

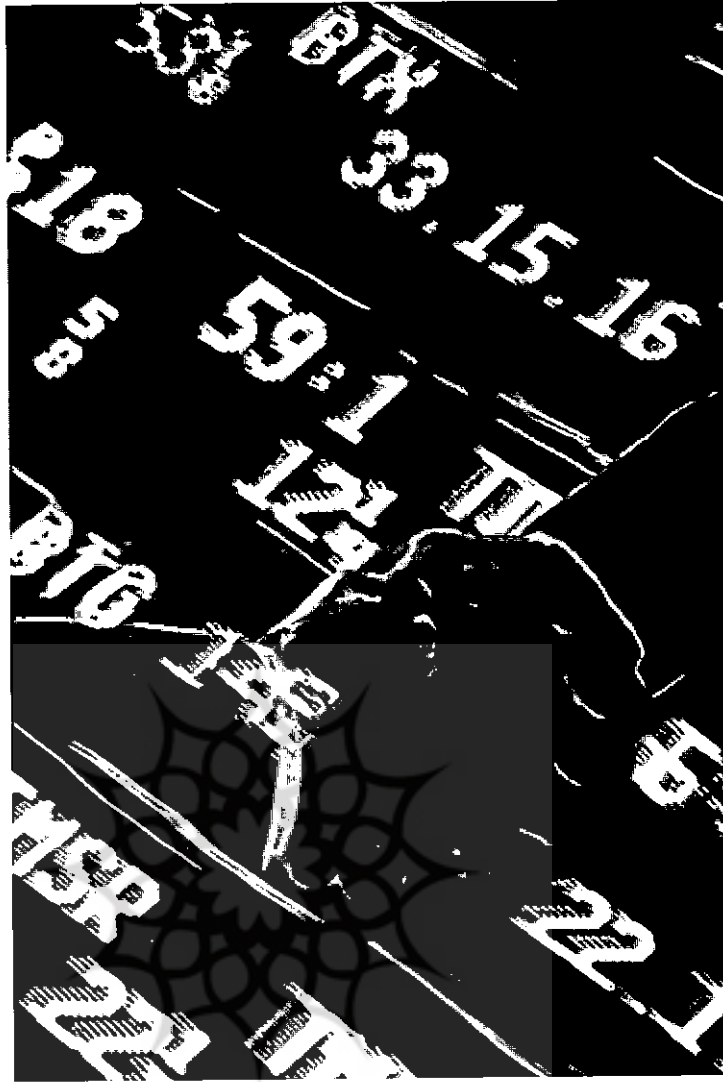
چکیده

با توجه به توسعه شدید بازارهای مالی در جهان طی سال‌های اخیر، نیاز است با بهره‌گیری از تجربیات به عمل آمده در بازارهای مالی توسعه‌یافته، و آگاهی از فرایندهای ایجاد ابزارهای نوین مالی و ساختار آن‌ها سعی در استفاده مناسب برای ارتقاء سطح فعالیت بازار سرمایه داخلی در حد امکان کنیم. در همین راستا صندوق‌های سرمایه‌گذاری ابزار مناسبی برای ارائه خدمات مورد نیاز سرمایه‌گذاران با تقاضاها و انتظارات بازدهی متفاوت در بازار سرمایه به حساب می‌آیند.

در این مقاله قصد بر آن است بر روی نوعی خاص از صندوق‌های سرمایه‌گذاری که واحدهای سرمایه‌گذاری متعلق به آن قابلیت معامله در بورس اوراق بهادار را دارند تمرکز شده، ذهنیتی هر چند محدود ولی قابل پرورش برای تحقیقاتی وسیع‌تر ایجاد شود.

به همین منظور در ابتدا پس از ذکر مقدماتی برای آغاز بحث ویژگی‌های خاص مربوط به صندوق‌های بورسی مطرح شده است. در ادامه به امتیازات مربوط به ایجاد این صندوق و عواملی که در واقع محرکی برای سرمایه‌گذاران بالقوه محسوب می‌شوند پرداخته خواهد شد. پس از آن این نکته قابل توجه است که چه کسانی تمایل بیشتری برای استفاده از این ابزار را خواهند داشت و سپس موارد کاربرد آن مطرح شده است. هم‌چنین ویژگی این گونه صندوق‌ها با صندوق‌های سرمایه‌گذاری خارج از بورس و نحوه صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری آن عنوان می‌شود. در پایان به برخی از انواع گوناگون صندوق‌ها که با چنین ساختاری و با هدف متنوع کردن حوزه فعالیت صندوق‌های بورسی ایجاد شده‌اند خواهیم پرداخت.

واژگان کلیدی: صندوق‌های بورسی، نقدشوندگی، صدور و ابطال، صندوق



چشم اندازی بر صندوق‌های بورسی

راضیه صباغیان

کارشناس نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار

بهنام چاوشی

کارشناس نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار

1 Liquidity

2 Issue & Redemption

شاخصی^۳
مقدمه

یکی از مهم‌ترین دلایل ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری فراهم کردن زمینهای برای تأمین نیاز برخی سرمایه‌گذاران که قصد سرمایه‌گذاری در یک مجموعه متنوع را دارند بوده است. با ایجاد این صندوق‌ها و گسترش فعالیت آن‌ها در زمینه‌های گوناگون مشکلات جدیدی بر سر راه سرمایه‌گذاران بوجود آمد. از جمله این مشکلات نداشتن بازاری ساختاریافته برای تعیین بهای سرمایه‌گذاری و نیز هزینه‌های متغیر انجام معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلف و عدم اعتماد سرمایه‌گذاران به علت شفاف نبودن اطلاعات مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلف بود. هم‌چنین برای ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران نیاز به ارائه تسهیلات و خدمات مناسب برای انجام فرایند ورود و خروج به سرمایه‌گذاری با صرف کم‌ترین هزینه و در کم‌ترین زمان بوده است. به همین منظور فعالان بازار برای اولین بار در بورس سهام آمریکا در سال ۱۹۹۳ اقدام به مبادله واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های شاخصی کردند که با استقبال چشمگیری مواجه شد در حدی که در پایان سال ۲۰۰۵ سرمایه موجود در صندوق‌های بورسی رقمی بالغ بر ۴۱۶ میلیارد دلار را در جهان به خود اختصاص داد. پس از پذیرش صندوق‌های شاخصی در بورس اوراق بهادار و استقبال سرمایه‌گذاران از آن، کم‌کم فعالیت این ابزار جدید گسترش یافت تا آن‌جا که در حال حاضر دیگر محدود به یک استراتژی و محصولات خاصی نیست و هر روز نیز توسعه یافته‌تر از گذشته عمل می‌کند.

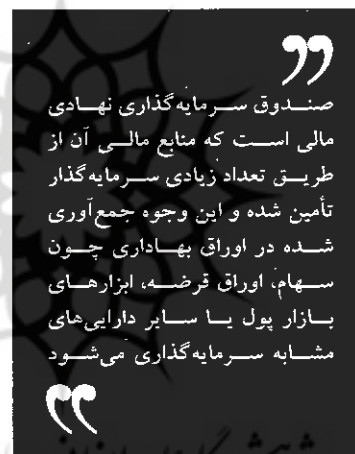
در مقاله حاضر قصد بر آن است که به صورت اجمالی با ماهیت این گونه صندوق‌ها و انواع مختلف آن‌ها آشنا شویم.

انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نحوه

3 Index Fund

اداره آن‌ها:

به منظور بررسی انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری ابتدا باید باراه‌های متفاوت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری آشنا شد: عملکرد صندوق‌ها به نحوه اداره و عملکرد اوراق بهادار و دیگر دارایی‌های موجود در پرتفوی آنان بستگی دارد. به‌طور عمده برای اداره صندوق‌های سرمایه‌گذاری دو روش کلی وجود دارد که عبارت است از: روش فعال^۴ و روش غیرفعال^۵. بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از روش فعال مدیریت می‌شود که برای غلبه بر بازار و کسب بازدهی مطلوب، نیاز به تجزیه و تحلیل و انتخاب بهترین اوراق بهادار موجود در بازار توسط مدیران متخصص را دارد و به دلیل نیاز به داشتن



تجربه کافی در انجام تجزیه و تحلیل‌های پیچیده و حجم بالای مبادلات، هزینه این نوع اداره صندوق‌ها بالا می‌رود.

