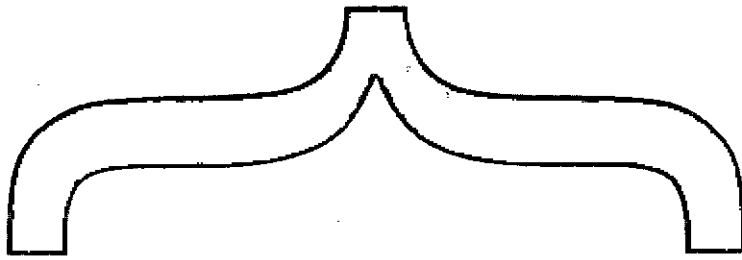


مقدمه

رشد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۱ در سال‌های اخیر بسیار چشم‌گیر بوده‌است. در آمریکا بیش از نیمی از خانوارها به طور مستقیم و غیرمستقیم سهام‌دار یک یا چند صندوق سرمایه‌گذاری مشترک هستند. در حالی که در پایان جنگ جهانی دوم ۷۳ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ثبت شده بودند و میزان دارایی‌های آن‌ها بالغ بر ۱/۲ بیلیون دلار بود، در پایان سال ۲۰۰۲ بیش از ۸،۰۰۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با دارایی ۶ تریلیون دلار در عرصه اقتصادی آمریکا فعالیت داشتند. این صندوق‌ها مالک ۲۱ درصد



صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

«مخارج، منافع، الزامات»

محمد رفوع

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی و کارشناس مدیریت نظارت بر بازار اولیه

1 Mutual fund



اوراق بهادار سرمایه‌ای و ۱۱ درصد اوراق بدهی شرکت‌های آمریکایی بودند.

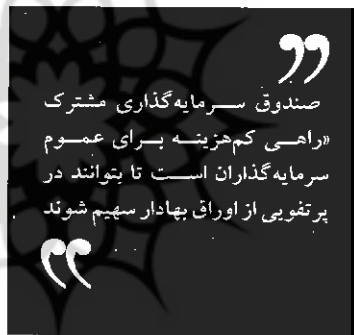
ادبیات موجود در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک عمدتاً به این مسأله می‌پردازد که آیا تلاش مدیران صندوق در انتخاب سهام باعث می‌شود که بازدهی صندوق از هزینه‌های معاملات و مخارج مربوطه بیش‌تر شود یا خیر. در این مقاله، به صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به مانند جعبه سیاهی نگریسته می‌شود که استراتژی‌های مختلفی را برای کسب بازدهی از وجوه سرمایه‌گذاران به کار می‌گیرد. بین سرمایه‌گذاران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و افراد و شرکت‌هایی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری را سامان‌دهی و خدماتی را به آن‌ها ارائه می‌کنند، تضاد منافع وجود دارد. این مقاله، به تشریح ساختار و مقررات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و انگیزه‌های افرادی که در تصمیم‌گیری این صندوق‌ها دخالت دارند می‌پردازد. پس از ارائه مقدمه‌ای در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و کارکرد آنها، به جریان‌ات نقدی بین سرمایه‌گذاران صندوق‌های مشترک و مدیران صندوق، کارگزاران و اشخاص ثالث و تضاد منافع بین این گروه‌ها پرداخته می‌شود. مقاله با ارائه مختصری از دعاوی حقوقی که به دلیل روش‌های غلط معامله، علیه مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و کارگزاران مطرح شده و ارائه پیشنهادات قانونی برای پیش‌گیری از این روش‌ها، خاتمه می‌یابد.

کارکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک چیست؟

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک «راهی کم‌هزینه برای عموم سرمایه‌گذاران است تا بتوانند در پرتفویی از اوراق بهادار سهامی شوند» (گزارش ویژه: صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ۲۰۰۳) بیش‌تر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، به طور فعال مدیریت می‌شوند، یعنی مدیران صندوق، اوراق بهاداری را که معتقدند قیمت فعلی آن‌ها از ارزش ذاتی آن‌ها کم‌تر

است، خریداری می‌کنند. صندوق‌های مشترک علاوه بر متنوع‌سازی^۲ فواید دیگری نیز دارند. با توجه به آن‌که سهام آن‌ها به ارزش خالص دارایی‌ها^۳ (NAV) قابل بازخرید است، نقدینگی بالایی دارند. چنین صندوق‌هایی، صندوق با سرمایه باز^۴ نامیده می‌شوند. در این مقاله، اصطلاح صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، منحصرراً به صندوق‌های با سرمایه باز که سهام آن‌ها به عموم عرضه شده‌است، اطلاق می‌شود.

بیش‌تر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توسط یک شرکت مدیریت^۵ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک که به عنوان مشاور سرمایه‌گذاری نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به ثبت رسیده، تشکیل و مدیریت می‌شوند. مدیر



می‌تواند زیرمجموعه (شرکت فرعی) یک بانک، شرکت کارگزاری، شرکت بیمه و یا یک شرکت ارائه‌دهنده خدمات مالی باشد. مدیر اغلب مجموعه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را با اهداف مختلف مدیریت می‌کند. دارایی‌های هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک باید از سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مشابه و هم‌چنین عملیات و ریسک‌های مربوط به شرکت مدیر و سایر شرکت‌هایی که خدماتی را به صندوق ارائه می‌کنند، به روشنی تفکیک شوند. ساده‌ترین روش، قرار دادن دارایی‌های هر

- 2 diversification
- 3 Net asset value
- 4 open-end funds
- 5 Management company

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در یک شرکت یا واحد حقوقی جداگانه است به گونه‌ای که فعالیت‌های آن واحد، منحصر به تحصیل، نگهداری و فروش دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری و انتشار و بازخرید سهام صندوق باشد.

مدیر در هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به طور جداگانه مشارکت می‌کند و سرمایه اسمی اولیه را فراهم می‌سازد. قبل از عرضه سهام صندوق سرمایه‌گذاری به عموم، شرکت مدیر، اولین هیأت مدیره صندوق را انتخاب می‌کند. شرکت‌هایی که مدیریت مجموعه زیادی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را به عهده دارند، اغلب یک سری افراد خاص و مشابه را به عنوان عضو هیأت مدیره هر صندوق انتخاب می‌کنند. هیأت مدیره، توافق‌نامه‌های مشاوره صندوق با مشاور مالی آن که معمولاً شرکت مدیر یا یکی از شرکت‌های وابسته آن است، را تصویب می‌کند. پس از آن‌که صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سهام خود را به عموم عرضه کرد، شرکت مدیر تنها سهم خود را به طور اسمی حفظ می‌کند و کنترل رسمی صندوق را به عموم سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. سرمایه‌گذاران به صورت دورهای هیأت مدیره را انتخاب می‌کنند و تغییرات موردنیاز در سیاست‌های شرکت را تصویب می‌کنند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ملزم به رعایت مقررات اوراق بهاداری هستند که بر سایر شرکت‌های سهامی عام حاکم است و از وقوع تقلب جلوگیری می‌کند و افشای اطلاعات مختلفی را الزامی می‌کند. هم‌چنین این صندوق‌ها ملزم به رعایت قانون شرکت سرمایه‌گذاری^۶ مصوب سال ۱۹۴۰ هستند که آن‌ها را ملزم می‌سازد نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ثبت شوند و مقررات مختلف مربوط به افشا، تضاد منافع، ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی^۷ (راهبری شرکتی) را رعایت کنند. انجمن ملی معامله‌گران

6 Investment Company Act

7 Corporate governance

اوراق بهادار^۸، کارگزاران را از فروش سهام صندوق‌های مشترک بدون رعایت الزامات خاص مربوط به کارگزار و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بر حذر داشته است.

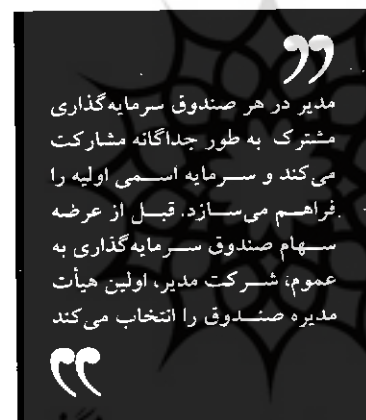
هزینه‌های مستقیم صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

این بخش از مقاله به معرفی هزینه‌های سالانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌پردازد. برخی از هزینه‌های صندوق، به‌طور مستقیم توسط سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود، در حالی که برخی دیگر از این هزینه‌ها از طریق شرکت مدیر پرداخت می‌شود. هدف سرمایه‌گذار، حداکثر شدن اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نیست بلکه حداکثر شدن بازدهی شخصی‌اش است، در حالی که سود مدیر با افزایش دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک افزایش بیش‌تری می‌یابد. در برخی موارد مانند هزینه‌های بازاریابی این تفاوت با اهمیت است. این هزینه‌ها اندازه صندوق را افزایش می‌دهد اما از سوی دیگر بازدهی تحقق یافته را کاهش می‌دهد. در این مقاله پس از بحث در خصوص هزینه‌های اصلی، این موضوع بررسی می‌شود که آیا رقابت بین مدیران صندوق‌ها، موجب کاهش تضاد بین مدیر و سرمایه‌گذار می‌شود یا خیر. بخش بعدی مقاله در خصوص توانایی مدیران در کسب منافع پنهان از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بحث می‌کند.

