

مقاله

رفع موانع مختلف اقتصادی کشور، یا حداقل کاهش آثار آن‌ها طلب می‌کند که منابع و امکانات کشور به سوی فعالیت‌های مولد و صنعتی هدایت شوند. برای گسترش این فعالیت‌ها ضروری است که وجوه موجود در جامعه و پس‌اندازهای سرگردان خانوارها به سمت سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر هدایت شوند. بی‌تردید، این مهم را نمی‌توان به‌انجام رساند، مگر این‌که بازارهای پول و سرمایه و امکانات مرتبط با آن‌ها گسترش پیدا کند.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری از بخش‌های فعال در بازارهای مالی هستند. در سال‌های اخیر صنعت واسطه‌گری مالی در سراسر جهان رشد و گسترش چشمگیری را شاهد بوده است و سرمایه‌گذاران از محاسن و مزایای این شرکت‌ها باخبر و با فعالیت آن‌ها آشنا هستند. در این مقاله صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای آشنایی بیشتر عموم معرفی شده‌اند.

صندوق سرمایه‌گذاری

نهاد مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان صندوق شریکند.^۱

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول

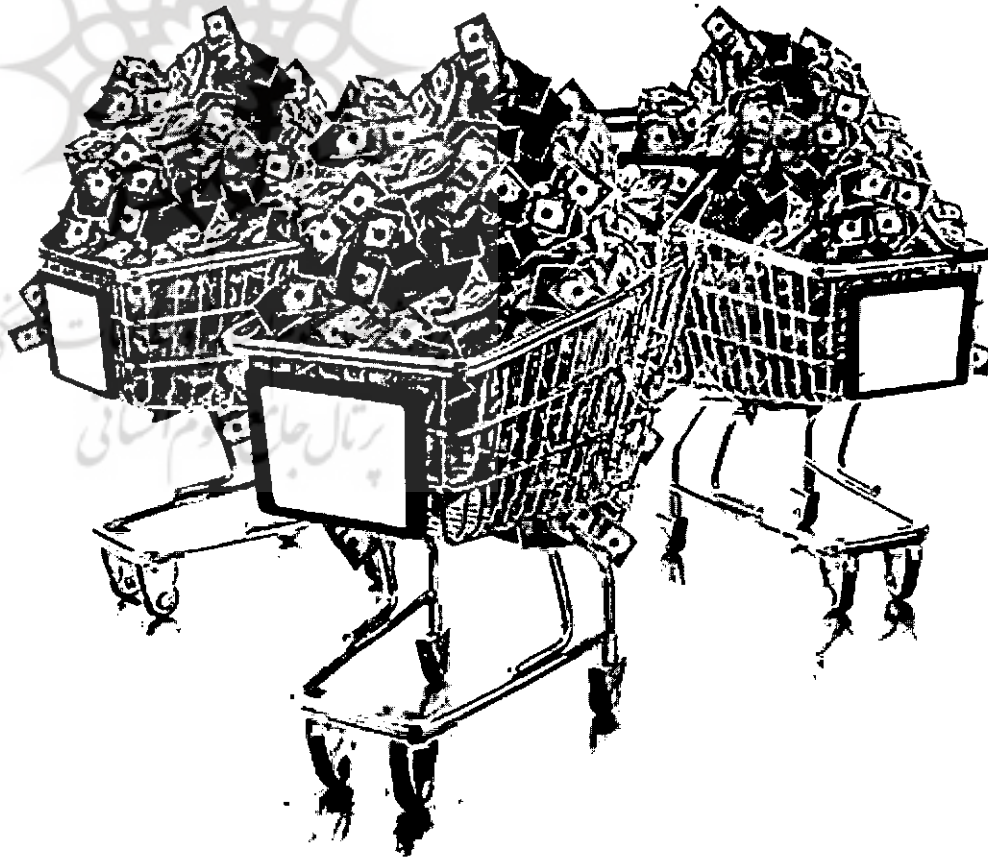
این صندوق‌ها مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند با این تفاوت که اقدام به خرید اوراق بهادار بسیار مطمئن با قابلیت نقدینگی بسیار زیاد نظیر اسناد خزانه (به‌جای اوراق قرضه و سهام) می‌کنند. از آن‌جا که دلاری‌های این بنگاه‌ها به اندازه کافی بدون مخاطره و نقد است، درآمد به‌رهای آن برای جذب هر گونه زیان سرمایه‌ای کفایت می‌کند.^۲

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یا متقابل گروهی از سرمایه‌گذاران که دلاری هدف سرمایه‌گذاری مشابهی باشند می‌توانند وجوه خود را در یک صندوق قرار دهند و با سرمایه‌گذاری از آن محل از مزایای حاصله از جمله کاهش مخاطره مدیریت تخصصی بر تقوی نقدینگی بالا و سهولت در امور سرمایه‌گذاری برخوردار شوند. صندوق‌های مشترک یا متقابل سرمایه‌گذاری چند مزیت عمده دارند:^۳

۱. اجازه‌ی پخش نمودن پرتفوی در اسرع وقت را به سهام‌داران کوچک و بزرگ می‌دهند.
۲. با توجه به دسترسی به تخصص قادر هستند که مدیریت پرتفوی مطلوبی را از رایه کنند که بسیاری از افراد سرمایه‌گذار توان ایفای این مسئولیت را ندارند. به عبارت دیگر، یکی از ابزارهای مدیر

آشنایی با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک

گروه پژوهش‌های اقتصادی
کارتاس، مدیریت نظارت بر بازار پول



پرتقوی دریافت اطلاعات جدید و مستمر است که با حضور در بازارهای سرمایه امکان پذیر می شود. در واقع این صندوق ها مسئله عدم تقارن در اطلاعات را تا حدی حل کرده اند و از انتخاب نامطلوب مشتریان جلوگیری می کنند.