در روش غیرفعال مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیازی به غلبه بر بازار وجود ندارد و مدیران صندوق‌ها به دنبال تبعیت از روند کلی بازار هستند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان بر اساس یک نوع طبقه‌بندی به سه دسته کلی زیر تقسیم کرد:

۱- صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر^۶:

صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که منابع مالی آن از طریق تعداد زیادی سرمایه‌گذار تأمین شده و این وجوه جمع‌آوری شده در اوراق بهاداری چون سهام، اوراق قرضه، ابزارهای بازار پول یا سایر دارایی‌های مشابه سرمایه‌گذاری می‌شود. از آن‌جا که ورود و خروج شرکاء با سرمایه‌های متفاوت به صورت روزانه انجام می‌گیرد و سرمایه این صندوق‌ها همیشه در حال تغییر است، آن‌ها را صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر می‌نامند. معمولاً مدیران با تجربه‌ای دربرای انتخاب و حفظ ترکیب بهینه صندوق با توجه به اهداف صندوق برای به دست آوردن حداکثر منافع برای سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند. از مزایای عمده صندوق‌های سرمایه‌گذاری فراهم کردن امکان سرمایه‌گذاری در پرتفوی متنوع برای سرمایه‌گذاران جزء با سرمایه‌های اندک است به‌طوری که هر سهام‌دار در سود یا زیان صندوق شریک است. غالباً سهام یا واحدهای^۷ این صندوق‌ها قابل بازخرید یا ابطال است به‌عبارت دیگر، سهام‌داران می‌توانند سهام خود را به قیمتی معادل ارزش خالص دارایی^۸ هر سهم یا کسر کارمزدهای تعیین شده به صندوق بازگردانند.

۲- صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^۹:

این صندوق‌ها یک نوع از شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند که دارای یک سرمایه ثابت اولیه بوده و سهام آن همانند سهام سایر شرکت‌ها در بورس مورد داد و ستد قرار می‌گیرد و علیرغم تشابه اسمی با صندوق‌های سرمایه‌گذاری که به عنوان صندوق‌های با سرمایه متغیر شناخته می‌شوند تفاوت‌های زیادی میان این دو نوع صندوق وجود دارد. سهام این صندوق‌ها تنها یک بار و در زمان پذیره‌نویسی و عرضه اولیه به سرمایه‌گذاران عرضه می‌شود

Companies

7 Units

8 NAV: Net Asset Value

9 Closed - End Funds (CEFs)

4 Active

5 Passive

6 Mutual Funds/Open - End Investment



به صندوق‌های سهام^{۱۲}، صندوق‌های اوراق قرضه^{۱۳}، صندوق‌های بازار پول^{۱۴}، صندوق‌های ادواری^{۱۵}، صندوق‌های شاخصی و صندوق‌های بورسی اشاره کرد.

– صندوق‌هایی که تنها در سهام شرکت‌های کوچک سرمایه‌گذاری می‌کنند صندوق‌های سهام نامیده می‌شوند؛

– صندوق‌های اوراق قرضه به‌طور عمده با توجه به اهداف خود در اوراق قرضه از جمله اوراق قرضه شهرداری‌ها، اوراق قرضه شرکت‌ها، اوراق قرضه قابل تبدیل، اوراق قرضه رهنی، اوراق قرضه دولتی و سایر ابزارهای بدهی سرمایه‌گذاری می‌کنند؛

– صندوق‌های بازار پول منابع خود را به سرمایه‌گذاری در ابزارهای بدهی کوتاه مدت اختصاص می‌دهند این صندوق‌ها با هدف به دست آوردن بهره برای سهام‌داران تشکیل می‌شوند و دارای ارزش خالص

” یکی از مهم‌ترین دلایل ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری فراهم کردن زمینه‌ای برای تأمین نیاز برخی سرمایه‌گذاران که قصد سرمایه‌گذاری در یک مجموعه متنوع را دارند بوده است



قیمتی معادل ارزش خالص دارایی آن‌ها خریداری کرده یا واحدهای خود را ابطال کنند. معمولاً بسته به میزان سرمایه‌گذاری افراد در این نوع صندوق‌ها، به‌صورت دوره‌ای به آن‌ها بهره، سود تقسیمی، و منفعت سرمایه‌تعلق می‌گیرد.

هریک از موارد یاد شده با وجود داشتن وجوه اشتراک متعدد، دارای ویژگی‌های مربوط به خود نیز هستند. علاوه بر این، ممکن است صندوق‌های سرمایه‌گذاری براساس اهداف سرمایه‌گذاری و نیز انواع ابزارهایی که این صندوق‌ها در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند به انواع مختلفی تقسیم می‌شوند که از جمله آن‌ها می‌توان

و پس از آن تنها در بازار ثانویه مورد معامله قرار می‌گیرد. قیمت سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت از نیروهای عرضه و تقاضای بازار تأثیر می‌پذیرد و بر اساس آن تعیین می‌شود و به همین دلیل ممکن است میزانی متفاوت از ارزش خالص دارایی هر سهم باشد.

۳- یونیت تراست‌ها^{۱۰}:

”یونیت تراست‌ها“ نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که دارای یک پرتفوی ثابت متشکل از اوراق بهادار و اوراق قرضه است که معمولاً این اوراق بهادار تا زمان سررسید نگهداری می‌شود و به دلیل وجود ترکیب ثابت پرتفوی در آن‌ها وجود هیأت مدیره، مشاور سرمایه‌گذاری و مدیران اجرایی ضروری نیست. ”یونیت تراست‌ها“ همانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت واحدهای منتشره یا سهام خود را در عرضه عمومی اولیه به عموم واگذار می‌کنند و پس از آن سرمایه‌گذاران می‌توانند با مراجعه به ضامن^{۱۱} آن‌ها واحدهای جدید را به

12 Stock Funds

13 Bond Funds

14 Money Market Funds

15 16 Interval Funds

10 UIT: Unit Investment Trust

11 Sponsors

یک دلار برای هر سهم هستند؛

- صندوق‌های ادواری نوعی صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت است که در فواصل زمانی معین سهام خود را باز خرید می‌کند؛

- صندوق شاخصی، نوعی صندوق سرمایه‌گذاری یا یونیت تراست است که تلاش می‌کند به نرخ بازدهی برابر با بازده یک شاخص انتخابی خاص نظیر S&P500 دست یابد. به عبارت دیگر در این نوع صندوق‌ها تلاش می‌شود که دارایی‌ها در سبدهی از اوراق بهادار مشابه سبدهی شاخص انتخابی سرمایه‌گذاری شود یعنی ممکن است صندوق در تمام سهام موجود در سبده شاخص یا درصد مشخصی از آن سرمایه‌گذاری کند و به همین دلیل پرتفوی این‌گونه صندوق‌ها نیاز به تغییرات چندانی نداشته و از روش مدیریت غیرفعال استفاده می‌شود؛

- صندوق‌های بورسی، اگر بخواهیم تعریف ساده‌ای از صندوق بورسی ارائه دهیم می‌توانیم آن را به عنوان یک صندوق شاخصی در نظر بگیریم که به علت پذیرفته شدن واحدهای سرمایه‌گذاری آن در بورس اوراق بهادار، علاوه بر ویژگی‌های مورد توجه یک صندوق شاخصی بسیاری از امتیازات متعلق به سرمایه‌گذاری بر روی سهام شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند را نیز دارا هستند.

ویژگی‌های صندوق بورسی:

در کشور آمریکا صندوق‌های بورسی شرکت‌هایی هستند که براساس قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰^{۱۶} در قالب یونیت تراست‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر، به ثبت رسیده‌اند.

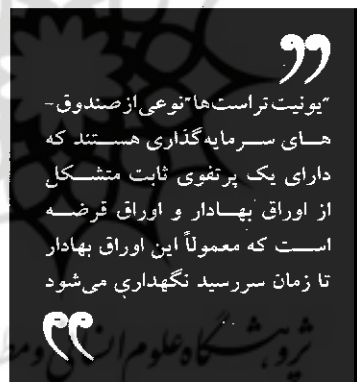
سهام^{۱۷} صندوق‌های بورسی توسط سرمایه-

16 Investment company Act of 1940

۱۷ اوراق بهادار یک صندوق بورسی به صورت واحدهای سرمایه‌گذاری (Units) منتشر می‌شود و به منظور سهولت امر به آن‌ها عنوان سهام (Shares) اطلاق می‌گردد. البته این عنوان

گذاران انفرادی و نیز مؤسسات سرمایه-گذار در بورس‌ها و نیز بازارهای خارج از بورس و براساس قیمت‌های مذاکره‌ای^{۱۸} مورد معامله قرار می‌گیرد.

