افراد معدودی توزیع شود، بین افراد وسیعی تقسیم می‌شود که این خود به عادلانه شدن توزیع درآمد کمک می‌کند و برای سرمایه‌گذاران امکان بهره‌مندی از سود حقیقی ناشی از طرح‌های اقتصادی را به صورت عادلانه‌ای فراهم می‌آورد.

**بالا رفتن سطح عمومی رفاه:** توزیع عادلانه درآمد سبب افزایش تقاضای کل و تقاضای برای کالاهای اساسی داخلی شده و سرانجام افزایش تولید را نتیجه می‌دهد. از طرف دیگر، توزیع عادلانه سبب افزایش کارایی نیروی کار به علت بهره‌مندی از بهداشت، تغذیه مناسب و آموزش و غیره خواهد شد و سرانجام رشد اقتصادی، رفاه عمومی و عدالت اقتصادی را در پی خواهد داشت. همچنین با سرمایه‌گذاری در اوراق مرابحه، استصناع و اجاره، مؤسسه‌های ناشر اوراق، کالاهای مورد نیاز خانوارها را تهیه و در اختیار آنان می‌گذارند و به این ترتیب بر افزایش رفاه عمومی جامعه کمک می‌کنند.

### صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موجود در ایران

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بعد از ۱۴ سال از زمان طرح انتشار اوراق آن (سال ۷۰) که توسط بانک ملی ایران مطرح شد در نیمه دوم سال ۸۴ عملاً وارد بازار سرمایه شد تا به سرمایه‌گذاران بخصوص سرمایه‌گذاران جزء و غیر حرفه‌ای در امر سرمایه‌گذاری کمک کند. گردانندگان این صندوق‌ها شرکت‌های کارگزاری می‌باشند. این شرکت‌ها با دریافت مجوز این صندوق‌ها اقدام به سپدگردانی می‌کنند. در ایران براساس اساسنامه‌ی تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تعدادی صندوق سرمایه‌گذاری در حال فعالیت هستند. هر صندوق سرمایه‌گذاری خود دارای سایت اینترنتی مجزایی نیز هست. در سایت هر یک از صندوق‌های سرمایه‌گذاری اطلاعات زیادی در مورد نحوه‌ی سرمایه‌گذاری، ابطال آن و سایر موارد و مسایل قانونی وجود دارد.

### گزارشگری مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

صندوق‌های سرمایه‌گذاری تجربه‌ای بسیار کوتاه مدت را در بازار سرمایه ایران پشت سر نهاده‌اند. این تجربه چند ماهه که به مدد قانون جدید بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ به دست آمده، آرزوی دیرین تجمیع پس اندازها و هدایت شان به سمت سرمایه‌گذاری در بورس را محقق ساخته است. هم اکنون آینده با گستردگی و فراخی بسیار پیشروی این نهادهای مالی نوین است و بسترسازی برای رشد و توسعه آنها را از مسولان بازار سرمایه طلب می‌کند. در سال ۱۳۸۸ "دستورالعمل اجرایی ثبت و گزارش دهی رویدادهای مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک" توسط هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در چهار بخش به تصویب رسید که شامل ثبت عملیات، بستن حسابها، نمونه کدینگ حسابها و صورت‌های مالی نمونه می‌باشد. هم اکنون سیستم‌های حسابداری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران توسط دو شرکت نرم افزاری طراحی و اجرا می‌شود. سیستم حسابداری صندوق‌ها به گونه‌ای طراحی شده‌اند که بر اساس اطلاعات پایه ورودی توسط کاربر، اسناد حسابداری را به طور سیستماتیک و به طور روزانه ثبت کرده و نرخ صدور و ابطال را محاسبه می‌کند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری موظف‌اند طبق اساسنامه، صورت‌های مالی ۳ ماهه، ۶ ماهه، نه ماهه و سالانه خود را بر اساس این دستورالعمل تهیه و منتشر کنند. لازم به ذکر است تنها صورت‌های مالی ۶ ماهه و سالانه حسابرسی می‌شوند.