۳. قیمت گذاری سهام صندوق های سرمایه گذاری شفاف است و بستگی به ارزش خالص دارایی دارد که در حقیقت به صورتی ساده تر از ارزش سایر پرتقوی ها قابل محاسبه است.

۴. در بدو فعالیت این صندوق ها عموماً در سهام سایر شرکت ها سرمایه گذاری می کردند ولی به تدریج و خصوصاً در دهه ۱۹۸۰ به سرمایه گذاری در اوراق بدهی نیز روی آوردند. در حال حاضر، صندوق های سرمایه گذاری پرتقوی های مختلف با اهداف متنوع را به عموم عرضه می کنند.

۵. در مقایسه با سایر سرمایه گذاری ها سرمایه گذاری در صندوق مشترک آسان تر و سریع تر است و غالباً به کمیسیون خرید و فروش کمتری منجر می شود البته در بسیاری از مواقع ممکن است «کمیسیون خرید» وجود نداشته باشد ولی غالباً «کمیسیون فروش» کمی وجود دارد.

۶. هزینه معاملات، بعدیل معاملات جمعی، در صندوق های سرمایه گذاری به شدت کاهش می یابد زیرا هزینه معاملات متعدد بر روی اوراق بهادار و ایجاد پرتقوی حتی برای یک فرد ثروتمند نیز بالاست. در حالی که این هزینه با مشارکت در صندوق های سرمایه گذاری کاهش می یابد.

تاریخچه و خصوصیات صندوق های مشترک آغاز فعالیت صندوق های سرمایه گذاری به سال ۱۸۲۲، یعنی به زمانی بر می گردد که «ویلیام اول» دستور تأسیس «شرکت سهامی عام کشورهای اسکاتلندی» برای تسهیل در صنعت ملی را داد. این شرکت را اولین شرکت سرمایه گذاری در دنیا تلقی می کنند. رشد و توسعه شرکت های سرمایه گذاری در طی قرن ۱۹ در قاره اروپا و به خصوص انگلستان بسیار چشمگیر بود. به صورتی که در سال ۱۸۶۸ شرکت سرمایه گذاری مستعمراتی واقع در لندن فعال ترین و بارزترین شرکت سرمایه گذاری در دنیا محسوب می شد. در ایالات متحده، شکل گیری و حیات صندوق های سرمایه گذاری به بعد از جنگ اول جهانی در سال ۱۹۲۲ بر می گردد. تا زمان بحران بازار سهام، نرخ بازده برای سرمایه گذاران بسیار اندک بود و این مسئله نه فقط به علت وجود مشکلات در بازار مالی، بلکه فقدان مدیریت کارآزیز بود. بعد از جنگ دوم جهانی وضعیت صندوق های سرمایه گذاری تغییر کرد به گونه ای که توانست جایگاه مهمی در بین مؤسسات مالی به دست آورد. علت اصلی این

توسعه و اهمیت، افزایش درآمد مردم، فعال تر شدن بازار سرمایه و استفاده از مدیریت حرفه ای بود.

اولین صندوق متقابل یا مشترک فعال در بازار پول در سال ۱۹۷۱ در امریکا توسط دو پیشگام به نام های براون و بنت (Henry brown و Bruce bent) در شهر نیویورک در محله و آل استریت ایجاد شد ولی در اکثر سال های دهه ۱۹۷۰ مزبور به خاطر آن که نرخ های بازار پول بسیار پایین و نزدیک به نرخ بانک ها بود که توسط بانک مرکزی امریکا کنترل می شد این صندوق ها سرمایه گذاران زیادی را جذب نکردند ولی در اواخر دهه ۱۹۷۰ با افزایش نرخ های بازار پول (که عمدتاً به خاطر افزایش تورم صورت گرفت) و ادامه کنترل نرخ های بانکی، صندوق های مشترک جذابیت بیشتری یافتند و دلاری های آن ها افزایش یافت.

صندوق های مشترک غالباً در اوراق بدهی کوتاه مدت با کیفیت بالا نظیر اوراق قرضه دولتی، اوراق تجاری و اوراق سپرده های بانکی سرمایه گذاری می کنند، سررسید اوراق پرتقوی این صندوق ها اکثرأ کم تر از ۶ ماه است و به خاطر کوتاه مدت بودن پرتقوی، سهام این صندوق ها دارای نقدینگی بالایی است و ارزش سهام آن ها از نوسان های ناچیزی برخوردار است. به علاوه، برخی از این صندوق ها روشی به کار می برند که



گروهی از سرمایه گذاران که دارای هدف سرمایه گذاری مشابهی باشند می توانند وجوه خود را در یک صندوق قرار دهند و یا سرمایه گذاری از آن محل از مزایای حاصله از جمله کاهش مخاطر، مدیریت تخصصی پرتقوی، نقدینگی بالا و سهولت در امور سرمایه گذاری برخوردار شوند

قیمت سهام آن ها قابل استرداد به صورت ثابت است. البته هر گونه سود و بهره به صورت منافع جداگانه ای پرداخت می شود. به خاطر آنکه ارزش سهام ثابت است، این صندوق ها اجازه می دهند که مشتریان با نوشتن حواله از حساب خود برداشت کنند هر چند که این حساب نه سپرده جاری است و نه آنکه حواله مربوط، چک محسوب می شود. در حقیقت این صندوق های سرمایه گذاری مثل یک بانک سپرده پذیر عمل می کنند.