این صندوق‌ها که به منظور کسب بازدهی معادل بازده بازار یا یک شاخص منتخب طراحی شده‌اند و تلاش می‌کنند با خرید همه سهام موجود در سبده شاخص یا زیرمجموعه‌ای بسیار مشابه آن به این میزان بازدهی دست‌یابند. بنابراین قابل پیش‌بینی است که این صندوق‌ها تحت تأثیر شرایط شاخص مورد نظر نوسان می‌کنند و به علت متنوع بودن معمولاً ریسک غیرسیستماتیک پایینی را متحمل می‌شوند. پیروی از یک شاخص منجر به ایجاد ساختار مدیریتی غیرفعال در این صندوق‌ها می‌شود در نتیجه هزینه مدیریتی و تخصصی در این صندوق‌ها



“یونیت تراست‌ها” نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که دارای یک پرتفوی ثابت متشکل از اوراق بهادار و اوراق قرضه است که معمولاً این اوراق بهادار تا زمان سررسید نگهداری می‌شود

در مقایسه با صندوق‌های بی‌مدیریت فعال، بسیار پایین است. ناشران این اوراق با عرضه سهام صندوق در بورس اوراق بهادار سعی در افزایش مطلوبیت و ایجاد جذابیت برای تمایل افراد به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های شاخصی کردند که پس از چند سال از گذشت عمر این صندوق‌ها و استقبال بازار سرمایه از آن‌ها نشانه‌هایی از موفقیت این استراتژی وجود دارد.

برای اوراق بهادار شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته یا رسیده‌های صادر شده توسط موسساتی که براساس قانون ۱۹۴۰ به عنوان شرکتهای سرمایه‌گذاری به ثبت نرسیده‌اند کاربرد ندارد.

18 Negotiated Prices

از ویژگی‌های بازار پذیرفته شدن سهام صندوق در بورس اوراق بهادار، انعطاف‌پذیری خرید و فروش و تسهیلاتی است که با ایجاد یک ساختار نظام‌مند در بورس اوراق بهادار برای سهام صندوق نیز بوجود آمده است. در این شرایط با صرفه‌جویی در زمان انجام معاملات و تطبیق بهترین عرضه و تقاضای موجود تمایل و اعتماد سرمایه‌گذاران بیش از پیش جلب خواهد شد.

وجود ویژگی‌های مربوط به معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و ابزارهای نوین مالی که به دنبال پاسخ‌گویی به نیازهای متفاوت سرمایه‌گذاران ایجاد شده و روز به روز در حال توسعه و گسترش است، شرایط سرمایه‌گذاری در سهام صندوق بورسی را نیز مطلوب می‌کند. ابزارهایی هم‌چون فروش استقراضی^{۱۹}، اختیار خرید و فروش^{۲۰}، خرید اعتباری^{۲۱}... برای تسهیل شرایط سرمایه‌گذاری بر روی سهام صندوق بورسی، جذابیت این سهام را افزایش داده است. هم‌چنین به علت شناخته شدن روند خرید و فروش سهام از طریق کارگزاران بورس اوراق بهادار و با ارائه سفارشات خرید و فروش و اجرا از طریق کارگزار شناخته شده برای سرمایه‌گذار، ادامه این روند برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های شاخصی نیز بیش از سایر موارد مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده است. البته یکی از وجوه تمایز، محدود بودن انواع سفارشات خرید و فروش سهام صندوق بورسی است که معمولاً به صورت سفارش محدود و یا سفارش به قیمت بازار ارائه می‌شود. گستردگی تولیدات و انواع صندوق‌های بورسی باعث شده است نیازهای مختلف سرمایه‌گذاران پوشش داده شود و امکان سرمایه‌گذاری با نیازها و تمایلات گوناگون سرمایه‌گذاران فراهم شود. نکته قابل توجه این که نباید فراموش شود که با وجود تبعیت قیمت

19 Short sell

20 Call&Put Option

21 Margin Call



دلیل ارزانتر بودن و آسان‌تر بودن مدیریت آن‌ها از جمله عدم نیاز به وجود هیأت مدیره برای صندوق‌های بورسی انتخاب شد.

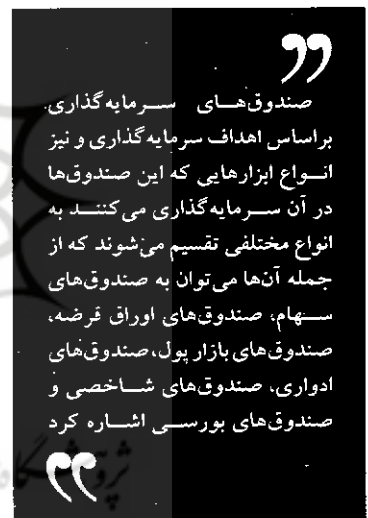
صندوق‌های بورسی‌ای که دارای ساختار یونیت‌تراست‌ها هستند به اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در زمینه امکان سرمایه‌گذاری مجدد و سریع سودهای تقسیمی، قرض دادن اوراق بهادار و استفاده از ابزار مشتقه²⁵ در مدیریت پرتفوی انعطاف‌پذیری ندارند از این رو، بسیاری از صندوق‌های بورسی ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز را دارا هستند. این نوع ساختار انعطاف‌پذیر امکان قرض دادن اوراق بهادار را فراهم ساخته و نیز قابلیت ارزیابی عملکرد صندوق‌ها را توسط مؤسسات رتبه‌بندی فراهم می‌سازد. علاوه بر این مدیر یک صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه باز می‌تواند در مورد نحوه سرمایه‌گذاری مجدد سودهای تقسیمی و اتخاذ بهترین روش برای تطابق عملکرد با شاخص مورد نظر با استفاده از قراردادهای آتی و اختیارهای خرید تصمیم‌گیری کند. این توانایی در یک بازار در حال رشد²⁶ باعث عملکرد مطلوب آن‌ها و در یک بازار در حال نزول²⁷ منجر به عملکرد نامطلوب خواهد شد.

مزایای صندوق‌های بورسی:

نقدشوندگی: یکی از مهم‌ترین ملاک‌های تصمیم‌گیری در یک سرمایه‌گذاری امکان تغییر موضع و خروج سریع و کم هزینه در هنگام لزوم است. این امر که از آن به نقدشوندگی یاد می‌شود در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری که به صورت غیرنظام‌یافته معامله می‌شوند از ویژگی‌هایی محسوب می‌شود که مطلوبیت سرمایه‌گذاری در آن صندوق‌ها را برای سرمایه‌گذاران کاهش داده است. بنابراین یکی از ویژگی‌های بارز و مورد توجه برای سرمایه‌گذاری در یک صندوق بورسی آن

سهام صندوق بورسی از یک شاخص خاص، تغییرات لزوماً انطباق کاملی با یکدیگر ندارند چرا که در هر حال قیمت سهام صندوق بورسی با توجه به عرضه و تقاضای بازار تعیین می‌شود بنابراین بازده سهام صندوق بورسی و شاخصی که از آن تبعیت می‌کنند در یک دوره مشخص ممکن است صدها درصد با یکدیگر مطابقت نداشته باشند ولی انحراف موجود نیز معمولاً بسیار اندک است.

در کوتاه مدت نوع ساختار یک صندوق بورسی بر نحوه عملکرد آن اثر کمی می‌گذارد ولی ممکن است این اثرات کم در بلندمدت تأثیر زیادی بر عملکرد آن داشته باشد. اگرچه همه صندوق‌های



بورسی از شاخص مخصوص به خود پیروی می‌کنند ولی ساختار و فرآیند تأسیس آن‌ها یکسان نیست. به‌طور کلی می‌توان گفت امروزه تمام صندوق‌های بورسی از دو ساختار عمده پیروی می‌کنند که عبارت است از: ساختار یونیت‌تراست-ها و ساختار شرکت‌های سرمایه‌گذاری.

بسیاری از اولین و بزرگترین صندوق‌های بورسی - از جمله اسپایدرز²²، داو جونز²³، دیاموندز²⁴ به‌عنوان یونیت‌تراست‌ها ساختار بندی شده‌اند. این ساختار اولیه به

است که با پذیرفته شدن سهام صندوق در بورس اوراق بهادار و ایجاد تمرکز در تطبیق عرضه و تقاضای موجود موجبات افزایش نقدشوندگی سرمایه‌گذاری را افزایش داده، مطلوبیت لازم برای جذب سرمایه‌گذار را ایجاد کند.