ساختار صورت‌های مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک طبق دستورالعمل فوق به شرح زیر است:

- صورت خالص دارایی‌ها
- صورت سود و زیان و گردش خالص دارایی‌ها
- یادداشت‌های توضیحی:
  - الف. اطلاعات کلی صندوق
  - ب. مبنای تهیه صورت‌های مالی
  - پ. خلاصه اهم رویه‌های حسابداری
  - ت. یادداشت‌های مربوط به اقلام مندرج در صورت‌های مالی و سایر اطلاعات مالی

## صندوق شاخصی

این صندوق‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که عملکرد آن‌ها مبتنی و برابر با شاخص قیمت سهام است. با توجه به این که رفتار، عملکرد و نرخ بازده این صندوق‌ها دقیقاً برابر با رفتار، عملکرد و شاخص پرتفوی بازار است باید قید کنند که شاخص مد نظر صندوق کدامیک از شاخص‌های موجود است. (مانند شاخص "داوجونز" (DOW).

صندوق‌های شاخصی، نوعی صندوق سرمایه‌گذاری یا یونیت تراست‌ها است که هدف سرمایه‌گذاری آن دستیابی به بازده یک شاخص انتخابی، نظیر "S&P500" است. به عبارت دیگر، صندوق شاخصی، دارائی خود را در سهام یا اوراق قرضه موجود در سبد یک شاخص، سرمایه‌گذاری می‌کند. نوعی از صندوق شاخصی علاوه بر سهام یا اوراق قرضه، ابزارهای مشتقه را نیز در پرتفوی خود نگه می‌دارد. هم‌چنین ممکن است صندوق در تمام سهام موجود در سبد شاخص سرمایه‌گذاری کند یا این که نمونه‌ی کوچک‌تری از آن را ° درصد مشخصی از سهام شاخص - به‌عنوان پرتفوی سرمایه‌گذاری برگزیند. از آن‌جا که صندوق‌های شاخصی از یک شاخص پیروی می‌کنند پرتفوی آن‌ها نیاز به تغییرات چندانی ندارد.

مهم‌ترین ویژگی صندوق‌های شاخصی، مالیات، هزینه و کارمزد کم‌تر نسبت به صندوق‌های با مدیریت فعال است. مخاطره سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها، تقریباً معادل مخاطره سهام موجود در شاخص است. البته صندوق‌های شاخصی به‌دلیل انتخاب پرتفوی ثابت از انعطاف‌پذیری کم‌تری نسبت به صندوق‌های فعال برخوردارند. صندوق‌های شاخصی، تلاش می‌کنند تا به گونه‌ای در بازار بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند که بازدهی آنها تا حد امکان نزدیک به بازدهی شاخص بورس اوراق بهادار باشد. به عبارت دیگر، هدف اصلی این صندوق‌ها نزدیکی به بازدهی شاخص بورس اوراق بهادار است و نه کسب بیشترین سود ممکن.

مهمترین مزایای صندوق‌های شاخصی در مقایسه با سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در

بازار سهام عبارت است از:

- **اطمینان از کسب بازدهی نزدیک به شاخص بورس:** توجه به این نکته ضروری است که بدون در نظر گرفتن هزینه‌ها، حداقل نیمی از سرمایه‌گذاران، بازدهی کمتر از شاخص بورس خواهند داشت. در صورتیکه هزینه‌های مدیریت صندوق و هزینه‌های معامله را نیز از بازدهی صندوق‌ها کسر کنیم، بازدهی اغلب سرمایه‌گذاران کمتر از بازدهی شاخص خواهد بود. عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری از ابتدای سال ۸۸ تا

کنون نیز موید این مدعا است. صندوق شاخص، سرمایه‌گذاران را مطمئن می‌سازد که بازدهی نزدیک به شاخص را تجربه خواهند کرد و ریسک انحراف از شاخص (که برای بسیاری از افراد، غیر قابل تحمل است) برای آن‌ها حداقل خواهد بود.