هزینه‌های فروش و بازاریابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام خود را به دو روش به عموم عرضه می‌کنند. در روش اول که برخی شرکت‌ها از آن استفاده کرده‌اند، عرضه سهام به عموم مردم تنها از طریق کارگزار عرضه‌کننده صورت می‌گیرد. این کار در برخی موارد از طریق شرکتی که جزو شرکت‌های وابسته آن‌هاست و در موارد دیگر از

طریق یک شرکت مستقل انجام می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی که سهام خود را از طریق کارگزار به فروش می‌رسانند اغلب در هنگام خرید و فروش سهام توسط سرمایه‌گذار، کارمزدی را به مشتری تحمیل می‌کنند. در حالی که مقدار این کارمزد توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشخص می‌شود، اما توسط کارگزار دریافت می‌شود و بیانگر حق رایبه اطلاعات و آگاهی بخشی کارگزار به سرمایه‌گذار است. طبق قانون شرکت سرمایه‌گذاری، کارگزار فروشنده نمی‌تواند از طریق انعقاد قراردادی جداگانه با مشتریان، کارمزدهای فروش را افزایش و یا کاهش دهد.

یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ممکن



مدیر در هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به طور جداگانه مشارکت می‌کند و سرمایه اسمی اولیه را فراهم می‌سازد. قبل از عرضه سهام صندوق سرمایه‌گذاری به عموم، شرکت مدیر، اولین هیأت مدیره صندوق را انتخاب می‌کند است بخواهد به جای کارمزد فروش (یا علاوه بر آن)، از طریق دارایی‌های صندوق، هزینه‌های بازاریابی یا سایر هزینه‌های مربوط به کارگزاری را پرداخت کند. بخش (b) ۱۲ قانون شرکت سرمایه‌گذاری و مقررات ۱-۱۲۱ کمیسیون بورس و اوراق بهادار، تنها در صورتی اجازه این نوع پرداخت را می‌دهد که این پرداخت به تصویب اکثریت اعضای هیأت مدیره‌ای که مستقل از شرکت مدیر باشند، رسیده باشد. مقررات انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار، وقوع این هزینه‌ها را حداکثر تا یک درصد دارایی‌های سالانه صندوق قابل قبول و مجاز می‌داند.

بازاریابی برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، توسط کارگزاری انجام می‌شود

که مجموعه‌های مختلفی از سهام را در پرتفوی‌های مشابه و با ساختارهای هزینه کارگزاری مختلف عرضه می‌کنند. هر مجموعه سهام، از ترکیب متفاوتی از هزینه‌های کارمزد خرید، فروش و کارمزدهای ۱-۱۱۲ برای جبران خدمات کارگزار تشکیل شده است.

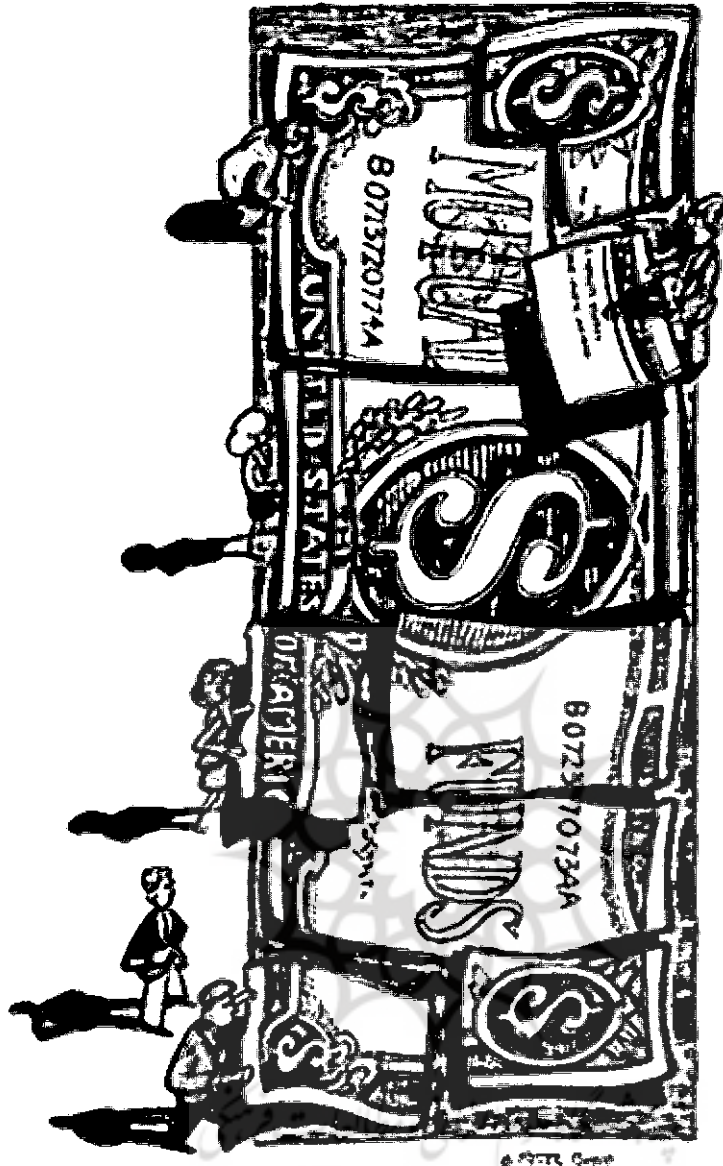
در روش دوم، صندوق‌های سرمایه‌گذاری بدون استفاده از کارگزار، به‌طور مستقیم سهام خود را به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند. سرمایه‌گذاران سهام را از صندوق می‌خرند و کارمزدی را به آن پرداخت می‌کنند. هم‌چنین برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است از طریق سوپرمارکت صندوق سرمایه‌گذاری^۹ خرید کنند. یک سوپرمارکت صندوق سرمایه‌گذاری توسط یک کارگزار سازماندهی می‌شود اما اغلب از این بابت پولی از سرمایه‌گذاران دریافت نمی‌شود. کارگزار مربوطه، فهرستی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک «مشارکتی»^{۱۰} به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. مزیت این نوع خرید برای سرمایه‌گذار آن است که همه سرمایه‌گذاری‌هایی که از طریق این سوپرمارکت صندوق سرمایه‌گذاری خریداری شده، حتی اگر مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلفی باشد، در یک حساب تلفیقی نگهداری می‌شود.

صندوق‌هایی که مستقیماً بازاریابی می‌شوند ممکن است از کارمزد ۱-۱۱۲ برای پرداخت هزینه تبلیغات در سوپرمارکت‌های صندوق سرمایه‌گذاری استفاده کنند. انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار (NASB) صندوق‌هایی را که می‌خواهند خود را به عنوان صندوق بدون کارمزد معرفی کنند، ملزم کرده که هیچ مبلغی را بابت کارمزد فروش مطالبه نکنند و کارمزد ۱-۱۱۲ نیز در آن‌ها بیش از ۰٫۲۵ درصد مینا (خالص دارایی‌ها) نباشد. البته برخی از این صندوق‌های مشترک، به عنوان صندوق‌های مشترک

9 fund Supermarket

10 participating

8 National Association of Securities Dealers



بدون کارمزد «محض» خوانده می‌شوند و هیچ کارمزد فروشی دریافت نمی‌کنند و هم‌چنین کارمزد ۱-۱۲b را از دارایی‌های صندوق مشترک کسر نمی‌کنند، بلکه مدیر صندوق هزینه‌های بازاریابی را به طور کامل از منابع خود پرداخت می‌کند.

کارمزدهای ۱-۱۲b، بسیار بحث برانگیز هستند. طرفداران این نوع کارمزد می‌گویند که این نوع کارمزدها ابزاری هستند که از طریق آن، سرمایه‌گذارانی که از طریق کارگزار خرید می‌کنند، می‌توانند هزینه کارگزاری را در طی زمان تسهیم کنند و آن را در یک زمان خاص به شکل کارمزد فروش متحمل نشوند. منتقدان استفاده از کارمزدهای ۱-۱۲b اشاره می‌کنند که این کارمزدها برخلاف کارمزدهای فروش، به‌طور مستقیم از طریق سرمایه‌گذاران درگیر یک معامله پرداخت نمی‌شوند، بلکه به‌طور سالانه از دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری کسر می‌شوند. بنابراین در واقع سهام‌داران فعلی، هزینه جذب سهام‌داران جدید را متحمل می‌شوند. از آنجا انگیزه و منافع مدیر برای حداکثر کردن اندازه صندوق سرمایه‌گذاری، به مراتب بیش‌تر از سرمایه‌گذار است، ممکن است وجوهی بیش از آنچه را که مطلوب سهام‌دار است صرف بازاریابی سهام کند.

هر صندوقی، اعم از آن‌که به‌طور مستقیم بازاریابی شود یا نشود و با کارمزد یا بدون کارمزد باشد، می‌تواند از سرمایه‌گذار یک «کارمزد حساب»^{۱۱} سالانه ناچیز دریافت کند تا مخارج نگهداری حساب، هزینه‌های پستی و غیره را پوشش دهد. به علاوه یک صندوق سرمایه‌گذاری ممکن است در صورتی که بازخرید سهام در دوره کوتاهی (اغلب ۹۰ روز) پس از خرید آن انجام شود، جریمه‌هایی را از شخص بازخرید کننده دریافت کند تا از معامله مکرر سهام صندوق تا حدودی جلوگیری کند. این کارمزد به جای آن‌که به مدیر پرداخت شود، به صندوق سرمایه‌گذاری پرداخت می‌شود.