معیارهای مورد توجه برای سنجش میزان نقدشوندگی صندوق بورسی هم‌چون معیارهای مربوط به سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. به این معیار از دو منظر می‌توان نگریست، اول این که نقدشوندگی هر صندوق بورسی همانند سهام، بر مبنای تعداد واحدهای معامله شده طی یک دوره مشخص بررسی شود. دوم مبنای عمیق‌تر آن که میزان معاملات

25 Derivatives

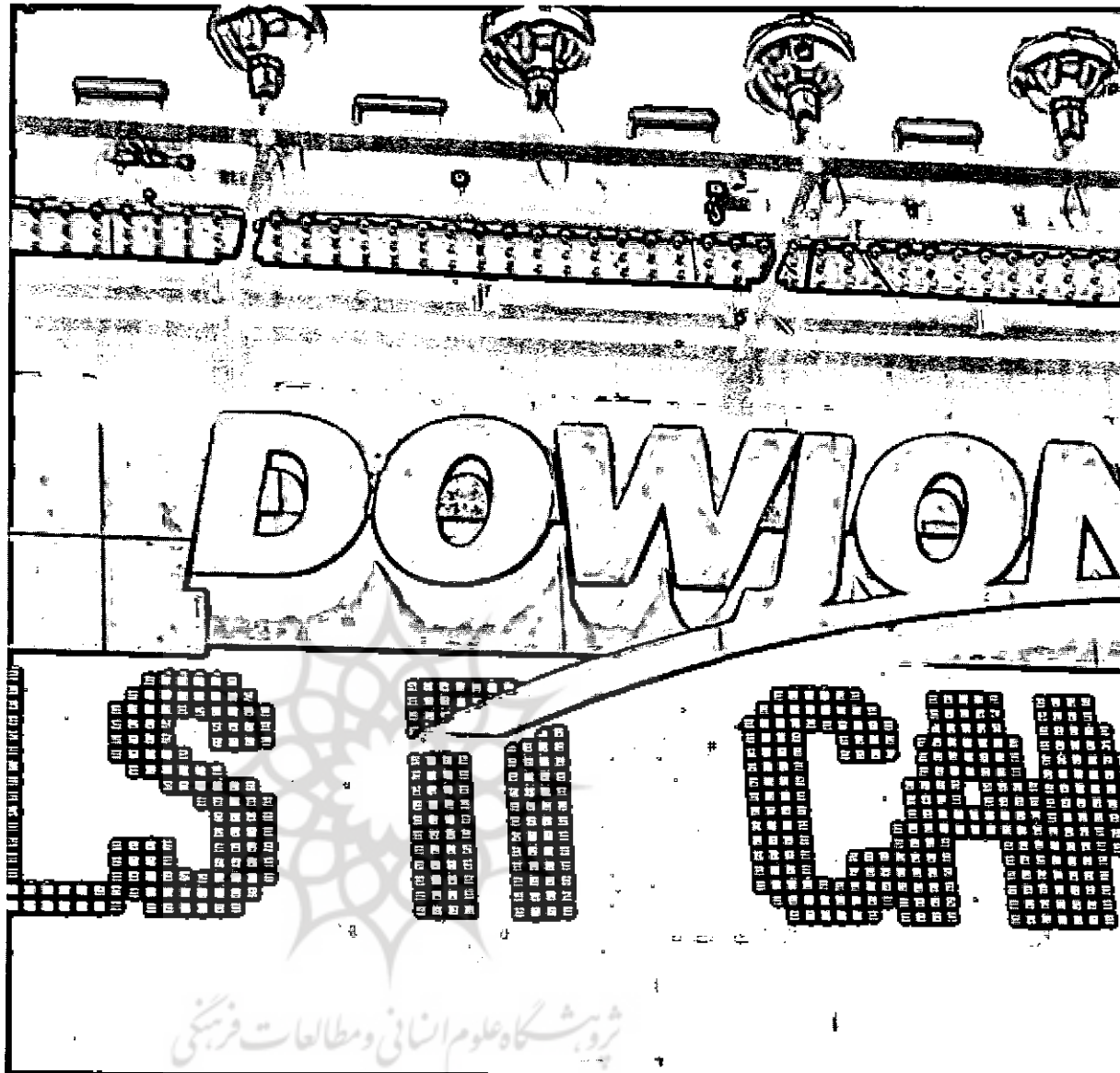
26 Rising Market

27 Declining Market

22 SPDR500

23 Dow Jones

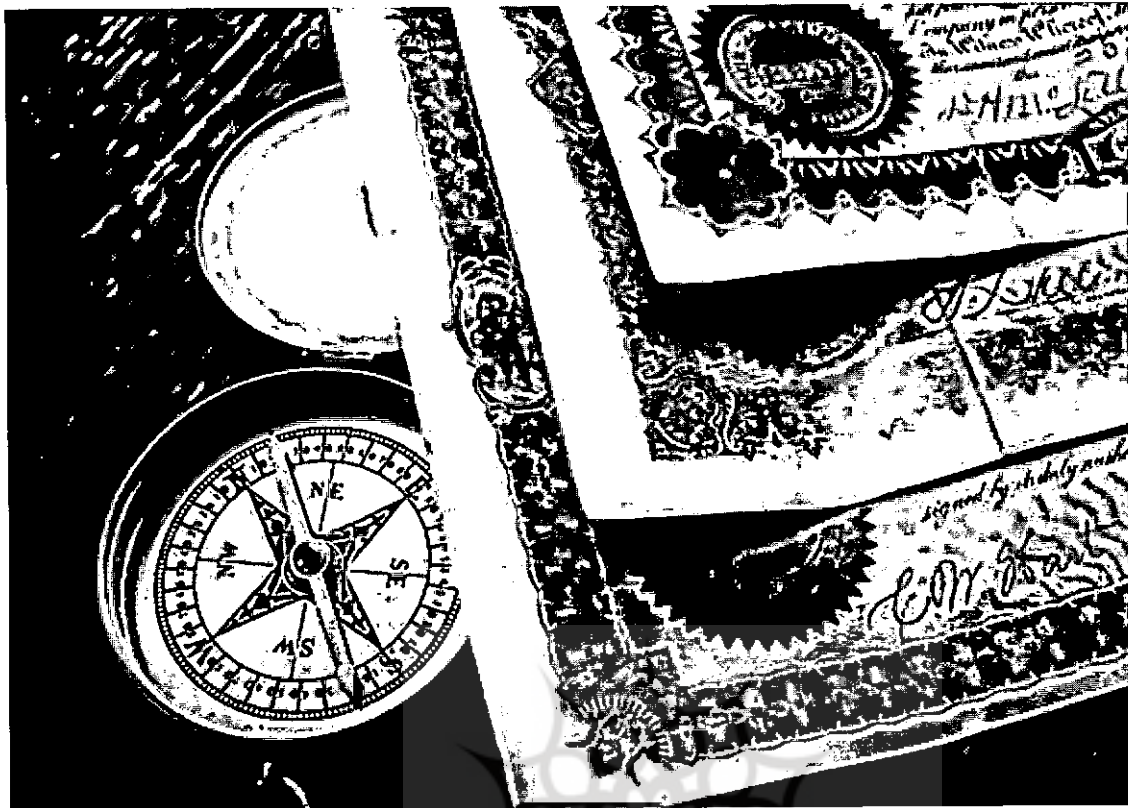
24 Diamonds



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

انجام گرفته روی سهام موجود در پرتفوی صندوق بورسی مد نظر قرار گیرد. معیار دوم از آن برای مورد توجه قرار می‌گیرد که اعتقاد تحلیل‌گران بر آن است که در بلندمدت نقدشوندگی سهام صندوق بورسی، نتیجه نقدشوندگی زیرمجموعه‌های تشکیل‌دهنده آن خواهد بود.

امتیازات مالیاتی: یکی از مهم‌ترین موارد مورد توجه سرمایه‌گذاران در هنگام ارزیابی یک سرمایه‌گذاری خصوصاً در مواردی که حجم سرمایه‌گذاری قابل توجه است. مبحث مربوط به هزینه‌های مالیاتی است. یکی از مهم‌ترین مزایایی که سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی دارد نحوه پرداخت مالیات حاصل از سود است. از آن‌جا که سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی شرایط مشابهی با سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارد نحوه پرداخت مالیات مربوط به سود سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی نیز از قوانین مربوط به سهام تبعیت می‌کند. مالیات محاسبه شده بر روی سود حاصل از تفاوت قیمت خرید و فروش منظور می‌شود و مادامی که سرمایه‌گذار اقدام به فروش واحد سرمایه‌گذاری خود نکند مالیات پرداخت نخواهد شد. بدین ترتیب طبق معمول مالیات قابل حذف نیست ولی با به تأخیر انداختن پرداخت آن می‌توان منافع قابل توجهی از بابت ارزش زمانی پول نصیب سرمایه‌گذاران کرد. یکی از مزایای مالیاتی مربوط به سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی زمانی است که سرمایه‌گذاری قصد تغییر حجم بالایی از پرتفوی سهام خود را دارد. در این شرایط سرمایه‌گذار می‌تواند به جای فروش سهام و خرید مجدد سهام دیگر، سهام پرتفوی خود را با سهام یک صندوق بورسی که دارای پرتفوی مورد نظر سرمایه‌گذار است به صورت مبادله پایاپای جابه‌جا کند. در این شرایط علاوه بر کاهش هزینه‌های مربوط به خرید و فروش، به علت آن‌که وجه نقدی حاصل از فروش حاصل نشده است مالیات هم تعلق نمی‌گیرد و هزینه مالیاتی کاهش



ایجاد تمرکز عرضه و تقاضا باعث می‌شود قیمت‌گذاری، قابل اعتمادتر از شرایط خرید و فروش خارج از بورس باشد. این ویژگی از مزایای سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که شامل سهام صندوق بورسی نیز می‌شود، این مورد به عنوان یکی از امتیازات مهم این سرمایه‌گذاری در مقایسه با سرمایه‌گذاری خارج از بورس مطرح می‌شود.