- **دشواری کسب بازدهی بیش از شاخص:** دستیابی به بازدهی بیش از بازدهی شاخص بورس اوراق بهادار به طور مستمر و به خصوص در ابعاد بزرگ سرمایه‌گذاری به هیچ وجه آسان نیست. به عبارت دیگر، حتی با وجود امکانات کارشناسی و پشتیبانی لازم برای مدیریت دارایی‌ها در بورس، دستیابی به عملکردی فراتر از شاخص برای اغلب مدیران سرمایه‌گذاری بسیار دشوار است. شاخص بورس تهران، عمدتاً (تا ۹۰ درصد) تحت تاثیر سهام شرکت‌های بزرگ و نقدشونده بازار سرمایه است که تحلیلگران زیادی، همه روزه به تحلیل و خرید و فروش آن‌ها مشغولند. کسب بازدهی مستمر در این بخش از بازار، بسیار دشوار است.

- **حذف ریسک مدیریت صندوق:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال، با ریسک مدیریت صندوق مواجه‌اند؛ این صندوق‌ها حتی در صورت عملکرد مطلوب در گذشته، همواره با این ریسک مواجه‌اند که مدیران خود را از دست بدهند و یا مدیران این صندوق، به دلایلی همچون فقدان انگیزه، نتوانند در دوره‌های بعد، عملکرد گذشته خود را تکرار کنند. مدیریت صندوق شاخص بر مبنای دستورالعمل‌ها و رویه‌های از قبل تعیین شده است و قضاوت شخصی مدیر نقشی در عملکرد صندوق نخواهد داشت.

- **هزینه پایین صندوق:** هزینه مدیریت و ضمانت صندوق شاخص کارآفرین، کمتر از نصف هزینه صندوق‌های عادی است. به علاوه، استراتژی صندوق شاخص، بر حداقل خرید و فروش و انجام معامله قرار دارد که این موضوع، هزینه‌های کارمزد معاملات را برای صندوق شاخص در مقایسه با صندوق‌های فعال، به شدت کاهش می‌دهد. اداره صندوق با هزینه کم، در دراز مدت تاثیر قابل توجهی بر عملکرد مناسب صندوق در مقایسه با سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خواهد داشت.

- **سادگی و شفافیت استراتژی:** برخلاف استراتژی‌های فعال، سرمایه‌گذاران در صندوق‌های شاخص تا حد زیادی از وضعیت سبد سهام و نحوه مدیریت صندوق آگاهند و این موضوع، نحوه مدیریت را برای آنها شفاف‌تر می‌سازد.

- **توجه دولت به شاخص بورس:** مقامات و ساختارهای رسمی کشور، همواره به مقدار شاخص و کاهش شدید آن، اهمیت می‌دهند. این موضوع، ریسک سرمایه‌گذاری در استراتژی شاخص را کاهش می‌دهد چرا که در کنار عوامل بنیادی که باعث کاهش نوسانات و افت شدید شاخص می‌شوند، توجه دولت و حساسیت مقامات رسمی به شاخص نیز مانع از نوسانات شدید شاخص خواهد شد.

برای تشکیل صندوق‌های شاخص در دنیا از سه روش استفاده می‌شود. این روش‌ها هر یک مزایا و معایبی دارند که در ادامه، مختصراً به آن‌ها اشاره می‌شود. سه روش تشکیل صندوق‌های شاخص عبارتند از: کپی برداری کامل<sup>۸</sup>، نمونه‌گیری طبقه‌بندی<sup>۹</sup>، مدل‌های عاملی<sup>۱۰</sup>.