این صندوق ها بسیار مورد توجه سرمایه گذاران قرار گرفته اند. برای مثال، تخمین زده می شود که در امریکا در عرض ۲۰ سال بین سال های ۱۹۹۷-۱۹۷۷ دارای آن ها از ۴ میلیارد دلار به ۷۰۰ میلیارد دلار رسیده باشد. ضمناً ۲۵ درصد انواع مختلف

تمام صندوق های مشترک را صندوق های فعال در بازار پول تشکیل می دهند. به طور کلی سه نوع صندوق در بازار پول فعالیت می کنند:

۱- صندوق های نهادی^۸ مشتریان این صندوق ها تنها نهادهای سرمایه گذاری بزرگ از جمله تراست بانک ها و شرکت های صنعتی هستند. این نهادها صندوق ها را مکمل مدیریت نقدینگی خود می دانند.

۲- صندوق های مدیریت شده توسط کارگزاران^۹: این صندوق ها شبیه صندوق های قبل می باشند ولی جایگاهی برای سرمایه گذاری کوتاه مدت مشتریان محسوب می شوند. کارگزاران با ارایه این خدمات و توقف موقت وجوه مشتریان بیشتری را جلب می کنند.

۳- صندوق های مدیریت شده توسط صندوق های متقابل بازار سرمایه: صندوق هایی که در بازار سرمایه فعالیت می کنند باز ایهی این سرمایه گذاری، صندوق ها اجازه داده اند تا مشتریان از نقدینگی بالا و بازده مناسب استفاده کنند و ضمناً برخی از خدمات بانکی (مانند حواله) نیز در دسترس قرار می گیرد.^{۱۰}

اهداف صندوق های سرمایه گذاری

صندوق های سرمایه گذاری دارای گروه اهداف مشترک و اختصاصی می باشند. اهداف عمومی و مشترک این شرکت ها را می توان در چهار هدف زیر خلاصه کرد:

- ۱- ایجاد تنوع در سرمایه گذاری و حداقل کردن مخاطره
 - ۲- استفاده از مدیریت با تجربه و حرفه ای
 - ۳- پایین آوردن هزینه های اجرایی
 - ۴- بالا بردن نقدینگی در سرمایه گذاری
- صندوق های سرمایه گذاری را می توان بر مبنای اهداف اختصاصی به شرح زیر تقسیم بندی کرد:^{۱۱}
- ۱- صندوق های سرمایه گذاری سهام عادی^{۱۲}
- این صندوق های سرمایه گذاری، در سهام عادی انواع شرکت ها، سرمایه گذاری می کنند. مدیران این شرکت ها از سیاست های جسورانه ای پیروی می کنند و حدود ۶۰ درصد مبالغی که وارد این صندوق ها می شود برای خرید سهام عادی به کار می رود.

۲- صندوق های سرمایه گذاری متوازن^{۱۳}

این صندوق ها در سهام عادی و سهام ممتاز و اوراق قرضه شرکت های تولیدی سرمایه گذاری می کنند و برای کاهش مخاطره تلاش می کنند. بین اوراق بهادار تحصیل شده توازن برقرار شود به عنوان مثال نیمی از منابع مالی خود را در اوراق قرضه و مابقی را در سهام عادی شرکت های مختلف، سرمایه گذاری می نمایند. در نتیجه این صندوق ها هم از ثبات درآمد و سود و هم از رشد



رفع مزایای مختلف اقتصادی کشور، یا حداقل کاهش آثار آن ها طلب می کند که منابع و امکانات کشور به سوی فعالیت های مولد و صنعتی هدایت شوند

بالقوه قیمت سهام بر خوردار می شوند.
۳- صندوق های سرمایه گذاری اوراق قرضه یا سهام ممتاز^{۱۲}:

این صندوق ها صرفاً در اوراق بهاداری که درآمد ثابت دارند سرمایه گذاری می کنند. سرمایه گذاران در سهام این صندوق ها، از امنیت نسبی برخوردارند و با مخاطره کمتری رویه رو می شوند. قابل ذکر است این صندوق های سرمایه گذاری نتوانسته اند به رشد قابل توجهی دست یابند.

۴- صندوق های سرمایه گذاری تخصصی^{۱۵}:
فعالیت این صندوق ها همانند شرکت ها یا صندوق هایی است که در سهام عادی شرکت های صنعتی سرمایه گذاری می کنند. این نوع صندوق ها معمولاً در صنایع و زیرمجموعه های مثل الکترونیک، فعال و دارای درجه اعتبار بالایی هستند. این صندوق ها مورد توجه سرمایه گذارانی هستند که علاقه مند به سرمایه گذاری در سهام شرکت های فعال در یک صنعت خاص، می باشند.

۵- صندوق های سرمایه گذاری با هدف دو گانه^{۱۶}:
این صندوق های سرمایه گذاری در سال ۱۹۶۷ در آمریکا پدید آمدند. سیاست این صندوق ها به گونه ای است که اهداف گروه های مختلف سرمایه گذار برآورده شود. این صندوق ها دو نوع سهام منتشر می کنند. سهام نوع الف و سهام نوع ب. وجوه حاصل از این دو نوع سهام در یک پرتفوی معینی از سهام عادی سرمایه گذاری می شود. این صندوق ها برای مدت معینی مثلاً ۵ سال تشکیل و پس از ۵ سال منحل می شوند. کل سود سهامی که صندوق هر ساله دریافت می کند به سهام داران طبقه الف پرداخت می شود و به سهام داران طبقه ب هیچ سودی پرداخت نمی شود. در پایان سال پنجم کل سهام موجود در پرتفوی فروخته شده و ارزش اسمی سهام طبقه الف به دارندگان آن سهام و مابقی کلاً به دارندگان سهام طبقه ب پرداخت می شود. بنابراین کل سود به سهام داران الف و کل منفعت سرمایه به سهام داران ب تعلق می گیرد. سهام الف در این صندوق ها مخاطره کمتری را تقبل می کند زیرا ۱۰۰ درصد سود به ۵۰ درصد سهام که سرمایه را تأمین نموده تعلق می گیرد و امکان بازگشت اصل سرمایه نیز هست ولی سهام ب مخاطره بیشتری دارد زیرا بازده آن فقط از محل منفعت سرمایه تأمین می شود که نامعلوم و غیر قابل پیش بینی است.