استفاده کنندگان صندوق بورسی:

برخی از منابع از صندوق بورسی به عنوان یکی از ابزارهای مالی مربوط به بازار سرمایه یاد می‌کنند. به همین مبنا سفته‌بازان که جزء فعالان بازار سرمایه محسوب می‌شوند، می‌توانند در مقاطع مختلف زمانی با توجه به پرتفوی موجود در یک صندوق بورسی اقدام به خرید و فروش سهام آن کرده، از تفاوت قیمت آن منتفع شوند. هم‌چنین آریتر اژرها در برخی موارد با حضور در بازار و انجام معاملات همزمان باعث می‌شوند قیمت سهام تعدیل

صدور و ابطال بسیار ناچیز است و می‌توان آن را به عنوان یکی از مزایای پایین بودن

”
صندوق‌های اوراق قرضه به‌طور عمده با توجه به اهداف خود در اوراق قرضه از جمله اوراق قرضه شهرداری‌ها، اوراق قرضه شرکت‌ها، اوراق قرضه قابل تبدیل، اوراق قرضه رهنی، اوراق قرضه دولتی و سایر ابزارهای بدهی سرمایه‌گذاری می‌کنند

”
هزینه سرمایه‌گذاری در سهام صندوق بورسی دانست.

شفافیت^{۳۸}: از دیگر موارد مهم مورد توجه سرمایه‌گذاران در هنگام خرید و فروش یک دارایی آن است که به بهترین قیمت عرضه و تقاضا دسترسی داشته باشند. به علت نظام‌مند بودن ساختار بورس اوراق بهادار و

می‌یابد.

هزینه پایین: برای ایجاد یک پرتفوی متنوع نیاز به صرف هزینه و وقت بالا برای اعمال یک مدیریت فعال است. اما ایجاد تنوع در مورد صندوق‌های بورسی هزینه بالایی را به صندوق تحمیل نمی‌کند چرا که این تنوع بخشی از پیش‌هدایت شده، از شاخص خاصی پیروی می‌کند لذا هزینه‌های مدیریت فعال به صندوق بورسی تحمیل نمی‌شود.

این امر باعث می‌شود کسانی که قصد سرمایه‌گذاری در یک مجموعه متنوع را دارند با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق بورسی بتوانند با هزینه‌ای به نسبت پایین (به علت مدیریت غیرفعال) اقدام به سرمایه‌گذاری مورد نظر کنند.

در مورد هزینه‌های معاملاتی نیز با وجود این‌که سهام صندوق‌های بورسی از طریق کارگزاران فعال در بورس اوراق بهادار مورد دادوستد قرار می‌گیرند و در هر بار خرید و فروش نیاز به پرداخت هزینه کارمزد کارگزاری است ولی این هزینه در مقایسه با هزینه متحمل شده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در هنگام

شود. فرصت‌های آریترازی در سهام صندوق بورسی به آن علت ایجاد می‌شود که عرضه و تقاضای موجود برای سهام صندوق بورسی ممکن است با اجزای تشکیل دهنده آن متفاوت باشد در حالی که در شرایط بازار کاراً نباید چنین مسال‌های وجود داشته باشد، لذا در بلندمدت با حضور سفته‌بازان و آریترازرها این تفاوت قیمت تعدیل می‌شود.

علاوه بر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز که به علت ماهیت غیرفعال و متنوع سهام صندوق بورسی در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند سرمایه‌گذاران ریسکی نیز در برخی شرایط و با توجه به موقعیت خاص شاخص مورد توجه صندوق بورسی و یا برای تعدیل میزان ریسک پرتفوی سهام خود از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی بهره‌مند می‌شوند.

از آن‌جا که برای صندوق‌های بورسی مختلف ممکن است استراتژی‌های تقسیم سود متفاوت وجود داشته باشد بنابراین سرمایه‌گذاران با اهداف سرمایه‌گذاری متفاوت بر مبنای تمایلی به خرید سهام ارزشی²⁹ یا سهام رشدی³⁰ در صندوق‌های بورسی مختلف با استراتژی مورد نظر سرمایه‌گذاری می‌کنند.

سرمایه‌گذاران خرد نیز که ممکن است به علت کمی سرمایه نتوانند در سهام چندین شرکت سرمایه‌گذاری کرده، پرتفوی متنوع مطلوب و کم ریسکی را برای خود تشکیل دهند و یا به دلیل عدم شناخت حرفه‌ای و یا کمبود زمان برای پیگیری و سرمایه‌گذاری فعال، تشکیل یک پرتفوی متنوع کم ریسک با قابلیت‌های نقدشوندگی بالا را ترجیح می‌دهند نیز می‌توانند با سرمایه‌گذاری در سهام صندوق بورسی به اهداف مورد نظر خود نزدیک شوند.

در نهایت این‌که سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی می‌تواند به عنوان جایگزینی برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های شاخصی محسوب شود چرا که علاوه بر ویژگی‌های خاص و مورد توجه برخی سرمایه‌گذاران

صندوق‌های شاخصی، امتیازات مربوط به سهام شرکت‌های مورد معامله قرار گرفته در بورس اوراق بهادار را نیز دارا هستند.

چند سؤال راجع به صندوق‌های بورسی: پس از آشنایی با ویژگی‌های مربوط به صندوق بورسی و نحوه سرمایه‌گذاری در سهام مربوط به آن، در ذیل به چند سؤال مهم قابل طرح در این مورد اشاره می‌شود:

چرا در صندوق بورسی مبنای شاخص ملاک ارزیابی است نه عملکرد گذشته صندوق؟

علت آن است که اولاً عملکرد خوب گذشته معیار مناسبی برای عملکرد خوب آینده نخواهد بود و در شرایط بازار کاراً نیز هیچ مدیر صندوقی توانایی کسب بهترین بازدهی را در سال‌های متوالی نخواهد داشت. هم‌چنین کسانی که در صندوق بورسی سرمایه‌گذاری می‌کنند افرادی هستند که تحمل پذیرش ریسک

صندوق‌های بازار پول منابع خود را به سرمایه‌گذاری در ابزارهای بدهی کوتاه مدت اختصاص می‌دهند این صندوق‌ها با هدف به دست آوردن بهره برای سهام‌داران تشکیل می‌شوند و دارای ارزش خالص یک دلار برای هر سهم هستند

صندوق‌های سرمایه‌گذاری را ندارند، لذا با هدف کسب بازدهی کم‌تر، ولی مطمئن‌تر ترجیح می‌دهند که در صندوق بورسی مربوط به یکی از شاخص‌های بازار سرمایه‌گذاری کنند. در نهایت این‌که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری به علت حضور مدیریت فعال، هزینه‌های بالایی به سرمایه‌گذاران تحمیل می‌شود و هم‌چنین به علت هزینه‌های معاملاتی و مالیاتی

متفاوت، قابلیت مقایسه بازدهی و هزینه بین صندوق‌ها و سهام صندوق بورسی کاهش می‌یابد.

آیا برای کسب بازدهی سرمایه‌گذاری بر روی صندوق‌های بورسی بیمه و تضمینی وجود دارد؟

مهم‌ترین نکته اعتباری که در مورد صندوق‌های بورسی وجود دارد نظارت دقیق بر مرحله صدور مجوز پس از طی مراحل قانونی مورد نظر کمیسیون بورس اوراق بهادار (در آمریکا) است. این امر باعث می‌شود تنها شرکت‌های معتبر و بزرگ توان ایجاد صندوق بورسی را داشته باشند و به همین علت درجه اعتباری بالای آن‌ها منجر به استقبال سرمایه‌گذاران می‌شود. آمارها نیز نشان می‌دهد که در یک دهه گذشته زیان‌های تحمیل شده به دارندگان سهام صندوق بورسی (در آمریکا) به ندرت ناشی از نقی قانون و موارد کلاهبرداری بوده است. اما چیزی که واضح است ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که به علت ماهیت فعالیت مشابه صندوق بورسی با سهام، وجود این ریسک اجتناب‌ناپذیر است. تنها با تغییر ترکیبات دارایی‌های پرتفوی می‌توان امید به حداقل‌سازی و اداره مناسب ریسک سرمایه‌گذاری داشت ولی ناشران سهام یک صندوق بورسی (عموماً) تضمینی در قبال کسب سود سرمایه‌گذاران آن نمی‌کنند.