گذاری^{۱۲} که انجمنی حرفه‌ای مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است، معمولاً میانگین هزینه کارمزد پرداخت شده توسط سرمایه‌گذاران را برآورد می‌کند. بر طبق برآوردهای این انجمن، این رقم در سال ۲۰۰۲، ۲/۵ بیلیون دلار و در سال ۲۰۰۳، ۲/۸ بیلیون دلار بوده است. برآورد کارمزدهای ۱-۱۲b ساده‌تر است زیرا این کارمزد، هزینه‌ای سالانه است و اطلاعات آن در پایگاه داده مرکز تحقیق در خصوص قیمت‌های اوراق بهادار نگهداری می‌شود. در سال ۲۰۰۳ سرمایه‌گذاران علاوه بر کارمزدهای

نتایج تحقیقی که در سپتامبر ۲۰۰۳ توسط مرکز تحقیق در خصوص قیمت‌های اوراق بهادار^{۱۳} (CRSP) انجام گرفت نشان داد که از بین ۶۶۶۲ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، ۵۶ درصد آن‌ها کارمزد فروش اخذ می‌کنند، ۶۶ درصد کارمزد ۱-۱۲b را دریافت می‌کنند و ۳۲ درصد بدون کارمزد هستند. این صندوق‌ها ۱۶،۰۱۸ نوع سهم مختلف منتشر می‌کنند. کارمزدهای فروش آن‌ها بین ۰/۱ درصد تا ۱۰/۵ درصد مقدار سرمایه‌گذاری شده است و میانگین آن ۳/۶ درصد است. انجمن شرکت‌های سرمایه

11 pure

13 Securities Prices Center for Research in

12 Account fee

14 Investment Company Institute

فروش فوق‌الذکر، حدود ۹/۵ بیلیون دلار کارمزد ۱-۵۱۲ پرداخته‌اند. لذا در سال ۲۰۰۳ سرمایه‌گذاران حدود ۱۲/۳ بیلیون دلار برای بازاریابی و خدمات نگهداری حساب پرداخت کرده‌اند.^{۱۵}

هزینه‌های اداری و مدیریتی شرکت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری، معمولاً حق (کارمزد) مدیریت دریافت می‌کند که این کارمزد از محل دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شود و معمولاً به صورت درصدی از دارایی‌های خالص پرتفوی است. این مبلغ بابت ارایه خدمات اداری و مشاوره‌ای توسط مدیر به سرمایه‌گذاران، به مدیر پرداخت می‌شود. این کارمزد معمولاً تنها بر مبنای دارایی‌های تحت کنترل مدیر دریافت می‌شود. با توجه به قانون مشاوران سرمایه‌گذاری^{۱۶} و مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار، محدودیت‌هایی برای مدیر در خصوص دریافت مبالغی بر مبنای عملکرد وجود دارد. (داس و ساندرام^{۱۷} ۱۹۹۸؛ گولک^{۱۸} ۲۰۰۳) صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بابت خدمات قانونی، حسابداری و اداری به اشخاص ثالث نیز مبالغی را پرداخت می‌کنند.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را ملزم کرده است که «نسبت هزینه^{۲۰}»

15 Mahoney, P (2004) «Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds»

16 Investment Advisers Act

17 Sundaram

18 Golec

19 Mahoney, P (2004)

«Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds»

۲۰ Expense ratio: درصدی از کل ارزش دارایی‌های صندوق که برای پوشش هزینه‌های مربوط به صندوق مشترک سرمایه‌گذاری مصرف می‌شود و در نتیجه باعث کاهش بازدهی کل صندوق می‌شود. این هزینه‌ها شامل هزینه‌های مدیریت و هزینه‌های عملیاتی هستند هزینه مدیریت هزینه‌ای است که به مدیر پرتفوی پرداخت می‌شود و معمولاً



را که شامل حق مدیریت، کارمزد ۱-۵۱۲ و سایر کارمزدهای مبتنی بر دارایی

مانند هزینه‌های قانونی، حسابداری و یا

سایر هزینه‌های مستمر است، به صورت سالانه گزارش کنند. این نسبت به صورت درصدی از خالص دارایی‌ها بیان می‌شود. میزان این هزینه در سال ۲۰۰۳ حدود ۴۷/۶ بیلیون دلار یا ۰/۷۶ درصد خالص

دارایی‌ها بوده است. کسر مبلغ ۹/۵ بیلیون دلار بابت کارمزد ۱-۵۱۲ از این مبلغ نشان می‌دهد که هزینه‌های عملیاتی (حق مدیریت و سایر هزینه‌های اداری،

حسابداری و قانونی) حدود ۳۸/۱ بیلیون درصد ثابتی است. منظور از هزینه‌های عملیاتی، آن دسته از هزینه‌هایی است که برای ادامه فعالیت صندوق باید پرداخت شوند، از قبیل کارمزدهای کارگزاری، مالیات، هزینه‌های

ارائه خدمات به مشتری و هزینه‌های بهره. دلار بوده است. مخارج معاملات

یک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، در معاملات پرتفوی، مخارج معاملاتی از قبیل کارمزد کارگزاری و بهای خرید و فروش^{۲۱} (تفاوت بین قیمت عرضه و تقاضا) را نیز متحمل می‌شود. این

مخارج بخشی از نسبت هزینه که در امیدنامه افشا می‌شود، نیستند، بلکه صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، مجموع کارمزدهای کارگزاری را در «صورت اطلاعات اضافی» به کمیسیون بورس و اوراق بهادار گزارش می‌کند. بنا به اعلام کمیسیون بورس و اوراق بهادار (۲۰۰۰)، به نظر می‌رسد ابزارهای پذیرفته شده همگانی برای اندازه‌گیری بهای

۲۰۰۳^{۲۸}. این امر به‌ویژه هنگامی که فروشنده یک نمونه قیمت‌گذاری غیر خطی را به کار می‌گیرد (مثلاً در صنعت آب و برق یا خدمات پزشکی و بیمه)، مصداق بیش‌تری خواهد داشت. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌ویژه صندوق‌هایی که سهام آن‌ها از طریق کارگزار به فروش می‌رسد، نمونه‌های قیمت‌گذاری کاملی دارند. لازم به ذکر است که احتمالاً محدودیت‌های قانونی، برای قیمت‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، یک سیستم اولین‌بهترین^{۲۹} فراهم می‌سازد. البته، هیچ‌یک از نکات مطرح‌شده نشان‌دهنده آن نیست که خدمات صندوق‌های مشترک به طور ناکارآمد قیمت‌گذاری شده‌اند، بلکه نشان می‌دهد که فضای مناسبی برای انجام تحقیقات تجربی در خصوص رابطه بین هزینه‌ها و مطلوبیت سرمایه‌گذار وجود دارد.

نتایج برخی از تحقیقات انجام شده در این خصوص گویا کننده بوده است. مخصوصاً، نتایج چند تحقیق حاکی از آن است که بازدهی‌های تحقق یافته سرمایه‌گذاران با نسبت‌های هزینه رابطه معکوس دارد. (التون^{۳۰}، گرویر^{۳۱}، داس، هلاوکا^{۳۲} ۱۹۹۳؛ مالکیل^{۳۳} ۱۹۹۵ و کارهارت^{۳۴} ۱۹۹۷). هم‌چنین بازدهی، رابطه معکوسی با برآورد هزینه معاملات دارد (لیوینگستون و اونیل^{۳۵} ۱۹۹۶؛ چالمرز، ادلن^{۳۶} و کادلک^{۳۷} ۱۹۹۹). از سوی دیگر، بازدهی سرمایه‌گذاران (خالص از کارمزد فروش) با میزان کارمزد رابطه معکوس

هزینه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بابت چه چیزی پرداخت می‌شوند؟ میزان و نوع مخارج صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، در بین صندوق‌های مختلف به میزان قابل توجهی متفاوت هستند. اما آیا مخارج بیش‌تر لزوماً به معنای کسب منفعت بیش‌تر برای سرمایه‌گذار است؟ این پرسش خود دربردارنده دو پرسش مهم است. آیا سرمایه‌گذارانی که از طریق کارگزاران خرید می‌کنند، متناسب با مبلغ پرداختی خود منتفع می‌شوند؟ آیا میزان هزینه‌های عملیاتی، اطلاعاتی در خصوص منفعت انجام این هزینه‌ها برای سرمایه‌گذاران ارایه می‌کند؟

” انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار، کارگزاران را از فروش سهام صندوق‌های مشترک بدون رعایت الزامات خاصی مربوط به کارگزار و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بر حذر داشته است

صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک شامل تعداد زیادی صندوق است و چندان متمرکز نیست. فرض بر این است که رقابت موجب می‌شود که قیمت خدمات تا میزان هزینه نهایی ارایه آن‌ها کاهش یابد و سرمایه‌گذاران، تنها در صورتی سهام یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را خریداری می‌کنند که ارزش افزوده خدمات آن از هزینه مربوطه بیش‌تر باشد.