۶- صندوق های بازار پول^{۱۷}:
این صندوق ها، شرکت هایی هستند که فقط روی اوراق بهادار کم مخاطره و با سررسید کوتاه مدت فعالیت دارند. از جمله این اوراق بهادار به اوراق خزانه، گواهی سپرده بانکی و اوراق تجاری می توان

اشاره کرد.

۷- صندوق های رشد و توسعه^{۱۸}:

این صندوق ها، نوعی دیگر از صندوق های سرمایه گذاری هستند که سیاست آن ها بر مبنای خرید سهام شرکت هایی است که در یک صنعت رویه رشد و با فرصت های سرمایه گذاری فراوان، قرار دارد. لذا قیمت های سهام آن ها به تناسب فرصت های سرمایه گذاری و میزان رشدی که در فروش دارند، افزایش می یابد. البته بدیهی است این نوع صندوق ها از مخاطره بسیار بالایی برخوردار هستند.

۸- صندوق های شاخص^{۱۹}:

این صندوق ها، صندوق های سرمایه گذاری هستند که عملکرد آن ها مبتنی و برابر با شاخص قیمت سهام است. با توجه به این که رفتار، عملکرد و نرخ بازده این صندوق ها دقیقاً برابر با رفتار، عملکرد و شاخص پرتفوی بازار است باید قید کنند که شاخص مدنظر صندوق کدامیک از شاخص های موجود است. (مانند شاخص "داو جونز" (DOW JONES) و "استاندارد و پورز" (STANDARDS & POORS))

صندوق های شاخصی، نوعی صندوق سرمایه گذاری یا یونیت تراست ها است که هدف سرمایه گذاری آن دستیابی به بازده یک شاخص انتخابی، نظیر "S&P۵۰۰" است. به عبارت دیگر، صندوق شاخصی، دارائی خود را در سهام یا اوراق



آغاز فعالیت صندوق های سرمایه گذاری به سال ۱۸۲۲، یعنی به زمانی می گردد که "ویلیام اول" دستور تأسیس «شرکت سهامی عام کشورهای اسکاتلندی» برای تسهیل در صنعت ملی را داد

قرضه موجود در سبد یک شاخص، سرمایه گذاری می کند. نوعی از صندوق شاخصی، علاوه بر سهام یا اوراق قرضه، ابزارهای مشتقه را نیز در پرتفوی خود نگه می دارد. هم چنین ممکن است صندوق در تمام سهام موجود در سبد شاخص سرمایه گذاری کند یا این که نمونه ای کوچکتری از آن را - درصد مشخصی از سهام شاخص - به عنوان پرتفوی سرمایه گذاری برگزیند. از آنجا که صندوق های شاخصی از یک شاخص پیروی می کنند پرتفوی آن ها نیاز به تغییرات چندانی ندارد و مدیریت شان در مقایسه با صندوق های سرمایه گذاری، غیر فعال است.

مهم ترین ویژگی صندوق های شاخصی، مالیات، هزینه و کارمزد کم تر نسبت به صندوق های با

مدیریت فعال است. مخاطره سرمایه گذاری در این صندوق ها، تقریباً معادل مخاطره سهام موجود در شاخص است. البته صندوق های شاخصی به دلیل انتخاب پرتفوی ثابت از انعطاف پذیری کمتری نسبت به صندوق های فعال برخوردارند.^{۲۰}

۹- صندوق های قابل معامله در بورس^{۲۱}:
صندوق قابل معامله در بورس بسیار شبیه به صندوق های شاخصی هستند و همانند آن ها در سهام زیر مجموعه ای یک شاخص یا سبد انتخابی از آن سرمایه گذاری می کنند. این صندوق ها اگر چه از نظر ساختاری به شکل شرکت سرمایه گذاری با بنیان باز یا یونیت تراست (Unit Trust) تشکیل می شوند، اما از جهاتی با آن ها متفاوت هستند.^{۲۲}

۱. صندوق های قابل معامله در بورس سهام خود را به طور مستقیم به سرمایه گذاران انفرادی نمی فروشند، سهام صندوق های قابل معامله در بورس در گروه های بزرگ که اصطلاحاً به "یونیت ایجاد و انتشار" معروف است منتشر و در اختیار سرمایه گذاران نهادی قرار می گیرد.

۲. فروش "یونیت های ایجاد و انتشار" به سرمایه گذاران نهادی به صورت غیر نقدی انجام می شود و سرمایه گذاران در مقابل یونیت های دریافتی، سبکی از اوراق بهادار را که به طور معمول همانند پرتفوی صندوق است، در اختیار صندوق قرار می دهد.

۳. سرمایه گذاران نهادی پس از خرید "یونیت های ایجاد و انتشار"، آن ها را تفکیک کرده و در بازار دسته دوم به سرمایه گذاران انفرادی واگذار می کنند.