آیا صندوق‌های بورسی به دنبال برتری کسب بازدهی نسبت به بازار هستند؟

از آن‌جا که استراتژی تعیین شده برای صندوق‌های بورسی بر مبنای پیروی از یک شاخص خاص است بنابراین انتظارات کسب بازدهی نیز متناسب با ساختار مدیریتی غیرفعال است. در شرایطی که صندوق بورسی دارای ساختاری از پیش تعیین شده باشد سرمایه‌گذاران نیز با داشتن اطلاعات کافی از پرتفوی سرمایه‌گذاری اقدام به خرید و فروش می‌کنند. این در حالی است در سرمایه‌گذاری‌های فعال به علت ماهیت رقابتی و خرید و فروش‌های کوتاه‌مدت معمولاً اطلاعات مربوط به

29 Value Stock

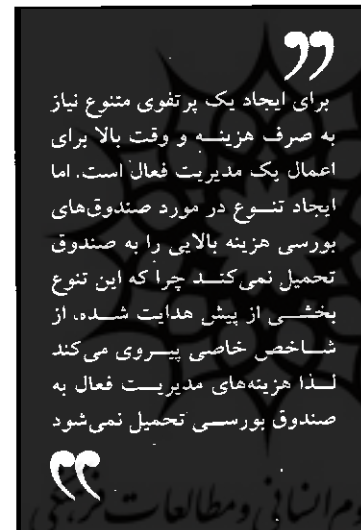
30 Growth Stock

پرتفوی سهام محرمانه محسوب می‌شود در این شرایط سرمایه‌گذاران بیشتر با اتکا به شناخت مدیران و عملکرد گذشته آنان و آشنایی با استراتژی سرمایه‌گذاری پرتفوی، اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این توضیحات می‌توان پیش‌بینی کرد که سرمایه‌گذاران خریدار سهام معمولاً درجه ریسک‌پذیری پایینی داشته، بیشتر به دنبال کسب بازدهی مطمئن‌تر و نزدیک به شاخص مورد توجه خود در بازار هستند و انتظار کسب بازدهی غیرعادی از آنان نمی‌رود.

فرآیند صدور و ابطال سهام صندوق بورسی³¹:

صندوق‌های بورسی دارای ویژگی‌های منحصر به فردی است که آن‌ها را از سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری مستثنی می‌کند. از جمله این ویژگی‌ها نحوه صدور و ابطال سهام صندوق بورسی است. به‌طور عمده سهام صندوق‌های بورسی تنها در اندازه‌های بزرگ به‌صورت بلوک‌های سرمایه‌گذاری صادر و یا ابطال می‌شود و قیمت این بلوک‌ها بر اساس ارزش خالص دارایی‌های صندوق مورد نظر تعیین می‌شود. نکته قابل توجه این است که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند در ازای دریافت سهام صندوق بورسی به جای وجه نقد مجموعه‌ای از اوراق بهادار خود را که مشابه اوراق بهادار موجود در پرتفوی صندوق بورسی است، به‌صورت مبادله پایاپای به صندوق اعطا کنند. بنابراین می‌توان گفت فرآیند واگذاری یا ابطال سهام صندوق توسط سرمایه‌گذاران نهادی که از طریق کارگزاران مجاز³² انجام می‌گیرد می‌تواند فرآیندی غیرنقدی باشد. براساس قانون ۱۹۴۰ سهام صندوق بورسی از طریق یک توزیع‌کننده³³ صادر یا ابطال می‌شود. معمولاً توزیع‌کننده برای اخذ و اجرای سفارش‌های خرید یا ابطال واحدها با سازمان‌های دیگری که

کارگزاران مجاز نامیده می‌شود به توافق می‌رسد. این کارگزاران مجاز معمولاً کارگزار/معامله‌گرانی هستند که به حساب و نام خودشان خرید و فروش می‌کنند و درقبال صدور یا ابطال واحدها از صندوق بورسی حق الزحمه‌ای دریافت نمی‌کنند و حتی ممکن است ملزم شوند که برای پوشش هزینه‌های معاملاتی صدور و ابطال سهام به صندوق بورسی کارمزدی پرداخت کنند. کارگزار/معامله‌گرانی که بعنوان کارگزاران مجاز فعالیت می‌کنند ممکن است به‌منظور تسهیل مبادله اوراق بهادار یک یا چند مشتری با سهام صندوق بورسی، اقدام به ثبت سفارش خرید بلوک‌های سرمایه‌گذاری کنند. معمولاً به دلیل



برای ایجاد یک پرتفوی متنوع نیاز به صرف هزینه و وقت بالا برای اعمال یک مدیریت فعال است. اما ایجاد تنوع در مورد صندوق‌های بورسی هزینه بالایی را به صندوق تحمیل نمی‌کند چرا که این تنوع بخشی از پیش‌هدایت شده، از شاخص خاصی پیروی می‌کند لذا هزینه‌های مدیریت فعال به صندوق بورسی تحمیل نمی‌شود

اندازه بلوک‌های سرمایه‌گذاری - که حدود ۵۰,۰۰۰ سهم یا ارزش بازار بالغ بر یک میلیون دلار است - تنها مؤسسات بزرگ و سرمایه‌گذاران نهادی درگیر صدور یا ابطال سهام صندوق بورسی می‌شوند. سایر مؤسسات و سرمایه‌گذاران جزء تنها می‌توانند این سهام را در بازار ثانویه (مشابه سهام سایر شرکت‌ها) تهیه کرده و مورد معامله قرار دهند.

هم‌چنین کارگزار/معامله‌گرانی که بعنوان کارگزاران مجاز فعالیت می‌کنند می‌توانند بلوک‌های سرمایه‌گذاری صندوق بورسی را برای خودشان و با هدف انجام معاملات، تسهیل مبادلات مشتریان یا مدیریت

ریسک و پوشش خطر³⁴ خریداری کنند. علاوه بر این، ممکن است این اشخاص، بلوک‌ها را برای بهره‌بردن از اختلاف قیمت بازار یک سهم صندوق بورسی و ارزش خالص دارایی‌های آن (آربیتراژ³⁵) خریداری کنند.

مشارکت این کارگزار/معامله‌گران در صدور و ابطال سهام صندوق بورسی مزایای متعددی برای سرمایه‌گذاران و نیز بازار سرمایه دارد. برای مثال، آن‌ها از طریق فعالیت‌های آربیتراژی می‌توانند انجام معاملات سهام صندوق بورسی را به قیمتی نزدیک به ارزش خالص دارایی‌های آن تضمین کنند. یک آربیتراژر در رابطه با قیمت گذاری سهام صندوق بورسی نیز نقش مهمی ایفا می‌کند. زمانی که یک سهم به قیمتی کم‌تر از ارزش خالص دارایی‌های آن معامله می‌شود، کارگزار معامله‌گر می‌تواند سهام صندوق بورسی را در بازار ثانویه از افراد خریداری کرده و بعد از جمع‌آوری مقدار سهامی معادل یک بلوک سرمایه‌گذاری، آن را به قیمت ارزش خالص دارایی‌های صندوق ابطال کند و اوراق بهادار تشکیل دهنده آن را که دارای ارزش بالاتری است به دست آورد.