اقتصاددانان می‌گویند هنگامی که مشتریان منطبق محدودی دارند، حتی در صورت وجود رقابت، قیمت ممکن از هزینه نهایی بیش‌تر باشد (گابیکس^{۳۶} و لیبسون^{۳۷})

خرید و فروش وجود ندارد. کارمزدها را می‌توان به راحتی اندازه‌گیری کرد اما اگر رابطه معکوسی بین مخارج کمیسیون و بهای خرید و فروش وجود داشته باشد (شاید به دلیل آن‌که کارگزاران دارای کیفیت بالا، کارمزدهای بیش‌تری مطالبه می‌کنند اما در عین حال معامله بهتری انجام می‌دهند)، افشای کارمزدها به تنهایی ممکن است گمراه‌کننده باشد.

با استفاده از اطلاعات مربوط به نمونه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام، لیوینگستون^{۳۸} و اونیل^{۳۹} (۱۹۹۶) برآورد کردند که میانگین کارمزدهای سالانه کارگزاری‌ها از سال ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۳، ۰/۲۸ درصد بوده است. ^{۴۰} چالمرز^{۴۰} و همکاران (۱۹۹۹) دریافتند که میانگین کارمزدهای سالانه کارگزاری و بهای خرید و فروش صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام به ترتیب ۰/۳۱ و ۰/۴۷ بوده است. آن‌ها صندوق سرمایه‌گذاری مشترک سهام را صندوقی تعریف کردند که ۵۰ درصد و یا بیش از ۵۰ درصد وجوه خود را در سهام سرمایه‌گذاری کرده باشد. چالمرز و همکاران دریافتند که مخارج کارگزاری و بهای خرید و فروش صندوق‌های بزرگ‌تر، کم‌تر است.

اگر چه برخی از اجزای مخارج کل با تقریب زیادی همراه هستند، اما آمار نشان می‌دهد که در سال ۲۰۰۳، سرمایه‌گذاران بابت سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک، حدود ۶۶ میلیارد دلار پرداخت کرده‌اند. بیش‌تر این مخارج به مدیران صندوق و کارگزاران پرداخت شده است. لازم به ذکر است که بخش قابل توجهی از این مبالغ، مربوط به هزینه‌های بازاریابی و توزیع است و شامل وجوه پرداختی به کارگزارانی است که به مشتریان خود توصیه می‌کنند که در کدام یک از صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری کنند.

۲۸ همان منبع

- 29 First best
- 30 Elton
- 31 Gruber
- 32 Hlavka
- 33 Malkiel
- 34 Carhart
- 35 Edlen
- 36 Kadlec

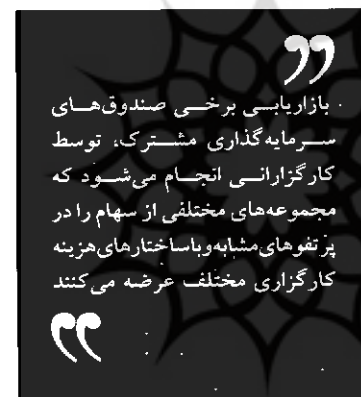
- 26 Gabaix
- 27 Laibson

- 22 Livingston
- 23 O'Neal
- 24 Mahoney, P. (2004) «Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds»
- 25 Chalmers

دازد (مورزی ۲۰۰۲، ۳۸). هر یک از این نتایج، باعث مطرح شدن پرسش‌های جالب و متعددی می‌شود. واضح است که بررسی و آزمون عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به شاخص‌های مورد استفاده حساس است و هر آزمون، ترکیبی از عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و نمونه اصلی بازدهی مورد انتظار است. هورتاکسو^{۳۷} و سیورسون^{۳۸} (۲۰۰۳) با مطالعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که بازدهی مورد انتظار آن‌ها بسیار مشابه بود، مسأله را از زاویه دیگری بررسی کردند. آن‌ها تحقیق خود را به صندوق‌های مشترک S&P۵۰۰ محدود کردند تا بتوانند بازدهی‌ها را در شاخص S&P۵۰۰ ردیابی کنند. برای این صندوق‌های مشترک، تفاوت در هزینه‌ها نمی‌تواند اطلاعاتی در خصوص توانایی مدیران در انتخاب سهام ارایه کند؛ اما با این وجود، محققان به این نتیجه رسیدند اختلاف قابل توجهی در هزینه‌ها وجود دارد. آن‌ها از این تحقیق چنین نتیجه گرفتند که دو گروه سرمایه‌گذار در بازار حضور دارند: سرمایه‌گذاران با تجربه که معمولاً سهام صندوق‌های بدون کارمزد و کم هزینه را خریداری می‌کنند و سرمایه‌گذاران مبتدی که بیش‌تر به کارگزاران اتکا می‌کنند و در نتیجه از صندوق‌های با کارمزد بالا خرید می‌کنند.

همان‌گونه که "هورتاکسو و سیورسون" نیز به آن اشاره کرده‌اند، مشورت با یک کارگزار حتی در صورتی که منجر به انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری مشترک دارای بازدهی تعدیل شده برای ریسک بیش‌تر نشود، می‌تواند برای مشتری، ارزشمند باشد. برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است نیازمند رهنمودهایی در خصوص موضوعات غیرمرتبط با بازدهی یک صندوق سرمایه‌گذاری یا سهام خاص

باشند، مثلاً ارزش متنوع‌سازی، تفاوت بین انواع مختلف سرمایه‌گذاری‌ها و متناسب بودن آن‌ها با نیازهای سرمایه‌گذار و ... همان‌گونه که انجمن شرکت سرمایه‌گذاری (۲۰۰۱) اشاره کرده، بسیاری از خریداران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران بی‌تجربه هستند. بدیهی است که اندازه‌گیری و محاسبه ارزش مشاوره ارایه شده به آنها، بسیار مشکل است. چگونه می‌توان به این پرسش پاسخ داد که رفتار یک سرمایه‌گذار مبتدی بدون مشورت گرفتن از کارگزار چه تغییری می‌کند؟ ارزش مشاوره، لزوماً در کسب بازدهی بیش‌تر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک منعکس نمی‌شود. در هر حال مشاهدات فوق‌الذکر،



بازاریابی برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، توسط کارگزارانی انجام می‌شود که مجموعه‌های مختلفی از سهام را در پرتفوی‌های مشابه و با ساختارهای هزینه کارگزاری مختلف عرضه می‌کنند

طراحی تحقیقاتی را در خصوص رابطه بین هزینه و عملکرد ایجاد می‌کند. پس از انجام تحقیق "جنسن" (۱۹۶۷) که اولین تحقیق در خصوص عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بود، محققان اغلب نسبت هزینه را به عنوان معیار هزینه مشاوره سرمایه‌گذاری مدیر به صندوق در نظر می‌گرفتند، در حالی که کارمزد فروش، در صورت وجود، معیار هزینه مشاوره سرمایه‌گذاری کارگزار فروشنده به سرمایه‌گذار در نظر گرفته می‌شد. متأسفانه، این رابطه از سال ۱۹۸۰ یعنی سالی که کمسیون بورس و اوراق بهادار اجازه دریافت کارمزدهای ۱۲-۱۵ را داد، تضعیف شده است. این کارمزدها در نسبت‌های هزینه لحاظ شده بودند

اما عمدتاً برای جبران خدمات کارگزار فروشنده مورد استفاده قرار می‌گرفتند. بنابراین انجمن شرکت سرمایه‌گذاری (۲۰۰۴) بیان کرد که در تحقیقات دانشگاهی باید کارمزدهای ۱-۱۲b از نسبت هزینه کسر شوند.

تحقیقات نشان می‌دهد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر، هزینه‌های مدیریتی کم‌تری می‌پردازند. به علاوه، صندوق‌های دارای کارمزد که شاید برای سرمایه‌گذاران کم‌تجربه‌تری ایجاد شده‌اند، معمولاً هزینه‌های مدیریتی بیش‌تری را علاوه بر کارمزدهای فروش دریافت می‌کنند. صندوق‌های بزرگ‌تر، به‌طور متوسط، هزینه‌های کم‌تری دارند و هزینه صندوق‌های مشترک دارای کارمزد فروش به‌طور میانگین ۱/۵ درصد بیش از صندوق‌های بدون کارمزد است.

قسمت اعظم دارایی‌ها در اختیار صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای هزینه کم است. البته صندوق‌های شاخص^{۳۹} - صندوقی که پرتفوی آن مطابق با پرتفوی شاخص خاصی چیده شده است تا دقیقاً نعل به نعل شاخص حرکت کرده و عملکرد آن را منعکس کند - ممکن است به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران با تجربه‌ای که حدس می‌زنند مدیریت فعال، ارزش افزوده ایجاد نمی‌کند، جذاب باشد.

در این مقاله تاکنون بر هزینه‌های سالانه یا معاملاتی که سرمایه‌گذار یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به موجب قراردادی مشخص با مدیر صندوق یا شاخص ثالث دارد، تأکید شد. در هر حال مدیران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ممکن است از طریق دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک قادر به کسب پاداشی باشند که به روشنی انتظار آن نمی‌رود. در بخش بعدی مقاله به هزینه‌های پنهان سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پرداخته می‌شود.

هزینه‌های پنهان سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک

37 Morey

38 منبع: In-Manager (2004) Mahoney, P. Investor Conflicts in Mutual Funds

39 Hortacsu

40 Syverson

بهترین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آن‌ها با تضاد روبرو شوند. مدیران صندوق ممکن است با تضاد بین حداکثر کردن فروش سهام صندوق و کسب خدمات کارگزاری یا بهترین کیفیت و قیمت در دسترس مواجه شوند.