۴. سرمایه گذاران انفرادی برای فروش سهام صندوق قابل معامله در بورس دو راه دارند:

- فروش سهام به سرمایه گذاران دیگر در بازار

- بازگرداندن سهام به صندوق

بازگرداندن سهام به صندوق تنها در مقیاس "یونیت ایجاد و انتشار" و به صورت غیر نقدی امکان پذیر است. به عبارت دیگر سرمایه گذاران به جای وجع نقد، اوراق بهادار موجود در پرتفوی را دریافت می کنند. برای نمونه صندوق قابل معامله در بورس می کند که در شاخص "داو جونز" سرمایه گذاری کرده است، به سرمایه گذاران متقاضی بازگرداندن یونیت ها، سهام موجود در شاخص "داو جونز"، واگذار می کند.

محدودیت یاد شده در بازار خرید سهام صندوق مانع از آن می شود که صندوق های قابل معامله در بورس خود را صندوق سرمایه گذاری مشترک بفروشند.

۱۰- صندوق های اوراق قرضه شهرداری ها^{۲۳}:
این شرکت های سرمایه گذاری، سرمایه خود را روی اوراق قرضه بدون مالیات که توسط شهرداری های ایالتی و شهری منتشر می شود



مهم ترین ویژگی صندوق های شاخصی، مالیات، هزینه و کارمزد کم تر نسبت به صندوق های با مدیریت فعال است



تخصیص می‌دهند

۱۱- صندوق‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی^{۱۱}

این شرکت‌ها در اوراق بهادار شرکت‌های خارجی سرمایه‌گذاری می‌کنند. بعضی از آنها فقط در اوراق بهادار یک کشور خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند. سهام این نوع شرکت‌ها بیشتر مورد تقاضای آن‌دسته از سرمایه‌گذارانی است که قصد دارند از رشد اقتصادی یک کشور خاص بهره‌مند شوند. این شرکت‌ها به‌خاطر مدیریت حرفه‌ای و آشنایی با مقررات خاص آن کشور، فرایند تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری‌های خارجی را آسان می‌کنند.^{۱۵}

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سایر کشورها

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشورهای بسیار دیگری غیر از آمریکا با موفقیت روبه‌رو شده‌اند. گرچه مقررات و ویژگی‌های نهادی از کشور به کشور دیگر فرق می‌کند اما این ساختار کلی که سرمایه‌های تجمیع شده‌ای توسط حرفه‌ای‌ها و به‌وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، اداره شود در همه جای جهان فراگیر شده است.^{۱۶}

در این قسمت به صندوق‌های مشترک سه کشور انگلستان، آلمان و ژاپن اشاره می‌کنیم.

لگستلک
صندوق‌های سرمایه‌گذاری در انگلستان یکی از دو شکل زیر را دارند: یونیت تراست و صندوق سرمایه‌گذاری آمانی. یونیت تراست مشابه صندوق

با سرمایه‌ی متغیر در امریکاست، و صندوق سرمایه‌گذاری آمانی شبیه صندوق‌های با سرمایه‌ی ثابت است و در بورس لندن معامله می‌شود. در



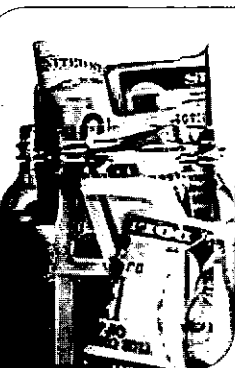
در سال‌های اخیر صنعت واسطه‌گری مالی در سراسر جهان رشد و گسترش چشمگیری را شاهد بوده است و سرمایه‌گذاران از محاسن و مزایای این شرکت‌ها باخبر و با فعالیت آن‌ها آشنا هستند

دارد. این تکالیف شامل نظارت بر خرید و فروش سهام توسط شرکت سرمایه‌گذاری، حصول اطمینان از انجام درست کار دفتری، و نظارت بر نحوه‌ی استفاده از اختیاراتی است که شرکت مدیریت‌اعمال می‌کند.

مقررات حاکم بر یونیت تراست‌ها موضوعی تقریباً پیچیده است. در قانون خدمات مالی مصوب ۱۹۸۶، مجلس به هیئت اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری (SIB) اختیار داد که برای تشکیل یونیت تراست مجوز صادر کند و بر کار مدیریت آن‌ها نظارت کند. به‌علاوه قانون به دو سازمان خودگردان اختیار داد که فعالیت‌های خاصی از یونیت تراست‌ها را زیر نظر بگیرند.^{۱۷}

آلمان

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آلمانی دو شکل کلی دارند: صندوق‌های خرده‌فروشی یا عام و صندوق‌های غیر عام که در اختیار خریداران نهادی است. به صندوق‌های نهادی "Spezialfonds" می‌گویند که بیش از ۵۰ درصد وجوه سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آن‌هاست. صندوق‌های خرده‌فروشی به دو گروه تقسیم می‌شوند: صندوق‌های اوراق قرضه (Feststoffonds) و صندوق‌های سهام (Aktienfonds). از این دو، صندوق‌های اوراق قرضه بسیار رایج‌تر است، چرا که ۸۰ درصد وجوه صندوق‌های خرده‌فروشی صرف سرمایه‌گذاری در صندوق‌های اوراق قرضه می‌شود.



هزینه معاملات متعدد
بر روی اوراق بهادار و ایجاد
پرتفوی حتی برای یک
فرد ثروتمند نیز بالاست،
در حالی که این هزینه با
مشارکت در صندوق‌های
سرمایه‌گذاری کاهش
می‌یابد.