چنین ابطال‌هایی عرضه سهام صندوق بورسی را کاهش داده و می‌تواند منجر به افزایش قیمت بازار این سهام تا سطوح نزدیک به ارزش خالص دارایی‌های آن‌ها شود و برعکس، اگر سهام صندوق بورسی به بالاتر از ارزش خالص دارایی معامله شود آربیتراژرها می‌توانند اوراق بهادار تشکیل دهنده صندوق را خریداری کرده و از آن‌ها برای به دست آوردن بلوک‌های سرمایه‌گذاری که دارای ارزش بازار بیشتری هستند استفاده کنند و سپس سهام صندوق بورسی را در بازار ثانویه برای به دست آوردن سود بیشتر به فروش برسانند که در این صورت با افزایش عرضه سهام صندوق بورسی قیمت آن‌ها به ارزش خالص دارایی‌های آن نزدیک خواهد شد. علاوه بر این، کارگزار/معامله‌گران از

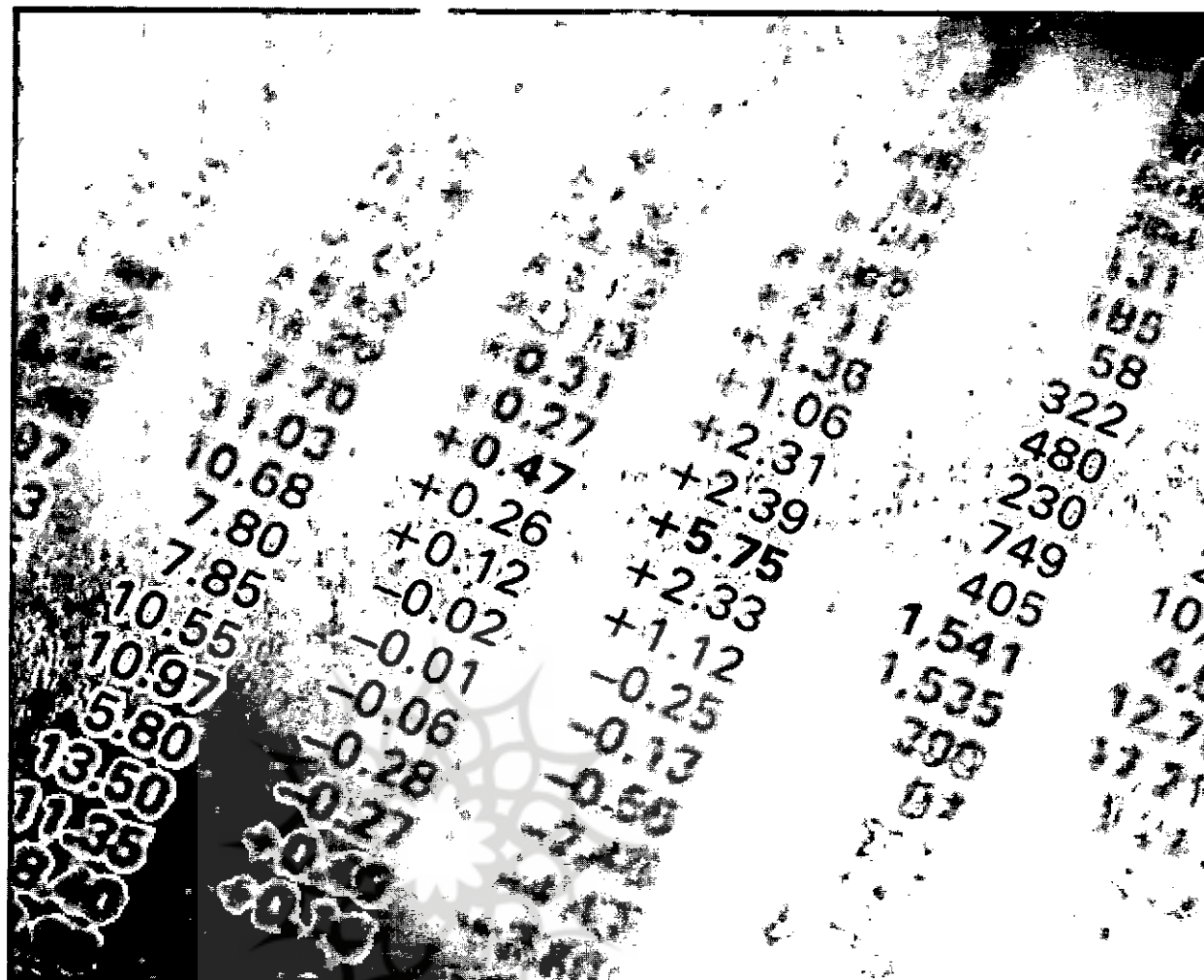
34 Hedging

35 Arbitrage

31 Issue & Redemption of ETF Shares

32 Authorized Participants (APs)

33 Distributor



Nasdaq (QQQ-100) ۳۶

نمایان گر شاخص ۱۰۰ سهمی نزدیک

صنعت توصیه می شود.

۲- رسید سپرده مبتنی بر S&P۵۰۰ (SPDRs) ۳۷

اولین صندوق بورسی است که بر مبنای شاخص S&P۵۰۰ ایجاد شده و به خاطر نام تجاری اش با نام اختصاری اسپایدرز شناخته می شود و در بورس آمریکا^{۳۸} از سال ۱۹۹۳ مورد معامله قرار گرفته است که امکان سرمایه گذاری در همه سهام موجود در این شاخص و استفاده از مزایای آن را برای سرمایه گذاران فراهم می کند.

۳- صندوق بورسی iShares

این عنوان نام تجاری صندوق بورسی سرمایه گذاران جهانی بارکلی^{۳۹} است. در سال ۲۰۰۴ تقریباً ۱۲۰ iShares در بیش

”
صندوق شاخصی، نوعی صندوق سرمایه گذاری یا یونیت تراست است که تلاش می کند به نرخ بازدهی برابر با بازده یک شاخص انتخابی خاص نظیر S&P۵۰۰ دست یابد

“

است که شامل ۱۰۰ سهم شرکت های غیر مالی و با فناوری بالا در نزدک است و از آن جا که نسبت به سرمایه گذاری شخصی در یک سهم خاص ریسک بسیار کم تری دارد برای سرمایه گذاری بلندمدت در

طریق در دسترس مردم قرار دادن سهام صندوق های بورسی طی فرآیند صدور سهام یا از طریق انجام معاملات در بازار ثانویه به تقدشوندگی آن کمک کرده و باعث کارایی بازار و کاهش شکاف های اطلاعاتی موجود می شوند.

چند مثال از صندوق های بورسی:

امروزه انواع متنوعی از صندوق های بورسی وجود دارد که بر مبنای انواع مختلفی از شاخص های بازار از جمله شاخص های مربوط به بخش های مختلف بازار یا شاخص های کشورهای مختلف بنا شده اند به طوری که می توان حتی برای هر بخش از بازار یک صندوق بورسی داشت.

از جمله معروف ترین صندوق های بورسی می توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱- صندوق بورسی مبتنی بر شاخص

37 Standard & Poor's Depository Receipts

38 American Stock Exchange (AMEX)

39 Barclay's Global Investors (BGI)

36 Nasdaq-100 Index Tracking Stock

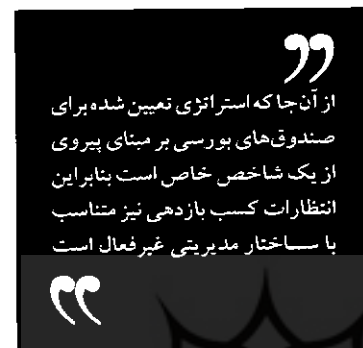
یک سری ویژگی‌های خاص از جمله محاسبه بازدهی آن‌ها بر اساس عملکرد یک شاخص بازار با کسر کارمزدهای مربوطه و نداشتن پرداخت‌های دوره‌ای بهره و نبود پوشش‌های حمایتی با سایر انواع بدهی و اوراق قرضه متفاوت است.

هدف از صدور این اوراق ایجاد نوعی از اوراق بهادار است که هم ویژگی‌های اوراق قرضه و هم ویژگی‌های صندوق‌های بورسی را دارا باشد. می‌توان اسناد قابل معامله در بورس را همانند صندوق‌های بورسی طی ساعات فعالیت بورس مورد معامله قرار داد. از طرفی سرمایه‌گذاران می‌توانند این اوراق بدهی را تا زمان سر رسید نگهداری کنند که در زمان سر رسید صادرکننده وجوه نقدی معادل میزانی که بر اساس شاخص آن روز محاسبه می‌شود را به سرمایه‌گذار پرداخت خواهد کرد.

عاملی که بر ارزش اسناد مذکور اثر می‌گذارد رتبه اعتباری صادر کننده آن است، بنابراین ممکن است زمانی که رتبه اعتباری صادرکننده کاهش یابد، ارزش اسناد قابل معامله در بورس حتی در صورتی که تغییری در شاخص زیربنایی آن ایجاد نشود، کاهش یابد. (در حال حاضر سه نوع عمده اسناد قابل

که یکی از این موارد، اسناد قابل معامله در بورس است که پس از شرح آن در ذیل به مقایسه اجمالی آن با صندوق‌های بورسی پرداخته خواهد شد.