### کپی برداری کامل

در این روش شود کلیه سهام موجود در پرتفوی شاخص، عیناً و با همان وزن در صندوق نگهداری می‌شود. به عنوان مثال اگر در بورس ما ۳۴۰ شرکت با وزن‌های مختلف (وزن هر شرکت در بازار از تقسیم market capitalization آن شرکت بر market capitalization کل بازار به دست می‌آید) وجود دارد، در پرتفوی صندوق نیز همان شرکت‌ها با همان وزن‌ها وجود خواهند داشت. مزیت اصلی این روش در برخورداری از بازدهی با کمترین انحراف نسبت به بازده شاخص است. اما استفاده از این روش‌ها در همه بازارها امکان‌پذیر نیست. این روش فقط در بازارهایی قابل استفاده است که تمامی (یا عمده) سهام‌های موجود در آن از نقدشوندگی بالایی برخوردارند.

### نمونه‌گیری طبقه‌بندی

در این روش تنها سهام تعداد محدودی از شرکت‌های موجود در سبد شاخص، در سبد صندوق نیز وجود خواهند داشت. نحوه انتخاب این تعداد شرکت نیز بر اساس وزن صنعت و وزن شرکت مربوطه در سبد شاخص است. شاید ذکر مثالی درک این روش را ساده‌تر کند: در بورس کشور ما در حال حاضر نزدیک به ۴۰ صنعت و حدود ۳۴۰ شرکت وجود دارد. مدیر صندوق شاخص تلاش دارد که با خرید و فروش تنها ۴۵ سهم، تا حد امکان به بازده بورس نزدیک شود. این مدیر می‌تواند از بین ۴۰ صنعت، بسته به وزن صنایع، مثلاً ۱۵ صنعت بایبشترین وزن و تاثیر در شاخص را انتخاب کند. سپس از هر صنعت چند شرکت مهمتر (که تا حد خوبی ویژگی‌های آن صنعت را پوشش می‌دهند) را انتخاب نماید. این روش علیرغم انحراف بازده بیشتر نسبت به روش

کپی برداری کامل، از قابلیت و سهولت اجرای بالاتری برخوردار است. در بازارهایی که تعداد زیادی از شرکت‌ها از نقدشوندگی پایینی (بسیار کم معامله می‌شوند) برخوردارند، این روش بسیار پرکاربرد است.

### مدل‌های عاملی

در این روش تلاش می‌شود رابطه بازده شاخص بورس و شرکت‌ها به صورت یک مدل ریاضی بیان شود. انجام این روش پیچیدگی‌های زیادی داشته و ممکن است در آینده و به دلیل تغییرات ساختاری در بازار، کارایی خود را از دست بدهد.

### نتیجه‌گیری

بنظر می‌رسد ایجاد و راه‌اندازی شرکت‌های سرمایه‌گذاری نظیر صندوق سرمایه‌گذاری مشاع، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و ... در صورت لزوم فراهم شدن بستر قانونی مناسب آن بتواند ابزار مالی مناسبی برای تشویق پس‌اندازکنندگان و تجهیز بیشتر منابع باشد؛ خصوصاً اینکه این صندوق‌ها نقش مهمی در افزایش حجم و ارزش معاملات در بورس و عمیق‌تر شدن این بازار را به همراه خواهد داشت.

### پی‌نوشت

- 1- Mutual Fund
- 2 Net Asset Value (NAV)
- 3 Exchange Traded Fund (ETF)
- 4 Money Market Funds
- 5 Stock Funds/Equity Funds
- 6 Fixed-Income Funds
- 7 Hybrid Funds/Mixed Funds
- 8 Full replication
- 9 Stratified sampling
- 10 Factor models