در دهه ۸۰، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آلمان رشد قابل توجهی داشتند. کل دارایی صندوق‌ها از ۵۰ میلیارد مارک آلمان در سال ۱۹۸۱ به بیش از ۲۶۰ میلیارد مارک در سال ۱۹۹۱ رسید. تعداد صندوق‌های خرده‌فروشی از ۱۱۴ صندوق در سال ۱۹۸۲ به ۳۹۴ صندوق در سال ۱۹۹۲ رسید، و تعداد صندوق‌های نهادهای طی این دوره از ۵۵۳ صندوق به ۱۸۰۰ صندوق افزایش یافت.

ساختار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آلمان ویژگی خاص دارد. یک شرکت مدیریت قرارداد رسمی برای اداری سبدهای دارایی‌ها از طرف سرمایه‌گذارانی که از آن مجموعه‌ی دارایی سهم می‌برند، به‌امضا می‌رساند. یک بانک امین که آنرا *Depositbank* می‌نامند، و طبق قانون باید بانکی آلمانی باشد، بر فعالیت شرکت مدیریت نظارت می‌کند. شرکت سرمایه‌گذاری معمولاً به‌شکل شرکت با مسئولیت محدود ثبت می‌شود که آلمان‌ها آنرا *GmbH* می‌نامند.^{۳۱}

ژاپن

صندوق سرمایه‌گذاری اوراق‌بهادار در ژاپن بسیار شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در آمریکا است. سرمایه‌گذاران اوراقی شبیه به سهام بانام از صندوق‌ها می‌خرند، صندوق‌ها طبق قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق‌بهادار مصوب ۱۹۵۱ و اصلاحیه‌های آن نظارت می‌شوند. وضعیت مالیاتی صندوق‌شبه‌سایر کشورها است. هم به‌دلیل صرفه‌جویی مالیاتی و هم به‌لحاظ افزایش قیمت سهام در دهه ۸۰، سرمایه‌گذاران ژاپنی از سال ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹، مبلغ انبوهی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری کردند. عمده‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ژاپن، صندوق‌های با سرمایه‌ی متغیر هستند و سرمایه‌گذاران می‌توانند گواهی خود را به ارزش خالص دارایی صندوق، نقداً بازخرید کنند. اما، طبق دستورالعمل وزارت دارایی، سرمایه‌گذاران بسیاری از صندوق‌ها مجاز نیستند تا دو سال بعد از سرمایه‌گذاری، پول خود را بازپس بگیرند. البته، در ژاپن صندوق‌هایی شبیه صندوق با سرمایه‌ی ثابت نیز وجود دارد. در این صندوق‌ها، پس از صلور گواهی به‌قیمت تمام شده‌ی ثابت، گواهی جدید فروخته نمی‌شود. صندوق معمولاً عمر معینی دارد و غالباً هر سال پس از انتشار گواهی‌ها، سررسید آن‌ها به پایان می‌رسد. در سررسید همه‌ی دارایی‌ها به‌نقد تبدیل می‌شود و بین صاحبان سرمایه توزیع می‌شود.

صندوق سرمایه‌گذاری اوراق‌بهادار براساس قرارداد بین چهار طرف شکل می‌گیرد: سرمایه‌گذاری که گواهی را می‌خرد، شرکت مدیریتی که گواهی‌ها

را صادر می‌کند و در مورد سرمایه‌گذاری در صندوق تصمیم می‌گیرد، شرکت اوراق‌بهداری که گواهی‌ها را می‌فروشد و امینی که -بانکی تجاری یا پس‌اتلاز- طبق نظر مدیران صندوق دارایی‌ها را اداره می‌کند. قبل از صلور گواهی صندوق، شرکت مدیریت باید امیدنامه‌ی تهیه‌کننده که هدف صندوق را مشخص کند.^{۳۲}

مقررات حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مقررات حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری غالباً در کشورهای توسعه یافته مانند ایالات متحده توسط قانون مجزایی (یا قسمت‌هایی از قوانین جامع) نظارت می‌شوند. در این قسمت ابعدی از قوانین کشورهای مختلف شامل ایالات متحده، ترکیه، پاکستان و مالزی اشاره خواهد شد.

الف) قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایالات متحده

در ایالات متحده «قانون شرکت سرمایه‌گذاری»^{۳۳} که نخستین بار در سال ۱۹۴۰ تصویب و در دهه‌های گذشته مورد اصلاح واقع شده است، قانون اصلی حاکم بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری و جامع‌ترین قانون شناخته‌شده سرمایه‌گذاری در جهان است.

مقررات و نظارت مربوطه شامل موارد ذیل



اولین صندوق مشترک یا متقابل فعال در بازار پول در سال ۱۹۷۱ در آمریکا توسط دو پیشگام به نام‌های براون و بنت (Bruce bent و Henry brown) در شهر نیویورک در محله وال استریت ایجاد شد.

می‌باشند:

۱. تلوین فلسفه و اهداف صندوق
۲. افشاء و آرایه اهداف به سرمایه‌گذاران
۳. حفظ اهداف یادشده و قابل تغییر تنها توسط رأی سهام‌داران
۴. ثبت شرکت‌های سرمایه‌گذاری توسط SEC
۵. هیئت مدیره مستقل (تا از تضاد منافع جلوگیری شود)
۶. مقررات ارزش‌گذاری
۷. مقررات فروش و بازخرید سهام
۸. ضروریات نگهداری فیزیکی اجزای پرتفوی Custodial
۹. بیمه فیزیکی اجزای پرتفوی Fidelity Insurance
۱۰. نگهداری حساب‌های منظم براساس اصول

پذیرفته‌شده عمومی حسابداری GAAP
۱۱. گزارش منظم وضعیت شرکت به سرمایه‌گذاران
۱۲. پیروی از روش خود تنظیمی Self-Regulation علاوه بر مقررات دولتی
شایان ذکر است که یک انجمن نیز به نام Investment Company Institute (ICI) توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأسیس شده است. ضمناً از سال ۱۹۸۲ طبق مقررات، بانک‌های تجاری آمریکا مجاز به آرایه صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری نیستند.^{۳۴}

ب) شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ترکیه، پاکستان و هندوستان

یکی از ابزارهای مهمی که در بورس ترکیه (استانبول) معامله می‌شوند صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری هستند که هم در مورد سهام و هم در مورد سرمایه‌مخاطرانگیز (venture capital) منتشر و معامله می‌شوند.