اسناد قابل معامله در بورس که یکی از نوآوری‌های عرصه مهندسی مالی است، یک نوع اوراق بدهی ریسک‌دار محسوب می‌شود که توسط بانک بارکلی منتشر می‌شود. این بانک دارای ۱/۵ تریلیون دلار



دارایی و با قدمت بیش از ۳۰۰ سال است و رتبه اعتباری "AA" توسط مؤسسه استاندارد اند پورز برای آن در نظر گرفته شده است بنابراین باید توجه داشت که با وجود رتبه اعتباری بالا این اوراق تاحدودی دارای ریسک اعتباری هستند. اسناد قابل معامله در بورس به دلیل داشتن

از ۱۰ بورس مختلف مورد معامله قرار گرفت. بارکلی چند نوع iShares که از شاخص‌های گلدمن ساکس^{۲۲} پیروی می‌کنند را معرفی کرده است.
۴- Vipers :

این عنوان هم نام تجاری یکی از ابزارهای مالی شرکت ونگارد^{۲۳} است که دارای ساختار صندوق با سرمایه باز است. این شرکت نیز برای بخش‌های مختلف بازار صندوق‌های بورسی متنوعی ارائه داده است.

۵- صندوق بورسی مبتنی بر شاخص داوجونز (DIAMONDS) :

این صندوق‌های بورسی که بر مبنای شاخص صنعتی داوجونز بنا شده است دارای ساختار یونیت‌تراست بوده و در بورس آمریکا مورد دادوستد قرار می‌گیرد. اسناد قابل معامله در بورس^{۲۴}:

با توجه به توضیحات ذکر شده پیرامون صندوق‌های بورسی می‌توان اظهار کرد که در صندوق‌های بورسی تمرکز اصلی بر ویژگی قابل معامله بودن صندوق در بورس اوراق بهادار است. این ویژگی علاوه بر افزوده شدن به ویژگی‌های صندوق سرمایه‌گذاری، می‌تواند به سایر ابزار موجود در بازارهای مالی نیز تعلق گیرد



معامله در بورس وجود دارند. دو مورد از آن‌ها بر مبنای دو شاخص کالایی اولیه شاخص کالایی گلدمن ساکس (GSCI)⁴³ و شاخص کالایی داو جونز⁴⁴ و مورد سوم بر اساس شاخص‌های مبتنی بر نفت منتشر می‌شود.

صندوق‌های کالایی بورسی⁴⁵ صندوق کالایی قابل معامله در بورس اوراق بهادار در جهت توسعه معاملات کالایی در بورس اوراق بهادار در سال ۲۰۰۳ بوجود آمد. این صندوق‌ها سهامی منتشر می‌کنند که قیمت آن سهام از قیمت کالای مشخصی پیروی می‌کند و سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار قابل معامله هستند.

در واقع خرید و فروش سهام صندوق کالایی بورسی شکلی ساده‌ای از معاملات کالایی است به نحوی که سرمایه‌گذار می‌تواند بدون آن‌که در قراردادهای آتی شرکت کند و یا نیاز به تحویل گرفتن اصل کالایی داشته باشد از طریق خرید و فروش اوراق بهادار مربوط به صندوقی که تغییرات قیمتی آن به علت وجود پشتوانه کالایی، از تغییرات قیمت آن کالا در بازار مربوطه پیروی می‌کند به دنبال کسب بازدهی باشد. با وجود این که قیمت صندوق کالایی بورسی در درجه اول از پرتفوی کالایی که در آن وجود دارد پیروی می‌کند ولی این قیمت به علت تطبیق عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار لزوماً با بهای واقعی کالاهای موجود در آن یکسان نیست.

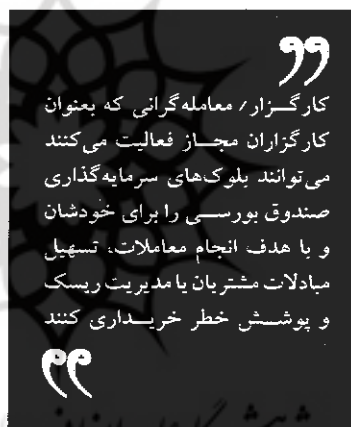
علاوه بر این پرتفوی موجود در یک صندوق بورسی می‌تواند ترکیب مختلفی از دارایی‌ها را به نسبت‌های مختلف به خود اختصاص دهد. به عنوان مثال می‌تواند ترکیبی از سهام و اوراق بهادار با درآمد ثابت سهام رشدی، سهام ارزشی و یا حتی سرمایه‌گذاری در صندوق‌های

سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات⁴⁶ را به خود اختصاص دهد.

تفاوت اسناد قابل معامله در بورس با صندوق‌های کالایی بورسی:

۱- اسناد قابل معامله در بورس محصولاتی ساختار یافته هستند که همانند اوراق بدهی توسط منتشرکننده صادر می‌شوند، در حالی که صندوق‌های کالایی بورسی به مثابه پیش‌بینی بهای کالای اساسی موجود در یک صندوق از طرف خریدار و فروشنده سهام صندوق هستند.

۲- اسناد قابل معامله در بورس نسبت به صندوق‌های کالایی بورسی دارای مزیت مالیاتی هستند زیرا که در مورد اسناد قابل معامله در بورس تقسیم سود سالانه وجود ندارد و تفاوت قیمت خرید و فروش به



کارگزار / معامله‌گرانی که عنوان کارگزاران مجاز فعالیت می‌کنند می‌توانند بلوک‌های سرمایه‌گذاری صندوق بورسی را برای خودشان و با هدف انجام معاملات، تسهیل مبادلات مشتریان یا مدیریت ریسک و پوشش خطر خریداری کنند

عنوان سود سرمایه در نظر گرفته می‌شود. تفاوت دیگر ناشی از ریسک اعتباری⁴⁷ در برابر ریسک پیروی از شاخص⁴⁸ است. بدین معنی که در صورت ورشکستگی شرکت صادرکننده اسناد قابل معامله در بورس، سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار خود را به دست نخواهند آورد در حالی که در مورد صندوق‌های کالایی بورسی این مورد صادق نبوده و فقط ریسک پیروی از شاخص وجود دارد یعنی این احتمال وجود دارد که بازدهی صندوق‌های کالایی بورسی تحت تأثیر شاخص زیربنایی آن با بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران متفاوت

46 REITs, Real Estate Investment Trust

47 Credit Risk

48 Tracking Risk

43 Goldman Sachs Commodity Index

44 Dow Jones - AIG commodity Index

45 ETCFs: Exchange Traded commodity Funds

باشد.

در جدول زیر صندوق‌های کالایی بورسی و اسناد قابل معامله در بورس مورد مقایسه قرار گرفته‌اند:

ETCFs	ETNs	خصوصیت
بازگاری بانک سرمایه‌گذاران در	بازگاری بانک	صادرکننده
به صورت روزانه در بورس تعیین می‌شود	به صورت روزانه در بورس تعیین می‌شود	نقدشوندگی
بر اساس قانون سال ۱۹۴۰	بر اساس قانون سال ۱۹۹۳	نیت
سید اوراق بهادار	اعتبار صادرکننده	منبع
ریسک بازار	ریسک بازار و ریسک صادرکننده	ریسک عمده
به صورت روزانه از طریق امین	به صورت هفتگی از طریق صادرکننده	حجم قابل خرید
بلی	بلی	فروش استقرانی
بلی	خیر	ریسک پیروی از شاخص
۷۵/۰ واحد	۷۵/۰ واحد	نسبت هزینه

سرمایه‌گذار در انتخاب یکی از این دو نوع روش سرمایه‌گذاری باید نرخ مالیات دلخواه سرمایه‌گذار و افق زمانی را مدنظر قرار داد. اگر مالیات کم‌تر مورد توجه سرمایه‌گذار باشد با توجه به امکان به تعویق انداختن منفعت سرمایه تا زمان فروش یا سررسید، سرمایه‌گذاری در اسناد قابل معامله در بورس به نفع سرمایه‌گذاران بلندمدت خواهد بود.

References:

- 1- http://www.indexfunds.com/archives/articles/staff_20030619_etfs_come_in_different_flavors.htm
- 2- <http://www.investopedia.com/articles/01/082901.asp>
- 3- <http://markettrendtrader.com/etfswebs/etfswebs.html>
- 4- <http://www.morningstar.com/Cover/ETF.html?pgid=hetabef>
- 5- http://mutualfunds.about.com/cs/building-blocks/a/fund_types.htm
- 6- www.nicsa.org
- 7- <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/sia112105-incoming.pdf>
- 8- Todd J. Broms, Gary L. Gastineau: The Development Of Improved ETFs in the United States: The Brookings Institution, Washington, D.C., 2006
- 9- <http://www.tse.or.jp/english/rules/etfs/oya/leaflet.pdf>