کارگزاران معمولاً در کنار انجام معاملات برای مدیران صندوق، خدمات تحقیقاتی نیز ارائه می‌دهند. در نوعی توافق که به سافت دلار معروف است، هزینه خدمات تحقیقاتی و انجام معاملات می‌تواند به همراه کارمزدهای کارگزار محاسبه شود. این توافق‌ها به مشاوران سرمایه‌گذاری، ابزاری برای انتقال هزینه می‌دهد.

مقررات انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار، کارگزاران را در هنگامی که می‌خواهند تصمیم بگیرند که آیا سهام آن صندوق را به مشتریان خود پیشنهاد کنند یا خیر، از دریافت کامزد از معاملات پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک باز می‌دارد. این مقررات همچنین کارگزاران را ملزم می‌سازد تا بهترین شیوه عمل را برای مشتریان صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به کار گیرند. هم‌چنین کمیسیون بورس و اوراق بهادار رهنمودهایی در خصوص استفاده از روش‌های سافت دلار ارائه کرده‌است. اما با این وجود، مقررات فعلی ممکن است کاملاً مؤثر و کارآمد نباشند.

لیوینگستون و اونیل (۱۹۹۶) برآورد کردند که بین سال‌های ۱۹۸۹ و ۱۹۹۳، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌طور متوسط به ازای هر سهم معامله شده، تقریباً ۶ سنت کارمزد کارگزاری پرداخته‌اند. در همان دوره، کارگزاران معمولاً به ازای هر سهم، کارمزدهای ۱ تا ۲ سنتی پیشنهاد می‌دادند، لذا این امر می‌تواند بیانگر آن باشد که بخش قابل توجهی از کارمزدهایی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداخت می‌کنند، سافت دلار است. چالمرز، ادلن^{۴۴} و کادلک^{۴۵} (۱۹۹۹) دریافتند که کارمزد کارگزاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری



کارگزاران پول پرداخت می‌کند تا معاملات پرتفوی صندوق را انجام و تحقیقاتی انجام دهند، در حالی که همین کارگزاران ممکن است سهام این صندوق سرمایه‌گذاری را به مشتریان خود پیشنهاد کنند. در زمان تصمیم‌گیری در خصوص آن که کدام کارگزاری برای معاملات پرتفوی انتخاب شود، برخی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تلاش‌های کارگزار برای فروش سهام صندوق را نیز مدنظر قرار می‌دهند. از این روش با عنوان "کارگزاری مستقیم" یاد می‌شود. کارگزاری مستقیم باعث ایجاد تضاد می‌شود. کارگزاران ممکن است در به دست آوردن کسب و کار دلالتی از صندوق‌های مشترک و ارائه مشاوره بدون سوگیری به سرمایه‌گذاران برای تعیین

اگرچه هزینه‌های کارگزاری و هزینه‌های خرید و فروش که در بخش قبلی به آن‌ها اشاره شد به اشخاص ثالث پرداخت می‌شوند، اما پتانسیل انتقال هزینه‌ها از مدیر به صندوق را دارا هستند. هم‌چنین سازوکار تعیین خالص ارزش دارایی‌های (NAV) جاری صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، مدیر را قادر می‌سازد تا به معامله‌گران خاصی، سود آربیتراژ اختصاص دهد و اندازه صندوق سرمایه‌گذاری را بزرگ کرده و بدین ترتیب کارمزدها را بالا ببرد. کارمزدهای سافت دلار^{۴۲} و کارگزاری مستقیم^{۴۳}

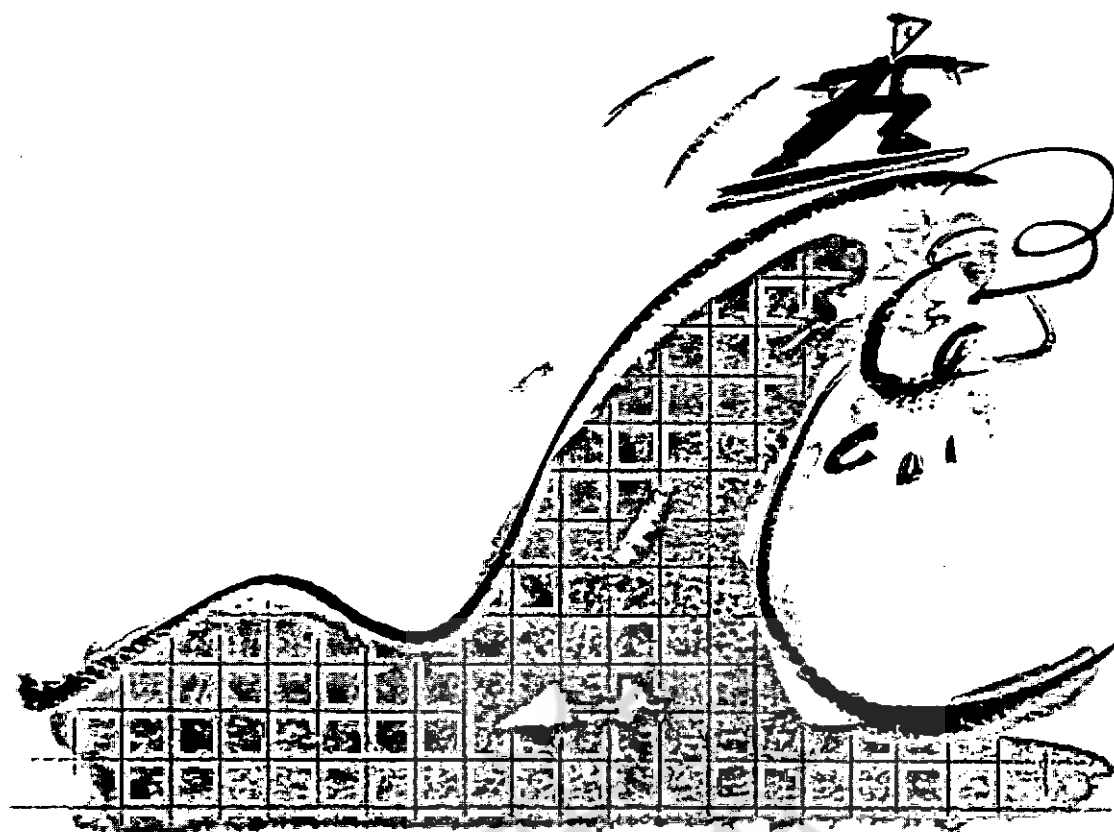
یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به

44 Edelen

45 Kadlec

42 Commission Soft dollar

43 Directed brokerage



خود را ارایه کند. مقررات ۱-۵۱۲ قانون شرکت سرمایه‌گذاری، قیمت‌گذاری آتی^{۵۱} را الزامی کرده است، یعنی یک صندوق باید به هر سفارشی را که به ارزش خالص دارایی‌ها محاسبه شده بعدی دریافت می‌کند، ترتیب اثر دهد. قیمت‌گذاری آتی، از آریترایژ بدون ریسک جلوگیری می‌کند. این آریترایژ زمانی ایجاد می‌شود که یک سرمایه‌گذار اجازه داشته باشد که معامله‌ای را در یک روز با قیمت روز قبل انجام دهد. رهکرد قبلی کمیسیون بورس و اوراق بهادار بیان می‌کرد که یک سفارش هنگامی به کارگزار داده می‌شود، دریافت شده تلقی می‌شود. بنابراین سفارشی که در ساعت ۳ بعد از ظهر به کارگزار داده می‌شود و سپس به عنوان بخشی از یک دسته سفارش توسط کارگزار در ساعت ۵ بعد از ظهر به صندوق داده می‌شود، می‌تواند در همان روز تکمیل شود چرا که کارگزار سفارش را قبل از ساعت ۴ دریافت کرده است. این روش، کارگزار را

بلکه این قیمت از طریق محاسبه خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) به دست می‌آید. صندوق‌ها معمولاً NAV خود را تنها یک بار در روز و در ساعت ۴ بعد از ظهر محاسبه می‌کنند. سپس صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، تقاضاهای خرید و فروشی که در آن روز به قیمتی برابر با NAV داده شده‌اند را اجرا می‌کند. قبل از سال ۲۰۰۳، برخی از کارگزاران و مدیران صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران خاص اجازه می‌دادند تا به قیمت قدیمی که منعکس‌کننده اطلاعاتی است که در دسترس عموم نبودند، معامله کنند و با این کار اجازه کسب سود بدون ریسک نسبتاً زیادی را به آن‌ها می‌دادند. دو شکل اصلی آریترایژ قیمت قدیمی که در ادامه تشریح می‌شوند، معامله با تأخیر^{۴۹} و زمان بازار^{۵۰} می‌باشند.

معامله با تأخیر زمانی انجام می‌شود که یک کارگزار به مشتری اجازه دهد که بعد از خاتمه یافتن معامله درخواست

انفرادی و بهای خرید و فروش با یک دیگر رابطه مستقیم دارند. اگر یک صندوق، کارمزد بیش‌تری برای انجام معامله بزرگ‌تر بپردازد، انتظار می‌رود که رابطه معکوسی بین کارمزدها و بهای خرید و فروش وجود داشته باشد. نکته با اهمیت‌تر آن است که بهای خرید و فروش با نسبت‌های هزینه رابطه مستقیم دارد. از لحاظ نظری، کارمزد سافت دلار^{۴۶}، هزینه مدیر را کاهش می‌دهد و مدیر می‌تواند پول مربوطه را صرف صندوق کند و هزینه مدیریتی را کاهش دهد؛ اما در هر حال شواهد عملی چندان با نظریه‌ها هماهنگ نیستند و برخی از صندوق‌های مشترک حساس به هزینه^{۴۷} هستند و برخی بی‌تفاوت به هزینه^{۴۸}.