دو نوع سهام شرکت سرمایه‌گذاری در حال حاضر در ترکیه وجود دارد.^{۳۵}

الف) *A-Type* که توسط سرمایه‌گذاران نهادی منتشر شده و حداقل ۲۵ درصد سرمایه‌گذاری باید در سهام شرکت‌ها انجام پذیرد. انتشار این نوع سهم از سال ۱۹۴۴ شروع شده است. این نوع سهم مزیت مالیاتی نیز دارد.

ب) *B-Type* که هیچ‌گونه محدودیتی ندارد و می‌تواند به هر گونه‌ای منتشر شود و از مزیت مالیاتی نیز برخوردار نیست.

در ترکیه، بانک‌های تجاری اجازه دارند هر دو نوع خدمات شرکت سرمایه‌گذاری باز و بسته را آرایه دهند.

در حال حاضر بیش از ۱۲۰ شرکت سرمایه‌گذاری باز یا صندوق مشترک در ترکیه فعالیت دارند و بیشتر این صندوق‌ها توسط بانک‌های تجاری تشکیل شده‌اند.

در سطح بین‌المللی، بازار بین‌المللی سهام ترکیه برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری باز مقررات زیر را وضع کرده است:

۱. قبل از درخواست پذیرش، باید دوازده ماه از فعالیت آن گذشته باشد.
۲. نرخ بازده شرکت باید برابر یا بیشتر از متوسط نرخ‌های بازده سایر شرکت‌های هم‌تراز یا مشابه باشد.
۳. جمع ارزش شرکت‌های سرمایه‌گذاری باید حداقل ۱۰ میلیون دلار باشد.
۴. سرمایه پرداخت شده باید از جمع ارزش شرکت بیشتر باشد.
۵. مقرراتی برای منع انتقال سهام در اسانامه



در حال حاضر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرتفوی‌های مختلف با اهداف متنوع را به عموم عرضه می‌کنند.

شرکت سرمایه‌گذاری وجود نداشته باشد شایان ذکر است که شرکت سرمایه‌گذاری باز و بسته نیز در پاکستان از جمله در بورس کراچی و لاهور مشارکت داشته و معامله می‌شوند. قابل توجه است که پاکستان تا سال ۱۹۹۷ تماماً دارای سرمایه‌گذاری باز دولتی بوده و هیچ نوع شرکت سرمایه‌گذاری باز توسط بخش خصوصی دایر نبوده است.

در هندوستان نیز شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعالیت دارند و می‌توانند سهام جدید در شرف پذیرهنویسی را خریداری کنند ولی مجاز نیستند بیش از ۱۰ درصد این نوع سهام عرضه شده را خریداری کنند. در حال حاضر این محدودیت به ۲۰ درصد افزایش یافته است.

ج) نکاتی در رابطه با قوانین مرتبط با شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالزی

در این قسمت به عنوان گزینه‌های دیگر از فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری به یونیت تراست‌ها در کشور مالزی اشاره می‌شود. مقررات حاکم و ناظر بر یونیت تراست‌های مالزی تا حد زیادی شباهت به مقررات کشور ایالات متحده دارد. در مالزی قانون صنعت اوراق بهادار که در سال ۱۹۸۳ مورد تصویب قرار گرفته است و قانون هیئت اوراق بهادار که در سال ۱۹۹۳ ایجاد شده است بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری نظارت دارند.

این هیئت نظارت بر واحدهای مشابه مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسته را نیز به عهده دارد. مقررات جدید نیز در سال‌های ۱۹۹۴ و ۱۹۹۵ به مقررات قبلی اضافه شده و به تصمیماتی منجر شده است.

بر طبق مقررات کشور مالزی، این شرکت‌ها می‌توانند در اوراق بهادار زیر سرمایه‌گذاری کنند که ترکیب دارایی‌ها را به صورت کیفی تعیین می‌کند. ۱. اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس کوالالامپور

۲. اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌های خارجی

۳. اوراق بهادار دولتی مالزی و بانک مرکزی مالزی

۴. پول ملی مالزی، سپرده‌گذاری در بانک‌های مالزی از جمله بانک اسلامی مالزی

۵. اوراق قرضه و سایر اوراق بله‌می که توسط مؤسسه رتبه‌دهنده مالزی حداقل رتبه BBB داشته باشند

۶. اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و سایر اوراق و سرمایه‌گذاری‌هایی که توسط هیئت اوراق بهادار مالزی مورد قبول اعلام شده باشد.

بعلاوه، سقف‌ها و حدود سرمایه‌گذاری نیز مشخص شده است که ترکیب کمی دلاری‌ها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهند:

۱. سقف سرمایه‌گذاری در یک شرکت به ۱۰ درصد ارزش خالص دارایی شرکت سرمایه‌گذاری محدود می‌شود.

۲. تنها تا سقف ۱۰ درصد از کل سهام شرکت دیگری را می‌توان تحصیل کرد.