## منابع و مأخذ:

- ۱- پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵ ش، صکوک، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، اول.
- ۲- تسخیری، محمد علی، ۱۳۸۶ ش، "مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)"، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، سال هفتم، ش ۲۷.
- ۳- جعفری سرشت، داوود، ۱۳۸۶ ش، گزارش شناخت صندوق مشترک سرمایه گذاری، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی.
- ۴- چاوشی، بهنام؛ صباغیان، راضیه، ۱۳۸۶، نگاهی به امیدنامه صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک.
- ۵- حبیب‌نیا، علی؛ شاه مرادی، هارمونی، ۱۳۸۷، صندوق مشترک سرمایه گذاری ابزاری کمکی برای سرمایه‌گذاران کوچک، مجله دنیای اقتصاد.
- ۶- رحیمی، زهرا، ۱۳۸۱ ش، بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی، تهران: پژوهشکده پولی و مالی بانک مرکزی ج.ا.ایران.
- ۷- ریاضت، فرهاد، ۱۳۷۵ ش، بررسی روش‌های تأمین مالی و الگوهای سرمایه گذاری در صندوق‌های سرمایه گذاری اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران: دانشگاه امام صادق.
- ۸- شهرآبادی، ابوالفضل؛ بشیری، ندا، ۱۳۸۶، صندوق‌های سرمایه گذاری در ایالات متحده آمریکا، روزنامه دنیای اقتصاد.
- ۹- صالح آبادی، علی، ۱۳۸۵ ش، بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق، اول.
- ۱۰- صدر، سید کاظم، ۱۳۷۴ ش، اقتصاد صدر اسلام، تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی.
- ۱۱- کاظمیان، مهدی، ۱۳۸۳ ش، طراحی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر با توجه به فقه اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران: دانشگاه امام صادق.
- ۱۲- کلینی، محمد بن یعقوب، ۱۳۷۸ ش، اصول کافی، تهران: دارالکتب اسلامی.
- ۱۳- کمیجانی اکبر و نظریور، محمدنقی، ۱۳۸۶ (الف)، "تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طرق اوراق استصناع"، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- ۱۴- مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۳ ش، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تهران: مجلس شورای اسلامی.



- ۱۵- موسویان، سیدعباس ، ۱۳۸۶ ش، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، اول.
- ۱۶- میشکین، فردریک، ۱۳۸۱ ش، پول ارز و بانکداری ، ترجمه علی جهانخانی و علی پارسیان، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، دوم.
- ۱۷- نظرپور، محمدنقی ، ۱۳۸۴ ش ، "اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی" ، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی سال پنجم، ش ۲۰.

- 18- Addison-Wesley Pearson, 2005, *Mutual Funds*, Professionally managed portfolios.
- 19- Elfakhani, Said & Hassan, M.Kabir, 2005, "Performance of Islamic Mutual Funds", 12th Annual conference of Economic Research Forum, December.
- 20- Farrell, Paul B, 1999, *The Winning portfolio Y choosing your 10 best mutual Funds*, First Ed, Bloomberg press.
- 21- Gitman, Lawrence, "**Fundamental of Investing**", 7th Edition, New York, Addison - wesley, 1999.
- 22- Hassan, M. Kabir & Seif I. Tag el-Din, 2005, "Speculative Bubbles in Islamic Stock Market Empirical Assessment" MIHE Working Paper, Leicester, U.K.
- 23- Hirt, Geoffrey A. and Stanley B., Block, "**Fundamental of Investment Management**", 6<sup>th</sup> Edition, Boston, Irwn/Mc Graw - Hill, 1999.
- 24- 7. Investment Company Institute (ICI), 2006, 2005 Fact Book, 46th Ed
- 25- Mayo, Herbert B., "**Investments: an Introduction**", 6th edition, Philadelphia, The Drydenpress, 2000.
- 26- Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas, 2004, *Islamic Bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*, Euro money Books, London.
- 27- Slaughter, Joanna, "**Guide to Investment Trusts and Unit Trusts**", London, pitman Publishing, 1996.
- 29- Statman , M.(2000) , Socially responsible mutual funds , *Financial Analysts Journal*, vol 56.
- 30- Tariq Al Rifai, 2003, "An overview of Islamic finance and the Growth of Islamic funds", Islamic Funds world.

- 31- Wermers, Russ. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses, *Journal of Finance*, vol. 55.