زیان‌های آریترایژ قیمت قدیمی^{۴۸} قیمتی که سهام صندوق به آن معامله می‌شود، ماحصل تأثیر متقابل و لحظه به لحظه تقاضاهای خرید و فروش نیست،

46 Cost-sensitive

47 Cost-insensitive

48 Stale-price

51 Forward pricing

49 Late trading

50 Market timing

قادر می‌سازد تا به مشتریان خاص اجازه دهد که بعد از مهلت زمانی تعیین شده (ساعت ۴ بعد از ظهر) سفارش خود را بر اساس ارزش خالص دارایی‌ها در آن روز ارزیابی دهند.

معامله با تأخیر کانری^{۵۲} در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بانک آمریکا که توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار به آن اشاره شده، نمونه‌ای از این پدیده است. بانک آمریکا مالک یکی از شرکت‌های وابسته مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری و یک شرکت وابسته کارگزار بود. کارگزار به "کانری" اجازه می‌داد که درخواست‌های خود را بعد از ساعت ۴ بعد از ظهر ارزیابی کند و سپس در ثبت مدارک به گونه‌ای عمل می‌کرد که در حسابرسی انجام شده از آن این گونه به نظر می‌آمد که سفارشات را قبل از ساعت ۴ دریافت کرده است. "کانری" برای جبران این خدمت، موافقت کرده بود که در سرمایه‌گذاری‌های مختلفی که بانک آمریکا، تأمین منابع مالی آن را به عهده دارد، مشارکت بلند مدت داشته باشد. سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بانک آمریکا و پرداخت مخارج مربوطه، باعث ایجاد درآمد برای مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بانک آمریکا و شرکت کارگزاری شده بود. در عین حال، معاملات با تأخیر، ارزش سهام‌های سایر سرمایه‌گذاران را کاهش داده بود. کانری اجازه داشت که با در دست داشتن اطلاعاتی که بعد از ساعت ۴ منتشر می‌شد، سهام را به قیمتی که خیلی پایین‌تر بود، خرید کند (ویا به قیمتی که خیلی بالاتر بود بفروشد). در واقع کارگزار به کانری به طور رایگان، اختیار خرید و فروش سهام صندوق سرمایه‌گذاری را به قیمت ساعت ۴ بعد از ظهر می‌داد که این اختیار یک ساعت و یا بیش از یک ساعت بعد از ساعت ۴ به پایان می‌رسید و سایر سهام‌داران این صندوق، هزینه این اختیارها را متحمل می‌شدند.

"زمان بازار" مشکل دیگری بود که در مواردی که قیمت‌های اوراق بهادار مورد

استفاده در محاسبه ارزش خالص دارایی‌ها درست نبودند، ایجاد می‌شد. مشکل مزبور در هنگامی که صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، در سهام شرکت‌های غیر آمریکایی سرمایه‌گذاری می‌کند، مشخص‌تر خواهد بود. بازار محل داد و ستد این سهام‌ها ممکن است ساعت‌ها قبل از بسته شدن بازار آمریکا بسته شود. در برخی موارد حتی ممکن است یکی از اوراق بهادار داخلی نیز از چند روز قبل تاکنون معامله نشده باشد. این موضوع به ویژه برای دارایی‌هایی که از قابلیت نقدشوندگی کمتری برخوردارند (مانند سهام شرکت‌های کوچک و اوراق قرضه شرکت‌ها)، مصداق دارد. استفاده از قیمت‌های قدیمی ممکن است با توجه به

”
 قیمتی که سهام صندوق به آن معامله می‌شود، ماحصل تأثیر متقابل و لحظه به لحظه تقاضاهای خرید و فروش نیست، بلکه این قیمت از طریق محاسبه ارزش دارایی‌ها (NAV) به دست می‌آید
 “

اطلاعاتی که بعد از آخرین معامله منتشر شده برای یک معامله‌گر مزیت اطلاعاتی داشته باشد و نشان می‌دهد که آن دارایی در هنگام بازگشایی مجدد به چه قیمتی معامله خواهد شد.

برخلاف انجام معامله با تأخیر، هیچ دلیلی برای نادرست بودن مبادله زمان بازار وجود ندارد. هر سرمایه‌گذار کم‌تجربه و ناآگاهی می‌تواند، سفارشی را در زمان مناسب بدهد و با توجه به قیمت قدیمی سود ببرد و یا متحمل زیان شود. تلاش آگاهانه برای بهره‌جستن از قیمت‌های قدیمی و تصادفی نبودن کسب انتفاع از آن‌ها به عنوان زمان بازار "نادرست" تعریف می‌شود.

تدوین‌کنندگان مقررات می‌گویند که برخی

از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدعی برداشتن گام‌های متهورانه برای جلوگیری از مشکل زمان بازار هستند، اما در واقع به مشتریان دلخواه خود، اجازه انجام این عمل را می‌دهند. در اصل، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام‌داران را گمراه کرده و به آن‌ها القا کرده‌اند که زمان بازار یک مشکل واقعی نیست.

یکی از نشانه‌های مشخص زمان بازار آگاهانه و عمدی، انجام معاملات مکرر در خارج از صندوق است. انجام معاملات مکرر، به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هزینه‌های معاملاتی تحمیل می‌کند که این هزینه‌ها در نهایت به سهام‌داران بلندمدت منتقل می‌شود. در هیچ یک از قوانین و مقررات تعیین نشده که معامله بیش از حد سهام صندوق مشترک سرمایه‌گذاری چه میزان است. در واقع تعداد کمی از صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند سهام آن‌ها را به طور مستمر معامله کنند، آشکارا کمک می‌کنند و معمولاً در امیدنامه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ذکر می‌شود که صندوق متعلق به سرمایه‌گذاران بلندمدت است و برای معامله‌گران موقتی و کوتاه‌مدت مناسب نخواهد بود. برخی از صندوق‌ها، برای باز خرید سهام‌هایی که در زمانی کمتر از یک دوره زمانی مشخص (اغلب ۹۰ روزه) انجام می‌شوند، کارمزد اضافی دریافت می‌کنند. برخی دیگر برای تعداد معاملات خرید و فروش رفت و برگشتی^{۵۳} در طی یکسال خاص محدودیت قائل می‌شوند. به علاوه، امیدنامه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اغلب حق پذیرفتن معاملات خاص را، در صورتی که برای سهام‌داران بلندمدت مضر تشخیص داده شوند، برای خود محفوظ نگه می‌دارند.

از سوی دیگر بخش ۴-۲۱۱ قانون شرکت سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ بیان می‌کند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک باید



زیترویتز^{۵۴} در تحقیقی، زیان ناشی از آربیتراژ قیمت قدیمی را در صورت‌های مالی بین‌المللی برآورد کرد. وی خالص ارزش دارایی‌های روزانه را با NAV های ارزش منصفانه فرضی که با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکت‌های آمریکایی و خارجی بعد از بسته شدن این بازارهای خارجی محاسبه شده بود، مقایسه کرد. وی برآورد کرد که سرمایه‌گذاران صندوق‌های مشترک سرمایه‌ای بین‌المللی، در سال‌های پایانی دهه ۹۰، سالانه متحمل ۵/۶ درصد زیان شده‌اند.

مانه^{۵۵} (۲۰۰۴) اهمیت اصولی این برآوردهای را با تردید مواجه کرد و بیان کرد که سرمایه‌گذاران، مراقب بازدهی‌های تحقق یافته هستند. در برخی موارد پاداش

دارایی‌های مبادله شده برآورد کند. در هر حال، کمیسیون بورس و اوراق بهادار هیچ روش خاصی را برای تعیین ارزش منصفانه تصویب نکرده است. فاصله گرفتن از قیمت‌های بازار و عدم استفاده از آنها، باید به صلاح‌دید هیأت مدیره صندوق انجام شود تا مشخص شود که قیمت مبادله قبلی "جاری" نیست و روش مورد استفاده صندوق برای محاسبه ارزش منصفانه مناسب است. ظاهراً به نظر می‌رسد که هیأت مدیره صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در استفاده از ارزش منصفانه اکره دارند.

زیان‌های سهام‌داران سؤال دیگری که در این‌جا مطرح است آن است که سایر سهام‌داران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به دلیل آربیتراژ قیمت قدیمی چقدر زیان می‌بینند؟

تا حد امکان از ارزش‌های جاری بازار برای محاسبه ارزش خالص دارایی‌ها (NAV) استفاده کنند. در صورتی که ارزش جاری بازار در دسترس نباشد، صندوق باید از ارزش منصفانه‌ای که به اعتقاد هیأت مدیره مناسب‌تر است، استفاده کند. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (۲۰۰۱) این دیدگاه را مطرح کرد که در صورتی که یک رویداد با اهمیت از زمان بسته شدن بازار اصلی روی داده باشد، ارزش بازار دیگر جاری نخواهد بود.