۳. در صورت تضاد بندهای ۱ با ۲، هر کدام از آن‌ها کوچک‌تر باشند، سقف مزبور را تعیین می‌کند.

۴. در گروه‌های همبسته (مثل مجموعه‌های اقتصادی) سقف قید شده ۱۵ درصد کل خالص دارایی است.

۵. بیش از ۱۰ درصد از کل خالص دارایی نمی‌تواند در اوراق خارجی پذیرفته شده در هر یک از بورس‌های خارجی سرمایه‌گذاری شود.

۶. ارزش هر کدام از موارد بالا در نقطه خرید و توسط هزینه خرید تعیین می‌شود.

۷. ضمناً مقررات مالزی حدی برای بزرگ بودن اندازه خود شرکت سرمایه‌گذاری قائل می‌شود. در حال حاضر ۵۰۰ میلیون واحد سهم که هر کدام یک واحد پول مالزی (رینگیت) قیمت گذاری (اسمی) شده باشند سقف این شرکت‌ها در موقع عرضه عمومی اولیه تعیین می‌کند.

۸. اگر یک شرکت سرمایه‌گذاری که حجم فعالیت



صندوق‌های سرمایه‌گذاری در انگلستان
یکی از دو شکل زیر را دارند: یونیت تراست و صندوق سرمایه‌گذاری امانی. یونیت تراست مشابه صندوق سرمایه‌ی متغیر در امریکاست، و صندوق سرمایه‌گذاری امانی شبیه صندوق‌های با سرمایه‌ی ثابت است و در بورس لندن معامله می‌شود.

کم‌تری دارند تا اقدام به افزایش سرمایه کنند. قبلاً باید مجوز هیئت اوراق بهادار را اخذ کنند.

۹. مدیریت صندوق باید توسط یک شرکت ذی‌صلاح که صلاحیت آن به تأیید هیئت اوراق بهادار می‌رسد به عهده گرفته شود. مدیر شرکت باید وابسته به نهاد مالی که زیر نظر بانک مرکزی مالزی نظارت می‌شود قرار داشته باشد یا باید صلاحیت آن از طرف هیئت اوراق بهادار تأیید شود.

۱۰. در سال ۱۹۹۵، هیئت اوراق بهادار اجازه داده است که شرکت‌های کارگزاری بتوانند صندوق‌هایی از طریق یک شرکت وابسته ایجاد کنند و مالکیت صندوق باید لااقل ۷۰ درصد متعلق به شهروندان مالزی باشد. سقف مالکیت خارجی

۳۰ درصد است.

۱۱. این نوع شرکت‌ها مجاز به استقراض برای تأمین مالی فعالیت خود نیستند و تنها می‌توانند سهام بفروشند هر سال (بعد از ۲ ماه از سال مالی) نیز صندوق‌ها موظف به گزارش صورت‌های مالی خود به سهام‌داران هستند.^{۳۳}

منابع و مأخذ

- 1- Mutual Fund
- ۲- کارشناس مدیریت نظارت بر بازار اولیه
- ۳- قانون بازار اوراق بهادار، شرکت اطلاع‌رسانی بورس، ص ۴
- ۴- محمود ختایی، گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۸، ص ۴۴.
- ۵- علی سنگینیان، مروری بر انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران، ۱۳۸۳.
- 6 - Net Asset Value
- 7 - Roger Otten & Mark Schweitzer, A Comparison Between the European and the U.S. Mutual Fund Industry, December 14, 1998.
- 8- Institutional Funds
- 9- Broker- Run
- ۱۰- علی سنگینیان، همان مأخذ، ص ۴.
- 11- <http://www.investopedia.com>
- 12- Common Stock Fund
- 13 - Balanced Fund
- 14- Bond or Preferred Stock Fund
- 15 - Specialty Fund
- 16 - Dual Purpose Fund
- 17- Money Market Funds
- 18 - Growth Fund
- 19 - Index Fund

۲۰- علی سنگینیان، همان مأخذ، ص ۶

- 21- Exchange Traded Funds Manual
- 22- Jim Wencit & Will McClachy, Exchange Traded Funds, John Wiley & sons, 2002
- 23 - Municipal Bond Fund
- 24 - Global Fund
- ۲۵- علی جهانخانی و علی پارسائیان، بورس اوراق بهادار، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران-۱۳۷۲- صفحه ۳۷۸
- ۲۶- حسین کدخدایی، مبانی مقررات بازار سرمایه، انتشارات بیمه مرکزی ایران، ۱۳۷۸
- ۲۷- فرانک فیوزی، فرانکو مودیاتی و مایکل فری، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، جلد ۱، چاپ اول، نشر آگه، ۱۳۷۶، ص ۲۵۲

- 28 - Gesellschaft mit beschränkter Haftung
- 29 - Gerhard Göttermann, "Real Estate Investment Funds in Germany", Funds and Portfolio Management Institutions: An International Survey, op. cit, p240-245
- 30- L. Michael, Whitener and Eilich Hiraki, "Managing Money in Japan", International Financial Law Review, Supplement April 1990, pp.108-111
- 31 - The Investment Company Act Of 1940
- 32 - U.S. Securities Investment Company Act, 1940
- 33 - Y. Cudi Tuner Gunsoy, omer Buzumlu, "Evaluation of portfolio performance of TURISHSH Investment fund", Dogus Universitesi Dergisi, 2001/4
- 34 - Malaysian Rating Corporation Bhd, 1995



صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آلمانی دو شکل کلی دارند: صندوق‌های خردفروشی یا عام و صندوق‌های غیر عام که در اختیار خریداران نهادی است