مدیران صندوق ممکن است با استفاده از دارایی‌های مشابهی که در کشور خودشان مبادله می‌شود، قادر به تخمین ارزش جاری یک سهام خارجی باشند که بازار اصلی آن بسته است. هم‌چنین یک صندوق می‌تواند ارزش یک سرمایه‌گذاری خاص را با استفاده از قیمت‌های آتی و یا سایر

54 Zitewitz

55 Manne

مدیران صندوق بر اساس بازدهی تحقق یافته داده می‌شود، لذا سرمایه‌گذاران آن را به دقت زیر نظر دارند. رقابت بین صندوق‌ها و بررسی‌های سرمایه‌گذاران اطمینان می‌دهد که زیان‌های کنندگی حداقل خواهند شد.^{۵۶}

در هر حال، دامنه وسیعی از مقررات قانونی حاکم، میزان پاداش را به مبالغی که در شروع معامله توافق شده، محدود می‌کند. هم‌چنین مقررات اوراق بهادار در آمریکا و انگلستان، وسیله‌ای برای اطمینان از این موضوع است که همه هزینه‌های مرتبط با راه‌اندازی یک شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری جدید، قبل از خرید سهم توسط سرمایه‌گذاران افشا شده‌است. مقررات اوراق بهادار می‌توانند با تهیه قراردادهای استاندارد برای اعطای پاداش به افرادی که باعث بهبود وضعیت شرکت می‌شوند، رفاه را افزایش دهند (لاپورتا و همکاران ۲۰۰۳)^{۵۷}. یک سنوآل تحقیق جالب آن است که با توجه به مشکل زمان بازار، آیا سرمایه‌گذاران از طریق کاهش تقاضا برای سهام صندوق، بخشی از زیان را، حتی پیش از دخالت مقررات، به مدیران صندوق منتقل می‌کنند یا خیر.

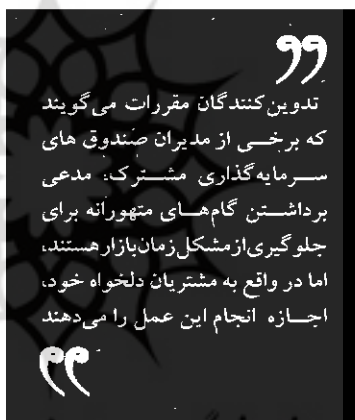
واکنش قانونی

قانونگذاران، اقدامات حقوقی و جزایی متعددی علیه مدیران صندوق‌های مشترک، کارگزاران و معامله‌گرانی که سهام صندوق را به درستی معامله نمی‌کنند اعمال کرده‌اند. ضمن آن‌که کمیسیون بورس و اوراق بهادار و مجلس کنندگان آمریکا، تغییرات قانونی وسیعی را در این خصوص پیشنهاد داده‌اند. در این بخش از مقاله، این واکنش‌ها بررسی و به برخی مسائل اصلی مربوطه پرداخته می‌شود.

اقدامات قانونی:

طرح‌های معامله با تأخیر و زمان بازار، موجب فریب دادن مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و یا فریب خوردن

از آن‌ها می‌شود و در برخی موارد نقض آشکار مقررات، قیمت‌گذاری آتی را الزامی می‌کند. طرح‌های معامله با تأخیر و زمان بازار در قوانین فعلی، غیر قانونی هستند. مقررات اوراق بهادار فدرال، به کمیسیون بورس و اوراق بهادار اختیارات زیادی برای مقابله با متخلفین داده‌است. کمیسیون بورس و اوراق بهادار می‌تواند بدون مراجعه به دادگاه، مقرراتی را وضع کند، ضمن آن‌که طرح اولیه برخی دیگر از مقررات نیازمند رایه آن‌ها توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار است. پیگرد قانونی می‌تواند باعث تحمیل هزینه‌های جزایی به مدعی علیه شود. هنگامی که مدعی علیه یک شخص باشد، خطر زندان وجود دارد، اما سازمانها را نمی‌توان حبس



تدوین کنندگان مقررات می‌گویند که برخی از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدعی برداشتن گام‌های متهورانه برای جلوگیری از مشکل زمان بازار هستند، اما در واقع به مشتریان دلخواه خود، اجازه انجام این عمل را می‌دهند

کرد و تنها می‌توان آن‌ها را جریمه کرد، بنابراین تفاوت بین مخارج مدنی و جزایی کم‌اهمیت است. سرانجام، مقررات اوراق بهادار دولتی و ایالتی بر حق سرمایه‌گذار برای شکایت از کسانی که تقلب کرده‌اند، تأکید دارد. یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، در مقابل همه تحریف‌های مربوط به امیدنامه‌اش پاسخ‌گوست.

تغییرات پیشنهادی در مقررات

مقررات فعلی باید جریمه کافی برای کسانی که از روش‌های معامله غیر صحیح استفاده می‌کنند داشته باشد، لذا پرسشهایی در این خصوص مطرح می‌شوند. اولاً چرا کمیسیون بورس و اوراق بهادار

نمی‌تواند سوءاستفاده‌های مربوط به معامله با تأخیر و زمان بازار را شناسایی کند؟ ثانیاً اگر چه مقررات موجود، پس از وقوع معاملات غیر صحیح و نادرست، جرایمی را برای آن‌ها در نظر می‌گیرد، اما آیا مقررات دیگری می‌تواند پیش از انجام معامله، از وقوع موارد فوق جلوگیری کند؟

کمیسیون بورس و اوراق بهادار برای حل برخی از مسائل قیمت‌گذاری که ممکن است باعث وقوع معاملات با تأخیر شوند، پیشنهادهایی را مطرح کرده است. سایر مقررات پیشنهادی، حاکمیت شرکتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را تغییر می‌دهد.

یکی از پیشنهادات مطرح شده آن است که درخواست‌های خرید و فروش توسط کارگزار دریافت نشود، بلکه توسط خود صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یا کننده انتقالی وی دریافت شود (SEC ۲۰۰۳). پیشنهاد دیگری که مطرح شده، صندوق را ملزم به افشای گسترده‌تر اطلاعات در امیدنامه می‌کند، به خصوص افشای هزینه‌هایی که انجام معاملات مستمر بر سرمایه‌گذاران بلندمدت تحمیل می‌کند و گام‌هایی که صندوق برای محدود کردن این معاملات برمی‌دارد.

پیشنهاد دیگر آن است که صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، برای فروش سهام در فاصله زمانی کم‌تر از ۵ روز از زمان خرید کارمزدی ۲ درصدی از مشتریان دریافت کند (SEC ۲۰۰۴). هم‌چنین مشاوران سرمایه‌گذاری باید بر معاملات کارکنان حرفه‌ای خود نظارت کنند (SEC ۲۰۰۴).

این اصلاحات، مربوط به برخی از تضادهای آشکار بین مدیر و سرمایه‌گذار است که تا سال ۲۰۰۳ پدیدار شده‌اند، اما انگیزه مدیران را برای یافتن راه‌هایی برای افزایش پاداش خود تغییر نمی‌دهند. با توجه به آن‌که هیأت مدیره، اصلی‌ترین ابزار مواجهه با این تضادها است، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (۲۰۰۴) در الزامات مربوط به استقلال هیأت مدیره

۵۶ منبع: Mahoney P (2004) «Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds»

تغییراتی ایجاد کرد، به این صورت که باید حداقل ۷۵ درصد اعضای هیأت مدیره، مستقل باشند و رئیس هیأت مدیره از بین اعضای مستقل انتخاب شود. هم‌چنین اعضای مستقل هیأت مدیره در خصوص حاکمیت شرکتی و مسائل مربوط به تضاد منافع مشاوره می‌دهند. تحقیقاتی که در مورد شرکت‌هایی غیر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام شده نشان می‌دهد که اعضای مستقل هیأت مدیره، پادشاه‌های مدیران را محدود کرده و بازدهی سهام‌داران را افزایش می‌دهند (وان ۲۰۰۳).^{۵۸} اما بعید است که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، یک عضو مستقل هیأت مدیره بتواند مشاهده کند که مدیر چگونه از جزئیات تعیین قیمت و انجام سفارش برای افزایش پادشاه خود استفاده می‌کند. در عمل، اکثریت اعضای هیأت مدیره بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که با رسوایی مواجه شده‌اند، مستقل بوده‌اند. اصلاحات پیشنهادی دیگر ممکن است شامل ارایه راه‌کارهایی برای کاهش هزینه‌های کنندگی باشند. دیوان محاسبات عمومی آمریکا پیشنهاد داده که در صورت‌های مالی سه‌ماهه هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سهم سرمایه‌گذاران از هزینه‌های صندوق افشا شود، اما کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا این پیشنهاد را نپذیرفته، بلکه در عوض صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را ملزم کرده که در گزارش میان‌دوره‌ای خود جدولی ارایه کنند که مقادیر دلاری هزینه‌های انجام شده به ازای هر ۱۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری را نشان دهد.

سیستم نظارتی و قانونی فعلی، به کمک ابزارهای سرمایه‌گذاری متفاوت که دارای سیستم‌های پاداش و تمهیدات حاکمیت شرکتی متفاوتی هستند، به تفکیک سرمایه‌گذاران باتجربه از بی‌تجربه دامن می‌زند. به دلیل آن‌که نهادها و اشخاص ثروتمند، نیازمند حمایت‌هایی مشابه با حمایت‌های مورد نیاز سهام‌داران

جزء نیستند، اجازه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های پوششی^{۵۹} را دارند که معمولاً از کارمزدهای مبتنی بر عملکرد^{۶۰} بهره می‌گیرند. در مقابل، محدودیت‌های قانونی این اطمینان را فراهم می‌کنند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی که سهام آن‌ها به سهام‌داران جزء عرضه می‌شود، برای اعطای پاداش به مدیران صندوق، از قراردادهای پاداش مبتنی بر دارایی^{۶۱} استفاده می‌کنند. میزان مبلغ پرداختی به کارگزاری که سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را به فروش می‌رساند، توسط خود کارگزار تعیین نمی‌شود، بلکه توسط مدیر صندوق تعیین

”صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک منافع زیادی برای سرمایه‌گذاران به همراه دارند که عبارتند از الف) مدیریت حرفه‌ای، ب) متنوع سازی، ج) صرفه جویی ناشی از مقیاس، د) قدرت نقدشوندگی بالا و ه) آسانی و سهولت در خرید و فروش. بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشهور و بزرگ، خدمات خود را با قیمت پایین به مشتریان خود ارایه می‌کنند

می‌شود. ساختارهای حاکمیتی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و قراردادهای مدیران با صندوق و سایر ارایه‌کنندگان خدمات، منظم و با قاعده هستند. اگرچه انگیزه برقراری این محدودیت‌ها، کنترل تضاد منافع موجود بین سهام‌دار و مدیر است، اما در عمل ممکن است با محدود کردن توانایی مدیر صندوق و کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران جزء در نهادهایی که کنترل‌کننده مدیران صندوق هستند، همراه باشد.

راه‌کار پیشنهادی دیگر، هدایت تلاش‌های نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی^{۶۲} در راستای منافع سرمایه‌گذاران کم‌تجربه است. ممکن است محدودیت‌های حاکمیت شرکتی برای ابزارهای سرمایه‌گذاری که ترکیبی از سرمایه‌گذاران نهادی و افراد عادی در آن‌ها مشارکت کرده‌اند، کاهش یابند. البته هر تغییری در مقررات، لزوماً به نتایج مطلوب نمی‌انجامد. مثلاً ممکن است بین منافع سرمایه‌گذاران نهادی و سهام‌داران جزء تضاد به وجود آید. با این حال با توجه به منافع نظارت بیش‌تر، این ایده شایسته توجه بیش‌تری است.

سرانجام، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ممکن است توجه بیش‌تری به الگوهای جریان‌ساز نقدی ورودی یا خروجی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بکند. این الگوها می‌تواند اطلاعاتی در خصوص تلاش‌های مدیر برای جذب سرمایه‌گذاران و زمان بازار ارایه کند. هنگامی که جریان‌ساز ورودی روزانه یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نوسانات زیادی داشته باشد، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ممکن است این سؤال را مطرح کند که آیا راهکارهای مدیر صندوق برای جذب جریان‌ساز ورودی، همسو با منافع سهام‌داران بلندمدت هستند یا خیر.

نتیجه‌گیری

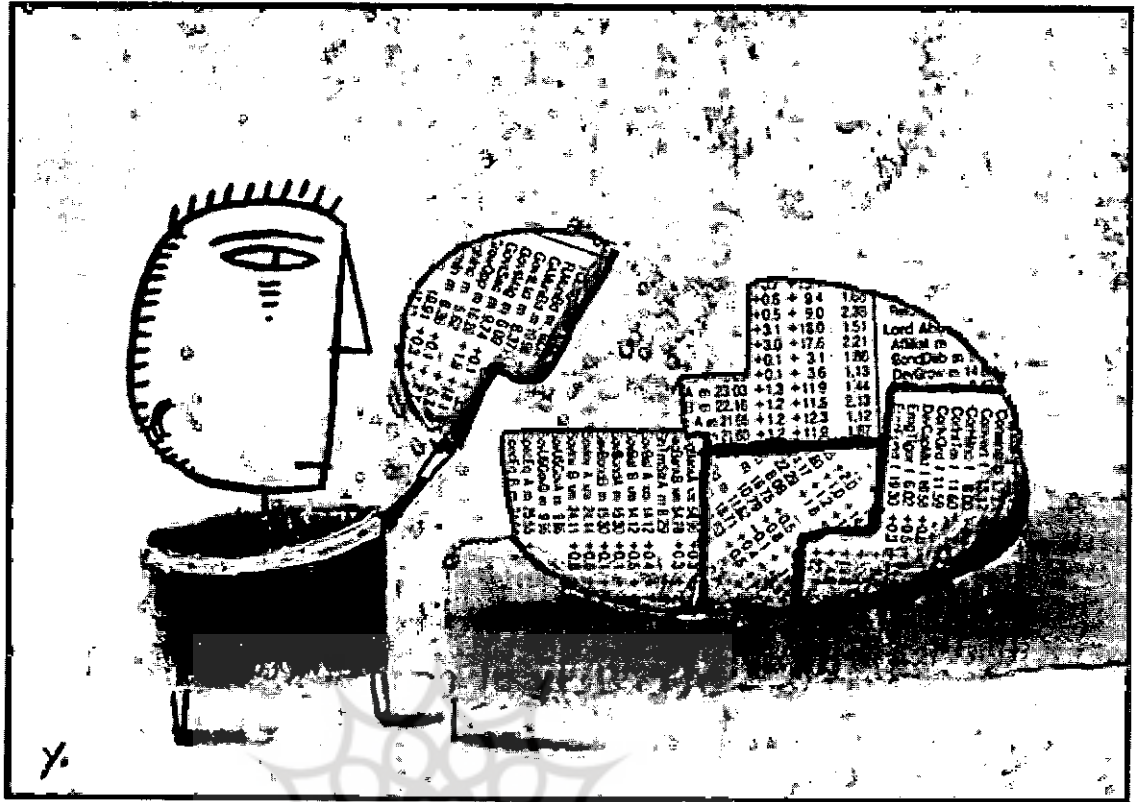
صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک منافع زیادی برای سرمایه‌گذاران به همراه دارند که عبارتند از الف) مدیریت حرفه‌ای، ب) متنوع سازی، ج) صرفه جویی ناشی از مقیاس، د) قدرت نقدشوندگی بالا و ه) آسانی و سهولت در خرید و فروش. بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشهور و بزرگ، خدمات خود را با قیمت پایین به مشتریان خود ارایه می‌کنند. اما یک سرمایه‌گذار کم‌تجربه چگونه می‌تواند دریابد که قیمتی منطقی برای خرید سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پرداخته است. در حال حاضر فرض بر آن است که بازار باید کارمزدهای مربوطه را تعیین

59 Hedge funds

60 Performance-based fees

61 Asset-based compensation

58 Wan



کند، اما این کارمندا باید شفاف باشند. در رسوایی‌هایی که در سال ۲۰۰۳ برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به وجود آمد، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به طور مخفیانه، با فروش حق معامله سهام صندوق با قیمت‌های قبلی، منافع اضافی کسب می‌کردند؛ اما حتی قبل از وقوع این رسوایی‌ها، برخی از محققان این پرسش را مطرح کرده بودند که آیا میزان کارمزدهای مدیریت و سایر هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نشان‌دهنده آن است که سرمایه‌گذاران، فاقد تخصص و تجربه مورد نیاز برای توجه به این هزینه‌ها می‌باشند؟

بدیهی است که در واکنش به رسوایی‌های اخیر، مقررات زیادی در این خصوص وضع خواهد شد، اما نکته قابل توجه آن است که نباید محققان و تدوین‌کنندگان مقررات تنها بر آنچه که می‌توان با تدوین مقررات جدید انجام داد، متمرکز شوند و از آنچه که می‌توان با کاهش یا تغییر مقررات موجود به آن دست یافت، غافل شوند. بر خلاف بیش‌تر مقررات مربوط

به اوراق بهادار، مقررات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در درجه اول بر افشا متمرکز نمی‌شوند بلکه قراردادهای پاداش و روش‌های حاکمیتی را محدود می‌کنند.

علاوه بر تدوین مقررات جدید، توجه به افشا و شفافیت می‌تواند تأثیر بااهمیتی داشته باشد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار تلاش کرده تا توجه سرمایه‌گذاران را به کارمندا و سایر هزینه‌هایی که در امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک درج می‌شود، جلب کند. بنابراین کمیسیون بورس و اوراق بهادار، بر افشای مقادیر دلاری کارمندا و هزینه‌ها در صورت‌های مالی سه‌ماهه که در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، تأکید و پافشاری کرده است.

منابع:

- 2) Hortacsu, A and Chad Syverson (2003) "Product Differentiation, Search Costs, and Competition in the Mutual Fund Industry: A Case Study of S&P 500 Index Funds" Working paper
- 3) Investment Company Institute (2003) "The Cost of Buying and Owning Mutual Funds". Fundamentals: Investment Company Institute Research in Brief. 13:1
- 4) <http://www.investopedia.com>
- 5) Mahoney, P (2004) "Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds" The Journal of Economic Perspectives Vol. 18 No.2
- ۶) خان زاده (۱۳۸۵) 'صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک' سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

- 1) Chalmers, J Eldon, R and Gregory B. Kadlec (1999) "An Analysis of Mutual Fund Trading Costs" Working paper